

康弘药业 (002773.SZ)

降价幅度小于预期，新增适应症进医保，康柏西普有望加速放量

事件。 医保局发布关于将2019年谈判药品纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》乙类范围的通知。康弘药业的康柏西普眼用注射液降价以4160元/支续约成功，降价25%，降价幅度小于市场预期。

观点：降价幅度小于预期，新增适应症进医保，康柏西普有望加速放量。

1.新增两大适应症进医保，拓宽康柏西普市场空间：康柏西普此次新增DME、CNV两大适应症纳入医保，合计患者人群近1000万人，进一步拓宽康柏西普普医保用药范围，促进放量；

2.医保报销额度提高，且三药可合并计算，有利于就诊率提高及康柏西普抢占存量市场：此前，康柏西普的医保报销标准为每眼累计最多支付9支，每个年度最多支付4支；而此次修改为第1年度最多支付5支，且阿柏西普、雷珠单抗和康柏西普的药品支数合并计算。不考虑赠药的情况下，患者每年需要自付11100元，此次降价之后，患者首年仅需自付4160元，有利于就诊率的提高。且三款已上市药物支数可合并计算，使得患者更倾向于选择经济性较高的康柏西普。康柏西普的市场空间有望进一步扩大，且有望在存量市场上争夺份额。

3.康柏西普对于医保低收入患者吸引力提高：由于首年医保报销额度的提高，因此使用康柏西普的医保低收入患者首年自付金额由2775元降低至免费，与雷珠单抗用药金额相同，有望吸引雷珠单抗的用药患者转用康柏西普。

三年后公司收入体量有望超50亿元。我们对未来三年的收入进行了敏感性分析，不取消赠药的情况下按照单价4160元计算，取消赠药的情况下按照单价5547元计算（家庭年收入低于10万元的比例约70%），并分别进行了悲观、中性和乐观假设。保守估计，明年公司收入有望超33亿元，而在最乐观情况下，收入体量有望超46亿元。根据中性假设，并考虑2022年康柏西普有望在美上市销售，我们预计三年后公司收入有望达50-60亿元。

盈利预测与估值。我们认为2020-2021年公司康柏西普有望用较小的价格降幅带来加速放量，化药及中药持续提供稳定现金流，EPS高速增长；2019年下半年非生物药板块调整完成，慢慢恢复正增长。基于康柏西普降价幅度小于预期，我们上调了盈利预测，预计2019-2021年归母净利润分别为7.76亿元、9.20亿元、11.29亿元，对应增速分别为11.6%、18.6%、22.7%，EPS分别为0.89元、1.05元、1.29元，对应PE分别为35X、30X、24X。**维持“买入”评级。**

风险提示：康柏西普降价超预期风险；康柏西普美国临床失败风险；非生物药板块调整速度低于预期风险；在研新药研发失败风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,786	2,917	3,151	3,749	4,541
增长率yoy (%)	9.7	4.7	8.0	19.0	21.1
归母净利润(百万元)	644	695	776	920	1,129
增长率yoy (%)	29.7	7.9	11.6	18.6	22.7
EPS最新摊薄(元/股)	0.74	0.79	0.89	1.05	1.29
净资产收益率(%)	18.2	17.0	16.7	17.1	17.9
P/E(倍)	42.7	39.6	35.4	29.9	24.3
P/B(倍)	7.8	6.7	5.9	5.1	4.4

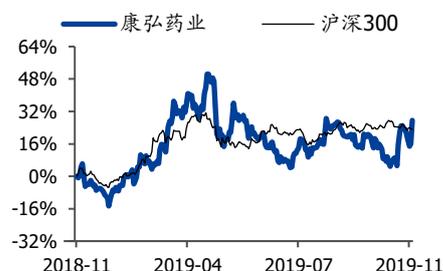
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
最新收盘价	36.86
总市值(百万元)	32,274.53
总股本(百万股)	875.60
其中自由流通股(%)	70.95
30日日均成交量(百万股)	4.29

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

研究助理 应沁心

邮箱：yingqinxin@gszq.com

相关研究

- 1、《康弘药业(002773.SZ)：业绩基本符合预期，静候康柏西普谈判降价情况——2019Q3点评》2019-10-31
- 2、《康弘药业(002773.SZ)：千亿市场意气风发，康柏西普笑傲江湖（创新药系列研究之四）》2019-08-28



