



2020-03-15

公司深度报告

买入/维持

康弘药业(002773)

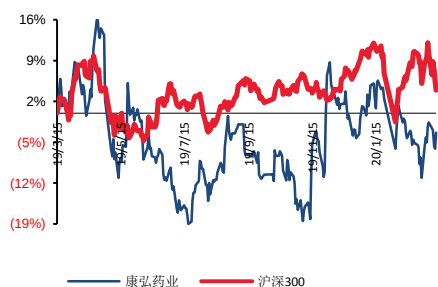
目标价: 45

昨收盘: 36.06

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

康弘药业：国内眼底用药王者续写传奇

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	876/621
总市值/流通(百万元)	31,574/22,403
12个月最高/最低(元)	56.81/30.10

相关研究报告：

证券分析师：杜佐远

电话：010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

研究助理：李蕾

电话：18868100622

E-MAIL: lileia@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190119100017

报告摘要

超级重磅品种——康柏西普将续写传奇。雷珠单抗和康柏西普分别于2011年和2013年获批，2018年，雷珠单抗最大的适应症DME获批上市，截至2018年底共获批4个适应症，相当于雷珠单抗面向100%的患者眼睛数而康柏西普仅37%。但从2018年样本医院的销售情况来看，康柏西普已基本追平雷珠单抗的销售额。2019年康柏西普的DME适应症（DME适应症患病眼睛数占比37%）获批，同时2020年，DME适应症进入医保，康柏西普放量弹性最大。我们认为，2020年康柏西普的销售有望首次超越雷珠单抗。**本篇报告对康柏西普做了详细的测算：国内峰值超70亿元，海外峰值超7亿美元（保守），DCF贴现显示康柏西普国内股权价值超200亿，海外股权价值约120亿元，合计康柏西普股权价值超320亿元。**

可转债转股价格锁定，后续业绩有望释放。可转债总额16.30亿元，采用包销形式，期限为自发行之日起6年。初始转股价格35.58元/股，当前股价35.12元/股。募投资金将分别应用于康弘国际生产及研发中心建设项目（9.77亿）、康柏西普眼用注射液国际III期临床实验及注册上市项目（4.26亿）、KH系列生物新药产业化建设项目（2.10亿）等。

盈利预测与投资评级

康柏西普新批适应症进入医保，销售有望提速，海外适应症临床快速推进，中化药业务逐步企稳，稳健增长可期。预计公司19-21年收入分别为32.57/36.96/46.00亿元，增速分别为11.69%/13.47%/24.44%，归母净利润分别为7.18/9.01/11.18亿，增速为3.39%/25.43%/24.09%。截止至2020年3月16日，公司的收盘价为36.06元，对应的2019年-2021年PE分别为45/36/29。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品价格下降；销售不及预期；研发进度不及预期等

■ 盈利预测和财务指标：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,917	3,257	3,696	4,600
(+/-%)	4.7%	11.7%	13.5%	24.4%
归母净利润(百万)	695	718	901	1,118
(+/-%)	7.88%	3.39%	25.43%	24.09%
每股收益(元)	0.79	0.82	1.03	1.28
市盈率(PE)	42.93	45.05	35.92	28.95

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 康弘药业：突破	4
二、 康柏西普：超越	4
(一) 眼底用药比较	4
(二) 康柏西普新增 2 个医保适应症	5
(三) 2020 年销售额有望超越雷珠单抗	6
(四) 未来将强势维持市场份额	6
(五) 海外开展头对头非劣效性临床实验——证明用量更小、频次更低	7
(六) 当前不必惧怕 RTH258	8
(七) 销售峰值海内外合计 120 亿	9
三、 可转换公司债券：转股价格已锁定，后续业绩有望释放	11
(一) 可转换公司债券方案	11
(二) 在研项目	11
四、 盈利预测及估值	12
(一) 盈利预测	12
(二) 估值及投资建议	13
五、 风险提示	13

