

康弘药业 (002773.SZ)

买入 (首次评级)

眼药龙头，眼科脑科创新药未来可期

当前价格：22.71 元

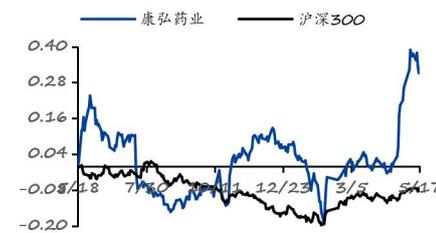
投资要点：

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	919.46/685.01
流通 A 股市值(百万元)	15,556.61
每股净资产(元)	8.89
资产负债率(%)	7.36
一年内最高/最低价(元)	24.35/13.15

► **康柏西普 RVO 新适应症有望带动 24 年业绩快速增长，长期来看有望成为十亿量级现金流品种：**康柏西普新适应症视网膜静脉阻塞(RVO)于 2022 年通过谈判纳入医保目录，于 2023 年 3 月 1 日正式执行，2023 年全年康柏西普实现了快速增长（同比增长 41.7%）。2024Q1 康柏西普延续了良好的增长势头（同比增长 49%），预计全年有望保持高增长。虽然目前国内抗 VEGF 在研品种较多，但康柏西普具备适应症（覆盖完备）、依从性（使用支数较少）、治疗费用（低于雷珠单抗和阿柏西普）等明显优势。此外从渗透率来看，假设按照人均使用 3 支，我们预计康柏西普自上市以来整体覆盖人数不到 100 万人，考虑到国内眼底治疗千万人群的市场空间，目前治疗率还处于极低的水平，此外 2023 年第四次医保谈判康柏西普未降价，价格体系有望维持，暂时不用担心竞争格局恶化问题。我们判断康柏西普远期有望成为一款十亿量级的现金流品种。

一年内股价相对走势



► **化药板块走出集采影响，中药板块稳定增长：**化药板块核心品种文拉法辛和阿立哌唑已经参与第五批和第七批集采，对于业绩最大的影响已经在 2021-2023 年化药板块业务有所体现，预期后续影响逐步削弱，且化药板块草酸艾司西酞普兰口服液/片、氢溴酸伏硫西汀片等新品刚刚上市，有望在 2024 年贡献新增量，化药板块整体负面影响趋弱；中药板块整体较为稳健，受益于舒肝解郁的持续放量潜力，预期中药板块有望保持稳定增长水平。

团队成员

分析师：**盛丽华(S0210523020001)**
SLH30021@hfzq.com.cn
联系人：**吴沛柯(S0210124040012)**
wpk30483@hfzq.com.cn

► **创新管线丰富且有差异化，潜在空间较大：**公司在研创新药聚焦眼科、脑科和肿瘤领域，相关产品的临床具有巨大的市场潜力，且部分产品年内或有临床数据读出催化。（1）眼科领域：第一代眼底病基因治疗产品 KH631 和第二代基因治疗产品 KH658 临床有序推进，同类品种曾有艾伯维 17 亿美金收购先例，品种潜力巨大，此外海外对标品种艾伯维 ABBV-RGX-314 品种 2024 年 Q3 或有新数据读出。（2）脑科领域：中药创新药五加益智颗粒 (KH110) 目前处于临床 II 期阶段。（3）肿瘤领域：公司合成生物学平台第一个创新药 KH617 治疗脑胶质瘤曾获得 FDA 孤儿药认证，目前处于临床 I 期阶段。

相关报告

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 20%/15%/14%，归母净利润增速分别为 21%/17%/14%，EPS 分别为 1.37 元、1.61 元、1.84 元。采用可比公司估值法，2024 年可比公司平均 PE 倍数为 22 倍，公司 PE 仅为 17 倍。我们认为，公司康柏西普仍然处于快速增长期且公司创新药临床管线丰富具备差异化，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

康柏西普市场竞争加剧的风险；市场准入及销售价格下降的风险；药品研发风险；人才缺乏的风险

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,389	3,957	4,738	5,470	6,218
增长率	-6%	17%	20%	15%	14%
净利润（百万元）	897	1,045	1,260	1,480	1,689
增长率	113%	17%	21%	17%	14%
EPS（元/股）	0.98	1.14	1.37	1.61	1.84
市盈率（P/E）	23.3	20.0	16.6	14.1	12.4
市净率（P/B）	3.0	2.7	2.4	2.1	1.9

数据来源：公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 康弘药业：重组蛋白领军者，海外市场打开成长天花板	3
1.1 康弘药业：“创新+国际化”驱动公司发展	3
1.2 业绩高速增长，费用率控制得当	3
2 康柏西普新增适应症获批后带动业绩快速增长	5
2.1 康柏西普市场份额稳步提升，2024年有望持续高增长	5
2.2 康柏西普渗透率仍较低，预期后续有望贡献稳定现金流	6
3 创新药管线丰富，基因治疗产品未来可期	8
3.1 创新药聚焦眼科、脑科、肿瘤，打造差异化竞争优势	8
3.2 阿尔兹海默症品种（五加益智颗粒）近期有望迎来催化	9
3.3 新一代眼科基因治疗产品，未来可期	10
4 盈利预测与投资建议	11
4.1 盈利预测	11
4.2 投资建议	13
5 风险提示	13