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,464	3,413	4,211	4,550	5,566
现金	3,102	2,493	3,548	3,468	4,696
应收账款	167	259	201	346	316
其他应收款	2	0	2	0	3
预付账款	14	27	17	35	28
存货	174	254	202	288	239
其他流动资产	6	380	240	413	284
非流动资产	1,122	1,782	1,847	1,996	2,183
长期投资	0	9	19	28	38
固定投资	436	442	516	625	741
无形资产	378	593	645	709	784
其他非流动资产	308	738	668	633	621
资产总计	4,586	5,195	6,058	6,546	7,749
流动负债	579	620	894	658	935
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	127	102	142	120	162
其他流动负债	453	518	752	538	774
非流动负债	463	491	491	491	491
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	463	491	491	491	491
负债合计	1,043	1,111	1,385	1,149	1,426
少数股东权益	0	0	3	5	7
股本	674	674	876	876	876
资本公积	646	621	419	419	419
留存收益	2,333	2,840	3,425	4,113	4,942
归属母公司股东收益	3,543	4,084	4,671	5,392	6,316
负债和股东权益	4,586	5,195	6,058	6,546	7,749

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	767	351	1,282	244	1,601
净利润	644	695	778	922	1,131
折旧摊销	73	81	85	106	129
财务费用	-30	-46	-91	-105	-122
投资损失	-30	-28	-21	-24	-26
营运资金变动	-14	-374	531	-655	489
其他经营现金流	124	24	0	0	0
投资活动净现金流	76	-756	-129	-230	-290
资本支出	313	458	56	139	178
长期投资	260	-222	-9	-9	-9
其他投资现金流	649	-519	-83	-101	-121
筹资活动净现金流	-123	-205	-98	-94	-83
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-1	-1	202	0	0
资本公积增加	14	-25	-202	0	0
其他筹资现金流	-136	-180	-98	-94	-83
现金净增加额	715	-608	1,055	-80	1,228

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,786	2,917	3,151	3,749	4,541
营业成本	269	229	244	262	281
营业税金及附加	48	44	52	63	74
营业费用	1,277	1,376	1,549	1,837	2,225
管理费用	504	386	522	649	790
财务费用	-30	-46	-91	-105	-122
资产减值损失	5	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	30	28	21	24	26
营业利润	788	796	897	1,068	1,319
营业外收入	20	34	30	30	29
营业外支出	45	31	28	32	34
利润总额	763	799	899	1,066	1,313
所得税	119	105	120	144	182
净利润	644	695	778	922	1,131
少数股东收益	0	0	3	2	2
归属母公司净利润	644	695	776	920	1,129
EBITDA	743	806	894	1,067	1,320
EPS (元/股)	0.74	0.79	0.89	1.05	1.29

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	9.7	4.7	8.0	19.0	21.1
营业利润 (%)	41.5	1.1	12.6	19.1	23.4
归属母公司净利润 (%)	29.7	7.9	11.6	18.6	22.7
盈利能力					
毛利率 (%)	90.3	92.2	92.3	93.0	93.8
净利率 (%)	23.1	23.8	24.6	24.5	24.9
ROE (%)	18.2	17.0	16.7	17.1	17.9
ROIC (%)	15.7	14.0	13.8	14.3	15.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	22.7	21.4	22.9	17.6	18.4
净负债比率 (%)	-87.5	-61.0	-75.9	-64.3	-74.3
流动比率	6.0	5.5	4.7	6.9	6.0
速动比率	5.7	5.1	4.5	6.5	5.7
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.60	0.56	0.59	0.64
应收账款周转率	24.0	13.7	13.7	13.7	13.7
应付账款周转率	2.7	2.0	2.0	2.0	2.0
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.74	0.79	0.89	1.05	1.29
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.91	0.19	1.46	0.28	1.83
每股净资产 (最新摊薄)	4.05	4.66	5.33	6.16	7.21
估值指标 (倍)					
P/E	42.7	39.6	35.4	29.9	24.3
P/B	7.8	6.7	5.9	5.1	4.4
EV/EBITDA	32.9	31.5	27.3	22.9	17.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

事件

医保局发布关于将 2019 年谈判药品纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》乙类范围的通知。康弘药业的康柏西普眼用注射液以 4160 元/支续约成功，降价 25%。