图表目录

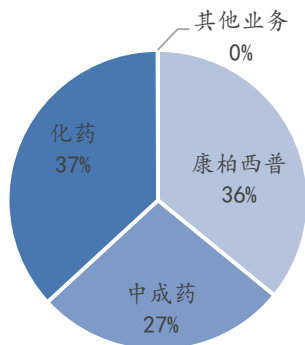
图表 1：2019 年各项业务营收占比预测	4
图表 2：近年康柏西普营收及增速	4
图表 3：康柏西普结构示意图	5
图表 4：阿柏西普结构示意图	5
图表 5：2019 年医保谈判进一步降价和增加适应症	5
图表 6：进医保的适应症统计	6
图表 7：3 款抗 VEGF 眼药适应症国内获批时间	6
图表 8：2019 年销售额已基本追平雷珠单抗（亿）	6
图表 9：康柏西普不同适应症进展	7
图表 10：康柏西普海外临床试验 PANDA-1 方案设计	8
图表 11：康柏西普海外临床试验 PANDA-2 方案设计	8
图表 12：眼底抗 VEGF 用药国内销售空间测算	9
图表 13：康柏西普国内销售预测可超 70 亿元	10
图表 14：阿柏西普和雷珠单抗全球销售额已过百亿美元	10
图表 15：美国总市场规模（阿柏西普+雷珠单抗）	10
图表 16：康柏西普海外销售预测可超 7 亿美金	11
图表 17：康弘药业可转债项目规划	11
图表 18：康弘药业研发管线	11
图表 19：康弘药业收入拆分表	12

一、康弘药业：突破

康弘药业成立于 1996 年，主营业务为药品（包括生物制品、中成药、化学药）和医疗器械（主要是眼科医疗器械）的研发、生产与销售。

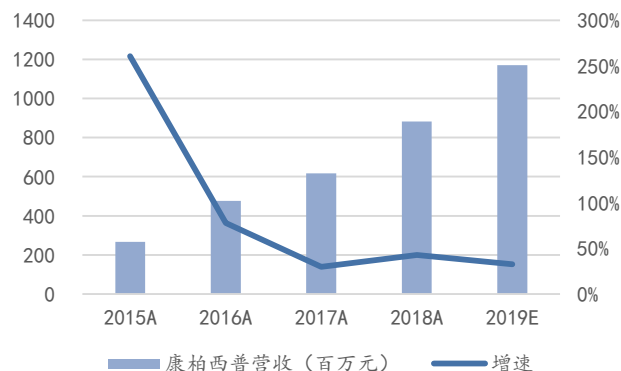
近期公司已发布 2019 年快报，公司实现营业总收入 32.57 亿元，同比增长 11.65%；实现归母净利润 7.18 亿元，增长 3.35%。公司目前主要的产品为康柏西普眼用注射液、松龄血脉康胶囊、舒肝解郁胶囊、渴络欣胶囊等十二个药品和一个医疗器械，其中预计 2019 年康柏西普单品种营收约占 36% 左右，增长约 31% 至 11.5~11.7 亿，二中成药、化学药略有增长。公司拓展到生物制药领域且取得如此大的成就是国产创新药领域一个极其经典的突破。

图表 1：2019 年各项业务营收占比预测



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2：近年康柏西普营收及增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

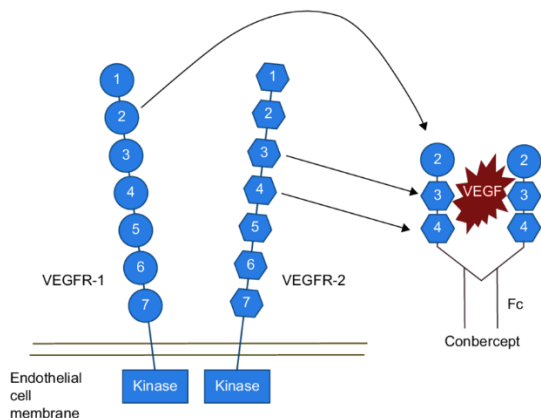
二、康柏西普：超越

(一) 眼底用药比较

目前全球上市的眼底抗 VEGF 用药有 3 个，按上市时间先后依次为雷珠单抗、阿柏西普和康柏西普。除此之外还有超适应症应用的贝伐珠单抗。其中康柏西普为康弘药业研发，是全世界第三个、我国第一个抗 VEGF 眼底用药。

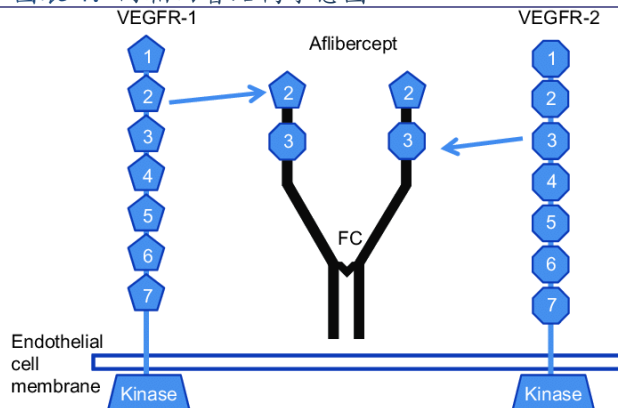
阿柏西普和康柏西普结构相似，都为 VEGFR 受体结构域-Fc 融合蛋白，但是康柏西普含 3 个结构域、阿柏西普含 2 个结构域，理论上康柏西普的结合能力高于阿柏西普；贝伐珠单抗是全抗体、雷珠单抗是由抗体的 Fab 片段经过亲和力优化得来。

