

康弘药业 (002773)

公司研究/深度报告

多因素驱动康柏西普进入新放量长周期，带来公司业绩向上拐点

—康弘药业深度报告

深度研究报告/医药

2020年06月08日

报告摘要:

- 康柏西普放量带动生物药板块价值持续提升，2020年起新的长达10年的放量周期有望为公司业绩带来明显的向上突破拐点

生物药板块的康柏西普作为公司核心产品的后起之秀，在上市后5年时间（2015-2019年）收入占比迅速攀升至35.46%，净利润占比攀升至50.68%，体现了康柏西普的较大的业绩弹性。我们认为受到国内医保红利、海外wAMD适应症上市和更远期的DME和RVO海外上市，康柏西普有望在2020年持续10年新的放量长周期。从更长周期来看康柏西普价值仍有较大的提升空间，从而拉动公司业绩上涨。我们预计2020年生物药板块收入有望超过化药板块，显示出规模化效应对康柏西普盈利能力的增益。

- 国内：低渗透率+医保红利奠定康柏西普业绩基础，销售峰值有望超过74亿

①需求端：据我们测算，2019年国内眼底病患者人数在2573万人附近，3种抗VEGF药物自上市以来总渗透率约2%，总覆盖人数约为51.46万人，其中康柏西普上市以来合计覆盖了19.42万患者，渗透率约为0.75%。②供给端：目前上市抗VEGF药物3种，短期主要看阿柏西普和雷珠单抗竞争情况，其他新入局者仍需2-3年才能上市，其中罗氏的创新双抗药物Faricimab（VEGF/Ang2）与阿柏西普对头的全球多中心III期临床正在开展，齐鲁制药的阿柏西普和雷珠单抗生物类似药也已进入III期。③据我们估算康柏西普国内销售峰值有望超过74亿元。我们认为短期内可进行眼底注射医师数量并不会成为明显瓶颈，长期看县级医院市场+赠药方案+医保支付标准提升有望带来更大业绩弹性。

- 海外：康柏西普wAMD全球III期临床值得期待，美国抗VEGF药物在眼底病渗透率约32%，海外峰值有望超135亿

①需求端：据我们测算，美国2018年约有937万眼底病患者，按照年平均用药5支估算，美国市场抗VEGF药物总渗透率约为31.9%。未来仍有提升空间。②供给端：目前上市抗VEGF药物4种，新上市Beovu药物安全性有待观察，康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普的循证医学证据充分，新入局者或仍需更长时间和更大样本量验证安全性。③康柏西普海外wAMD III期与阿柏西普对头，探索更低用药频次方案。若全球III期临床试验获得成功，康柏西普有望迅速扩大在国内和国际市场上的影响力，预期2023年海外上市。④康柏西普wAMD适应症有望于2023年在海外上市，RVO和DME适应症有望2020年获批开展临床，最快有望2025年海外上市，据我们测算康柏西普海外市场销售峰值有望超过135亿元。

- 化药板块稳定发展核心品种竞争力强，中成药板块逐步转好收入恢复正增长

①公司化药板块2019年实现收入12.07亿，同比增长3.16%，基本保持平稳发展态势。核心品种为阿立哌唑口崩片、盐酸文拉法辛缓释片和枸橼酸莫沙必利分散片，我们估算三者2019年销售额占整个化药板块收入比例高达91%。未来可能会面临集采压力，预计板块将保持低速增长。②公司中成药板块2019年实现收入8.92亿，同比增长3.36%，相比2018年同比增速实现较大好转。2019年核心品种松龄血脉康胶囊、舒肝解郁胶囊、一清胶囊和胆舒胶囊占整个中成药板块收入比例高达92%。

- 创新布局方面巩固+拓展齐头并进：不断巩固眼科领先地位，完善脑科管线覆盖领域，开拓肿瘤领域管线

① 眼科疾病治疗领域（药品和器械）仍是重点投入方向，未来眼底病用药、眼底照相

推荐

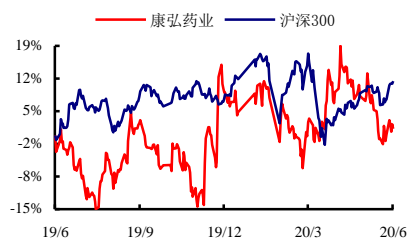
首次评级

当前价格：35.98元

交易数据 2020-6-5

近12个月最高/最低(元)	46.4/30.1
总股本(百万股)	876
流通股本(百万股)	621
流通股比例(%)	70.95
总市值(亿元)	315
流通市值(亿元)	224

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

研究助理：郭双喜

执业证号：S0100119100011

电话：010-85127728

邮箱：guoshuangxi@mszq.com

相关研究

机和联合青光眼治疗设备 IOPTiMateTM 协同与互补效应值得关注。②**脑科**的创新中药五加益智颗粒 (AD) 以及 3.1 类化药氢溴酸沃赛汀片 (重度抑郁症) 有利于完善已有精神神经类领域产品管线布局。③**肿瘤领域**引进创新肿瘤疫苗 KH901 以及自主研发的治疗结直肠癌创新生物药 KH903 都是公司在肿瘤领域的初次尝试, 我们认为公司在肿瘤用药领域的初步探索中不断积累经验, 为后续继续拓展肿瘤创新药管线提供技术支持。

● 投资建议

我们用 DCF 折现方式得到康柏西普在中国、美国和欧洲销售峰值分别有望达到 74 亿、67 亿和 68 亿。中国区、美国区和欧洲市场对应 188 亿、110 亿和 185 亿现值, 总现值约为 483 亿元。我们认为未来公司康柏西普销售额仍有很大的提升空间, 作为具有国际竞争力的生物创新药企业, 伴随着 wAMD、DME 和 RVO 等适应症逐步在海外市场上市并开始贡献业绩, 公司估值仍有提升空间。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.99、1.24、1.49 元, 2020 年 6 月 5 日收盘价对应 PE 为 36 倍。参考可比公司 2020 年平均估值 40 倍 PE, 我们认为公司在生物创新药领域的领先地位有望带来溢价, 首次覆盖并给予“推荐”评级。

● 风险提示

政策风险、市场竞争风险、创新药临床进展不及预期或者临床开发失败风险、产品销售不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,257	3,718	4,500	5,274
增长率 (%)	11.7	14.1	21.0	17.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	718	868	1,082	1,299
增长率 (%)	3.3	20.8	24.8	20.0
每股收益 (元)	0.82	0.99	1.24	1.49
PE (现价)	43.9	36.2	29.0	24.2
PB	6.8	5.7	4.8	4.0

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

目录

一、康柏西普放量带动生物药板块价值持续提升，有望 2020 年步入海内外放量新周期.....	4
(一) 康柏西普放量带动公司业绩增长，对公司净利润贡献达到 51%	4
(二) 公司盈利能力稳定，有望保持高研发投入推进康柏西普国际化及创新药管线拓展	5
二、国内：低渗透率+医保红利奠定康柏西普业绩基础，国内销售峰值有望超过 74 亿.....	7
(一) 鉴于中老年患者对药价敏感度高，我们预计抗 VEGF 用药的 3+PRN 方案成为国内主流	7
(二) 用药体验（注射频次）、推广策略和市场容量成为 3 种纳入医保抗 VEGF 药物未来决胜关键	8
(三) 眼部血管病变市场天花板仍要看抗 VEGF 药物.....	8
(四) 3 种抗 VEGF 药物自上市以来总渗透率约 2%，总覆盖人数约为 51.46 万人.....	9
(五) 新入局者仍需 2-3 年上市，短期内仍看好医保支付红利带来放量机遇.....	12
(六) 注射医师数量不会成为明显瓶颈，赠药方案+医保支付标准提升有望带来更大弹性	13
三、海外：康柏西普 WAMD 全球 III 期临床值得期待，海外峰值有望超 135 亿	16
(一) 据测算美国约有 937 万眼底病患者，已有 4 款主流药物上市	16
(二) 注射频次更少的阿柏西普上市后给雷珠单抗带来压力，抗 VEGF 药物市场增速趋稳.....	17
(三) 按照年平均用药 5 支估算，美国市场抗 VEGF 药物总渗透率约为 31.9%，欧洲空间更大.....	18
(四) 康柏西普与阿柏西普头对头 III 期临床试验值得期待，若成功将较大助益全球市场开拓.....	19
(五) 康柏西普国内循证医学证据充分，海外新入局者或仍需更长时间和更大样本量验证安全性.....	20
四、化药板块稳定发展，核心品种竞争力强，中成药板块逐步转好，收入增速恢复正增长.....	22
五、创新布局方面巩固+拓展齐头并进：不断巩固眼科领先地位，完善脑科管线覆盖领域，开拓肿瘤领域管线 .	25
六、盈利预测与投资建议	26
(一) 康柏西普 DCF 折算总现值约为 483 亿元，在中国、美国和欧洲分别有望实现超过 74 亿、67 亿和 68 亿的销售峰值	26
(二) 康弘药业主要业务 2020-2022 年收入拆分与预测.....	29
(三) 可比公司估值.....	30
七、风险提示	31
插图目录	33
表格目录	33

生物药板块的康柏西普作为公司核心产品的后起之秀，在上市后 5 年时间（2015-2019 年）收入占比迅速攀升至 35.46%，净利润占比攀升至 50.68%，体现了康柏西普的较大的业绩弹性。我们预计康柏西普有望于 2020 年进入新的放量周期，对公司整体业绩的贡献将愈发显著，从而拉动公司业绩进入向上拐点。康柏西普进入放量周期的判断主要基于以下几点：

1) 国内市场 2020 年起的进入放量周期：① 医保支付红利——2019 年康柏西普经谈判后降价 24.36% 新增 DME 和 pmCNU 两个适应症进入医保，预计将在 2020-2021 年实现相比 2018-2019 年纳入医保后更快的放量，而 RVO 适应症也有望于 2021 年上市并贡献业绩。② 低渗透率提升——再加上我们通过分析发现，国内整个抗 VEGF 用药市场总渗透率仅为 2%，相较于美国 31% 渗透率提升空间很大，据我们估算国内市场销售峰值有望超过 74 亿元。2) 海外市场 2023 年起也将进入放量周期：再加上康柏西普海外 wAMD 适应症也有望于 2023 年上市，更具弹性的海外增量有望为公司更为明显的业绩，如果将后续也有望在欧美上市的 RVO 和 DME 适应症纳入测算，美国和欧洲两大市场有望分别实现超过 67 亿和 68 亿的销售峰值。

我们认为此次康柏西普放量周期有望持续 10 年（2020-2029 年）：我们认为短期来看（2020-2022 年）：国内市场 2-3 年内新入局者参与深度竞争概率不大，因此 2020-2022 年康柏西普面临竞争压力相对较小，有望实现快速放量。而从中期角度来看（2023-2025 年）：康柏西普 wAMD 适应症有望于 2023 年在欧美等海外市场上市，若临床效果相较于阿柏西普实现更低注射频次和非劣效，则有望快速打开海外市场，初期实现快速放量。从长期角度来看（2026-2029 年）：RVO 和 DME 适应症也有望在海外上市，贡献更大的业绩增量。而在我们提出假设的基础上，未来康柏西普价值仍有较大的弹性空间，包括患者年用药频次提升、医保支付标准（2020 年医保支付标准相对 2018 年提升一支）继续提升、双眼发病带来用药总需求提升等。

因此我们认为康柏西普有望在 2020 年进入新的放量周期，从更长周期来看康柏西普价值仍有较大的提升空间。报告中，我们对国内市场抗 VEGF 药物渗透率（首次详细拆解康柏西普等 3 种主流用药渗透率数据）、美国市场抗 VEGF 药物渗透率（首次详细拆解阿柏西普和雷珠单抗上市后在美渗透率数据）、国内康柏西普销售峰值和美国欧盟市场康柏西普销售峰值分别进行了测算。通过对可进行眼底注射医师数量进行估算之后发现医师数量并不会成为影响抗 VEGF 药物放量的明显瓶颈。此外，通过对海内外已经上市和即将入局的竞品进行了梳理和分析后，我们认为短期内新入局者对康柏西普业绩造成影响概率不大，其安全性仍需更长时间和更大患者临床验证。

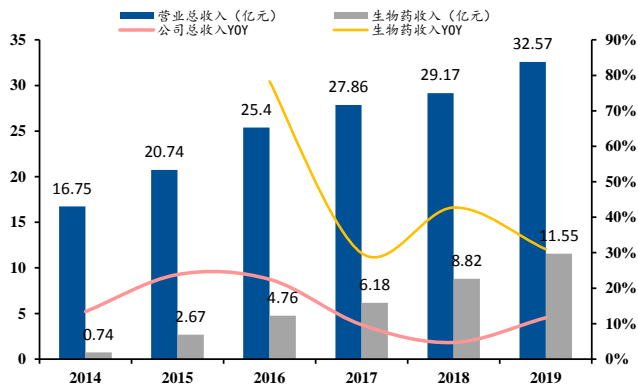
一、康柏西普放量带动生物药板块价值持续提升，有望 2020 年步入海内外放量新周期

（一）康柏西普放量带动公司业绩增长，对公司净利润贡献达到 51%

康柏西普上市后快速放量带动公司业绩稳定增长，2020 年生物药板块收入有望超过化药板块。公司 2019 年实现总收入 32.57 亿元，同比增长 11.65%，其中化药、生物药和中成药分别实现收入 12.07（+3.16%）、11.55（+30.95%）和 8.92（+3.36%）亿元，可以看出 2015-2019 年公司业绩主要是受到康柏西普上市（2015-2017 年）和进入医保放量（2018-2019 年）带动的，生物药板块的收入增速明显快于化药和中成药板块，体现了创新药增量对传统药企收入的显著影响。2019 年

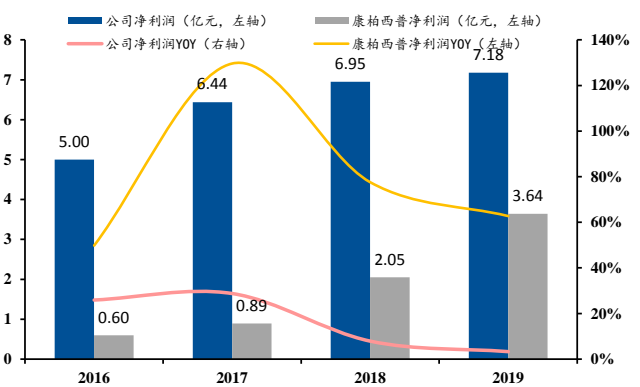
生物药板块收入占比为 35.46%，与传统的化药板块体量不断靠拢，我们预计伴随着康柏西普 2019 年新增两个适应症进入医保所带来的更大患者人群，公司生物药板块收入增速仍有望保持快速增长，并在 2020 年超过化药板块成为公司收入体量最大的板块。