图表目录

图表 1：康弘药业发展里程碑	3
图表 2：公司股权结构图（截至 2024Q1）	3
图表 3：2018-2024Q1 公司营收及增速	4
图表 4：2018-2024Q1 公司归母净利润及增速	4
图表 5：2018-2024Q1 公司毛利率和净利率情况	4
图表 6：2018-2024Q1 公司销售、管理、财务费用率	4
图表 7：公司已上市的核心自有产品	5
图表 8：眼底病主流治疗产品雷珠单抗、康柏西普和阿柏西普用药费用对比	6
图表 9：2018-2023 年米内公立医疗机构眼部血管病变治疗药物销售额及竞争格局情况（亿元）	6
图表 10：康柏西普 RVO 适应症纳入医保后增量明显	7
图表 11：眼底新生血管疾病类药物各适应症潜在人数测算	7
图表 12：眼底新生血管药物（VEGF 单靶点）部分在研生物类似药/创新药情况	8
图表 13：公司在研项目情况（截至 2024 年 4 月）	9
图表 14：2018-2023 年公司公立医院精神神经科销售额（除去中成药舒肝解郁，亿元）	9
图表 15：2018-2023 年公立医院舒肝解郁销售额	9
图表 16：KH631 眼科项目成果	11
图表 17：RGX-314 II 期临床数据结果	11
图表 18：公司业绩拆分预测表	12
图表 19：可比公司估值表	13
图表 20：财务预测摘要	15

1 康弘药业：重组蛋白领军者，海外市场打开成长天花板

1.1 康弘药业：“创新+国际化”驱动公司发展

康弘药业前身为成都济民制药厂，成立于1996年，公司目前主营业务以生物制品、中成药、化学药销售为主，辅以医疗器械（主要是眼科医疗器械）的研发、生产与销售。公司最初以中成药和化学药业务为主，2014年公司眼科生物创新药康柏西普上市并迅速放量成为公司目前业绩增长的主要驱动力。2015年6月，公司于深圳证券交易所挂牌上市。2023年以来，公司研发取得快速发展，聚焦眼科、脑科和肿瘤赛道，多个项目中美同时获批临床，后续临床数据值得期待。

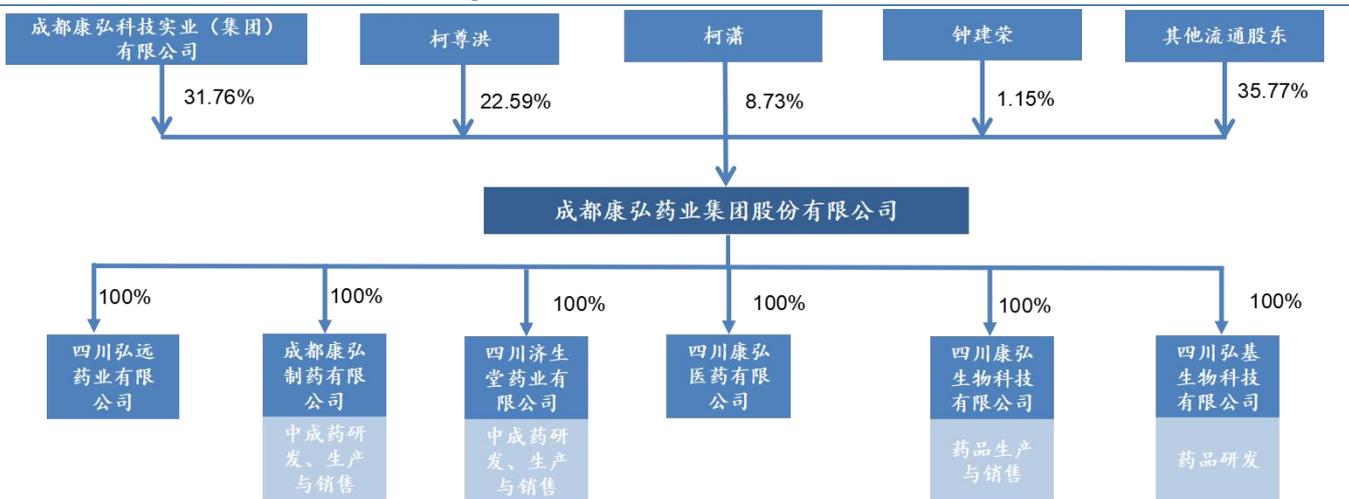
图表 1：康弘药业发展里程碑



数据来源：公司官网，公司招股说明书，公司公告，国家医保目录，华福证券研究所

公司股权结构集中，股权比例稳定。柯潇为成都康弘科技实业（集团）有限公司控股股东、董事长，柯尊洪为成都康弘科技实业（集团）有限公司股东、董事；柯尊洪、钟建荣夫妻与其子柯潇为康弘药业实际控制人。康弘药业下属子公司中康弘制药、济生堂主要负责中成药研发、生产和销售工作，康弘生物主要负责生物药康柏西普的生产销售工作。