图表 3：康柏西普结构示意图



资料来源：Dovepress, 太平洋证券整理

图表 4：阿柏西普结构示意图



资料来源：Dovepress, 太平洋证券整理

(二) 康柏西普新增 2 个医保适应症

图表 5：2019 年医保谈判进一步降价和增加适应症

药品名称	2017 年			2019 年		
	价格	适应症	要求	价格	适应症	要求
康柏西普	5550 元 (10mg/ml 0.2ml/支)	限 50 岁以上 湿性年龄相 关性黄斑变 性患者	符合以下条件：1. 需三 级综合医院眼科或二 级及以上眼科专科医 院医师处方；2. 病眼基 线矫正视力 0.05-0.5； 3. 事前审查后方可用， 初次申请需有血管造 影及 OCT（全身情况不 允许的患者可以提供 OCT 血管成像）证据； 4. 每眼累计最多支付 9 支，每个年度最多支付 4 支。	4160 元 (0.2ml/支)	1. 50 岁以上的湿性年 龄相关性黄斑变性 (AMD)；2. 糖尿病性 黄斑水肿 (DME) 引起 的视力损害；3. 脉络 膜新生血管 (CNV) 导 致的视力损害。	应同时符合以下条 件：1. 需三级综合 医院眼科或二级及 以上眼科专科医院 医师处方；2. 首次 处方时病眼基线矫 正视力 0.05-0.5； 3. 事前审查后方可 用，初次申请需有 血管造影或 OCT（全 身情况不允许的患 者可以提供 OCT 血 管成像）证据； 4. 每眼累计最多支付 9 支，第 1 年度最 多支付 5 支。 阿柏 西普、雷珠单抗和 康柏西普的药品支 数合并计算。
雷珠单抗	5700 元 (10mg/ml 0.2ml/支、 10mg/ml 0.165ml/支（预充式）)	限 50 岁以上 湿性年龄相 关性黄斑变 性患者		尚未公布	1. 50 岁以上的湿性年 龄相关性黄斑变性 (AMD)；2. 糖尿病性 黄斑水肿 (DME) 引起 的视力损害；3. 脉络 膜新生血管 (CNV) 导 致的视力损害；4. 继 发于视网膜静脉阻塞 (RVO) 的黄斑水肿引 起的视力损害。	
阿柏西普				尚未公布	1. 50 岁以上的湿性年 龄相关性黄斑变性 (AMD)；2. 糖尿病性 黄斑水肿 (DME) 引起 的视力损害。	

资料来源：医保谈判目录 2019, 太平洋证券整理

2019 年 11 月底，国家医疗保障局发布公告，雷珠单抗、康柏西普和阿柏西普自 2020 年 1 月

1 日起正式被列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2019 年版）》，适应症包

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

括治疗成人糖尿病性黄斑水肿（DME）、脉络膜新生血管（CNV）导致的视力损害、继发于视网膜静脉阻塞（RVO）的黄斑水肿引起的视力损害和成人新生血管（湿性）年龄相关性黄斑变性（nAMD）。

阿柏西普是上市后首次进入医保，雷珠单抗和康柏西普分别在 nAMD 适应症上增加 3 和 2 个适应症。

图表 6：进医保的适应症统计

	康柏西普	阿柏西普	雷珠单抗
wAMD	✓	✓	✓
DME	✓	✓	✓
CNV	✓		✓
RVO			✓

注：黑勾为 2017 谈判适应症，红勾为 2019 谈判新进入适应症

资料来源：医保谈判目录，太平洋证券整理

图表 7：3 款抗 VEGF 眼药适应症国内获批时间

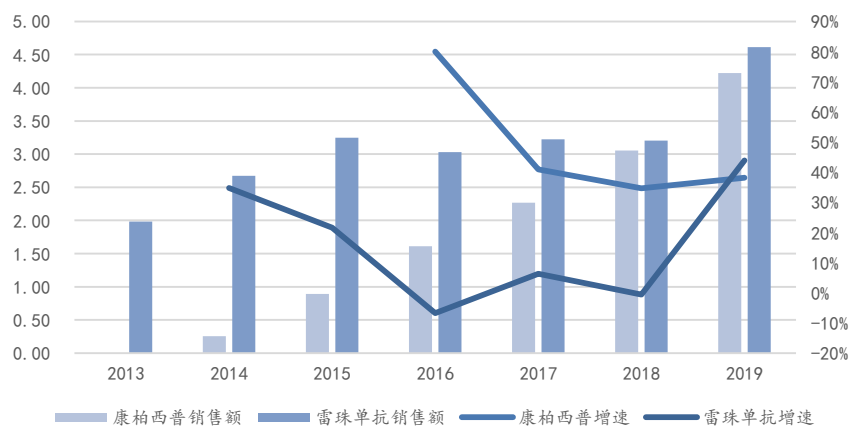
	雷珠单抗	康柏西普	阿柏西普
wAMD	2011 年 11 月	2013 年 11 月	2018 年 5 月
DME	2018 年 11 月	2019 年 5 月	2018 年 2 月
RVO	2018 年 5 月	\	\
mCNV	2018 年 11 月	2017 年 5 月	\