观点：降价幅度小于预期，新增适应症进医保，康柏西普有望加速放量

康柏西普有望实现用较小的价格降幅带来加速放量。康柏西普此次以 4160 元/支续约成功，降价 25%（上轮谈判价为 5550 元/支），降价幅度小于市场预期。

此外，我们注意到此次康柏西普医保谈判有两大调整：

- 1.新增两大适应症进医保，拓宽市场空间：**康柏西普此次新增糖尿病性黄斑水肿(DME)、脉络膜新生血管(CNV)导致的视力损害两大适应症纳入医保。DME 适应症目前患病人群达 575 万人，CNV 的患病人群达 420 万人，两大适应症合计近 1000 万人，进一步拓宽康柏西普医保用药范围，促进放量；
- 2.医保报销额度提高，且三药可合并计算，有利于就诊率提高及抢占存量市场：**此前，康柏西普的医保报销标准为每眼累计最多支付 9 支，每个年度最多支付 4 支；而此次修改为第 1 年度最多支付 5 支，且阿柏西普、雷珠单抗和康柏西普的药品支数合并计算。在不考虑赠药的情况下，使用康柏西普治疗的患者每年需要自付 11100 元；此次降价之后，患者首年仅需自付 4160 元，有利于就诊率的提高。且三款已上市药物支数可以合并计算，使得患者更倾向于选择经济性较高的药品。康柏西普的市场空间有望进一步扩大，且有望在存量市场上争夺阿柏西普与雷珠单抗的份额。

具体对比来看，国内已上市产品对比，康柏西普注射频次最抵，患者依从性最好：

- 雷珠单抗医保谈判价尚未公布（上轮谈判价为 5700 元/针），我们按照续约产品平均降幅 26%估算，其价格约 4218 元/针。雷珠单抗可每月注射一次，也可以初始三个月每月注射一次，之后每三个月注射一次，但效果会差，我们按照后续平均每两个月注射一次估算。
- 阿柏西普新进医保，医保谈判价尚未公布（此前为 5850 元/针），我们按照新进医保产品平均降价 60%估算，其价格约 2340 元/针。治疗湿性 AMD 的注射频次为初始三个月每月注射一次，然后每两个月注射一次，治疗 DME 的注射频次为初始五个月每月注射一次，然后每两个月注射一次。
- 康柏西普此次以 4160 元/支续约成功，降价 25%（上轮谈判价为 5550 元/支）。wAMD 适应症初始三个月每月注射一次，之后每三个月注射一次，DME 和 CNV 适应症暂无说明书治疗方案，我们推测其治疗方案与 wAMD 一致。康柏西普注射频次最低，患者依从性最好。

图表1: 国内已上市湿性AMD适应症产品价格对比

名称	国内获批适应症	用法用量	谈判前单价 (元)	谈判后单价 (元)	赠药政策
雷珠单抗	wAMD	0.5mg/月注射一次; 也可以初始三个月每月注射一次, 之后每三个月注射一次, 但效果会差	5700/针	* 按照平均降幅 (26%) 估算, 4218元	医保低收入患者: 患者年度医保限额支数 (4支/眼/年) 用完后, 通过审核可获得免费援助药品。 自费低收入患者: 患者自费使用3支/眼药品后, 通过审核可获得免费的援助药品, 最多不超过2支/眼; 用完援助药品后, 可循环此方案。 低保患者: 通过审核可获得免费的援助药品, 一年内最多不超过5支/眼, 三年不超过10支/眼。
	DME	0.3mg 每月一次 (off-label)			
	CNV	0.5mg 每月一次 (off-label)			
	RVO	0.5mg 每月一次 (off-label)			
阿柏西普	wAMD	初始三个月每月注射一次, 然后每两个月注射一次, 每次2mg	5850/针	* 按照平均降幅 (60%) 估算, 2340元	-
	DME	初始五个月每月注射一次, 然后每两个月注射一次, 每次2mg			
康柏西普	wAMD	初始三个月每月注射一次, 之后每三个月注射一次, 每次0.5mg	5550/针	4160/针	患者家庭年收入不超过人民币10万元, 买三赠一; 低保患者、特困情况者, 专例讨论。
	DME	- (推测与wAMD一致)			
	CNV	- (推测与wAMD一致)			

资料来源: 医保局, 丁香园, 国盛证券研究所

我们根据上表推测的数据估算认为:

- **康柏西普患者经济性较高:** 雷珠单抗与阿柏西普由于注射频次较高导致其治疗费用也较高, 康柏西普经济性明显较高, 有望吸引雷珠单抗与阿柏西普的用药患者转用康柏西普;
- **康柏西普对于医保低收入患者吸引力提高:** 由于首年医保报销额度的提高, 因此医保低收入患者使用康柏西普的首年自付金额由2775元降低至免费, 与雷珠单抗用药金额相同, 有望吸引雷珠单抗的医保低收入患者转用康柏西普;