图表 2：公司股权结构图（截至 2024Q1）

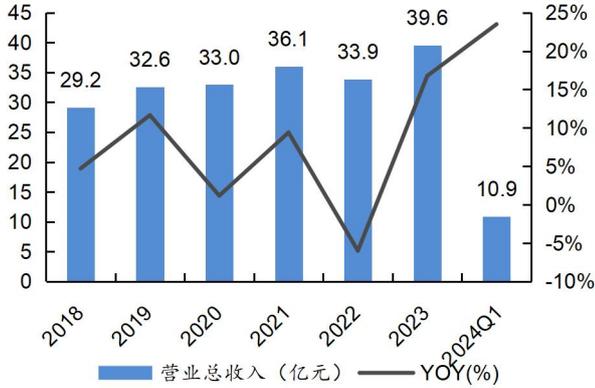


数据来源：Wind，公司公告，华福证券研究所

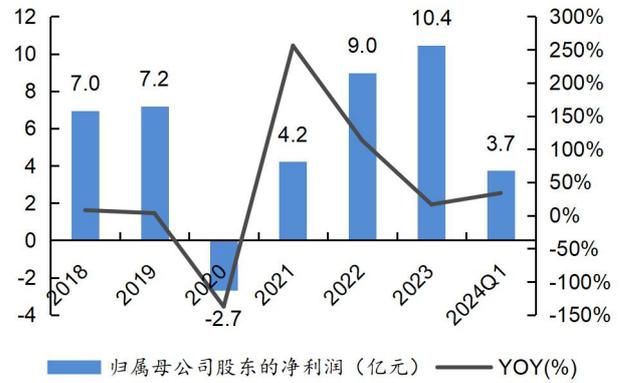
1.2 业绩高速增长，费用率控制得当



公司营收 2023 年开始恢复高速增长（2022 年化药板块受集采影响较大），归母净利润持续高速增长，2023 年实现营业收入 39.6 亿元，同比增长 16.8%，归母净利润 10.4 亿元，同比增长 16.5%。2024 年第一季度受益于康柏西普快速放量，营收和归母净利润分别实现 10.9 亿和 3.7 亿元，同比增长 23.5%和 33.7%。

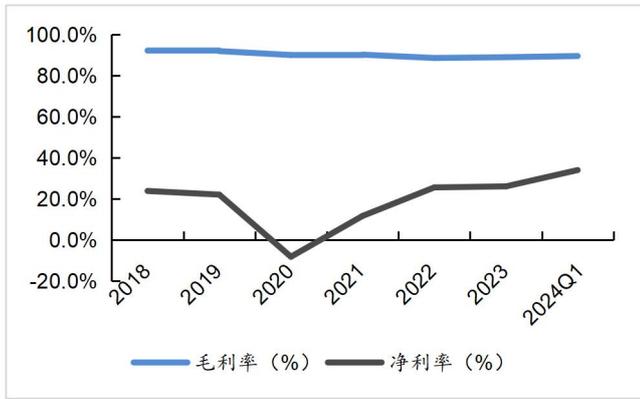
图表 3：2018-2024Q1 公司营收及增速


数据来源：Wind，华福证券研究所

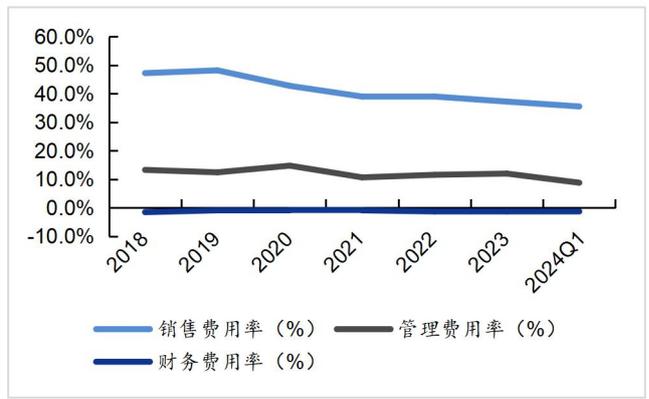
图表 4：2018-2024Q1 公司归母净利润及增速


数据来源：Wind，华福证券研究所

2018-2024Q1 公司毛利率整体维持在 85%以上高水平，净利率 2021 年开始持续增长，2024Q1 公司毛利率和净利率分别为 89.5%和 34.0%。费用率方面，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率整体呈现下降趋势，2024Q1 分别为 35.5%、8.7%和-1.5%。

图表 5：2018-2024Q1 公司毛利率和净利率情况


数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 6：2018-2024Q1 公司销售、管理、财务费用率


数据来源：Wind，华福证券研究所

公司主营产品涵盖眼科、脑科、消化科等科室，目前上市销售的主要产品有生物制品康柏西普眼用注射液，中成药松龄血脉康胶囊、舒肝解郁胶囊、渴络欣胶囊、胆舒胶囊、一清胶囊，化学药盐酸文拉法辛缓释片、阿立哌唑口崩片、阿立哌唑口服溶液、枸橼酸莫沙必利片、枸橼酸莫沙必利分散片、右佐匹克隆片等以及医疗器械。



图表 7: 公司已上市的核心自有产品

临床领域	产品名称	适应症	类别	是否国家医保	授权发明专利数量
眼科	康柏西普眼用注射液	nAMD、pmCNV、DME、RVO	生物制品	是	41
	二氧化碳激光束控制系统	消融巩膜组织，用于原发性开角型青光眼的治疗	医疗器械	否	19
脑科	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	化学药	是	2
	氢溴酸伏硫西汀片	成人抑郁症	化学药	否	5
	草酸艾司西酞普兰口服液/片	抑郁症及治疗伴有或不伴有广场恐怖症的惊恐障碍	化学药	是	0
	阿立哌唑口崩片	精神分裂症	化学药	是	7
	阿立哌唑口服溶液	精神分裂症	化学药	否	1
	右佐匹克隆片	失眠症	化学药	是	5
	舒肝解郁胶囊	轻、中度抑郁症	中成药	是	12
消化科	胆舒胶囊	慢性结石性胆囊炎、慢性胆囊炎及胆结石	中成药	是	4
	枸橼酸莫沙必利片	功能性消化不良、慢性胃炎伴有烧心、嗝气、恶心、呕吐、早饱、上腹胀、上腹痛等消化道症状者	化学药	是	5
	枸橼酸莫沙必利分散片	功能性消化不良、慢性胃炎伴有烧心、嗝气、恶心、呕吐、早饱、上腹胀、上腹痛等消化道症状者	化学药	是	1
	清润丸	清热，润肠，通便，导滞。用于积热便秘。	中成药	否	1
呼吸科	一清胶囊	用于热毒所致的身热烦躁，目赤口疮，咽喉，牙龈肿痛，大便秘结及上呼吸道感染、咽炎、扁桃体炎、牙龈炎见上述症状者	中成药	是	3
	玄麦甘桔胶囊	用于阴虚火旺，虚火上浮，口鼻干燥，咽喉肿痛	中成药	是	1
	感咳双清胶囊	急性上呼吸道感染、急性支气管炎	中成药	否	1
高血压	松龄血脉康胶囊	用于肝阳上亢所致的头痛、眩晕、急躁易怒、心悸、失眠；高血压病及原发性高脂血症见上述症状者	中成药	是	12
糖尿病	渴络欣胶囊	糖尿病肾病	中成药	是	7