资料来源：NMPA，太平洋证券整理

（三）2020 年销售额有望超越雷珠单抗

2018 年，雷珠单抗最大的适应症 DME 获批上市，截至 2018 年底共获批 4 个适应症，不考虑超适应症的情况，相当于雷珠单抗面向了 100% 的患者眼睛数，而康柏西普仅 37%。但是，从 2018 年样本医院的销售情况来看，康柏西普已基本追平雷珠单抗的销售额。而阿柏西普虽于 2018 年上市，但当年几乎无销售，2019 年实现 0.35 亿销售额。不过，雷珠单抗适应症的优势反映在了 2019 年，当年雷珠单抗的销售额增速首次超过康柏西普。而康柏西普的 DME 适应症直到 2019 年 5 月才获批，市场导入需要时间。2020 年，医保谈判更新，患病眼睛数占比 37% 的 DME 适应症新进入医保，对康柏西普而言放量的弹性最大。我们认为 2020 年康柏西普的销售有望首次超越雷珠单抗。

图表 8：2019 年销售额已基本追平雷珠单抗（亿）



资料来源：样本医院，太平洋证券整理

（四）未来将强势维持市场份额

目前康柏西普比雷珠单抗少获批的唯一一个适应症为视网膜静脉阻塞 RVO（见下表），根据我们的测算，大约占患者眼睛数 26%，我们认为缺乏性价比和效果优势的雷珠单抗未来将主要在该适应症上占据较大份额，其余的市场份额将有所缩小，而康柏西普由于其优秀的疗效和性价比以及突出的销售下沉能力，未来有望持续超越雷珠单抗，考虑后续阿柏西普的竞争，预计康柏西普将维持现有的市场份额，而雷珠单抗的份额将下降，阿柏西普份额上升。

图表 9：康柏西普不同适应症进展

获批时间	适应症	医保执行时间	目标眼睛数（万）	占比
2013 年 11 月	50 岁以上的湿性年龄相关性黄斑变性（AMD）	2018 年 1 月	312	24%
2017 年 5 月	脉络膜新生血管（CNV）导致的视力损害	2020 年 1 月	165	13%
2019 年 5 月	治疗糖尿病性黄斑水肿（DME）引起的视力损害	2020 年 1 月	474	37%
III 期临床已入组	视网膜静脉阻塞（RVO）	暂未上市	336	26%

资料来源：公司公告等，太平洋证券整理

（五）海外开展头对头非劣效性临床实验——证明用量更小、频次更低

2016 年 10 月，FDA 免除康柏西普在美国市场的 I 期和 II 期临床试验，直接获得 FDA 批准，在美国开展湿性年龄相关性黄斑变性 III 期临床试验，刷新了国产创新药的记录。

2018 年 4 月，康弘药业取得 FDA 关于审核通过康柏西普玻璃体腔眼用注射液在美国开展新生血管性年龄相关性黄斑变性临床试验特别方案评审（Special Protocol Assessment, SPA）的通知。

2018 年 5 月，正式启动在美国开展康柏西普玻璃体腔眼用注射液临床试验项目，将进行康柏西普与阿柏西普的“头对头”III 期研究，拟招募 2280 例 50 岁及以上的患者，主要终点在 36 周时获得，为第 36 周时最佳矫正视力（BCVA）从基线的平均变化，预计大约在 2020 年 10~12 月，预计临床最终将于 2022 年初结束。

BCVA 通过糖尿病视网膜病变的早期治疗研究（ETDRS）方法进行评估

康弘药业的海外临床实验设计亮点颇多：

1. 0.5mg 的康柏西普对比 2.0mg 的阿柏西普，非劣效性实验，给药方式同为 3+q8w，即康柏西普的潜在优势是用量小；
2. q12W 的康柏西普对比 q8w 的阿柏西普，同样为非劣效性实验，康柏西普的潜在优势是给药频次更少。
3. 两个实验设计虽然都为非劣效性，但在用量和频次上具有差异性。由此可见公司对康柏