图 1：康弘药业总收入和康柏西普收入及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

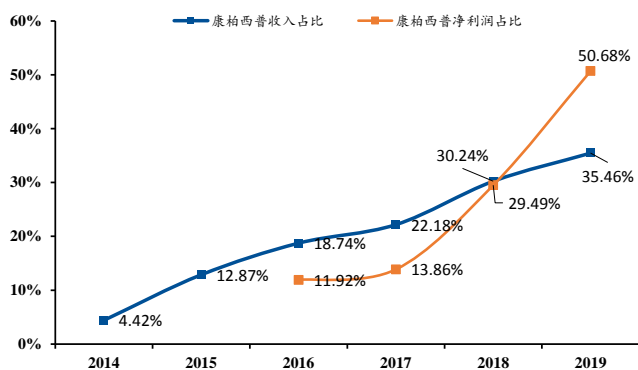
图 2：康弘药业和康柏西普净利润及增速



资料来源：Wind，公司历年年报，民生证券研究院

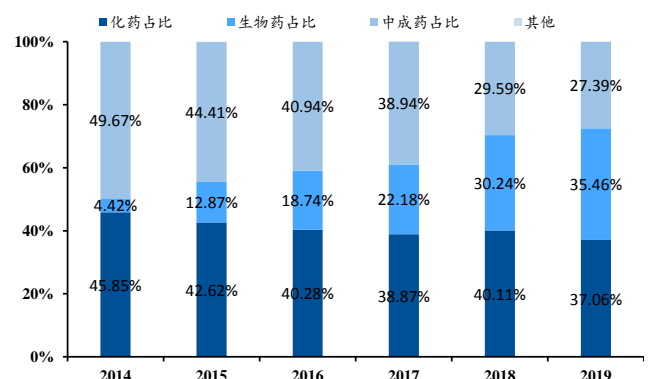
随着 2018 年康柏西普进入医保后快速放量，其在收入和净利润占比在 2018-2019 年均出现快速攀升。其中，2019 年收入占比为 35.46%，净利润占比已经快速提升至 50.68%，显示出规模化效应对康柏西普盈利能力的增益（若扣除 2019 年非经常性损益 0.76 亿影响后，康柏西普净利润占比达到 56.68%）。我们预计 2019 年新增 DME 和 pmCNV 两个大适应症进入医保后有望迎来更快的放量。

图 3：康柏西普收入占比和净利润占比均快速攀升



资料来源：Wind，公司历年年报，民生证券研究院

图 4：康弘药业生物药收入占比逐年快速提升

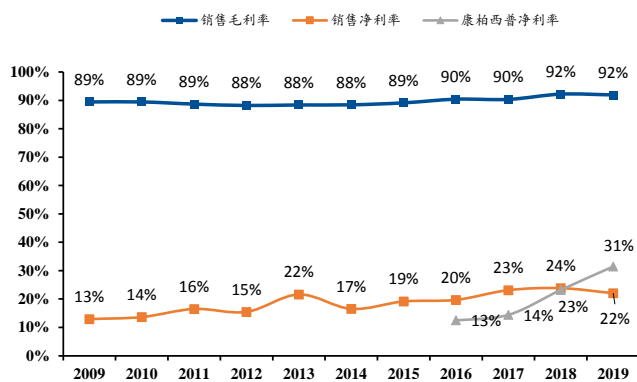


资料来源：Wind，民生证券研究院

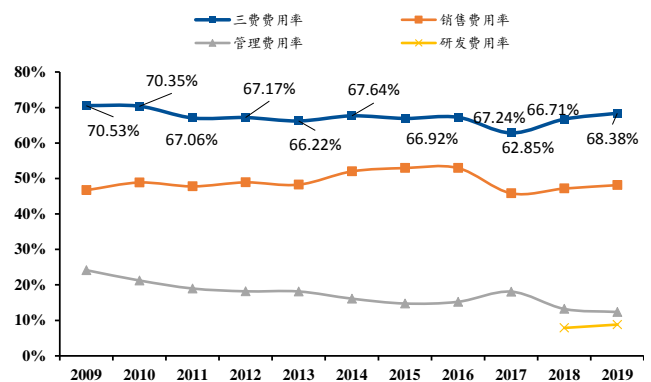
我们认为受到国内医保红利、海外 wAMD 适应症上市和更远期的 DME 和 RVO 海外上市，康柏西普有望在 2020 年持续 10 年新的放量周期。从更长周期来看康柏西普价值仍有较大的提升空间，从而拉动公司业绩上涨。

（二）公司盈利能力稳定，有望保持高研发投入推进康柏西普国际化及创新药管线拓展

毛利率和净利率整体平稳，三费费用率有所提升。2017-2019 年由于销售费用率和研发费用率提升导致整体费用率提升明显，2019 年主要是研发费用率（研发费用 YOY 24.56%，大于收入增速）和销售费用率（销售费用 YOY 13.95%，大于收入增速）均分别提升了近一个百分点导致三费费用率提升。我们认为伴随着公司在创新药投入持续加大，公司研发费用率有可能继续提升，从而对净利率带来一定影响，但是从长期来看，3 年之后新的创新药品种也将进入收获期，从而带动盈利水平的回升，再加上康柏西普新增 2 个大适应症进入医保后，放量带来的规模化效应也有望带动公司整体净利率水平的提升。

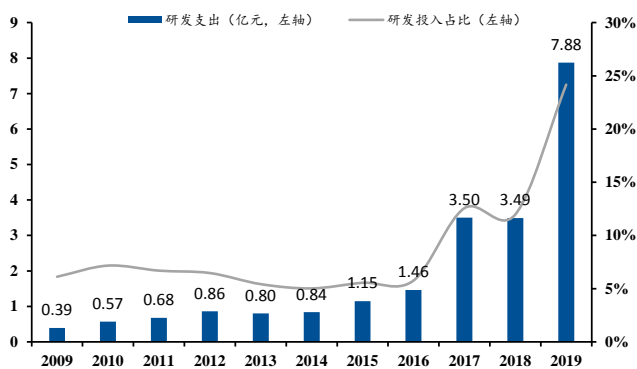
图 5：康弘药业毛利率和净利率水平整体平稳


资料来源：Wind，公司历年年报，民生证券研究院

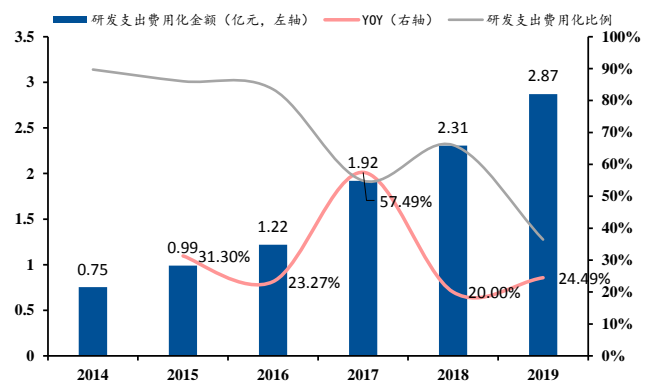
图 6：2017-2019 年康弘药业三费费用率有所提升


资料来源：Wind，民生证券研究院

公司有望继续保持高研发投入，推进康柏西普国际化及新管线拓展。2019 年公司研发投入占比增加明显（由 2018 年的 12% 提升至 2019 年的 24%），主要是康柏西普国际多中心 III 期临床试验开展导致研发投入增加显著，我们预计公司后续仍将保持较高的研发投入绝对值，研发投入占比也可能继续提高，一方面是由于康柏西普针对 wAMD 适应症的海外临床 III 期试验继续开展，另一方面后续还包括 DME 和 RVO 等适应症也有望逐步开展全球多中心临床试验，此外还有新的创新药管线布局投入。

图 7：2017-2019 年康弘药业研发支出增幅明显


资料来源：Wind，公司历年年报，民生证券研究院

图 8：康弘药业研发支出费用化情况


资料来源：公司历年年报，民生证券研究院

二、国内：低渗透率+医保红利奠定康柏西普业绩基础，国内销售峰值有望超过 74 亿

据我们估算国内抗 VEGF 药品渗透率在 2% 附近, 对比美国 31% 渗透率, 未来提升空间较大, 我们预计康柏西普国内销售峰值有望超过 74 亿元。截止 2020 年 5 月, NMPA 批准用于眼部血管病变治疗药物中共有三种抗 VEGF 药物, 分别是雷珠单抗 (诺华和罗氏合作开发, 2012 年上市)、康柏西普 (康弘药业, 2013 年上市) 和阿柏西普 (再生元和拜耳合作开发, 2018 年上市), 作用机制均为通过抑制 VEGF 靶点, 阻止新生血管过度生成, 从而达到治疗疾病的目的。目前国内共有四种眼底病可以使用抗 VEGF 药物治疗, 包括 wAMD (湿性年龄相关性黄斑变性)、pmCNV (继发于病理性近视的脉络膜新生血管引起的视力损伤)、DME (糖尿病黄斑水肿) 和 RVO (视网膜静脉阻塞)。康柏西普 RVO 适应症临床 III 期正在开展中, 预计最快将于 2021 年上市, 为公司业绩贡献新的增量。

(一) 鉴于中老年患者对药价敏感度高, 我们预计抗 VEGF 用药的 3+PRN 方案成为国内主流

患者对年治疗费用敏感度高, 预计康柏西普推荐的 3+PRN 用药方案成为主流。从单价来看, 已经纳入 2018 年医保目录的康柏西普、雷珠单抗、阿柏西普差别不大, 但是推荐用药频次下年治疗费用仍有较大差距 (雷珠单抗 6.8 万/年 vs 康柏西普 3.3 万元/年)。由于眼部血管病变中老年患者比例较高, 考虑到中老年患者对价格更为敏感, 再加上康柏西普使用说明书中也提到可以采用 3+PRN 模式给药 (临床数据显示此用药方案与 3+Q1M 无显著差异), 这将极大地减少患者用药开支。综合以上因素, 我们认为国内患者可能更多的采用 3+PRN 的用药方案。

表 1: 康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普获批适应症、治疗费用以及患者自费费用数据梳理

药物通用名	康柏西普	雷珠单抗	阿柏西普
英文名称	Conbercept	Ranibizumab	Aflibercept
企业名称	康弘药业	诺华/罗氏	再生元/拜耳
国内上市日期	2013.11	2012.01	2018.05
国内获批适应症及纳入医保时间	wAMD (2017) / pmCNV (2019) / DME (2019)	wAMD (2017) / RVO (2019) / DME (2019) / CNV (2019)	wAMD (2019) / DME (2019)
2018-2019 医保支付价 (元/支)	5500	5700	5800 (未进医保)
2020-2021 年医保支付价 (元/支)	4160	3420-3507 (推测)	4060-4350 (推测)
2019 年医保谈判降幅	-24.36%	-35%~-40% (推测)	-25%~-30% (推测)
每年推荐剂量 (支) 及用药方案	6 (3+Q3M)	12 (3+Q1M)	wAMD 7 支 (3+Q2M) / DME 8 支 (5+Q2M)
2018-2019 年按照推荐剂量使用年治疗费用 (元)	33000	68400	40600-46400
报销范围	医保乙类, 每眼累计最多支付 9 支, 第 1 年度最多支付 5 支		
2020-2021 年按照推荐剂量使用年治疗费用 (元)	24960	41040-42084	28420-34800
2020-2021 年患者自费费用 (元)	10400	29070-29810	14210-19575
3+PRN 方案患者最少自费费用 (元)	3744	3078-3156.3	3654-3915
相对于最低价雷珠单抗年自费费用差额 (元)	588-666	0	576-837
产品规格及每次用量	2 mg/0.2 mL, 0.5mg	2 mg/0.2 mL, 0.5mg	40mg/ml, 2mg

资料来源: 各公司年报, 国家医保局官网, Wind, 民生证券研究院

(二) 用药体验 (注射频次)、推广策略和市场容量成为 3 种纳入医保抗 VEGF 药物未来决胜关键

2019 年医保谈判价格降幅预计雷珠单抗>阿柏西普>康柏西普，降价策略各有侧重。2019 年康柏西普 (新增 pmCNV 和 DME, 降幅 24.36%) 和雷珠单抗 (新增 RVO、DME 和 CNV 3 个适应症, 降幅未公布) 新增适应症进入医保, 阿柏西普 (wAMD 和 DME 适应症, 降幅未公布) 首次成功进入医保。依托以上对新进医保适应症的分析, 我们认为阿柏西普降幅可能在 25%-30%, 主要考虑到其第一次纳入医保, 且纳入适应症比康柏西普少了 pmCNV, 为了更好的提高渗透率预计降幅略高于康柏西普降幅。雷珠单抗降幅有可能在 35%-40%, 主要考虑到其比康柏西普多纳入一个 RVO 大适应症 (患者人数约在 681 万人), 覆盖人群数量显著提升, 因此推测降幅要高于康柏西普和阿柏西普。

我们预计: 降价进医保后患者对三种药物价格敏感度有所降低, 在临床疗效相当情况下, 用药频次、推广策略和市场容量成为决胜关键。如果按照以上推演降幅和用药方案来推算国内患者使用 3 种药物的年治疗费用可以看出, 患者对价格敏感度显著下降, 3+PRN 用药方案下患者使用康柏西普、阿柏西普和雷珠单抗的年治疗最少自费费用分别为 3744 元、3078-3156.3 元和 3654-3915 元, 平均到每次用药费用康柏西普和阿柏西普相对最便宜的雷珠单抗仅多支付 200 元附近。因此我们认为后续推广上的决胜因素已经不在于价格, 更大的概率是在临床疗效 (三者并未表现出明显差距, 用药频次会有差别带来用药体验不同)、推广策略和市场容量。推广策略包括赠药方案以及在三级综合医院和二级以上眼科专科医院推广侧重, 市场容量可能决定了 3 家药企在眼部血管病变治疗市场竞争的激烈程度以及未来收入天花板。

(三) 眼部血管病变市场天花板仍要看抗 VEGF 药物

Wind 医药库显示, 2019 年样本医院眼部血管病变治疗药销售总额为 10.1 亿元, 我们预计终端实际销售额可能在 35-40 亿。眼部血管病变市场中, 康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普 3 种抗 VEGF 药物销售额占比高达 90.93%, 其余市场被七叶洋地黄双苷滴眼液、注射用维替泊芬和复方樟柳碱注射液以及地塞米松玻璃体内植入剂等占据, 预计其他药物整体规模并不大。因此我们认为未来眼部血管病变治疗市场天花板仍然主要通过已经上市的 3 种抗 VEGF 抑制剂在患者渗透率快速提升带来突破。

表 2: 其他眼部血管病变治疗药物情况

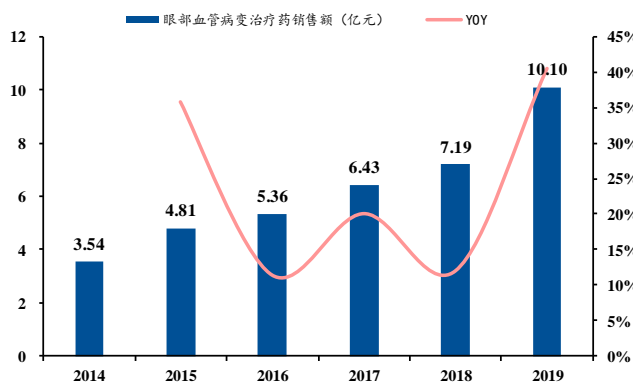
药品名称	适应症	医保情况	价格
地塞米松玻璃体内植入剂 (傲迪适)	治疗成年患者中由视网膜分支静脉阻塞(BRVO)或中央静脉阻塞(CRVO)引起的黄斑水肿	医保乙类	4000 元/支
注射用维替泊芬	用于继发于年龄相关性黄斑变性, 病理性近视或可疑眼组织胞浆菌病的, 以典型性为主型中心凹下脉络膜新生血管形成的患者	医保乙类	12770 元/支
复方樟柳碱注射液	用于缺血性视神经、视网膜、脉络膜病变	非医保	27.72-30.69 元
七叶洋地黄双苷滴眼液	用于眼底黄斑变性。所有类型的眼疲劳, 包括眼肌性、神经性和适应性的	非医保	32.49-90.00 元