数据来源：公司年报，华福证券研究所

2 康柏西普新增适应症获批后带动业绩快速增长

2.1 康柏西普市场份额稳步提升，2024 年有望持续高增长

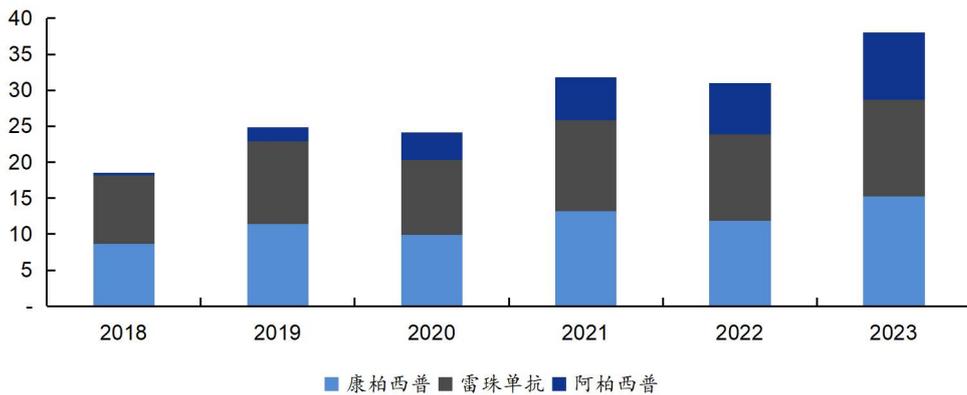
黄斑是视力最敏锐的地方，脉络膜新生血管常发生于黄斑区，由于新生血管能引起反复性出血、渗出，最终可导致瘢痕形成和视力丧失。血管内皮生长因子(VEGF)能促进新生血管生长，因此抗 VEGF 药物从源头上消除 VEGF，对新生血管进行“斩草除根”，从而保护黄斑功能。抗血管内皮生长因子(VEGF)药物逐渐成为治疗眼底血管性疾病的主流方法，被诸多指南推荐为一线治疗。目前在中国上市的眼科抗 VEGF 药物有康柏西普、雷珠单抗(诺华)和阿柏西普(拜耳)。目前眼底血管病市场竞争有加剧趋势，2023 年 12 月齐鲁制药阿柏西普生物类似药获批上市，为国产首款，罗氏法瑞西单抗(Ang-2 和 VEGF)国内 2023 年 12 月获批上市。但是由于这两个品种上市时间较晚，部分适应症尚未获批，且法瑞西单抗尚未纳入医保，结合 2024 年康柏西普一季度销售情况，我们预期 2024 年康柏西普仍有望保持高速增长。


图表 8：眼底病主流治疗产品雷珠单抗、康柏西普和阿柏西普用药费用对比

药品通用名	雷珠单抗	康柏西普	阿柏西普
药品英文名	Ranibizumab	Conbercept	Aflibercept
生产企业	诺华	康弘药业	拜耳
国内上市日期	2012.1	2013.11	2018.5
目前已获批适应症	AMD、DME、CNV、RVO	AMD、DME、CNV、RVO	AMD、DME
2023 年医保支付价(元/支)	3950	3452.8	4100
推荐用药方案及相应剂量(支/年)	6-12	6	AMD: 7.5; DME: 8.5
报销条件	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。		
2023 年按照推荐剂量年治疗费用(元)	23700-47400	20716.8	30750-34850

数据来源：公司年报，2023 国家医保目录，健识局新闻，雷珠单抗使用说明书，康柏西普使用说明书，阿柏西普使用说明书，好大夫在线网，华福证券研究所

根据米内网城市公立医院数据，目前眼部血管病变用药中雷珠单抗、康柏西普、阿柏西普这三种药物占据绝大部分市场份额，眼底病用药市场整体呈现增长趋势，康弘药业的康柏西普销售额在 2023 年市占率正式成为眼底血管病变治疗药物第一位。

图表 9：2018-2023 年米内网公立医疗机构眼部血管病变治疗药物销售额及竞争格局情况（亿元）


数据来源：米内网，华福证券研究所

2.2 康柏西普渗透率仍较低，预期后续有望贡献稳定现金流

康柏西普获批的适应症为湿性年龄相关性黄斑变性（nAMD）、脉络膜新生血管（CNV）、糖尿病性黄斑水肿（DME）和视网膜静脉阻塞（RVO），**2023 年 3 月 RVO 适应症正式医保执行后，康柏西普增量明显。**其中 nAMD 是导致 65 岁以上人群视力下降的主要原因之一，CNV 是病理性近视（PM）的继发病，是中青年视力丧失的主要原因，DME 是糖尿病常见并发症之一，多发于病程较长的糖尿病患者，RVO 是最常见的视网膜血管病之一，大部分病例发生在中年以上。根据康弘药业招股书数据显示，结合流行病学数据和国家统计学数据进行测算，2014 年眼底新生血管疾病类适应症总人数已经超过 1000 万人，由于我国人口老龄化现象日益严重，我们预计康柏西普当前适应症总人数远超 1000 万人。


图表 10：康柏西普 RVO 适应症纳入医保后增量明显


数据来源：公司年报，华福证券研究所

2013-2024 年一季度康柏西普合计销售约 97 亿元，假设人均使用 3 支/年，对应累计治疗患者人数不足 100 万人，考虑到超 1000 万的潜在患者人群市场和每年新增患者，目前渗透率仍然较低。