图表2: 谈判前后患者自付金额对比 (谈判后价格来源于图表1估算价格)

药品名称	谈判前年用药自付金额 (元)	谈判后年用药自付金额 (元)
雷珠单抗	医保低收入患者: 免费; 自费低收入患者: 25650元; 低保患者: 14250元; 其他患者: 19950元	不取消赠药: 医保低收入患者: 免费; 自费低收入患者: 18981元; 低保患者: 10545元; 其他患者: 10545元 取消赠药: 所有患者: 10545元
阿柏西普	wAMD: 43875元; DME: 49725元	wAMD: 5850元; DME: 8190元
康柏西普	医保低收入患者: 2775元; 自费低收入患者: 24975元; 其他患者: 11100元	不取消赠药: 医保低收入患者: 免费; 自费低收入患者: 18720元; 其他患者: 4160元 取消赠药: 所有患者: 4160元

资料来源: 医保局, 人民网, 国盛证券研究所

三年后公司收入体量有望超 50 亿元。我们对未来三年的收入进行了敏感性分析，不取消赠药的情况下按照单价 4160 元计算，取消赠药的情况下按照单价 5547 元计算（家庭年收入低于 10 万元的比例约为 70%），并分别进行了悲观、中性和乐观假设。保守估计，明年公司收入有望超 33 亿元，而在最乐观情况下，收入体量有望超 46 亿元。根据中性假设，并考虑 2022 年康柏西普有望在美国上市销售，我们预计三年后公司收入有望达 50-60 亿元。

图表 3: 未来三年收入敏感性分析

	悲观假设	中性假设	乐观假设
2020			
销量增速	50%	100%	150%
销量（万支）	30	40	50
康柏西普不取消赠药收入（亿元）	12.48	16.64	20.80
康柏西普取消赠药收入（亿元）	15.39	20.52	25.65
其他业务收入（亿元）	20.94	20.94	20.94
总收入（不取消赠药，亿元）	33.42	37.58	41.74
总收入（取消赠药，亿元）	36.34	41.47	46.60
2021			
销量增速	20%	30%	50%
销量（万支）	48	52	60
康柏西普不取消赠药收入（亿元）	19.97	21.63	24.96
康柏西普取消赠药收入（亿元）	24.63	26.68	30.79
其他业务收入（亿元）	21.25	21.25	21.25
总收入（不取消赠药，亿元）	41.22	42.88	46.21
总收入（取消赠药，亿元）	45.88	47.93	52.04
2022			
销量增速	20%	30%	50%
销量（万支）	60	65	75
康柏西普不取消赠药收入（亿元）	24.96	27.04	31.20
康柏西普取消赠药收入（亿元）	30.79	33.35	38.48
康柏西普美国市场收入（亿元）	1.53	1.53	1.53
其他业务收入（亿元）	21.57	21.57	21.57
总收入（不取消赠药，亿元）	48.06	50.14	54.30
总收入（取消赠药，亿元）	53.88	56.45	61.58

资料来源：医保局，国盛证券研究所

盈利预测与估值

我们认为 2020-2021 年公司康柏西普有望用较小的价格降幅带来加速放量，化药及中药持续提供稳定现金流，EPS 高速增长；2019 年下半年非生物药板块调整完成，慢慢恢复正增长。基于康柏西普降价幅度小于预期，新增适应症进医保等因素，我们上调了盈利预测，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 7.76 亿元、9.20 亿元、11.29 亿元，对应增速分别为 11.6%、18.6%、22.7%，EPS 分别为 0.89 元、1.05 元、1.29 元，对应 PE 分别为 35X、30X、24X。维持“买入”评级。

风险提示

1.康柏西普放量不及预期风险:

阿柏西普已通过医保谈判降价进医保,对于康柏西普放量有一定影响。

2.康柏西普美国临床失败风险:

目前康柏西普正在美国进行与阿柏西普的头对头 III 期临床,若临床失败,则会失去美国市场,使康柏西普的利润贡献低于预期。

3.非生物药板块调整速度低于预期风险:

近两年由于营销分线改革影响,非生物药板块增速放缓,若调整进度低于预期,则会继续影响非生物药板块的业绩贡献。

4.在研新药研发失败风险:

目前公司布局了多个在研品种,若新药研发失败,会使之前的投入都打水漂,使公司遭受损失。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com