西普的信心和对日后销售的信心，鉴于公司产品已上市 5~6 年，我们认为实验的成功率是很高的。

图表 10：康柏西普海外临床试验 PANDA-1 方案设计

Arm	Intervention/treatment
0.5mg 康柏西普	在第 1 天，第 4 周和第 8 周，受试者接受 0.5mg 康柏西普玻璃体内注射（三剂注射剂量），此后每八周治疗一次（0.5mg, q8w），在研究眼中总共治疗 92 周。
1.0mg 康柏西普	在研究的第 1 天，第 4 周和第 8 周，受试者接受 1.0mg 康柏西普玻璃体内注射（三个注射剂量），此后每十二周接受治疗（1.0 毫克，每 12 周一次），共 92 周。
阿柏西普	受试者在第 1 天，第 4 周和第 8 周接受 2.0mg 阿柏西普玻璃体内注射（三剂注射剂量），此后每八周治疗一次（2.0 毫克，q8w），在研究眼中总共治疗 92 周。

资料来源：ClinicalTrials，太平洋证券整理

图表 11：康柏西普海外临床试验 PANDA-2 方案设计

Arm	Intervention/treatment
0.5mg 康柏西普	在第 1 天，第 4 周和第 8 周，受试者接受 0.5mg 康柏西普玻璃体内注射，此后每 8 周接受治疗（0.5mg, q8w）至第 36 周。从第 40 周开始，基于标准的 PRN 方法治疗直至第 92 周，在研究眼中总共进行 92 周的治疗。
1.0mg 康柏西普	受试者在第 1 天，第 4 周和第 8 周接受 1.0mg 康柏西普玻璃体内注射，然后每 12 周接受治疗（1.0mg, q12w）至第 36 周。从第 40 周开始，基于标准的 PRN 方法治疗直至第 92 周，在研究眼中总共进行 92 周的治疗。
阿柏西普	在第 1 天，第 4 周和第 8 周，受试者接受 2.0mg 的阿柏西普玻璃体内注射，此后每 8 周接受治疗（2.0mg, q8w）至第 36 周。从第 40 周开始，基于标准的 PRN 方法治疗直至第 92 周，在研究眼中总共进行 92 周的治疗。

资料来源：ClinicalTrials，太平洋证券整理

（六）当前不必惧怕 RTH258

由诺华（Novartis）研制的 Brolucizumab（RTH258）是一种~26kDa 的人源化抗体单链可变区片段（scFv），靶向所有类型的血管内皮生长因子-A。单链抗体片段因分子量更小，故组织渗透性更强、系统循环清除更快。该药物的 nAMD 适应症已于 2019 年 10 月获 FDA 批准上市，被认为是抗 VEGF 融合蛋白的有力竞争对手。RTH258 也曾与阿柏西普做过非劣效性对比试验，比较了 RTH258 治疗组和阿柏西普治疗组在治疗 48 周后对视力的改善情况，RTH258 治疗组到达主要终点和关键的次要终点证明了其相较于阿柏西普的非劣效性。RTH258 治疗组与阿柏西普治疗组相比有相当的不良反应率。

RTH258 和阿柏西普每 8 周治疗一次相比表现出治疗的持久性。绝大部分患者（HAWK 试验中 57% 的患者以及 HARRIER 试验中 52% 的患者）在 48 周里，每 12 周接受一次 RTH258（6mg）治疗即可。如若康柏西普在 q12w 组的患者比例较此数据更高，则虽非头对头数据，但也能有所体现较 RTH258 更大的优势。RTH258 目前尚未在国内开展临床。

(七) 销售峰值海内外合计 120 亿

1. 我们认为国内的流行病数据有一些滞后，缺乏较为权威的数据，多方比较之后，起始数据主要仍参考康弘药业上市时南方所做的测算。我们认为该数据有可能较实际情况低估，因为诺华对 2020 年美国 wAMD 患者数量的最新估计为 150 万，而数据显示，2016 年美国 65 岁以上的老年人数量约为 4920 万，而与此同时，我国 65 岁以上的老年人数量为 1.5 亿，约为美国的 3 倍，但是我们的患者数仅为 2 倍；本测算的创新之处在于把对象更改为“眼睛”而非“人数”，因为根据我们的调研，不同疾病的发病情况不同，如 DME 双眼发病的患者居多。
2. 年均使用支数方面，我们认为接近于 5 支的终值测算是偏向于保守的，可以将测算适度提高 1~2 支；
3. 在渗透率方面，我们依旧以 10% 作为上限进行测算。事实上，随着医疗条件的发展进步，超过这个上限的可能性极大；
4. 价格方面，根据 2 年一次医保谈判和前 2 次的降幅，我们认为 2022 和 2024 年分别再下降 10%，往后专利到期，价格再进行 2 次下降 25% 后达到 1800~2000 元/支；