图表 11：眼底新生血管疾病类药物各适应症潜在人数测算

AMD 适应症人群	
我国 60 岁以上人口数量(亿人)	1.6
60 岁以上 AMD 患病率	13.36%
湿性患者	14%
湿性 AMD 患者(万人)	299
CNV 适应症人群	
我国 20-60 城镇人口(亿人)	4
PM 发病率	5%-10%
亚洲人群生理性近视发病率	40%-50%
CNV 病人数	160
DME 适应症人群	
糖尿病人数(万人)	4000
DME 占糖尿病患者比例	10%
DME 患者数量(万人)	400
RVO 适应症人群	
我国 50 岁以上城市人口(亿人)	2
50 岁以上 RVO 发病率	1.5%
RVO 人口数量	300
康柏西普适应症总人数(万人)	1159

数据来源：公司年报，国家医保目录，公司招股书，国家统计局，南方所测算，华福证券研究所

通过分析目前眼底新生血管药物管线后，我们发现目前在研阿柏西普、雷珠单抗生物类似药以及 VEGF 创新药数量众多，从中长期维度来看，康柏西普的竞争格局有望加剧，但我们仍然认为康柏西普有望成为稳定现金流产品，理由如下：（1）适应症优势：目前仅有康柏西普和雷珠单抗涵盖完整的 4 项眼底疾病，且我们可以观察到适应症获批前后市场空间的较大差异，康柏西普也是获批 10 年后才拿到 4 个完整适应症，新医保政策下适应症完全的产品或拥有更好的处方优势；（2）价格优势：年化治疗费用显著低于雷珠单抗和阿柏西普创新药；（3）依从性优势：目前康柏西普年化所需治疗的支数最少；（4）产品迭代优势：公司眼底疾病管线中还有高



浓度康柏西普产品和基因治疗产品，后续上市后或能接力成为新的业绩增长点。

图表 12：眼底新生血管药物（VEGF 单靶点）部分在研生物类似药/创新药情况

品名	公司	临床阶段	类别
阿柏西普	齐鲁制药	2023年12月上市	阿柏西普生物类似药
阿柏西普	迈威生物	III期临床	
阿柏西普	山东博安	III期临床	
阿柏西普	上海景泽	III期临床	
阿柏西普	植恩生物	批准临床	
阿柏西普	AffaMed Therapeutics	申请临床	
阿柏西普	四川三叶草	申请临床	
601a	三生国健	III期临床	创新药
RC28-E 注射液	荣昌生物	III期临床	
BAT5906	百奥泰生物	III期临床	
IBI324	信达生物	I期临床	
IBI333	信达生物	I期临床	
阿伐珠单抗	苏州思坦维	I期临床	
AL-001	北京安龙	批准临床	

数据来源：医药魔方，华福证券研究所

3 创新药管线丰富，基因治疗产品未来可期

3.1 创新药聚焦眼科、脑科、肿瘤，打造差异化竞争优势

公司研发聚焦眼科、脑科、肿瘤等领域，公司的管线具备较强的差异化和特色，研发梯级层次清晰、结构合理。眼科领域重点产品包括高剂量康柏西普眼用注射液、眼底基因治疗第一代产品 KH631 和第二代产品 KH658；脑科领域产品包括目前处于临床 2 期的五加益智颗粒；肿瘤领域包括合成生物学平台第一个创新药 KH617。



图表 13: 公司在研项目情况 (截至 2024 年 4 月)

2024年04月更新

项目名称	适应症	临床前研究	IND	I期	II期	III期	IV期	其他	获批上市
眼科	KH902-R10 高剂量康柏西普眼用注射液	糖尿病黄斑水肿 (DME)		●					
	KH631眼用注射液	新生血管性 (湿性) 年龄相关性黄斑变性 (nAMD)		●					
	KH658眼用注射液	新生血管性 (湿性) 年龄相关性黄斑变性 (nAMD)		●					
	KH732 (立他司特滴眼液)	干眼症 (DED)						●	
脑科	KH109 (舒肝解郁胶囊)	增加功能主治 (用于广泛性焦虑障碍/肝郁脾虚证者, 症见心烦易怒、善思多虑、心悸怔忡)						●	
	KH110 (五加益智颗粒)	轻、中度阿尔茨海默症			●				
	KH734 盐酸卡利拉嗪胶囊	治疗成人精神分裂症						●	
肿瘤	KH607片	治疗抑郁症		●					
	注射用KH617	既往标准治疗失败或无法耐受的晚期实体瘤患者		●					
	KH801注射液	晚期实体瘤		●					
常见病	KH903	胃癌、结直肠癌			●				
	KH917注射液	斑块状银屑病		●					

数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

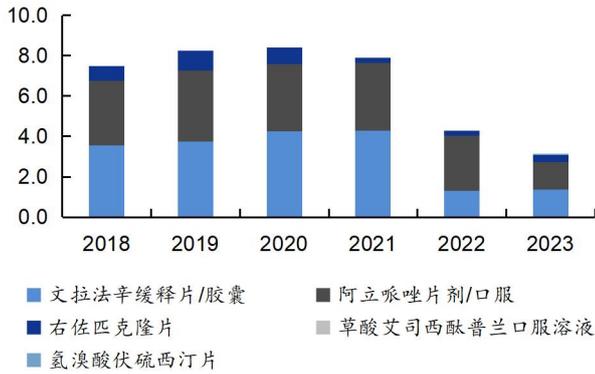
3.2 阿尔兹海默症品种 (五加益智颗粒) 近期有望迎来催化

公司在精神神经科已经形成了较强的产品矩阵, 由于深耕精神神经科多年, 相关产品具备较强的竞争力, 具体产品包括 (1) 抑郁症系列上市产品: 文拉法辛、伏硫西汀、草酸艾司西酞普兰口服液/片、舒肝解郁胶囊; (2) 精神分裂上市产品: 阿立哌唑口崩片/口服溶液; (3) 在研产品: AD 中药创新药五加益智颗粒 (处于临床 II 期), 精分仿制药卡利拉嗪胶囊, 抑郁症新药 KH607。凭借公司多年深耕精神神经科的积累, 我们认为在研新药上市后有望形成一定协同效应。