资料来源: 中国医药信息查询平台, Wind, 民生证券研究院

地塞米松玻璃体内植入剂与抗 VEGF 抑制剂作用机制不同, 或不存在直接竞争。地塞米松玻璃体内植入剂 (商品名傲迪适, 艾尔建) 新进 2019 年医保, 支付价 4000 元 (0.7mg/支), 2017

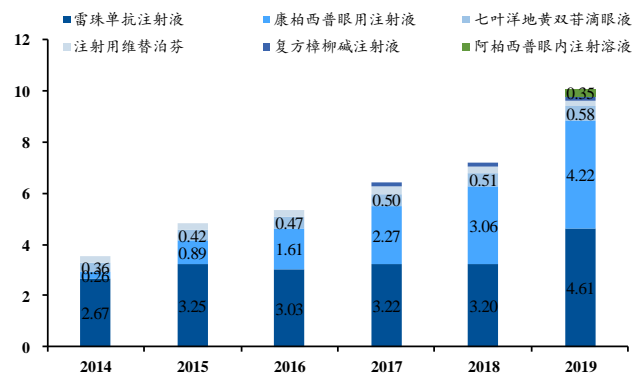
年 10 月份国内获批上市用于治疗成年患者中由视网膜分支静脉阻塞 (BRVO) 或中央静脉阻塞 (CRVO) 引起的黄斑水肿 (FDA 批准了 RVO 和 DME 适应症)。虽然傲迪适是一种缓释药物, 单次注射即可保障长时间视力改善, 显著提高 BRVO 和 CRVO 患者视力, 但是值得注意的是此药物与抗 VEGF 药物作用机制并不相同, 可能并不存在直接竞争。

图 9: 样本医院眼部血管病变治疗药物市场销售额 (亿元)



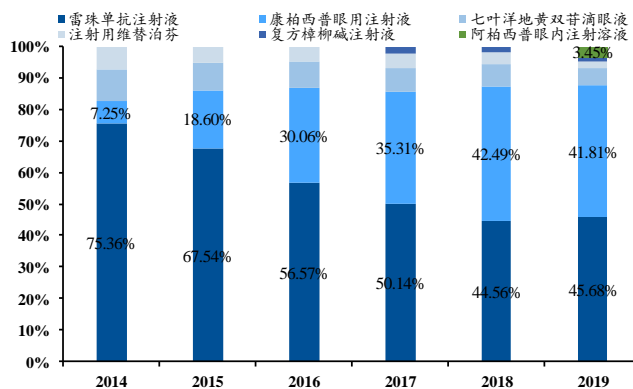
资料来源: Wind 医药库, 民生证券研究院

图 10: 样本医院眼部血管病变治疗主流药物销售额 (亿元)



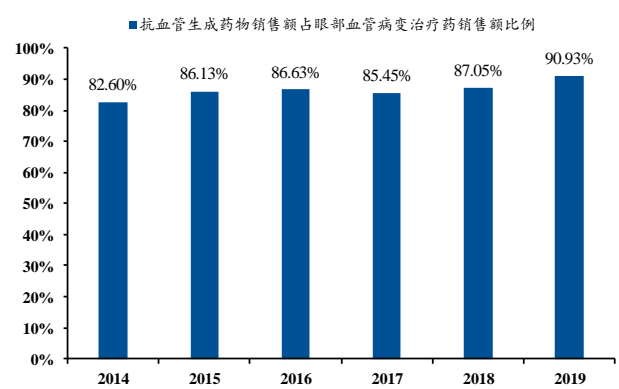
资料来源: Wind 医药库, 民生证券研究院

图 11: 样本医院眼部血管病变治疗主流药物销售额占比



资料来源: Wind 医药库, 民生证券研究院

图 12: 抗 VEGF 药物占眼部血管病变治疗药销售额比例



资料来源: Wind 医药库, 民生证券研究院

(四) 3 种抗 VEGF 药物自上市以来总渗透率约 2%，总覆盖人数约 51.46 万人

基于前面的逻辑, 我们接下来希望通过梳理对比国内抗 VEGF 药物现有及未来竞争格局、国内渗透率情况来分析眼部血管病变用药市场到底是实现共同发展还是此消彼长的发展模式。我们希望首先通过 PDB 样本医院销售数据, 以及康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普的售价数据来推演国内抗血管生成药物在眼部血管病变治疗中所覆盖的患者人数, 从而计算抗血管生成药物的眼底病治疗中的渗透率数据。

基本假设如下:

- 1) 中国眼底病患者年龄普遍较大, 对抗血管生成药物价格敏感度高;

- 2) 基于对药物价格的敏感度较高, 患者在使用抗血管生成药物治疗时可能更多的采用 3+PRN 策略, 而并非采用使用说明书中推荐的用药频次, 因此我们在计算年治疗费用时采用每年 3 支作为标准;
- 3) 使用公司年报中公布的康柏西普销售额除以 PDB 样本医院中康柏西普销售额作为样本医院放大系数, 推导雷珠单抗的实际销售额, 由于阿柏西普销售额基数较小, 在上面放大系数基础上略微上调至 4 倍。

基于以上假设, 我们推演出 2014-2019 年康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普对国内眼底病患者的总覆盖人数达到了 46.93 万人。其中雷珠单抗覆盖患者数量最多, 为 26.23 万人, 康柏西普覆盖了 19.42 万人 (这与公司 2019 年可转债募集说明书中提到的目前在国内已累计使用康柏西普 60 万人次的数据相吻合, 按照每人每年使用 3 支康柏西普计算覆盖患者人数约为 20 万人), 康柏西普上市以来总渗透率约在 0.75%。而且值得注意的是, 根据我们的推演: 1) 2019 年康柏西普销售额已经比较接近雷珠单抗; 2) 在 2019 年康柏西普实现了新增覆盖患者人数首次超过雷珠单抗, 我们认为以上数据可以显示出公司优秀的推广能力以及医生和患者对康柏西普认可度的提升。

表 3: 康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普每年销售额及覆盖患者人数推演

康柏西普覆盖患者人数推演						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
康柏西普 PDB 销售额 (亿元)	0.24	0.84	1.51	2.16	3.00	4.07
康柏西普实际销售额 (亿元)	0.74	2.67	4.76	6.18	8.82	11.55
PDB 数据放大倍数	3.08	3.19	3.16	2.85	2.94	2.84
每支价格 (元)	6800	6800	6800	6725	5500	5500
假设每年 3 支合计费用 (元)	20400	20400	20400	20175	16500	16500
康柏西普覆盖患者数量 (万人)	0.36	1.31	2.33	3.06	5.35	7.00
覆盖患者增速 YOY		260.81%	78.28%	31.28%	74.51%	30.99%
康柏西普渗透率	0.01%	0.05%	0.09%	0.12%	0.21%	0.27%
雷珠单抗覆盖患者人数推演						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
雷珠单抗 PDB 销售额 (亿元)	2.58	3.14	2.93	3.14	3.43	4.17
PDB 数据放大倍数	3.08	3.19	3.16	2.85	2.94	2.84
雷珠单抗 PDB 放大后销售额 (亿元)	7.95	10.01	9.25	8.96	10.09	11.84
每支价格 (元)	9800	9800	9800	7200	5700	5700
假设每年 3 支合计费用 (元)	29400	29400	29400	21600	17100	17100
雷珠单抗覆盖患者数量 (万人)	2.70	3.41	3.15	4.15	5.90	6.92
覆盖患者增速 YOY		25.98%	-7.61%	31.78%	42.30%	17.32%
雷珠单抗渗透率	0.11%	0.13%	0.12%	0.16%	0.23%	0.27%
阿柏西普覆盖患者人数推演						
					2018	2019
阿柏西普 PDB 放大倍数					4.00	4.00
阿柏西普 PDB 销售额 (亿元)					0.08	0.54
阿柏西普 PDB 放大后销售额 (亿元)					0.33	2.15
每支价格 (元)					5800	5800
假设每年 3 支合计费用 (元)					17400	17400

阿柏西普覆盖患者数量 (万人)					0.05	1.23
阿柏西普渗透率					0.00%	0.05%
	2014	2015	2016	2017	2018	2019
抗血管生成药物覆盖眼底病患者人数总和 (万人)	3.07	4.72	5.48	7.21	11.29	15.16
3 种抗 VEGF 药物每年合计渗透率	0.12%	0.18%	0.21%	0.28%	0.44%	0.59%
3 种抗 VEGF 药物上市以来合计渗透率						1.82%

资料来源: Wind, 康弘药业历年年报, 民生证券研究院

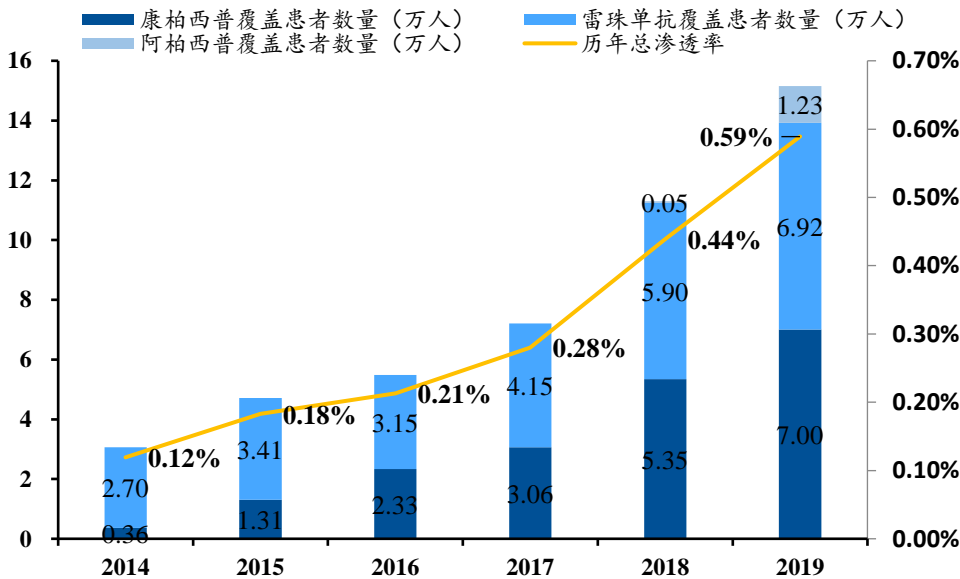
据我们测算, 国内眼底病患者人数在 2573 万人附近, 3 种抗 VEGF 药物上市以来总渗透率仅 2%。接下来我们对国内 wAMD、pmCNV、DME 和 RVO 四类眼底病患者人数进行估算, 总体来看国内眼底病患者人数在 2573 万人附近, 结合前文提到的抗血管生成药物目前所覆盖的眼底病患者人数来看, 自从抗 VEGF 药物国内上市以来对眼底病患者总体渗透率仅在 2% 附近 (考虑到雷珠单抗 2012 年 1 月份就在国内获批上市, 假设其在 2012-2013 年渗透率与 2014 年相同为 0.11%, 此处未考虑患者每年重复用药情况), 以此渗透率推算截止 2019 年 3 种抗 VEGF 药物覆盖患者总数约为 51.46 万人。可以看出在 2018 年将康柏西普和雷珠单抗纳入医保后, 总渗透率也呈现提速的趋势 (2019 年的 0.59% 相对于 2018 年 0.44% 增加 0.15 个百分点渗透率, 2018 年 0.44% 相对于 2017 年的 0.28% 增加 0.16 个百分点渗透率)。

表 4: 2019 年中国 wAMD、pmCNV、DME 和 RVO 患者人数约为 2573 万人

眼底病	患者人群	流行病学	2019 年患者人数 (万人)
wAMD (湿性年龄相关性黄斑变性)	60 岁以上人群	AMD 患病率 13.36%, 湿性占比 14% (招股书), 2019 年中国 60 岁以上人数 2.54 亿 (Wind)	474.86
pmCNV (继发性病理性近视的脉络膜新生血管引起的视力损伤)	15-59 岁	亚洲生理性近视发病率是欧美的 2 倍 (40%-50% vs 23%, 招股书), 假设亚洲病理性近视发病率也为欧美 (2%) 的 2 倍, 则亚洲病理性近视发病率约为 4%, CNV 占病理性近视比例 5%-10% (招股书, 取中值 7.5%), 我国 15-59 岁人群数量 9.11 亿	273.38
DME (糖尿病黄斑水肿)	糖尿病患者	中国 2017 年糖尿病患者数量 1.14 亿 (WHO), 假设全国糖尿病患者发病率与上海市糖尿病患者 DME 样本发病率的 10% (招股书) 相同	1144 (2017 年)
RVO (视网膜静脉阻塞)	50 岁以上	2018 年中国 50 岁以上占比 32.44% (Wind), 发病率 1.5% (招股书), 2019 年中国人口数 14 亿 (Wind)	681.24
合计			2573.48

资料来源: 康弘药业 IPO 招股书, 康弘药业 2019 年可转债募集说明书, Wind, 民生证券研究院

图 13: 康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普历年覆盖患者人数和总渗透率测算



资料来源: Wind, 康弘药业历年年报, 民生证券研究院, 民生证券研究院

基于以上国内眼底病患者流行病学分析以及渗透率数据可以看到, 国内眼底病患者基数庞大, 但是截止 2019 年康柏西普等抗 VEGF 抑制剂在国内患者总覆盖人数在 2019 年达到了 51.46 万人, 抗 VEGF 药物上市以来国内整体渗透率加和约为 2% (此处未考虑患者每年重复用药情况), 相对于美国市场 30% 附近渗透率 (后文有测算) 仍有较大提升空间。

(五) 新入局者仍需 2-3 年上市, 短期内仍看好医保支付红利带来放量机遇

从目前国内竞品开展临床试验情况来看, 仍需 2-3 年才有新药上市: 创新双抗药物 Faricimab (VEGF/Ang2) 的多项与阿柏西普对头的全球多中心 III 期临床正在开展 (国内 wAMD 和 DME 均处于 III 期), 齐鲁制药的 QL1207 (阿柏西普生物类似药) wAMD 适应症在国内进展最快 (DME 处于 I 期), 临床 III 期是与阿柏西普做头对头, 另外一个药物 QL1205 (雷珠单抗生物类似药) 是以雷珠单抗做头对头开展的国际多中心 III 期临床, 可以看出齐鲁制药是目前唯一一个在国内和国际同时开展临床并且分别与雷珠单抗和阿柏西普做头对头对照的企业, 也显示公司在布局眼底病领域的决心。另外两个口服治疗黄斑变性的药物三黄睛视明丸和 CM082 均已进去 II 期临床, 在剂型和给药途径上相比抗 VEGF 类药物的眼内注射给药方式有明显优势, 但是需要关注后续临床疗效情况。