图表 12：眼底抗 VEGF 用药国内销售空间测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
65 岁以上人口（亿）	1.67	1.73	1.78	1.84	1.90	1.96	2.03	2.10	2.17	2.24	2.31	2.39
wAMD 眼睛数（百万）	3.12	3.23	3.33	3.44	3.56	3.67	3.80	3.92	4.05	4.18	4.26	4.40
国内 50 岁以上人口（亿）	2.80	2.81	2.83	2.84	2.86	2.87	2.89	2.90	2.91	2.93	2.94	2.96
RVO 眼睛数（百万）	3.36	3.38	3.39	3.41	3.43	3.44	3.46	3.48	3.50	3.51	3.53	3.55
国内 20~60 岁城市人口（亿）	4.00	4.04	4.08	4.12	4.16	4.20	4.23	4.25	4.27	4.29	4.31	4.33
mCNV 眼睛数（百万）	1.65	1.67	1.68	1.70	1.72	1.73	1.74	1.75	1.76	1.77	1.78	1.79
国内糖尿病患者人数（亿）	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14	1.14
糖尿病诊断率	40%	43%	47%	50%	53%	56%	61%	61%	62%	62%	63%	64%
DME 眼睛数（百万）	4.74	5.12	5.53	5.97	6.33	6.65	7.18	7.25	7.33	7.40	7.47	7.55
总眼睛数（百万）	12.88	13.39	13.94	14.53	15.03	15.50	16.18	16.40	16.63	16.87	17.04	17.29
渗透率	1.7%	2.7%	3.8%	5.3%	6.9%	8.3%	8.7%	9.3%	9.3%	9.4%	9.5%	9.6%
年均使用支数	2.00	2.20	2.46	2.78	3.06	3.43	3.84	4.23	4.27	4.48	4.71	4.94
价格（元/支）	5500	4160	4160	3744	3744	3370	3370	2527	2527	1895	1895	1895
年费（万元）	1.10	0.92	1.03	1.04	1.15	1.16	1.29	1.07	1.08	0.85	0.89	0.94
市场空间（亿）	24	33	54	81	119	149	183	162	168	135	145	156

资料来源：相关文献汇总，太平洋证券整理

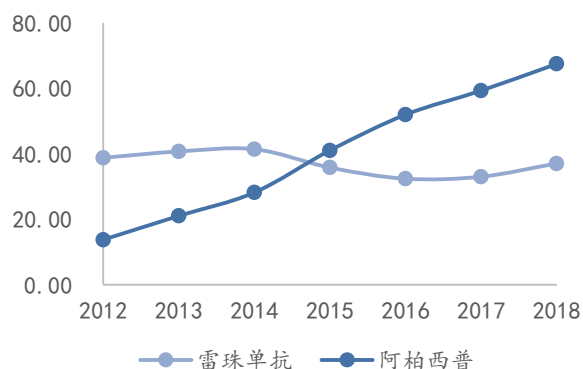
5. 当前康柏西普市占率约 50%，但是明显后续的竞争力强于雷珠单抗，不论是在产品疗效本身还是康弘药业强大的销售能力，且未来有望还有海外非劣效头对头实验结果的有利支撑，我们认为市占率是可以保持 40% 的水平；
6. 我们做了相应的 DCF 测算：峰值超过 70 亿人民币，股权价值超过 200 亿。

图表 13：康柏西普国内销售预测可超 70 亿元

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	FV
市占率	47%	45%	44%	43%	43%	40%	40%	40%	38%	36%	
国内销售额（亿）	15.67	24.49	35.52	51.38	64.08	73.17	64.87	67.09	51.41	52.20	
净利率	40%	40%	40%	38%	38%	35%	35%	32%	30%	30%	
假设 FCFF	6.27	9.80	14.21	19.52	24.35	25.61	22.70	21.13	15.42	15.66	195.73
现值	5.80	8.40	11.28	14.35	16.57	16.14	13.25	11.42	7.71	7.25	90.66
终值增长率	0.00										
贴现率	8%										
股权价值	203										