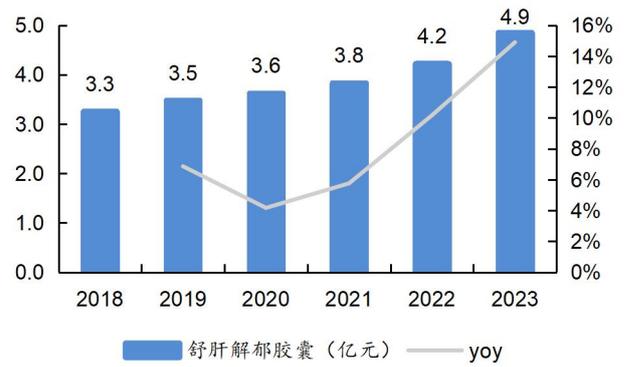
脑科相关药物始终是公司化药和中药板块业绩的主要驱动因素: (1) 化药板块由于文拉法辛缓释片第五批集采和阿立哌唑缓释片第七批集采导致 2021 年和 2022 年化药板块销售规模有所承压, 但是随着集采影响逐步出清, 以及新品 (如右佐匹克隆和艾司西酞普兰等) 陆续放量, 整体化药业务有望企稳。(2) 根据米内网数据, 中药板块的核心产品舒肝解郁保持稳健增长态势, 由于日益增多的抑郁症患者, 我们预期该品种在抑郁症赛道仍有较大增长潜力。

图表 14: 2018-2023 年公司公立医院精神神经科销售额 (除去中成药舒肝解郁, 亿元)

图表 15: 2018-2023 年公立医院舒肝解郁销售额



数据来源：米内网，华福证券研究所



数据来源：米内网，华福证券研究所

此外备受市场关注的用于治疗轻中度阿兹海默症的中药创新药 KH110（五加益智颗粒）目前处于临床 II 期阶段，该产品上市后有望为 AD 治疗领域提供新的创新药方案，同时巩固公司在脑科治疗领域的竞争优势。

3.3 新一代眼科基因治疗产品，未来可期

眼科领域始终是公司创新发展的重要方向，为了进一步巩固公司在眼科创新药领域的领先地位，公司在眼科领域布局了创新药高浓度康柏西普以及基因治疗产品 KH631 和 KH658。KH631 眼用注射液是我国第一个进入临床用于治疗新生血管性（湿性）年龄相关性黄斑变性（nAMD）的基因治疗产品。2023 年 5 月，北京同仁医院魏文斌教授团队运用康弘药业自主研发的全新眼科基因治疗产品 KH631 完成了 I 期临床试验的首例给药，魏文斌教授指出，KH631 通过其独特的分子结构，在组织特异性、免疫原性、表达可控性和感染效率上具有特色，有望实现“一次治疗，终生治愈”的潜在疗效，目前的临床试验结果显示 KH631 可以显著降低患者抗 VEGF 注射频次、未出现药物相关的不良反应，KH631 项目成功入选了 2023 年国家重点研发计划“常见多发病防治研究”专项。此外在 2024 年 4 月，公司发布公告宣布眼底病第二代基因治疗产品 KH658 获得 FDA 批准开展 nAMD 的临床研究。该产品基于细胞特异性受体设计的新型腺相关病毒作为递送载体，具有给药方式简便、安全、转导细胞效率高的特点。KH658 通过在人体内持续表达抗 VEGF 蛋白，从而抑制新生血管病变的生长，减缓疾病的进展，有望以单次给药实现患者长期获益。



图表 16: KH631 眼科项目成果

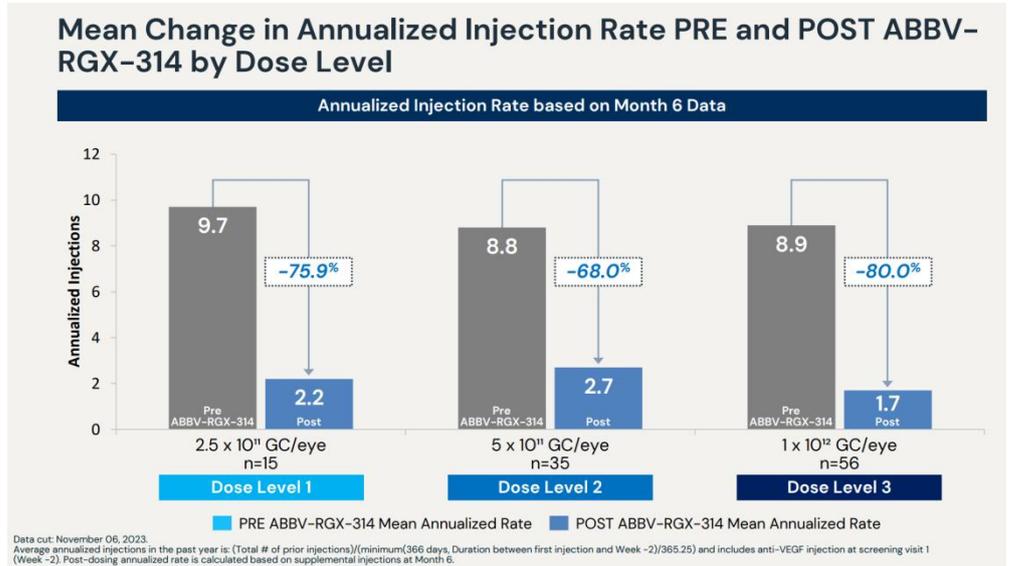
时间	事件
2020 年	KH631 眼科疾病基因治疗项目已显示出较好成药活性
2021 年	研发团队自主开发腺相关病毒 (AAV) 递送系统, 通过 AAV 完成递送的 KH631 已在临床前疾病模型中显示出持续疗效
2022 年 11 月	获得中国药品监督管理局药物临床试验批准通知书, 允许开展临床试验
2023 年 5 月	KH631 完成了 I 期临床试验的首例给药, 手术顺利结束, 患者情况稳定
2023 年	入选 2023 年国家重点研发计划”常见多发病防治研究“专项