表 5: 中国黄斑变性治疗药物临床开展情况

临床登记号	药品名称	药企	首次公示日期	临床阶段	试验范围	目标入组人数
CTR20190936	Faricimab	罗氏	2020/1/13	III 期	国际多中心	总体 640 人, 中国 64 人
CTR20191975	Brolucizumab	诺华	2019/10/15	III 期	国内	494 人 (主动暂停)
CTR20191391	康柏西普	康弘药业	2019/9/29	III 期	国际多中心	总体 1140 人, 中国 125 人
CTR20191290	QL1205	齐鲁制药	2019/7/17	III 期	国际多中心	总体 656 人, 中国 200 人
CTR20190937	QL1207	齐鲁制药	2019/5/20	III 期	国内	406
CTR20200017	三黄睛视明丸	天士力	2020/1/17	IIa	国内	80

CTR20181510	CM082	卡南吉医药	2018/10/17	II 期	国内	64
CTR20192319	重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液	三生国健	2020/1/22	I 期	国内	64-67
CTR20192638	RC28-E	荣昌生物	2020/1/15	I 期	国内	36
CTR20191187	LY09004	博安生物	2019/6/20	I 期	国内	24
CTR20190119	IBI302	信达生物	2019/1/23	I 期	国内	36
CTR20181938	苏洛响 SOLOT-Eye	思坦维生物	2018/11/1	I 期	国内	15~36
CTR20181343	BAT5906	百奥泰	2018/10/26	I 期	国内	21-40
CTR20181196	重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液	三生国健	2018/8/13	I 期	国内	69
CTR20171267	JY028	百泰生物	2018/7/2	I 期	国内	24
CTR20180360	TAB014	东曜药业	2018/3/21	I 期	国内	24
CTR20171526	重组人血管内皮生长因子受体-抗体融合蛋白眼用注射液	华博生物	2018/1/2	I 期	国内	24-30
CTR20170531	重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液	泰康生物	2017/6/16	I 期	国内	64

资料来源：CDE，药物临床试验登记与信息公示平台，民生证券研究院

诺华的已被 FDA 批准上市药物 Brolucizumab 于 2020 年 4 月份暂停所有在中国已开展的临床试验，预计国内上市时间将延迟。诺华的 Brolucizumab 注射液于 2019 年 3 月提交 3 份 IND 申请，分别针对 wAMD、RVO (CRVO+BRVO) 和 DME 适应症，但是以上 3 项临床均于 2020 年 4 月份主动暂停，诺华于 2020 年 3 月 25 日提交一项新的 IND 申请，预计该产品在中国上市进度将会延后。此外，ASRS 报道了多例 Brolucizumab 注射液相关的严重视力丧失和血管炎病例，后续是否会对医生处方和患者使用意愿造成影响有待观察。

表 6：诺华 Brolucizumab 注射液国内临床开展情况

药品名称	受理号	临床登记号	承办日期	适应症	首次临床试验公告日期	最新公告日期	试验状态
	JXSL2000030	-	2020/3/25	-	-	2020/3/25	排队待审评
Brolucizumab 注射液 (Beovu)	JXSL1900029	CTR20191559	2019/3/7	BRVO	2019/8/6	2020/4/17	主动暂停
		CTR20191812		CRVO	2019/9/27	2020/4/17	主动暂停
	JXSL1900030	CTR20191349	2019/3/7	wAMD	2019/10/15	2020/4/22	主动暂停
	JXSL1900031	CTR20191349	2019/3/7	DME	2019/7/29	2020/4/17	主动暂停

资料来源：CDE，药物临床试验登记与信息公示平台，Wind 医药库，民生证券研究院

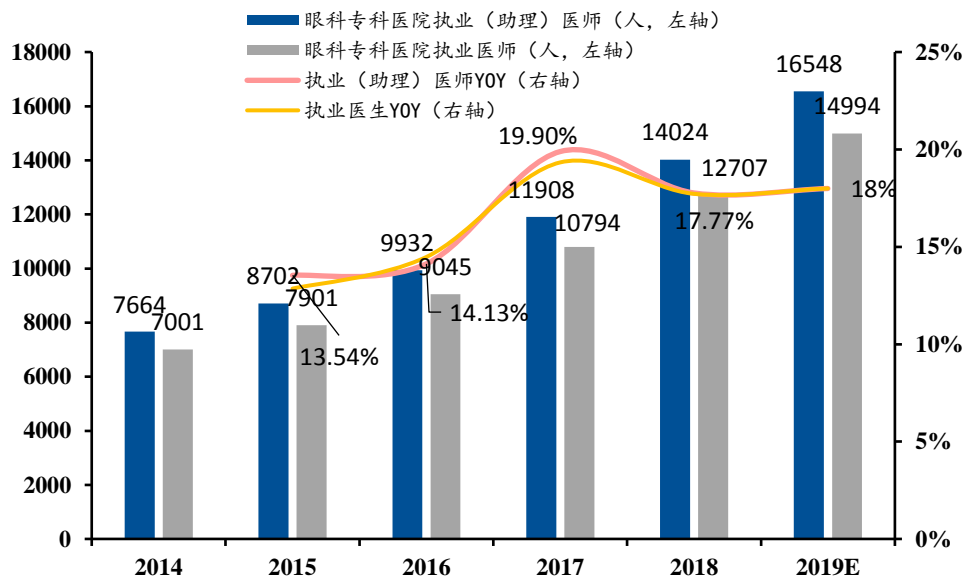
我们认为：新的入局者登陆国内市场仍需 2-3 年，在这个空窗期内，拥有更大患者基数的适应症被纳入医保，为康柏西普等抗 VEGF 药物快速放量提供机遇。

(六) 注射医师数量不会成为明显瓶颈，赠药方案+医保支付标准提升有望带来更大弹性

据我们不完全统计，可操作眼底注射执业（助理）医师数量约在 1655 人，可实现年眼底注射峰值针数 95 万次，相比目前年注射针次仍有较大提升空间。据中国卫生健康统计年鉴公布数据显示：2018 年眼科医院执业（助理）医师数量为 1.40 万人。值得注意的，此处未考虑综合医院眼科执业医师人数，也未考虑不能眼底注射的二级以下眼科专科医院执业医师人数，我们预计考虑到以上综合医院和二级以下眼科医院执业医师人数后，实际执业医师人数要大于 1.40 万人，这点也从统计年鉴的数据中得到证实。按照 2018 年执业（助理医师）数量 360.72 万人，以及 2018

年分科执业（助理）医师中眼科占比 1.3% 计算，眼科执业（助理医师）数量高达 4.69 万人。从执业（助理）医师人数历年增速来看，2017-2018 年有提速迹象，可能得益于患者消费水平提升带来的需求增加，从而带动医院加大眼科医师人数配置，我们预测 2019 年眼科执业医师增速可能也会维持在 18% 附近，以此推测 2019 年存量的执业（助理）医师数量应该超过 1.65 万人。

图 14：我国眼科专科医院 2014-2019 年执业（助理）医师数量



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，民生证券研究院

据我们推算，如果按照目前 10% 医师可进行眼底用药注射计算，2019 年每位可操作眼底注射医师对应年注射针数峰值将达到 95.32 万针次，相比于我们前面估算的 2019 年真实的注射针次 45.48 万次，仍有较大的提升空间。我们分析认为，康柏西普 2018 年和 2019 年分别实现 43% 和 31% 收入高增速也验证了医师数量并不是限制产品放量的决定性瓶颈因素。

表 7：我国每年可操作眼底注射医师注射针数峰值推算

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
眼科专科医院执业（助理）医师 (人)	7664	8702	9932	11908	14024	16548
执业（助理）医师 YOY		13.54%	14.13%	19.90%	17.77%	18%
眼科专科医院执业医师 (人)	7001	7901	9045	10794	12707	14994
执业医生 YOY		12.86%	14.48%	19.34%	17.72%	18%
年覆盖患者人数 (万人)	3.07	4.72	5.48	7.21	11.29	15.16
假设每年每位患者注射 3 针						
目前已实现年注射针数 (万针次, 估算)	9.20	14.15	16.44	21.63	33.88	45.48
每年每位眼科医师对应注射针数 (针次)	12.00	16.26	16.55	18.17	24.16	27.48
假设医师培训率	10%	10%	10%	10%	10%	10%
可操作眼底注射医师数 (人)	766	870	993	1191	1402	1655
每年每位可眼底注射医师对应年注射针数 (针次)	120.04	162.56	165.54	181.66	241.62	274.81
假设医师一周工作两个时间段，注射一次 30min，一个时间段 3h，则一周注射 12 人次						
每年可操作眼底注射医师注射针数峰值 (万针次, 估算)	44.14	50.12	57.21	68.59	80.78	95.32

资料来源：中国卫生健康统计年鉴，民生证券研究院

除了以上介绍的渗透率提升的逻辑之外，我们认为康柏西普未来放量仍有较多的弹性空间：

- 1) **新增药方案有望提升患者用药频次和粘性**：公司 2020 年开始推行新的赠药方案对家庭年收入低于 10 万的医保患者实行每眼 3+1（援助）+2+N（援助），对非医保患者实行 3+N（援助）方案，我们认为这将较大的提升患者对康柏西普的用药频次和粘性，为康柏西普带来新的业绩弹性。
- 2) **医保支付标准进一步提升**。2019 年医保谈判中将抗 VEGF 药物支付标准提升至每眼累计最多支付 9 支，第 1 年度最多支付 5 支，相比于目前国内采用的 3+PRN 用药方案，仍有 3-4 倍的提升空间。
- 3) **双眼发病导致用药眼支数增加**。以上我们所有假设都是基于一名患者一支眼接受治疗，而眼底新生血管病仍有较多患者会发生双眼病变，因此从病变眼支数增加的角度去看，未来仍有进一步提升空间。以上增量可能短期内不一定会带来较大业绩弹性，但是我们认为从更远期的估值角度来看，康柏西普的销售峰值应该还是有很大的提升空间。

对比美国,由于保险覆盖的差异性,也会导致抗 VEGF 药物在眼底病领域放量周期出现差别,但是我们仍然认为美国市场有较大的参考意义,因此我们接下来对美国市场的患者流行病学信息、患者人数以及抗 VEGF 渗透率情况进行了详细分析,并拓展至欧洲市场。康柏西普 wAMD 适应症有望于 2023 年在海外上市,RVO 和 DME 适应症有望 2020 年获批开展临床,最快有望 2025 年海外上市,据我们测算康柏西普海外市场销售峰值有望超过 135 亿元。

三、海外:康柏西普 wAMD 全球 III 期临床值得期待,海外峰值有望超 135 亿

(一) 据测算美国约有 937 万眼底病患者,已有 4 款主流药物上市

据我们测算,美国 2018 年约有 937 万眼底病患者,其中 wAMD 98 万,pmCNS 30 万人,DR 604 万以及 RVO 205 万人。

表 8: 美国 wAMD、pmCNS、DR/DME 和 RVO 患者人数总计约 937 万人

眼底病	患者人群	流行病学	2018 年患者人数 (万人)
wAMD (湿性年龄相关性黄斑变性)	65 岁以上人群	AMD 患病率 13.36%, 湿性占比 14% (康弘药业招股书), 2018 年美国 65 岁以上人数 0.53 亿 (Wind)	98.07
pmCNS (继发于病理性近视的脉络膜新生血管引起的视力损伤)	18-64 岁	欧美病理性近视发病率为 2%, CNV 占病理性近视比例 5%-10% (康弘药业招股书, 取中值 7.5%), 2018 年美国 18-64 岁人群数量 2.01 亿	30.2
DR (糖尿病视网膜病变)	糖尿病患者	美国 2017 年糖尿病患者数量 0.302 亿 (IDF 数据), 美国 40 岁以上糖尿病视网膜病变发病率 28.5% (Prevalence of Diabetic Retinopathy in the United States, 2005-2008, 样本量只有 1000 人, 年龄选择在 40 岁以上), 综合考虑样本量和年龄范围选择的问题我们假设发病率为 20%	604
RVO (视网膜静脉阻塞)	45 岁以上	2018 年美国 45 岁以上 1.36 亿, 发病率 1.5% (康弘药业招股书)	204.5
合计			936.77

资料来源: 康弘药业 IPO 招股书, IDF DIABETES ATLAS 2017, Wind, 民生证券研究院

目前美国市场较为主流的治疗眼底病药物仍然为贝伐珠单抗、雷珠单抗、阿柏西普和 Beovu。目前美国市场上获批用于治疗眼底病的药物主要包括雷珠单抗、阿柏西普、Ozurdex (DME、RVO)、Iluvien (DME)、Beovu (2019.10 获批, wAMD), 其中贝伐珠单抗虽然未有眼底病适应症获批上市,但是由于与雷珠单抗作用机制相同,再加上有医生发现使用时也对眼底病患者有较好的疗效,使得美国医生也开始 off-label 使用到眼底病适应症上。贝伐珠单抗较低的使用成本使得其在美国眼底病患者中渗透率也较为可观。Beovu 上市后销量较好,但是由于安全性问题后续可能推广受到限制。

表 9: 美国眼底病领域主要上市药物对比

药品名称	公司	美国获批上市时间	美国区域 2019 年销售额 (亿美元)	获批适应症	全球销售额 (亿美元)	单价 (美元)	药物数据情况
雷珠单抗	罗氏/诺华	2006	18.87	wAMD、DME、RVO、pmCNS、ROP	39.73	2045.3/0.5mg	每年推荐使用剂量 12 支
阿柏西普	再生元/拜耳	2011	46.44	wAMD、DME/DR、RVO、pmCNS	75.42	1940.9/2mg	推荐使用剂量 7-8 支, 注射频次相比雷珠单抗低
贝伐珠单抗	罗氏	2004	31.2	结直肠癌、NSCLC、乳腺癌、肾癌等多个癌种 (off-label: wAMD、	73.09	60/1.25mg	眼底病适应症 off-label 使用, 由于价格低廉, 我们预计在眼底病患者渗透率较高, 但是价格便宜, 在美国区域的收入额体现不明显

DME、RVO)

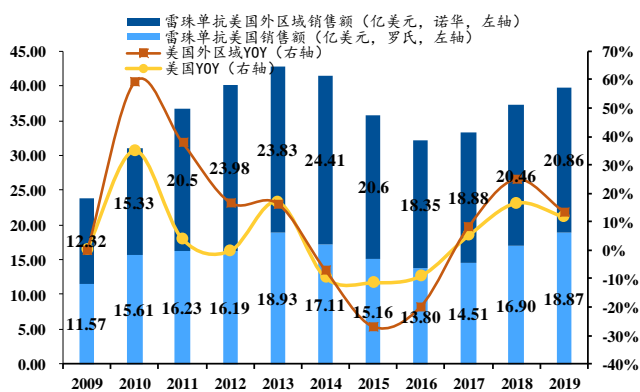
Ozurdex	艾尔建	2009	1.26	DME、RVO	4.00	1401.15/0.7mg	一种可以缓释、生物可降解的植入物，可以通过长期缓慢释放激素来抑制炎症，从而达到治疗糖尿病黄斑水肿的目的。Ozurdex 长期有效，不需要每月注射
Iluvien	Alimergan Science	2014	0.54	DME	0.54	9196.7/0.19mg	为玻璃体内植入缓释剂，通过注射给药，它在患者体内能持续释放亚微克水平的氟轻松醋酸酯 (FAC) 长达 36 个月
Beovu	诺华	2019	0.35	wAMD	0.35	1940.9/6mg	与 aflibercept (阿柏西普) 相比，可提供更强的视网膜积水消退能力，并能够在 3 个月负荷期后在符合条件的湿性 AMD 患者中维持 3 个月的给药间隔，且疗效不受影响。但是 ASRS 报道了多例有严重视力丧失和血管炎病例