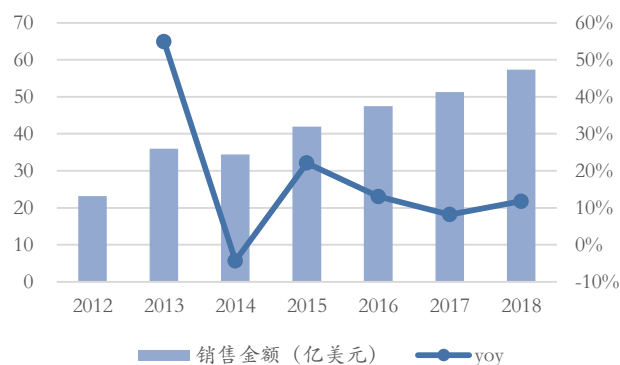
资料来源：相关文献汇总，太平洋证券整理

图表 14：阿柏西普和雷珠单抗全球销售额已过百亿美元



资料来源：相关公司年报，太平洋证券整理

图表 15：美国总市场规模（阿柏西普+雷珠单抗）



资料来源：相关公司年报，太平洋证券整理

7. 预计 2023 年康柏西普 wAMD 适应症由 FDA 获批上市；
8. 康柏西普的 RVO、CNV、DME，参考 wAMD 适应症在海外临床开展需要 2~3 年，则若 2020 年初 IND，预计需要 2023 年左右 NDA，2024 年获批上市；
9. 保守假设海外“阿柏西普+雷珠单抗+康柏西普”未来整体规模与 2018 年持平，即 100 亿美元出头。基于海外的不确定性，我们保守估计 2023 年往后雷珠单抗、阿柏西普仿制药上市，整体市场规模下降 30%，由此计算得到海外市场的康柏西普股权价值；
10. 假设海外市占率于 2029 年达到 10%，如果临床结果显示可以低剂量、低频率与阿柏西普达到非劣效，则市占率还能提升许多，这个空间就留给时间告诉我们答案了；
11. 将 DCF 模型中的终值增长率设定为 0%。
12. 海外股权价值约 120 亿人民币，仅看康柏西普一个品种，海内外市值就值至少 320 亿。

图表 16：康柏西普海外销售预测可超 7 亿美金

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	FV
市占率	0%	0%	0%	0.6%	1.0%	3.5%	5.2%	7.2%	9.4%	10.2%	
全球销售额（亿）	0.00	0.00	0.00	0.44	0.73	2.52	3.79	5.30	6.89	7.44	
净利率	0%	0%	0%	35%	35%	35%	30%	30%	30%	30%	
假设 FCFF	0.00	0.00	0.00	0.15	0.26	0.88	1.14	1.59	2.07	2.23	27.91
现值	0.00	0.00	0.00	0.11	0.17	0.56	0.66	0.86	1.03	1.03	12.93
终值增长率	0%										
贴现率	8%										
股权价值	17	亿美元	约 120	亿元							

资料来源：相关文献汇总，太平洋证券整理

三、可转换公司债券：转股价格已锁定，后续业绩有望释放

（一）可转换公司债券方案

康弘药业本次发行可转换公司债券募集资金 16.3 亿元，将分别用于 KH 系列生物新药产业化建设项目、康柏西普沿用注射液国际 III 期临床实验及注册上市项目、康弘国际生产及研发中心建设项目（一期）、济生堂技改配套生产项目。本次发行可转债成功实施后，将有利于培育公司新的利润增长点，提升可持续的综合竞争力和市场影响力。

图表 17：康弘药业可转债项目规划

项目名称	总投资金额	拟投入募集资金金额
KH 系列生物新药产业化建设项目	29,999.32	21,000.00
康柏西普眼用注射液国际 III 期临床试验及注册上市项目	169,241.40	42,642.00
康弘国际生产及研发中心建设项目（一期）	122,829.46	97,658.00
济生堂技改配套生产项目	8,700.00	1,700.00
合计	330,770.18	163,000.00

*单位：万元

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（二）在研项目

康弘药业一直以来都聚焦眼科、神经系统用药，我们能看到的研发管线中除了 3 个肿瘤用药之外也都在这两个领域中的。其中，治疗结直肠及其他器官肿瘤且拥有国际发明专利的 I 类生物新药 KH903 已进入临床 II 期，KH110 为治疗阿尔茨海默症的多靶点中成药。公司对自己的研发管线介绍不多，自然目前这部分的预期还并不在市值中反应，值得关注与期待。

图表 18：康弘药业研发管线

名称	适应症	临床前	临床 I/II 期	临床 III 期	新药注册	注册分类
KH901	肿瘤疾病					生物 1 类
KH903	肿瘤疾病					生物 1 类
KH906	眼科疾病					生物 1 类
KH907	眼科疾病					生物 1 类
KH909	眼科疾病					生物 1 类
KH912	眼科疾病					生物 1 类
KH916	眼科疾病					生物 1 类
KH601	眼科疾病					生物 1 类
KH717	眼科疾病					化学 1 类（多肽）
KH605	神经系统					化学 1 类
KH617	肿瘤疾病					化学 1 类
KH709	神经系统					化学 3 类
KH110	神经系统					中药 6 类
KH105	眼科疾病					新增适应症

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

四、盈利预测及估值

（一）盈利预测

2019E/2020E/2021E 年营业收入同比增长 12%/13%/24%，其中，康柏西普营收分别增长 33%/34%/56%，销量增长 33%/71%/56%。

图表 19：康弘药业收入拆分表

		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入		2916	3257	3696	4600
	YOY	5%	12%	13%	24%
毛利率		92%	93%	92%	93%
康柏西普（国内）		882	1170	1567	2449
	YOY	43%	33%	34%	56%
销量（万支）		17	23	39	61
	YOY	73%	33%	71%	56%
毛利率（%）		95%	96%	94%	94%
收入占比		30%	36%	42%	53%
中成药		863	888	905	914
	YOY	-20%	3%	2%	1%
毛利率（%）		86%	86%	86%	86%
收入占比		30%	27%	24%	20%
化药		1170	1199	1223	1235
	YOY	8%	3%	2%	1%
毛利率（%）		95%	95%	95%	94%
收入占比		40%	37%	33%	27%

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

（二） 估值及投资建议

康柏西普新批适应症进入医保，销售有望提速，海外适应症临床快速推进，中化药业务逐步企稳，稳健增长可期。预计公司 19-21 年收入分别为 32.57/36.96/46.00 亿元，增速分别为 11.69%/13.47%/24.44%，归母净利润分别为 7.18/9.01/11.18 亿，增速为 3.39%/25.43%/24.09%。截止至 2020 年 3 月 16 日，公司的收盘价为 36.06 元，对应的 2019 年-2021 年 PE 分别为 45/36/29。首次覆盖，给予“买入”评级。

五、 风险提示

新产品研发失败、销售不及预期、药品降价风险

利润表（百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,917	3,257	3,696	4,600
营业成本	229	241	281	343
毛利	2,689	3,017	3,416	4,256
%营业收入	92%	93%	92%	93%
税金及附加	44	49	55	69
%营业收入	2%	2%	2%	2%
销售费用	1,376	1,547	1,645	2,047
%营业收入	47%	48%	45%	45%
管理费用	386	378	401	491
%营业收入	13%	12%	11%	11%
研发费用	230	298	337	419
%营业收入	8%	9%	9%	9%
财务费用	-46	0	0	0
%营业收入	-2%	0%	0%	0%
其他收益	74	57	52	52
投资收益	28	19	19	18
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	5	0	0	0
资产处置收益	-0	0	-1	-1
营业利润	796	821	1048	1300
%增长率	1%	3%	28%	24%
营业外收支	3	14	0	0
利润总额	799	835	1048	1300
%增长率	5%	5%	25%	24%
所得税费用	105	117	147	182
净利润	695	718	901	1118
归属于母公司的净利润	695	718	901	1118
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.79	0.82	1.03	1.28

现金流量表（百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流净额	351	834	883	1101
投资	-337	0	0	0
资本性支出	-458	332	-1	-1
其他	40	19	19	18
投资活动现金流净额	-756	351	18	18
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	202	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-189	0	0	0
其他	-17	0	0	0
筹资活动现金流净额	-205	202	0	0
现金净流量	-608	1388	901	1118

资产负债表（百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,493	3,881	4,782	5,900
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据	157	0	0	0
应收账款	259	0	0	0
存货	254	0	0	0
其他流动资产	250	215	215	215
流动资产合计	3,413	4,095	4,997	6,115
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	442	442	442	442
在建工程	398	398	398	398
无形资产	275	275	275	275
商誉	215	215	215	215
长期股权投资	9	9	9	9
长期待摊费用	4	4	4	4
递延所得税资产	51	51	51	51
其他非流动资产	388	70	70	70
资产总计	5,195	5,560	6,461	7,579
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	102	0	0	0
应付职工薪酬	88	0	0	0
应交税费	93	0	0	0
其他流动负债	338	64	64	64
流动负债合计	620	64	64	64
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	3	3	3	3
其他非流动负债	488	488	488	488
负债合计	1,111	555	555	555
归属于母公司的所有者权益	4,084	5,004	5,906	7,024
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	4,084	5,004	5,906	7,024
负债及股东权益	5,195	5,560	6,461	7,579

基本指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
EPS	0.79	0.82	1.03	1.28
BVPS	4.66	5.72	6.74	8.02
PE	42.93	45.05	35.92	28.95
PEG	5.45	13.30	1.41	1.20
PB	7.30	6.47	5.48	4.61
EV/EBITDA	27.87	38.24	28.23	21.51
ROE	17%	14%	15%	16%

Wind, 太平洋研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610)88321761

传真: (8610)88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。