数据来源: 公司公告, 健康报微信公众号, 华福证券研究所

眼底基因治疗产品的巨大市场潜力价值已经得到海外验证, 康弘临床数据读出后或有 BD 可能。2021 年艾伯维以 17.5 亿美元收购 Regeneron 基因疗法管线 RGX-314, RGX-314 产品主要用于治疗年龄相关黄斑变性 (wAMD), RGX-314 具备一次性注射即可治疗 wAMD 的可能。

2024 年 1 月, REGENXBIO 公布的 2 期临床试验数据显示, 采用脉络膜上腔给药的 RGX-314 在剂量水平 3 高剂量组同样表现了良好的耐受性和安全性, 接受最高剂量 ABBV-RGX-314 治疗的患者组随后接受抗血管内皮生长因子 (VEGF) 治疗的需求降低达 80%。ABBV-RGX-314 治疗 wAMD 的相关临床结果, 公司预期 2024Q3 发布 AAVIATE2 期数据更新以及新的项目计划, 有望对康弘药行业程催化。

图表 17: RGX-314 II 期临床数据结果



数据来源: Regeneron 官网, 华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测



康弘药业主营业务主要包括生物药、中成药、化药、医疗器械，我们对公司四项主营业务进行预测：

(1) 生物药：康柏西普由于 2023 年新获批适应症 RVO，23 年全年收入取得 42% 高速增长，考虑到 24 年 Q1 康柏西普增速接近 60%，且眼底病市场庞大的患者人群，我们预期公司 24 年仍然保持较高增速，但是随着产品规模逐渐扩大，以及后续竞品上市预期 25 年后增速有所放缓，2024-2026 年公司生物药收入增速分别为 30%/20%/16%，毛利率分别为 93.2%/93.5%/93.5%。

(2) 中成药：预计随着公司舒肝解郁等大品种的放量以及后续部分潜在中药大品种的获批上市，2024-2026 年收入增速分别为 15%/15%/15%，毛利率分别为 86%/86.5%/87%。

(3) 化药：由于化药板块核心产品基本集采，预期后续影响逐步削弱，叠加部分新品上市，预期整体收入持平，预计 2024-2026 年化药板块收入增速分别为 0%/0%/0%，毛利率为 84.3%。

(4) 医疗器械：由于板块规模较小，23 年受到外部环境影响，预计 24 年开始逐步恢复较快增长，2024-2026 年医疗器械板块收入增速分别为 20%/20%/20%，毛利率分别为 35%/35%/35%。

根据以上各板块收入预测，预计康弘药业 2024-2026 年实现收入 47.4 亿元/54.7 亿元/62.2 亿元，同比增速 20%/15%/14%，毛利率分别为 89.41%/89.91%/90.18%。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润增速分别为 21%/17%/14%，对应 EPS 分别为 1.37 元、1.61 元、1.84 元。

图表 18：公司业绩拆分预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
康柏西普（生物药）					
销售收入（百万元）	1366.33	1936.47	2517.41	3020.89	3504.24
收入增速（%）	4%	42%	30%	20%	16%
毛利（百万元）	1257.16	1803.43	2346.23	2824.54	3276.46
毛利率（%）	92.01%	93.13%	93.20%	93.50%	93.50%
中成药					
销售收入（百万元）	1168.75	1312.88	1509.81	1736.28	1996.73
收入增速（%）	8%	12%	15%	15%	15%
毛利（百万元）	1013.77	1125.79	1298.44	1501.89	1737.15
毛利率（%）	86.74%	85.75%	86.00%	86.50%	87%
化药					
销售收入（百万元）	833.91	693.50	693.50	693.50	693.50
收入增速（%）	-30%	-17%	0%	0%	0%
毛利（百万元）	722.67	584.62	584.62	584.62	584.62
毛利率（%）	86.66%	84.30%	84.30%	84.30%	84.30%
医疗器械					



销售收入 (百万元)	16.43	11.79	14.15	16.98	20.37
收入增速 (%)	51%	-28%	20%	20%	20%
毛利 (百万元)	5.70	3.59	4.95	5.94	7.13
毛利率 (%)	34.71%	30%	35.00%	35.00%	35%
其他					
销售收入 (百万元)	3.61	2.82	2.82	2.82	2.82
收入增速 (%)	608%	0%	0%	0%	0%
毛利 (百万元)	1.68	1.53	1.53	1.53	1.53
毛利率 (%)	46.62%	54.28%	54.28%	54.28%	54.28%
总计					
销售收入 (百万元)	3389.03	3957.46	4737.69	5470.47	6217.66
收入增速 (%)	-6%	17%	20%	15%	14%
毛利 (百万元)	3000.99	3518.97	4235.77	4918.51	5606.89
毛利率 (%)	88.55%	88.92%	89.41%	89.91%	90.18%