资料来源：各公司年报，各公司官网，民生证券研究院

(二)注射频次更少的阿柏西普上市后给雷珠单抗带来压力，抗VEGF药物市场增速趋稳

从美国地区竞争格局来看，阿柏西普上市给雷珠单抗带来压力。在 2009 年-2013 年，虽然有阿柏西普竞争，但是雷珠单抗销售额也能保持稳步上扬（2012 年获批 DME 大适应症使得 2013 年销售额增速较快），但是伴随着阿柏西普在海外获批，雷珠单抗在 2014 年-2016 年经历了美国国内和海外市场销售额增速下滑，主要是因为阿柏西普在注射频次上优势，使得患者具有更优的注射体验（越少次注射患者痛苦越小）。正因为以上原因，阿柏西普上市后的 2012-2016 年都保持较快的增速，但是由于眼底病适应症基本已经覆盖，2017-2019 年增速逐步稳定。

图 15：雷珠单抗上市后美国和美国外销售额有波动

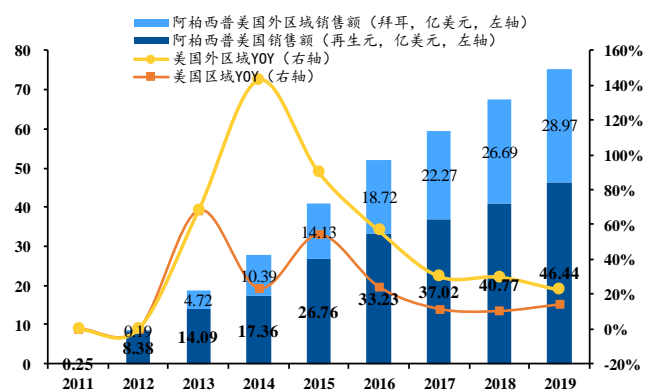


资料来源：诺华和罗氏历年年报，民生证券研究院

注：以上收入根据每年年末相应本币兑美元汇率折算

大适应症基本覆盖导致 2016-2019 年雷珠单抗+阿柏西普在美国市场总体销售额增速趋稳，未来突破性药物（临床效果更优、用药频次更低）上市有望实现更快增长。近几年来，抗 VEGF 抑制剂在眼底病领域的增速逐步平稳化，主要原因就是上文提到的，大适应症基本已经覆盖，后续渗透率可能会处于逐步提升的趋势中。未来具有更加突破性的治疗手段（像 Beovu 这种更低注

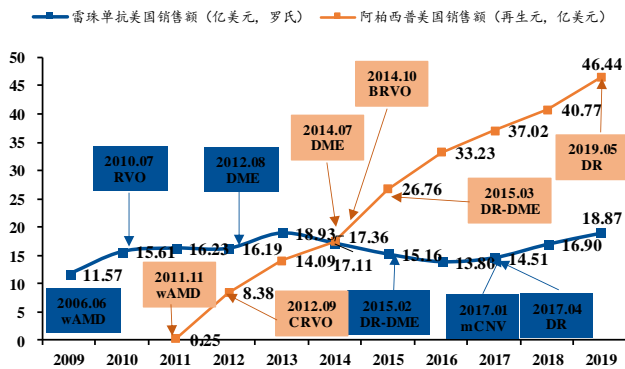
图 16：阿柏西普上市后美国和美国外区域销售额稳步上扬



资料来源：再生元历年年报，民生证券研究院

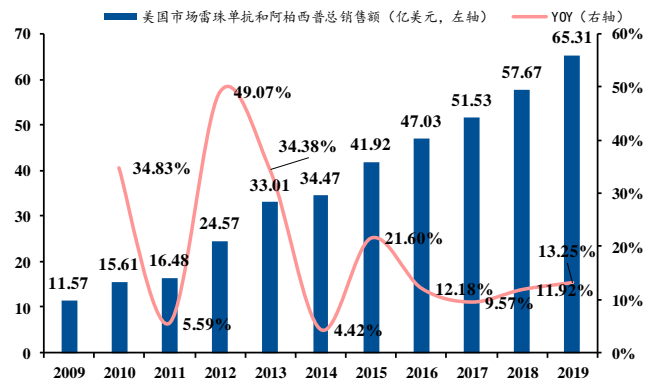
射频次, 3+Q3M 用药方案非劣效于阿柏西普的 3+Q2M)、临床效果更优或者价格更便宜的产品上市有望实现更快增长。但是 ASRS 报道了 Beovu 多例严重视力丧失和血管炎病例, 未来需要进一步验证其安全性才有望重塑眼底病用药市场的竞争格局。后续处于临床阶段的用于眼底病治疗的产品管线将于后文讨论。

图 17: 雷珠单抗和阿柏西普美国市场获批适应症及销售



资料来源: 再生元和罗氏历年年报, 民生证券研究院

图 18: 雷珠单抗和阿柏西普美国市场销售总额及增速

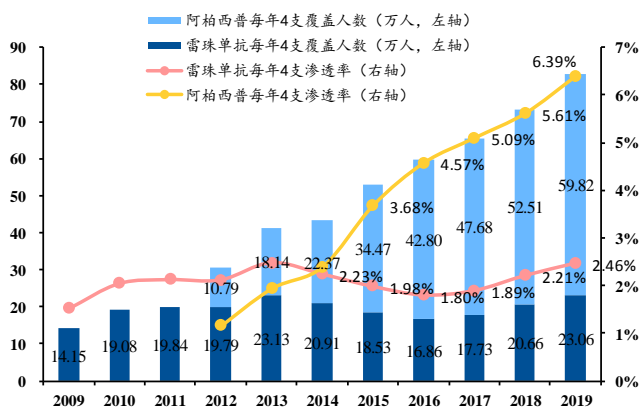


资料来源: 再生元和罗氏历年年报, 民生证券研究院

(三) 按照年平均用药 5 支估算, 美国市场抗 VEGF 药物总渗透率约为 31.9%, 欧洲空间更大

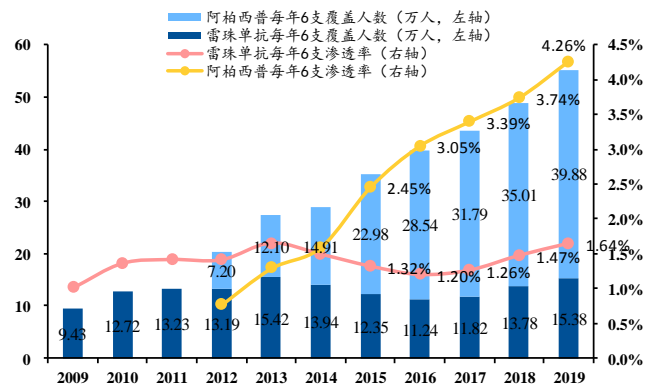
接下来, 我们希望通过推演美国市场抗 VEGF 药物在新血管生成眼底病中的渗透率来为我国未来市场空间提供参考。由于中美用药习惯和支付方的差异性, 我们分别假设: 1) 每年 4 支和 6 支抗 VEGF 药物用药频次; 2) 假设每年有一半患者是上一年存量患者 (实际用药频次应该是逐年递减, 所以我们采用的是保守估算)。

图 19: 雷珠和阿柏西普美国覆盖患者和渗透率推演 (4 支)



资料来源: 再生元和罗氏历年年报, 民生证券研究院

图 20: 雷珠和阿柏西普美国覆盖患者和渗透率推演 (6 支)



资料来源: 再生元和罗氏历年年报, 民生证券研究院

从结果来看, 据我们推算:

1) 雷珠单抗上市后共覆盖了 71-107 万人, 总患者渗透率为 7.6%-11.4%;

2) 阿柏西普上市后共覆盖了 96-144 万人, 总患者渗透率为 10.3%-15.4%;

3) 贝伐珠单抗由于价格远低于雷珠单抗, 预计实际覆盖患者人数和总渗透率要略高于雷珠单抗, 我们假设两者持平, 即贝伐珠单抗共覆盖了 71-107 万人, 总渗透率为 7.6%-11.4%;

4) 因此, 雷珠单抗+阿柏西普+贝伐珠单抗 3 种抗 VEGF 药物总覆盖新生血管眼底病患者人数约为 239-358 万, 总渗透率为 25.5%-38.2%, 中值为 31.9%。

表 11: 欧洲眼底病患者人数推演

	美国	欧洲
人口总数 (2014 年, 亿人)	3.2	7.40
放大系数	1	2.31
wAMD (湿性年龄相关性黄斑变性, 万人)	98.07	226.54
pmCNV (继发于病理性近视的脉络膜新生血管, 万人)	30.20	69.76
DR (糖尿病视网膜病变, 万人)	604.00	1395.24
RVO (视网膜静脉阻塞, 万人)	204.50	472.40
眼底病患者总计 (万人)	936.77	2,163.94

资料来源: WHO, 民生证券研究院

欧洲眼底病患者约为 2166 万人, 其中 wAMD 患者约 227 万。据我们测算美国 wAMD、RVO、pmCNV 和 DR/DME 患者人数高达 936.77 万人, 如果按照 2014 年公布的欧洲人口和美国人口数量, 以欧美人口在眼底病领域无人种差异化来估算, 欧洲患者人数约为 2166.28 万人。单独计算 wAMD 适应症, 美国 2018 年约有 98.07 万人, 欧洲约有 226.79 万人, 市场潜力巨大。

(四) 康柏西普与阿柏西普头对头 III 期临床试验值得期待, 若成功将较大助益全球市场开拓

康柏西普 wAMD 全球多中心 III 期临床试验已完成入组。2016 年 10 月, 康弘生物获得美国 FDA 准许直接在美国开展康柏西普眼用注射液治疗 wAMD 适应症 III 期临床试验并于 2018 年启动 III 期临床。目前康柏西普眼用注射液正在北美、欧洲等国际地区开展治疗湿性年龄相关性黄斑变性 (wAMD) 的 III 期临床试验, 受试者入组人数已达到临床试验方案要求总数的 100%。临床完成后将向美国 FDA、欧洲 EMA 及其他国家的监管机构申请注册上市许可 (公司对该产品的研发代码为 KH916)。

与阿柏西普头对头, 探索更低用药频次方案。康弘药业与 INC Research (CRO 公司) 合作进行国际多中心临床试验, 试验主要目标是测试每 2 月注射一次 0.5 mg 康柏西普或每 3 月注射一次 1.0 mg 康柏西普的疗效是否非劣效于每 2 月注射一次 2.0 mg 阿柏西普的疗效。整个国际多中心临床研究将包括两个独立、相似的试验, 每个试验计划入组约 1140 名受试者, 以 1:1:1 的比例分组接受 0.5 mg 康柏西普、1.0 mg 康柏西普和 2.0 mg 阿柏西普的玻璃体腔注射。

表 10: 康柏西普美国临床试验方案

用药频次 (周)	第 1 年												第 2 年												
	4	8	12	16	20	24	28	32	36	40	44	48	52	56	60	64	68	72	76	80	84	88	92	96	100
康柏西普 0.5mg (实验一)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
康柏西普 0.5mg (实验二)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	PRN												

康柏西普 1.0mg (实验一)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
康柏西普 1.0mg (实验二)	1	1	1	1	1	1	PRN							
阿柏西普 2.0mg (实验一)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
阿柏西普 2.0mg (实验二)	1	1	1	1	1	1	PRN							

资料来源：公司公告，民生证券研究院

若全球 III 期临床试验获得成功，康柏西普有望迅速扩大在国内和国际市场上的影响力，预期 2023 年海外上市。国内 III 期临床试验 (PHOENIX) 数据表明：在使用康柏西普 0.5mg/次的 3+Q3M 方案 12 个月时，患者平均 BCVA 较基线提升了 10 个字母。康柏西普也是目前唯一经随机对照研究证实在 3+Q3M 方案下可以有效治疗 wAMD 的抗 VEGF 药物。我们认为这将在不提高单次用药成本的情况下通过降低用药频次来降低年治疗费用以及用药体验，有望头对头证实康柏西普在与阿柏西普对比中并无劣势，进而提升在国内和国际市场的认可度。

我们预计康柏西普 DME 和 RVO 适应症的全球多中心 III 期临床试验最快将于 2020 年开展，进军海外更大适应症领域。此外，公司已经于 2019 年 11 月在美国召开康柏西普视网膜血管疾病全球 III 期临床试验指导委员会会议，讨论了糖尿病视网膜水肿 (DME)、视网膜中央静脉阻塞 (CRVO)、视网膜分支静脉阻塞 (BRVO) 等三个康柏西普新适应症的全球 III 期临床试验方案 (草案)，并将与 FDA 和 EMA 沟通以形成获准许的临床方案，预计 2020 年-2021 年有望开展 DME、CRVO 和 BRVO 3 个新适应症在全球的临床研究。适应症的拓展将有望进一步扩大康柏西普在全球市场的份额。

(五) 康柏西普国内循证医学证据充分，海外新入局者或仍需更长时间和更大样本量验证安全性

康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普的循证医学证据充分，新入局者或仍需更长时间和更大样本量验证安全性。康柏西普在国内已上市 7 年，雷珠单抗上市 11 年，阿柏西普也已上市 9 年，三者安全性已得到充分验证，而且均有几十万患者的处方量。而从竞争格局来看，除了前文讨论的已经上市的会在国际市场上与康柏西普产生直接竞争的眼底病治疗药物雷珠单抗、贝伐珠单抗、Brolicizumab 之外，还有专利即将到期的雷珠单抗的生物类似药 FYB20 和 SB11 均已完成 III 期临床。其中，Abicipar pegol 已经于 2019 年 9 月申报 BLA，其两项针对 wAMD 治疗的 III 期临床试验 CEDAR 和 SEQUOIA 结果显示，3+Q2M 和 3+Q3M 注射 2mg Abicipar pegol 相比于每月注射一次 0.5mg 的雷珠单抗显示出非劣性疗效，但是两组临床试验都显示 Abicipar pegol 的眼内炎症患者比例约为 15-16%，远高于对照组雷珠单抗的 0%-0.6%，可能会成为未来推广上的劣势。

表 12：全球市场主要眼底病用药及临床进展情况

竞争品种	研发阶段	竞争厂商	适应症	获批范围	用药方案
Lucentis (雷珠单抗)	获批上市	诺华/罗氏	wAMD、DME、RVO、DR-DME、mCNV	全球	3+Q1M
Avastin (贝伐珠单抗)	获批上市	罗氏	wAMD、DME、RVO (off-label)	全球	3+Q1M
Ozurdex (地塞米松玻璃体内植入物)	获批上市	艾尔建	DME、RVO	全球	Q6M
Iluvien (氟轻松醋酸酯玻璃体内植入剂)	获批上市	Alimera Sciences	DME、RVO	美国、欧洲	Q3Y

Brolucizumab (RTH258), (针对 VEGFA 的一种单链抗体片段)	获批上市	诺华/罗氏	wAMD	美国	3+Q2M/3+Q3M
康柏西普	获批上市	康弘药业	wAMD	中国	3+Q2M (3+Q3M 全球多中心 III 期临床中)
Razumab (Lucentis 生物类似药)	获批上市	Intas Pharmaceuticals	wAMD	印度	3+Q1M
Abicipar pegol (anti-VEGF-A-DARPin)	NDA 已受理	艾尔建	wAMD	-	3+Q2M/3+Q3M
FYB201 (Lucentis 生物类似药)	III 期完成	Formycon AG (与 Bioeq GmbH 合作)	wAMD	-	3+Q1M
SB11 (Lucentis 生物类似药)	III 期完成	Samsung Bioepis	wAMD	-	3+Q1M
Faricimab (RG7716), 靶向 VEGF 和 Ang2 的双抗	III 期	罗氏	wAMD、DME	-	3+Q3M/Q4M
Ranibizumab PDS 药物递送系统	III 期	罗氏	wAMD	-	Q6M
MYL1710P (EYLEA 生物类似药)	III 期	Momenta Pharmaceuticals (与 Mylan 合作)	DME	-	3+Q1M
PAN90806 (酪氨酸激酶抑制剂)	I/II 期	PanOptica	wAMD	-	连续 8 周每日注射/注射一次后 7-9 天每日注射连续 12 周
RGX314 (基因疗法)	I/IIa 期	REGENXBIO	wAMD	-	单次注射
PF582 (Lucentis 生物类似药)	I/II 期完成	Pfenex	wAMD	-	3+Q1M
KSI301 (一种偶联到磷酸胆碱生物聚合物上来延长半衰期抗 VEGF 生物疗法)	Ib 期	Kodiak Sciences	wAMD、DME、RVO	-	1+PRN
ADVM-022 (抗 VEGF 基因疗法)	I 期	Adverum	wAMD	-	单次注射

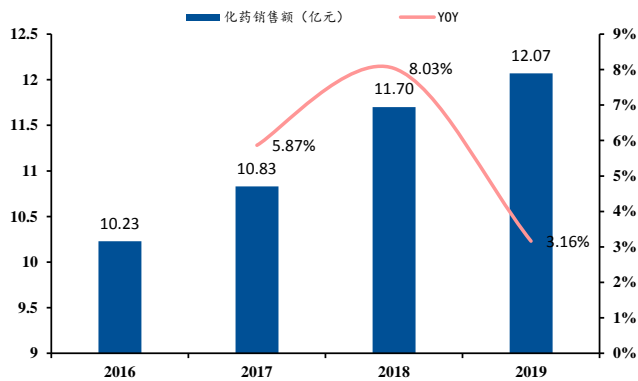
资料来源: 再生元 2018 年年报, ClinicalTrials, 各公司官网, 民生证券研究院

罗氏双特异性抗体 Faricimab (Ang-2/VEGF-A) II 期临床数据较为优秀, 且注射频次在 Q4M 仍能维持较好的药效, 有望成为强有力的竞争对手。一项为期 52 周的 II 期临床 STAIRWAY 数据显示, 罗氏的 16 周注射一次的双特异性抗体 Faricimab 比 4 周注射一次的雷珠单抗显示出相当的持续视力改善 (52 周 AMD 临床试验), 目前正在开展多项与阿柏西普头对头的临床试验, 适应症包括 wAMD 和 DME, 安全性等数据仍需 III 期临床更大的样本量来验证。

四、化药板块稳定发展，核心品种竞争力强，中成药板块逐步转好，收入增速恢复正增长

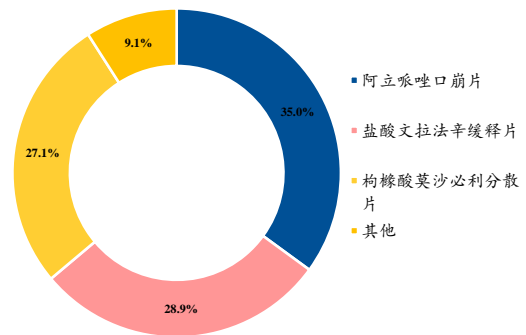
公司化药板块 2019 年实现收入 12.07 亿，同比增长 3.16%，基本保持平稳发展态势。核心品种为阿立哌唑口崩片（精神分裂症，独家剂型，首家过评）、盐酸文拉法辛缓释片（抑郁症，包括伴有焦虑的抑郁症及广泛性焦虑症，独家剂型，第二家过评）和枸橼酸莫沙必利分散片（胃肠促动力药，一致性评价申报中），我们估算三者 2019 年销售额分别为 4.3 亿、3.5 亿和 3.2 亿，占整个化药板块收入比例高达 91%。此外，样本医院数据显示，2019 年右佐匹克隆片（失眠，一致性评价申报资料也已获受理）的销售额也有较好的增长，我们预计在脑科领域产品线协同作用下，未来仍有望实现放量。

图 21：康弘药业化药板块收入及增速



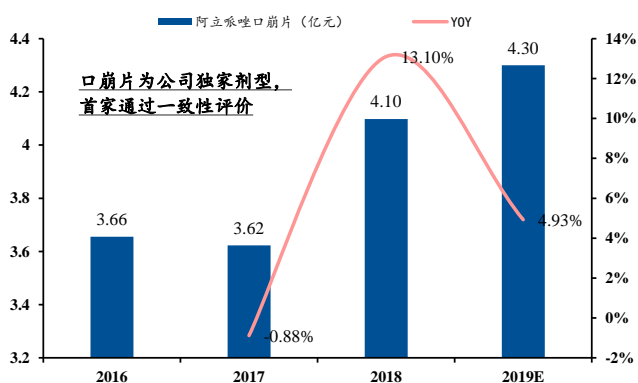
资料来源：公司可转债募集说明书，民生证券研究院

图 22：康弘药业 2018 年化药板块主要产品收入占比



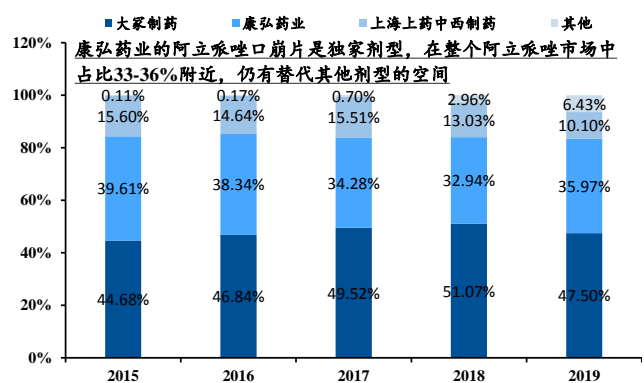
资料来源：公司可转债募集说明书，民生证券研究院

图 23：康弘药业阿立哌唑口崩片销售额及增速变化



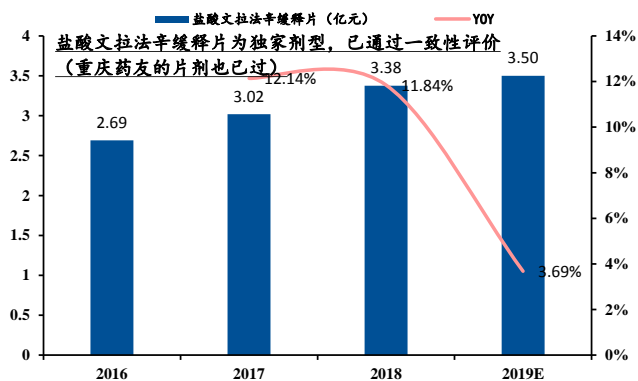
资料来源：公司可转债募集说明书，民生证券研究院

图 24：阿立哌唑（所有剂型）样本医院竞争格局



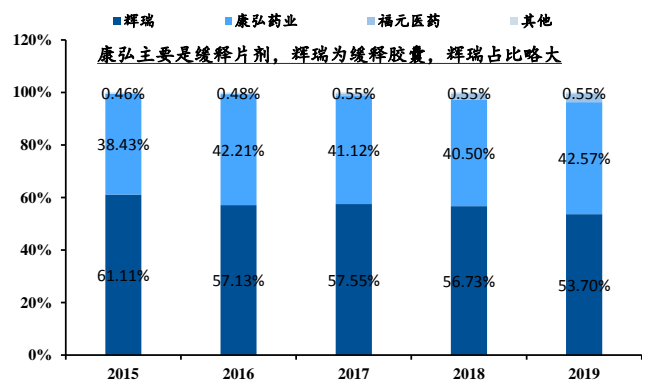
资料来源：PDB，民生证券研究院

图 25: 康弘药业文拉法辛缓释片销售额及增速



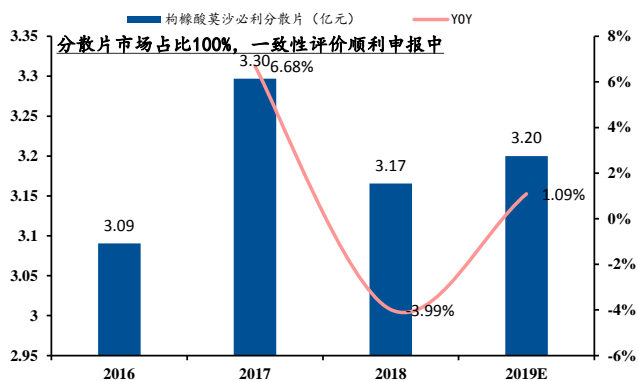
资料来源：公司可转债募集说明书，民生证券研究院

图 26: 文拉法辛（所有剂型）样本医院竞争格局



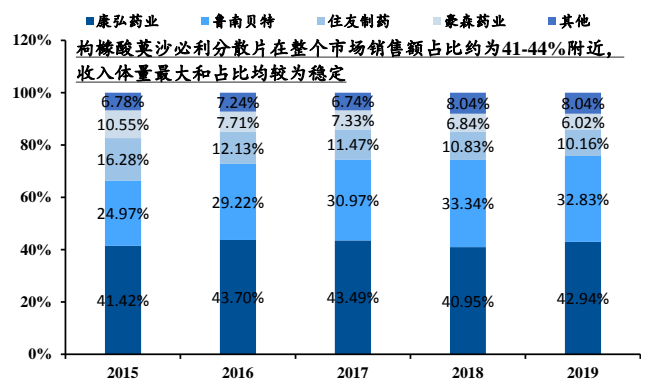
资料来源：PDB，民生证券研究院

图 27: 康弘药业枸橼酸莫沙必利分散片销售额及增速



资料来源：公司可转债募集说明书，民生证券研究院

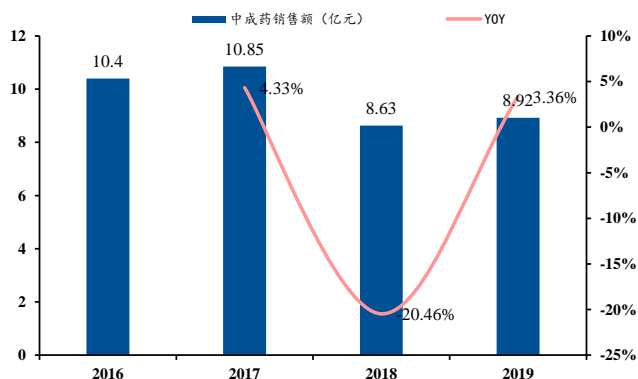
图 28: 莫沙必利（所有剂型）样本医院竞争格局



资料来源：PDB，民生证券研究院

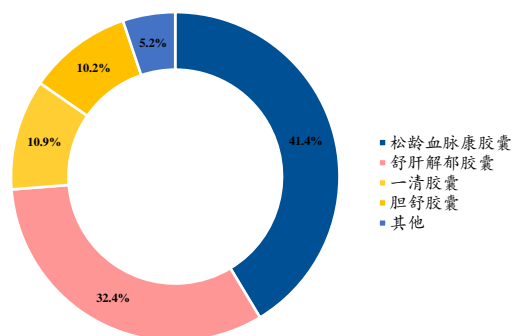
公司中成药板块 2019 年实现收入 8.92 亿，同比增长 3.36%，相比 2018 年同比增速实现较大好转。核心品种为松龄血脉康胶囊（平肝潜阳、镇静安神、降血脂降血压，独家）、舒肝解郁胶囊（轻、中度抑郁症，独家）、一清胶囊（清热泻火解毒）和胆舒胶囊（慢性结石性胆囊炎、慢性胆囊炎及胆结石），我们估算四者 2019 年销售额分别为 3.2 亿、3.1 亿和 1.0 亿和 0.9 亿元，占整个中成药板块收入比例高达 92%。

图 29: 康弘药业中成药板块收入及增速



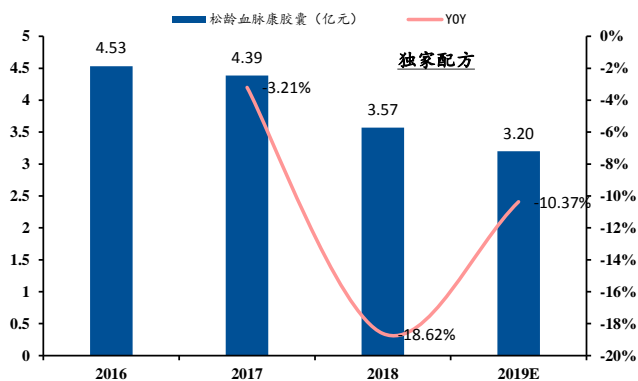
资料来源: 公司可转债募集说明书, 民生证券研究院

图 30: 康弘药业 2018 年中成药板块主要产品收入占比



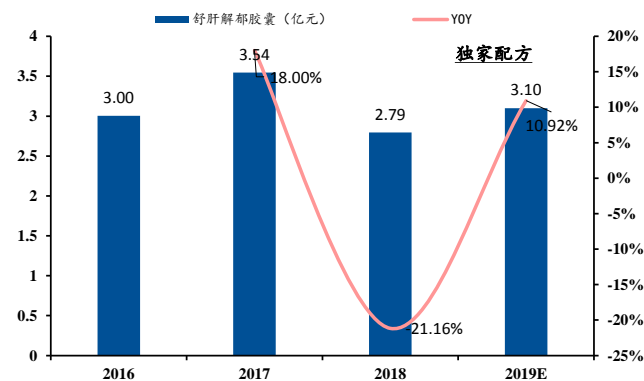
资料来源: 公司可转债募集说明书, 民生证券研究院

图 31: 康弘药业松龄血脉康胶囊销售额及增速变化



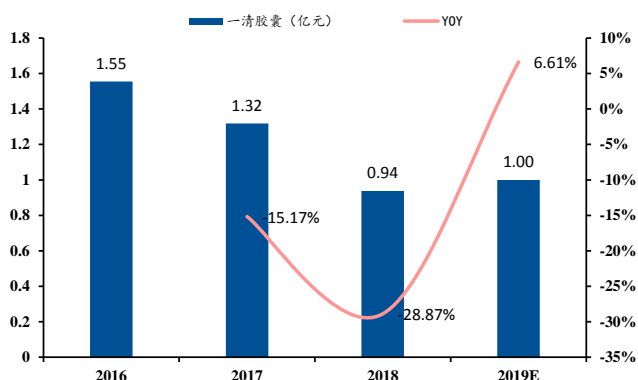
资料来源: 公司可转债募集说明书, 民生证券研究院

图 32: 康弘药业舒肝解郁胶囊销售额及增速变化



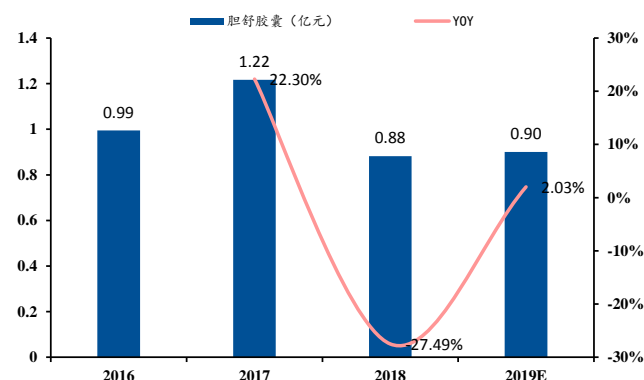
资料来源: 公司可转债募集说明书, 民生证券研究院

图 33: 康弘药业一清胶囊销售额及增速



资料来源: 公司可转债募集说明书, 民生证券研究院

图 34: 康弘药业胆舒胶囊销售额及增速



资料来源: PDB, 民生证券研究院

五、创新布局方面巩固+拓展齐头并进：不断巩固眼科领先地位，完善脑科管线覆盖领域，开拓肿瘤领域管线

眼科疾病治疗领域（药品和器械）仍是重点投入方向，公司眼科领先地位有望继续保持。公司除了正在全球同步开展多中心 III 期临床试验的 KH916（康柏西普）外，也在积极布局眼科医疗器械，如公司 2017 年与以色列 IOptima 公司签署了海外合作协议，获得 IOptima 公司控股权以及 IOptiMateTM (CO₂ 激光深层巩膜切除术 CLASS, 新型抗青光眼术式) 在中国区的独家经销权，目前公司已经取得对方 80% 的股权。此次交易将扩充公司眼科产品线，并进入眼科器械和耗材领域，推进公司国际化战略的步伐，拓展全球市场。其他还包括对患者眼底进行观察、拍摄，获取视网膜图像用的眼底照相机，未来眼底病用药、眼底照相机和联合青光眼治疗设备 IOptiMateTM 在眼底病诊断、手术和用药方面的协同与互补效应值得关注。

图 35：康弘药业在眼科、肿瘤和脑科创新管线布局情况

疾病领域	药品名	适应症	I期	II期	III期	获批上市	备注	
眼科	康柏西普 (KH902国内、KH916海外)	wAMD (湿性年龄相关性黄斑变性)	→					中国 全球多中心
		pmCNS (继发性病理性近视的脉络膜新生血管引起的视力损伤)	→					中国
		DR (糖尿病视网膜病变)	→					中国
		RVO (视网膜静脉阻塞)	→					中国
	KH105 (渴络欣胶囊)	非增殖性糖尿病视网膜病变 (气阴两虚兼夹血瘀证)	→				新增适应症	
	KH906	治疗外伤、化学烧伤、角膜移植术后诱发的新生血管病变	→				1类生物创新药	
肿瘤	KH901	头颈部肿瘤	→				1类生物创新药 (肿瘤疫苗)	
	KH903	结直肠癌	→				1类生物创新药	
脑科	KH110 (五加益智颗粒)	阿尔茨海默症 (AD)	→				创新中药	
	KH709 (氢溴酸沃赛汀片)	重型抑郁症	→					3.1类化药

资料来源：康弘药业 2019 年报历年年报，公司公告，CDE，民生证券研究院

从公司目前创新管线布局情况以及公司的未来创新研发战略可以看出，公司在不断巩固在眼科领域领先地位的同时，不断尝试拓展在脑科和肿瘤领域的创新能力，脑科的创新中药五加益智颗粒 (AD) 以及 3.1 类化药氢溴酸沃赛汀片 (重度抑郁症) 有利于完善已有精神神经类产品管线的领域布局 (治疗中轻度抑郁症的舒肝解郁胶囊和盐酸文拉法辛缓释片、治疗精神分裂的阿立哌唑、治疗失眠的右佐匹克隆片)。肿瘤领域引进创新肿瘤疫苗 KH901 以及自主研发的治疗结直肠癌创新生物药 KH903 都是公司在肿瘤领域的初次尝试，我们认为公司在肿瘤用药领域的初步探索中不断积累经验，为后续继续拓展肿瘤创新药管线提供技术支持。

此外，我们也注意到公司 2019 年引进两名具有丰富创新药物开发经验的高级管理人员方群先生 (任集团副总裁兼新药研究院院长) 和冯晓先生 (任集团副总裁兼生物新药研究院院长)，显示出公司在创新药研发领域的节奏有望加快，相信未来公司在眼科、脑科和肿瘤治疗等领域的创新管线将会得到更快拓展。

六、盈利预测与投资建议

(一) 康柏西普 DCF 折算总现值约为 483 亿元，在中国、美国和欧洲分别有望实现超过 74 亿、67 亿和 68 亿的销售峰值

中国、美国和欧洲各眼底病相关发病率数据参考前文，我们假设：1) 中国患者每年使用 3 支康柏西普，美国和欧洲患者使用 4 支/年；2) 美国康柏西普定价为阿柏西普的 70% (1359 美元/支)，欧洲定价为阿柏西普欧盟定价的 70% (578 美元/支)；3) 取 WACC 9%，永续增长率 3%；4) wAMD 适应症在欧美成功上市概率为 70%，DME 和 RVO 适应症在欧美成功上市概率 50%。

用 DCF 折现方式得到康柏西普在中国、美国和欧洲销售峰值分别可以达到 74 亿、67 亿和 68 亿，三区域合计销售峰值有望达到 200 亿元。中国区、美国区和欧洲市场对应 187 亿、110 亿和 185 亿现值，总现值约为 483 亿元。

表 13：康柏西普中国、美国和欧洲收入预测及 DCF 模型预测

中国区											
wAMD											
	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
60 岁以上人口数 (亿人)	2.54	2.56	2.59	2.62	2.64	2.67	2.69	2.72	2.75	2.78	2.80
人口增速		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
AMD 人数 (万人)	3392	3426	3460	3495	3530	3565	3601	3637	3673	3710	3747
湿性 AMD 人数 (万人)	475	480	484	489	494	499	504	509	514	519	525
覆盖患者人数 (万人)	7.00	8.05	9.26	11.57	12.73	14.00	15.40	16.48	17.63	18.52	19.44
渗透率	1.46%	1.68%	1.91%	2.37%	2.58%	2.81%	3.06%	3.24%	3.43%	3.57%	3.71%
覆盖患者增速		15%	15%	25%	10%	10%	10%	7%	7%	5%	5%
3 支/年治疗费用 (万元)	1.65	1.25	1.25	1.12	1.12	1.12	1.07	1.07	1.07	1.01	1.01
年治疗费用增速		-24.36%	0%	-10%	0%	0%	-5%	0%	0%	-5%	0%
年销售额 (亿元)	11.55	10.05	11.55	13.00	14.30	15.73	16.43	17.59	18.82	18.77	19.71
YOY		-13.02%	15.00%	12.50%	10.00%	10.00%	4.50%	7.00%	7.00%	-0.25%	5.00%
pmCNV											
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
15-59 岁人数 (亿人)	9.11	9.20	9.30	9.39	9.48	9.58	9.67	9.77	9.87	9.97	10.07
人口增速		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
PM 人数 (万人)	3645	3681	3718	3755	3793	3831	3869	3908	3947	3986	4026
pmCNV 人数 (万人)	273	276	279	282	284	287	290	293	296	299	302
渗透率		0.50%	0.79%	1.25%	1.62%	2.00%	2.37%	2.82%	3.21%	3.66%	3.98%
覆盖患者人数 (万人)		1.38	2.21	3.53	4.59	5.74	6.89	8.27	9.51	10.94	12.03
覆盖患者增速			60%	60%	30%	25%	20%	20%	15%	15%	10%
3 支/年治疗费用 (万元)	1.65	1.25	1.25	1.12	1.12	1.12	1.07	1.07	1.07	1.01	1.01
年治疗费用增速		-24.36%	0%	-10%	0%	0%	-5%	0%	0%	-5%	0%
年销售额 (亿元)		1.72	2.76	3.97	5.16	6.45	7.35	8.82	10.15	11.09	12.20
YOY			60.0%	44.0%	30.0%	25.0%	14.0%	20.0%	15.0%	9.2%	10.0%
DME											
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
糖尿病人数 (亿人)	1.14	1.15	1.16	1.17	1.19	1.20	1.21	1.22	1.23	1.25	1.26

人口增速		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
DME 发病人数 (万人)	1140	1151	1163	1175	1186	1198	1210	1222	1234	1247	1259
渗透率		0.25%	0.40%	0.63%	0.81%	1.00%	1.19%	1.41%	1.61%	1.83%	1.99%
覆盖患者人数 (万人)		2.88	4.61	7.37	9.58	11.97	14.37	17.24	19.83	22.80	25.08
覆盖患者增速			60%	60%	30%	25%	20%	20%	15%	15%	10%
3支/年治疗费用 (万元)	1.65	1.25	1.25	1.12	1.12	1.12	1.07	1.07	1.07	1.01	1.01
年治疗费用增速		-24.36%	0%	-10%	0%	0%	-5%	0%	0%	-5%	0%
年销售额 (亿元)		3.59	5.75	8.28	10.76	13.45	15.33	18.40	21.16	23.12	25.43
YOY			60.0%	44.0%	30.0%	25.0%	14.0%	20.0%	15.0%	9.2%	10.0%
RVO											
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
50 岁以上人口 (亿人)	4.54	4.59	4.63	4.68	4.72	4.77	4.82	4.87	4.92	4.97	5.01
人口增速		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
RVO 发病人数 (万人)	681	688	695	702	709	716	723	730	737	745	752
渗透率			0.25%	0.47%	0.75%	0.96%	1.19%	1.41%	1.68%	1.91%	2.17%
覆盖患者人数 (万人)			1.74	3.30	5.28	6.86	8.58	10.30	12.35	14.21	16.34
覆盖患者增速				90%	60%	30%	25%	20%	20%	15%	15%
3支/年治疗费用 (万元)	1.65	1.25	1.25	1.12	1.12	1.12	1.07	1.07	1.07	1.01	1.01
年治疗费用增速		-24.36%	0%	-10%	0%	0%	-5%	0%	0%	-5%	0%
年销售额 (亿元)			2.17	3.71	5.93	7.71	9.15	10.99	13.18	14.40	16.56
销售额增速				71.0%	60.0%	30.0%	18.8%	20.0%	20.0%	9.2%	15.0%
获批上市概率		80%									
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
康柏西普国内总销售额 (亿元)	11.55	15.36	22.23	28.95	36.15	43.34	48.28	55.79	63.31	67.37	73.89
国内销售额增速		33.00%	44.68%	30.26%	24.86%	19.89%	11.40%	15.57%	13.46%	6.43%	9.68%
净利率	31.47%	31%	31%	33%	35%	35%	30%	30%	30%	25%	25%
净利润 (亿元)	3.63	4.76	6.89	9.55	12.65	15.17	14.48	16.74	18.99	16.84	18.47
WACC		9%									
风险调整后净利润现值 (亿元)	3.33	4.01	5.22	6.59	7.95	8.72	7.62	8.07	8.38	6.81	6.84
风险调整后总现值 (亿元)		187.60									
美国区											
wAMD											
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
65 岁以上 (亿人)	0.52	0.53	0.53	0.54	0.55	0.55	0.56	0.56	0.57	0.57	0.58
人口增速		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
AMD 发病人数 (万人)	700	707	715	722	729	736	744	751	759	766	774
wAMD 人数 (万人)	98	99	100	101	102	103	104	105	106	107	108
覆盖患者人数 (万人)					0.71	1.43	2.14	2.79	3.20	3.52	3.88
渗透率					0.70%	1.39%	2.06%	2.65%	3.02%	3.29%	3.58%
覆盖患者增速						100%	50%	30%	15%	10%	10%
4支/年治疗费用 (美元)					5435	5435	5435	5435	5435	5435	5435
年销售额 (亿美元)					0.39	0.78	1.16	1.51	1.74	1.92	2.11
YOY						100%	50%	30%	15%	10%	10%
年销售额 (亿元人民币)					2.72	5.44	8.15	10.60	12.19	13.41	14.75
获批上市概率		70%									

DME											
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
糖尿病患者人数 (亿人)	0.31	0.31	0.31	0.31	0.32	0.32	0.32	0.33	0.33	0.33	0.34
人口增速	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
DME 发病人数 (万人)	610	616	622	629	635	641	648	654	661	667	674
覆盖患者人数 (万人)							1.94	3.89	5.83	7.58	8.71
渗透率							0.30%	0.60%	0.90%	1.17%	1.35%
覆盖患者增速								100%	50%	30%	15%
4支/年治疗费用 (美元)							5435	5435	5435	5435	5435
年销售额 (亿美元)							1.06	2.11	3.17	4.12	4.74
YOY								100%	50%	30%	15%
年销售额 (亿元人民币)							7.39	14.78	22.17	28.82	33.15
获批上市概率		50%									
RVO											
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
45 岁以上 (亿人)	1.37	1.39	1.40	1.42	1.43	1.44	1.46	1.47	1.49	1.50	1.52
人口增速		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
RVO 人数 (万人)	206	208	210	212	214	217	219	221	223	225	228
覆盖患者人数 (万人)							1.09	2.19	3.28	4.26	4.90
渗透率							0.50%	1.00%	1.50%	1.95%	2.24%
覆盖患者增速								100%	100%	50%	30%
4支/年治疗费用 (美元)							5435	5435	5435	5435	5435
年销售额 (亿美元)							0.59	1.19	1.78	2.32	2.67
YOY								100%	50%	30%	15%
年销售额 (亿元人民币)							4.16	8.32	12.48	16.23	18.66
获批上市概率		50%									
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
康柏西普美国区收入 (亿元)					2.72	5.44	19.70	33.70	46.84	58.46	66.55
净利率					35%	37%	39%	37%	35%	33%	30%
净利润 (亿元)					0.95	2.01	7.68	12.47	16.39	19.29	19.97
WACC					9%						
风险调整后净利润现值 (亿元)					0.51	1.00	2.91	4.19	4.95	5.28	5.00
风险调整后 NPV (亿元)											109.75
欧洲区											
wAMD											
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
湿性 AMD 人数 (万人)					236	238	240	243	245	248	250
覆盖患者人数 (万人)					1.65	3.33	5.05	6.63	7.70	8.56	9.51
渗透率					0.70%	1.40%	2.10%	2.73%	3.14%	3.45%	3.80%
覆盖患者增速							100%	50%	30%	15%	10%
4支/年治疗费用 (美元)					2310	2310	2310	2310	2310	2310	2310
年销售额 (亿美元)					0.38	0.77	1.17	1.53	1.78	1.98	2.20
YOY							102.00%	51.50%	31.30%	16.15%	11.10%
年销售额 (亿元人民币)					2.67	5.39	8.17	10.72	12.45	13.84	15.37
获批上市概率		70%									

DME											
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
DME 发病人数 (万人)							1496	1511	1526	1541	1557
覆盖患者人数 (万人)							4.49	9.07	13.73	18.03	20.94
渗透率							0.30%	0.60%	0.90%	1.17%	1.35%
覆盖患者增速								100%	50%	30%	15%
4支/年治疗费用 (美元)							2310	2310	2310	2310	2310
年销售额 (亿美元)							1.04	2.09	3.17	4.17	4.84
YOY								102.0%	51.5%	31.3%	16.2%
年销售额 (亿元人民币)							7.26	14.66	22.21	29.16	33.87
获批上市概率		50%									
RVO											
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
RVO 发病人数 (万人)							505	510	515	521	526
覆盖患者人数 (万人)							2.53	5.10	7.73	10.15	11.79
渗透率							0.50%	1.00%	1.50%	1.95%	2.24%
覆盖患者增速							100%	100%	50%	30%	15%
4支/年治疗费用 (美元)							2310	2310	2310	2310	2310
年销售额 (亿美元)							0.58	1.18	1.79	2.34	2.72
YOY								102.0%	51.5%	31.3%	16.2%
年销售额 (亿元人民币)							4.08	8.25	12.50	16.41	19.06
获批上市概率		50%									
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
康柏西普欧洲区收入 (亿元)				2.67	5.39	19.51	33.63	47.16	59.41	68.30	
净利率				33%	35%	35%	30%	30%	30%	25%	
净利润 (亿元)				0.88	1.89	6.83	10.09	14.15	17.82	17.08	
WACC				9%							
风险调整后净利润现值 (亿元)				0.48	0.94	4.40	6.26	8.27	9.69	8.55	
风险调整后 NPV (亿元)		185.35									
合计总现值 (亿元)		482.70									

资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 康弘药业主要业务 2020-2022 年收入拆分与预测

基于前文中的分析, 我们对公司主要业务板块和主要产品的未来业绩进行了预测。

表 14: 康弘药业主要业务拆分及盈利预测

单位: 百万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
生物药 (康柏西普) 板块							
康柏西普收入	476.03	617.77	882.09	1,155.32	1536.17	2222.52	2895.03
YOY		29.78%	42.79%	30.98%	32.96%	44.68%	30.26%
毛利率	88.91%	88.98%	94.70%	94.99%	95.30%	95.50%	95.60%
毛利	423.24	549.69	835.34	1097.44	1463.97	2122.51	2767.64
化药板块							
阿立哌唑口崩片	365.54	362.32	409.80	430.00	447.20	465.09	483.69
YOY		-0.88%	13.10%	4.93%	4%	4%	4%
盐酸文拉法辛缓释片	269.15	301.82	337.56	350.00	360.50	371.32	382.45
YOY		12.14%	11.84%	3.69%	3%	3%	3%
枸橼酸莫沙必利分散片	309.06	329.70	316.56	320.00	323.20	326.43	329.70

YOY		6.68%	-3.99%	1.09%	1.00%	1.00%	1.00%
其他化药	79.44	89.28	106.08	107.22	110.44	115.96	124.08
YOY		12.38%	18.82%	1.08%	3%	5%	7%
化药总销售额	1,023.19	1,083.12	1,170.00	1,207.22	1241.34	1278.79	1319.92
YOY		5.86%	8.02%	3.18%	2.83%	3.02%	3.22%
毛利率	94.95%	94.85%	95.07%	94.09%	94.30%	94.50%	94.70%
毛利	971.52	1027.34	1112.32	1135.87	1170.58	1208.46	1249.96
中成药板块							
松龄血脉康胶囊	453.22	438.70	357.01	320.00	304.00	304.00	304.00
YOY		-3.21%	-18.62%	-10.37%	-5%	0%	0%
舒肝解郁胶囊	300.42	354.50	279.47	310.00	341.00	371.69	401.43
YOY		18.00%	-21.16%	10.92%	10%	9%	8%
一清胶囊	155.45	131.87	93.80	100.00	106.00	111.30	115.75
YOY		-15.17%	-28.87%	6.61%	6%	5%	4%
胆舒胶囊	99.46	121.64	88.21	90.00	91.80	93.64	95.51
YOY		22.30%	-27.49%	2.03%	2%	2%	2%
其他	30.99	37.89	44.89	72.03	93.64	112.37	134.84
YOY		22.25%	18.48%	60.47%	30%	20%	20%
中成药销售额	1,039.55	1,084.59	863.38	892.03	936.44	992.99	1051.53
YOY		4.33%	-20.40%	3.32%	4.98%	6.04%	5.89%
毛利率	86.70%	86.66%	85.79%	85.13%	85.30%	85.40%	85.50%
毛利	901.29	939.91	740.69	759.39	798.78	848.02	899.05
其他业务板块							
其他业务收入	1.26	1.02	1.98	2.86	4.00	5.61	7.85
YOY		-19.05%	94.12%	44.44%	40%	40%	40%
毛利率	35.71%	26.47%	30.30%	29.72%	30%	30%	30%
毛利	0.45	0.27	0.60	0.85	1.20	1.68	2.35
总营业收入	2,540.03	2,786.50	2,917.45	3,257.43	3,717.95	4,499.92	5,274.32
YOY		9.70%	4.70%	11.65%	14.14%	21.03%	17.21%
毛利率	90.41%	90.34%	92.17%	91.90%	92.38%	92.91%	93.26%
毛利	2296.50	2517.21	2688.95	2993.55	3434.53	4180.67	4919.02

资料来源: Wind, 公司可转债募集说明书, 民生证券研究院

(三) 可比公司估值

基于公司主要依靠化学仿制药贡献收入, 生物药贡献净利润, 还有中成药业务, 因此我们分别选取了恒瑞医药 (仿制药+创新药)、复星医药 (仿制药+生物创新药)、长春高新 (生物药)、京新药业 (仿制药) 和片仔癀 (中成药) 作为可比公司。

我们认为未来公司康柏西普销售额仍有很大的提升空间, 作为具有国际竞争力的生物创新药企业, 伴随着 wAMD、DME 和 RVO 等适应症逐步在海外市场上市并开始贡献业绩, 公司估值仍有提升空间。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.99、1.24、1.49 元, 2020 年 6 月 5 日收盘价对应 PE 为 36 倍。参考可比公司恒瑞医药、复星医药、长春高新、京新药业和片仔癀 2020 年平均估值 40 倍 PE, 我们认为公司在生物创新药领域的领先地位有望带来溢价, 首次覆盖并给予“推荐”评级。

表 15: 康弘药业与可比公司估值水平

代码	简称	EPS			PE			PB(MRQ)	PS(TTM)
		TTM	2020E	2021E	TTM	2020E	2021E		
	均值		2.63	3.49	4.46	50.14	39.93	31.87	9.43
002773.SZ	康弘药业	0.78	0.99	1.24	46.13	36.34	29.02	6.57	9.93
600276.SH	恒瑞医药	1.03	1.29	1.66	79.90	63.80	49.58	16.46	18.02
600196.SH	复星医药	1.24	1.41	1.68	25.16	22.13	18.57	2.58	3.04

代码	简称	EPS			PE			PB(MRQ)	PS(TTM)
		TTM	2020E	2021E	TTM	2020E	2021E		
002020.SZ	京新药业	0.67	0.66	0.75	15.46	15.46	13.81	2.05	2.15
000661.SZ	长春高新	9.65	13.67	17.83	70.51	49.77	38.16	15.96	18.97
600436.SH	片仔癀	2.38	2.91	3.60	63.66	52.06	42.08	12.94	15.36

资料来源：Wind（截止 2020 年 6 月 5 日），民生证券研究院

七、风险提示

1) 政策风险。近年来，开展仿制药一致性评价、带量采购以及医保谈判，若公司仿制药无法通过一致性评价，或者通过一致性评价但是没有中标带量采购将会给公司运营带来挑战。后续康柏西普新适应症获批上市可能会继续通过降价参与医保谈判，带来不利影响。

2) 市场竞争风险。公司核心产品康柏西普目前已有竞品上市，未来仍有可能更多精品获批上市，为公司带来不利影响。

3) 创新药临床进展不及预期或者临床开发失败风险。创新药研发具有高投入高风险的特点，公司目前也在海外同时开展临床试验，海外疫情等不可预期因素可能会对资金投入、临床患者入组以及正在进行临床试验随访等带来影响，从而影响公司创新药项目研发进度和上市时间预期。

4) 产品销售不及预期风险。公司产品上市后会遇到各种竞争和政策压力，有可能导致公司上市产品销量不及预期情况发生，会对公司业务造成不利影响。

5) 疫情带来风险。在全球新冠疫情得到全面控制之前，仍然存在国内医院就诊人数下降、临床试验开展受阻等对公司药品销售和创新药研发进度及上市带来不可预期影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,257	3,718	4,500	5,274
营业成本	264	283	319	355
营业税金及附加	41	40	45	53
销售费用	1,568	1,789	2,165	2,538
管理费用	403	409	450	475
研发费用	287	335	427	527
EBIT	695	862	1,093	1,326
财务费用	(31)	(35)	(54)	(72)
资产减值损失	(1)	0	0	0
投资收益	23	23	23	23
营业利润	821	994	1,244	1,496
营业外收支	14	14	14	14
利润总额	835	1,009	1,259	1,511
所得税	117	141	176	212
净利润	718	868	1,082	1,299
归属于母公司净利润	718	868	1,082	1,299
EBITDA	790	993	1,251	1,503
资产负债表 (百万元)				
货币资金	2284	4168	4742	5631
应收账款及票据	434	496	600	704
预付款项	30	32	36	40
存货	263	292	333	363
其他流动资产	11	11	11	11
流动资产合计	3025	5010	5729	6763
长期股权投资	9	32	55	79
固定资产	733	1033	1183	1333
无形资产	319	335	349	363
非流动资产合计	2802	3320	3728	4121
资产合计	5827	8330	9457	10884
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	240	139	145	166
其他流动负债	141	141	141	141
流动负债合计	747	769	814	941
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	182	1795	1795	1795
非流动负债合计	459	2073	2073	2073
负债合计	1206	2842	2887	3014
股本	874	874	874	874
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4621	5488	6570	7870
负债和股东权益合计	5827	8330	9457	10884

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	11.7	14.1	21.0	17.2
EBIT 增长率	6.4	24.1	26.8	21.4
净利润增长率	3.3	20.8	24.8	20.0
盈利能力				
毛利率	91.9	92.4	92.9	93.3
净利润率	22.0	23.3	24.1	24.6
总资产收益率 ROA	12.3	10.4	11.4	11.9
净资产收益率 ROE	15.5	15.8	16.5	16.5
偿债能力				
流动比率	4.0	6.5	7.0	7.2
速动比率	3.7	6.1	6.6	6.8
现金比率	3.1	5.4	5.8	6.0
资产负债率	0.2	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	36.0	40.0	45.0	50.0
存货周转天数	352.8	352.8	352.8	352.8
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.8	1.0	1.2	1.5
每股净资产	5.3	6.3	7.5	9.0
每股经营现金流	0.9	1.0	1.3	1.6
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	43.9	36.2	29.0	24.2
PB	6.8	5.7	4.8	4.0
EV/EBITDA	27.1	21.8	16.9	13.5
股息收益率	0.8	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	718	868	1,082	1,299
折旧和摊销	97	131	158	177
营运资金变动	36	(79)	(99)	(18)
经营活动现金流	811	885	1,113	1,421
资本开支	963	611	529	532
投资	156	0	0	0
投资活动现金流	(794)	(611)	(529)	(532)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	1,614	0	0
筹资活动现金流	(230)	1,611	(10)	0
现金净流量	(213)	1,884	575	888

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 康弘药业总收入和康柏西普收入及增速	5
图 2: 康弘药业和康柏西普净利润及增速	5
图 3: 康柏西普收入占比和净利润占比均快速攀升	5
图 4: 康弘药业生物药收入占比逐年快速提升	5
图 5: 康弘药业毛利率和净利率水平整体平稳	6
图 6: 2017-2019 年康弘药业三费费用率有所提升	6
图 7: 2017-2019 年康弘药业研发支出增幅明显	6
图 8: 康弘药业研发支出费用化情况	6
图 9: 样本医院眼部血管病变治疗药物市场销售额 (亿元)	9
图 10: 样本医院眼部血管病变治疗主流药物销售额 (亿元)	9
图 11: 样本医院眼部血管病变治疗主流药物销售额占比	9
图 12: 抗 VEGF 药物占眼部血管病变治疗药销售额比例	9
图 13: 康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普历年覆盖患者人数和总渗透率测算	12
图 14: 我国眼科专科医院 2014-2019 年执业 (助理) 医师数量	14
图 15: 雷珠单抗上市后美国和美国外销售额有波动	17
图 16: 阿柏西普上市后美国和美国外区域销售额稳步上扬	17
图 17: 雷珠单抗和阿柏西普美国市场获批适应症及销售额	18
图 18: 雷珠单抗和阿柏西普美国市场销售总额及增速	18
图 19: 雷珠和阿柏西普美国覆盖患者和渗透率推演 (4 支)	18
图 20: 雷珠和阿柏西普美国覆盖患者和渗透率推演 (6 支)	18
图 21: 康弘药业化药板块收入及增速	22
图 22: 康弘药业 2018 年化药板块主要产品收入占比	22
图 23: 康弘药业阿立哌唑口崩片销售额及增速变化	22
图 24: 阿立哌唑 (所有剂型) 样本医院竞争格局	22
图 25: 康弘药业文拉法辛缓释片销售额及增速	23
图 26: 文拉法辛 (所有剂型) 样本医院竞争格局	23
图 27: 康弘药业枸橼酸莫沙必利分散片销售额及增速	23
图 28: 莫沙必利 (所有剂型) 样本医院竞争格局	23
图 29: 康弘药业中成药板块收入及增速	24
图 30: 康弘药业 2018 年中成药板块主要产品收入占比	24
图 31: 康弘药业松龄血脉康胶囊销售额及增速变化	24
图 32: 康弘药业舒肝解郁胶囊销售额及增速变化	24
图 33: 康弘药业一清胶囊销售额及增速	24
图 34: 康弘药业胆舒胶囊销售额及增速	24
图 35: 康弘药业在眼科、肿瘤和脑科创新管线布局情况	25

表格目录

表 1: 康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普获批适应症、治疗费用以及患者自费费用数据梳理	7
表 2: 其他眼部血管病变治疗药物情况	8
表 3: 康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普每年销售额及覆盖患者人数推演	10
表 4: 2019 年中国 wAMD、pmCNV、DME 和 RVO 患者人数约为 2573 万人	11
表 5: 中国黄斑变性治疗药物临床开展情况	12
表 6: 诺华 Brolocizumab 注射液国内临床开展情况	13
表 7: 我国每年可操作眼底注射医师注射针数峰值推算	14
表 8: 美国 wAMD、pmCNV、DR/DME 和 RVO 患者人数总计约 937 万人	16
表 9: 美国眼底病领域主要上市药物对比	16
表 11: 欧洲眼底病患者人数推演	19
表 10: 康柏西普美国临床试验方案	19
表 12: 全球市场主要眼底病用药及临床进展情况	20

表 13: 康柏西普中国、美国和欧洲收入预测及 DCF 模型预测	26
表 14: 康弘药业主要业务拆分及盈利预测	29
表 15: 康弘药业与可比公司估值水平	30
公司财务报表数据预测汇总	32

分析师与研究助理简介

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。

郭双喜，博士，研究助理，毕业于清华大学生命科学学院，曾在清华大学药学院从事博士后研究，2019年7月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。