数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

4.2 投资建议

我们选取生物制品行业中具备大单品产品的特宝生物(干扰素)和安科生物(生长激素)作为可比公司,选择中药板块中精神神经科室优势明显的佐力药业(乌灵胶囊)和以岭药业(解郁除烦等产品),24-26年可比公司平均PE分别为22X/17X/14X,康弘药业估值处于较低位且公司具备丰富差异化的创新药管线,首次覆盖,给予“买入”评级。

图表 19: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
		2024/5/17	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688278.SH	特宝生物	57.68	1.37	1.88	2.57	3.39	42.10	30.74	22.47	17.00
300009.SZ	安科生物	10.16	0.51	0.63	0.78	0.96	19.92	16.21	13.02	10.57
300181.SZ	佐力药业	15.67	0.55	0.74	0.91	1.12	28.49	21.30	17.23	13.95
002603.SZ	以岭药业	19.41	0.81	0.98	1.15	1.28	23.98	19.87	16.95	15.15
平均值							28.62	22.03	17.42	14.17
002773.SZ	康弘药业	22.71	1.14	1.37	1.61	1.84	20	17	14	12

数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所(注:可比公司盈利预测来源于wind一致性预期)

5 风险提示

- 1) 康柏西普市场竞争加剧的风险: 康柏西普为公司核心收入产品,自2023年底以来眼底病治疗市场新增了齐鲁制药的阿柏西普仿制药和罗氏的法瑞西单抗,且目前有多款抗VEGF产品在研,若后续上市厂商数量持续增加,可能造成康柏西普竞争加剧。此外康柏西普或有可能被动降价的可能性,导致



后续产品销售额难以达到理想水平的风险。

- 2) 市场准入及销售价格下降的风险：药品集中采购以及地方省级联盟均可能造成准入条件的改变和价格下降，对于公司的核心产品销售可能造成影响。
- 3) 药品研发风险：公司在研管线中大部分产品处于临床 1/2 期，此阶段研发不确定性高，同时存在研发周期可能延长的风险。
- 4) 人才缺乏的风险：随着公司规模和业务扩展，可能出现管理人才和专业人才储备与公司发展需求不能匹配的风险。



图表 20：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,702	5,894	7,176	8,511	营业收入	3,957	4,738	5,470	6,218
应收票据及账款	160	156	138	140	营业成本	438	502	552	611
预付账款	10	8	8	9	税金及附加	56	67	78	88
存货	404	419	476	531	销售费用	1,471	1,753	2,024	2,269
合同资产	0	0	0	0	管理费用	472	545	602	653
其他流动资产	29	47	55	62	研发费用	422	592	711	839
流动资产合计	5,306	6,524	7,853	9,253	财务费用	-52	-133	-164	-157
长期股权投资	17	17	17	17	信用减值损失	-1	0	0	0
固定资产	2,238	2,096	1,967	1,849	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	167	137	107	77	公允价值变动收益	-1	0	0	0
无形资产	317	325	342	346	投资收益	45	37	40	40
商誉	0	0	0	0	其他收益	68	68	68	68
其他非流动资产	486	489	492	493	营业利润	1,261	1,516	1,775	2,022
非流动资产合计	3,224	3,064	2,925	2,781	营业外收入	1	1	1	1
资产合计	8,530	9,588	10,778	12,033	营业外支出	29	29	29	29
短期借款	0	0	0	0	利润总额	1,234	1,489	1,748	1,995
应付票据及账款	344	470	518	575	所得税	203	245	287	328
预收款项	4	6	6	6	净利润	1,031	1,244	1,461	1,667
合同负债	5	10	98	112	少数股东损益	-14	-16	-19	-22
其他应付款	64	64	64	64	归属母公司净利润	1,045	1,260	1,480	1,689
其他流动负债	237	267	291	314	EPS (按最新股本摊薄)	1.14	1.37	1.61	1.84
流动负债合计	654	817	978	1,072					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	63	63	63	63					
非流动负债合计	63	63	63	63					
负债合计	718	880	1,041	1,135					
归属母公司所有者权益	7,804	8,716	9,764	10,948					
少数股东权益	8	-9	-28	-50					
所有者权益合计	7,812	8,708	9,737	10,898					
负债和股东权益	8,530	9,588	10,778	12,033					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,218	1,437	1,585	1,705
现金收益	1,203	1,336	1,511	1,715
存货影响	-73	-15	-57	-55
经营性应收影响	14	7	17	-2
经营性应付影响	-65	128	48	57
其他影响	139	-18	65	-11
投资活动现金流	7	-28	-35	-21
资本支出	-75	-62	-72	-60
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	82	33	37	39
融资活动现金流	-130	-217	-268	-349
借款增加	-1	0	0	0
股利及利息支付	-138	-427	-499	-581
股东融资	9	0	0	0
其他影响	-1	210	231	232

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	16.8%	19.7%	15.5%	13.7%
EBIT 增长率	19.9%	14.8%	16.8%	16.0%
归母公司净利润增长率	16.5%	20.6%	17.4%	14.1%
获利能力				
毛利率	88.9%	89.4%	89.9%	90.2%
净利率	26.1%	26.3%	26.7%	26.8%
ROE	13.4%	14.5%	15.2%	15.5%
ROIC	16.4%	16.7%	17.3%	17.8%
偿债能力				
资产负债率	8.4%	9.2%	9.7%	9.4%
流动比率	8.1	8.0	8.0	8.6
速动比率	7.5	7.5	7.5	8.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	14	12	10	8
存货周转天数	302	295	292	297
每股指标 (元)				
每股收益	1.14	1.37	1.61	1.84
每股经营现金流	1.33	1.56	1.72	1.85
每股净资产	8.49	9.48	10.62	11.91
估值比率				
P/E	20	17	14	12
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	59	52	46	40

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn