

康弘药业 (002773.SZ) / 医药生物

证券研究报告/公司深度报告

2024 年 08 月 12 日

评级: 买入(首次)

市场价格: 20.77

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 曹泽运

执业证书编号: S0740524060002

Email: caozy01@zts.com.cn

分析师: 孙宇瑶

执业证书编号: S0740522060002

Email: sunyy03@zts.com.cn

分析师: 穆奕杉

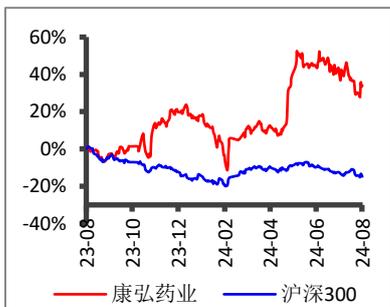
执业证书编号: S0740524070001

Email: muys@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	919
流通股本(百万股)	685
市价(元)	20.77
市值(百万元)	19,097
流通市值(百万元)	14,228

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,389	3,957	4,633	5,182	5,486
增长率 yoy%	-6.0%	16.8%	17.1%	11.9%	5.9%
净利润(百万元)	897	1,045	1,245	1,423	1,522
增长率 yoy%	112.9%	16.5%	19.2%	14.3%	7.0%
每股收益(元)	0.98	1.14	1.35	1.55	1.66
净资产收益率	13.8%	14.2%	15.2%	15.7%	15.2%
P/E	21.3	18.3	15.3	13.4	12.5
P/B	2.8	2.4	2.2	2.0	1.8

备注: 股价信息截至 2024 年 8 月 11 日

报告摘要

- 康柏西普 RVO 纳入医保后持续增长。** 公司为国内眼底血管病领域龙头企业，康柏西普年销售额已达约 20 亿规模且持续高速增长，RVO 纳入医保驱动未来 2 年持续增长。眼底血管病患者群体大，治疗观念不好，药物治疗渗透率低，未来成长空间巨大。随着产品的增多和迭代升级，我国眼底血管病市场规模和药物渗透率有望向欧美靠拢。
- 积极推进康柏西普 HD 和基因治疗临床，为未来第二曲线打好基础。** KH631 采用 AAV 8 作为载体，表达 VEGFR-Fc 片段，早期临床前数据显示超 2 年的持续药物蛋白表达，有望成为眼底血管病一次性治愈方案。
- 多元化布局分散经营风险，** 除眼底血管病产品外，开发滴眼液产品充实产品矩阵，创新药中药持续放量增长，在研管线中涵盖肿瘤、神经、代谢、自免等多个领域。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预测公司 2024-2026 年有望实现营业收入 46.33/51.82/54.86 亿元，同比增长 17.1%/11.9%/5.9%，预计 2024-2026 年实现归母净利润 12.45/14.23/15.22 亿元，同比增长 19.2%/14.3%/7.0%。预计公司未来 3 年营收利润以康柏西普和中药产品贡献为主，眼科下一代创新药治疗方案预计在 2025~2026 年启动注册临床，2027 年后报产。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 商业化产品收入不及预期风险；临床开发进度不及预期风险；同类竞争对手和新技术疗法竞争风险；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

投资主题

报告亮点

报告的与众不同或创新之处。

1) 我们从流行病学、诊疗规范、产品竞争格局、真实世界诊疗情况等方面对眼底血管病进行了详细梳理。根据海外映射产品商业化情况和上市公司产品临床数据细节特别指出了赛道成长逻辑和公司产品成长逻辑。

2) 回顾眼底血管病诊疗方式的演化，我们梳理了未来在 HD 剂型、多靶点多通路、植入缓释机制和基因治疗等多种可以实现长效治疗甚至治愈的技术路径，对比了大量海外新产品/技术的机制原理的疗效数据信息。

3) 基于田野调查，特别指出了眼底血管病产品的商业化路径及当前难点痛点，与肿瘤领域和 CVRM 慢病领域的异同，并指出公司在自免领域商业化的品牌优势。

投资逻辑

1) 公司为国内眼底血管病领域龙头企业，康柏西普年销售额已达约 20 亿规模且持续高速增长，RVO 纳入医保驱动未来 2 年持续增长。眼底血管病患者群体大，治疗治疗观念不好，药物治疗渗透率低，未来成长空间巨大。随着产品的增多和迭代升级，我国眼底血管病市场规模和药物渗透率有望向欧美靠拢

2) 积极推进康柏西普 HD 和基因治疗临床，为未来第二曲线打好基础。KH631 采用 AAV8 作为载体，表达 VEGFR-Fc 片段，早期临床前数据显示超 2 年的持续药物蛋白表达，有望成为眼底血管病一次性治愈方案。

3) 多元化布局分散经营风险，除眼底血管病产品外，开发滴眼液产品充实产品矩阵，创新药中药持续放量增长，在研管线中涵盖肿瘤、神经、代谢、自免等多个领域。

关键假设、估值与盈利预测

假设一：康柏西普 2023 年 RVO 适应症新纳入医保，扩展适用患者人群。RVO 在三个主要眼底血管病中患者数占比较高，考虑公司已深耕眼底血管病市场 10 年，客户关系稳固，学术品牌认知度高，认为康柏西普在未来 2 年内仍能保持高个位数至低双位数增长。

假设二：公司有多个中药创新独家品种，且当前单个品种销售规模不大，暂无触发中药集采的担忧。考虑公司积极加大推广力度，多个产品已进入指南推荐，认为中药板块未来能维持稳定增速增长。

假设三：公司仿制药制剂板块，可大致分为已集采产品、未集采产品和报 BE/报产阶段产品，其中已集采产品收入将保持稳定，未集采产品在集采后有收入下行风险，同时 BE/报产阶段产品在上市后将贡献净增长。预计整个制剂板块未来将保持 3% 左右的增速。

我们预测公司 2024-2026 年有望实现营业收入 46.33/51.82/54.86 亿元，同比增长 17.1%/11.9%/5.9%，预计 2024-2026 年实现归母净利润 12.45/14.23/15.22 亿元，同比增长 19.2%/14.3%/7.0%。预计公司未来 3 年营收利润仍以康柏西普和中药产品贡献为主，眼科下一代创新药治疗方案预计在 2025~2026 年启动注册临床，2027 年后报产。

内容目录

一、公司简介	- 6 -
1.1 公司简介	- 6 -
1.2 业绩稳健增长，四费持续改善，净利率逐年提升	- 7 -
1.3 主营业务清晰，眼病生物制剂与中药板块均进入高速增长期	- 7 -
1.4 经营要素完备，眼科领域管线矩阵可期待	- 8 -
二、眼底血管病治疗需求巨大，治疗渗透率有望大幅提升	- 9 -
2.1 疾病概览	- 9 -
2.2 治疗观念与诊疗资源逐渐改善，市场规模稳步提升	- 11 -
2.3 海外市场规模大，中国治疗观念与 DOT 改善有望迅速扩容。	- 13 -
2.4 政策支持加码，药物、诊疗、支付全面配套	- 15 -
2.5 长效制剂、双通路、基因治疗为下一代产品研发方向	- 15 -
三、康柏西普稳步增长，高浓度和基因治疗储备第二增长曲线	- 21 -
3.1 RVO 纳入新医保，康柏西普重回高速增长期	- 21 -
3.2 康柏西普高浓度已进入临床，产品迭代升级有望创造第二曲线	- 22 -
3.3 眼科产品矩阵	- 23 -
四、乘政策春风，创新中药进入发展快车道	- 23 -
4.1 顶层政策支持，创新中药加速发展	- 23 -
4.2 多个独家创新中药纳入医保，收入持续增长	- 24 -
五、盈利预测与投资建议	- 25 -
5.1 盈利预测	- 25 -
5.2 投资建议	- 26 -
六、风险提示	- 27 -
6.1 商业化产品不及预期风险	- 27 -
6.2 临床开发进度不及预期风险	- 27 -
6.3 竞争风险（同类产品竞争对手&新技术新疗法）	- 27 -
6.4 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险	- 27 -

图表目录

图表 1: 康弘药业公司发展大事件	- 6 -
图表 2: 康弘药业股权架构（截至 2024 一季报）	- 6 -
图表 3: 历年营收利润	- 7 -
图表 4: 公司毛利率&净利率	- 7 -
图表 5: 公司四费情况（费用率）	- 7 -
图表 6: 公司四费情况（费用额）	- 7 -
图表 7: 各板块收入构成	- 8 -
图表 8: 公司主要在销产品	- 8 -
图表 9: 公司眼科领域产品矩阵和研发管线	- 9 -

图表 10: 眼球解剖.....	- 10 -
图表 11: 糖尿病视网膜病变 (眼底照相)	- 10 -
图表 12: 中国眼底血管病患者人数 (百万人)	- 11 -
图表 13: 康柏西普历年销售额	- 11 -
图表 14: 中国眼底抗血管药物历年销售额.....	- 11 -
图表 15: 中国已获批眼底血管病产品和价格.....	- 12 -
图表 16: 眼底血管病后续创新药管线进度.....	- 12 -
图表 17: 眼底血管病后续创新药管线进度 (生物类似物)	- 13 -
图表 18: 眼底血管病药物全球销售额.....	- 13 -
图表 19: 影响眼底血管病治疗依从性的原因.....	- 14 -
图表 20: 玻璃体注射示意图	- 15 -
图表 21: 眼底血管激光光凝治疗示意图.....	- 15 -
图表 22: 法瑞西单抗和几种抗血管药物对比.....	- 15 -
图表 23: 法瑞西单抗改善 BCVA.....	- 16 -
图表 24: 法瑞西单抗改善 CST, 多数患者选择 Q16W.....	- 16 -
图表 25: Susvimo 植入和换药示意图.....	- 17 -
图表 26: EyePoint 研发管线和进度	- 17 -
图表 27: Durasert 示意图.....	- 17 -
图表 28: DURAVYU 治疗 wAMD 注册 3 期临床设计与给药方案.....	- 18 -
图表 29: 眼底血管病基因治疗机制.....	- 18 -
图表 30: 基因疗法有望一次性实现治愈.....	- 18 -
图表 31: 全球眼底血管病基因疗法临床开发进度	- 19 -
图表 32: ABBV-RGX-314 作用机制.....	- 19 -
图表 33: ABBV-RGX-314 减轻治疗负担.....	- 19 -
图表 34: 4D-150 载体 R100 转染效果更好.....	- 20 -
图表 35: 4D-150 的 2 段序列及其作用机制.....	- 20 -
图表 36: KH631 结构示意图.....	- 20 -
图表 37: KH631 注射后目标蛋白长期表达.....	- 20 -
图表 38: KH631 全球临床开发进度.....	- 21 -
图表 39: 各类抗 VEGF 疗法给药频次对比	- 21 -
图表 40: 康柏西普历年销售额	- 22 -
图表 41: BRAVE 研究结果	- 22 -
图表 42: CRAVE 研究结果	- 22 -
图表 43: 近年来国家支持中药创新相关政策文件.....	- 23 -
图表 44: 2017-2023 年中药新药获批数量.....	- 24 -

图表 45: 2018-2023 年中药新药 IND 和 NDA 数量.....	- 24 -
图表 46: 2018-2024Q1 公司中成药板块销售额.....	- 24 -
图表 47: 康弘药业目前上市的中成药产品情况.....	- 24 -
图表 48: 康弘药业收入拆分预测.....	- 26 -
图表 49: 可比公司估值比较 (收盘价日期为 2024 年 8 月 11 日)	- 27 -

一、公司简介

1.1 公司简介

- 康弘药业成立于 1996 年，是一家致力于药品（包括生物制品、中成药、化学药）与医疗器械（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为主。2014 年首家上市康柏西普，成为国内首个获得 WHO 国际通用名（INN）的原创 I 类生物新药，填补了国产眼底黄斑变性治疗药物的市场空白，打破了高价进口药对中国市场的垄断。
- 公司拥有将近多年的药品研发经验，致力于追求技术和科技研发，坚持创新战略，2019-2023 年平均研发投入占比达 21.20%。截至 2023 年，公司在销产品中，有 10 个独家品种、16 个国家医保品种、10 个国家基本药物目录品种。

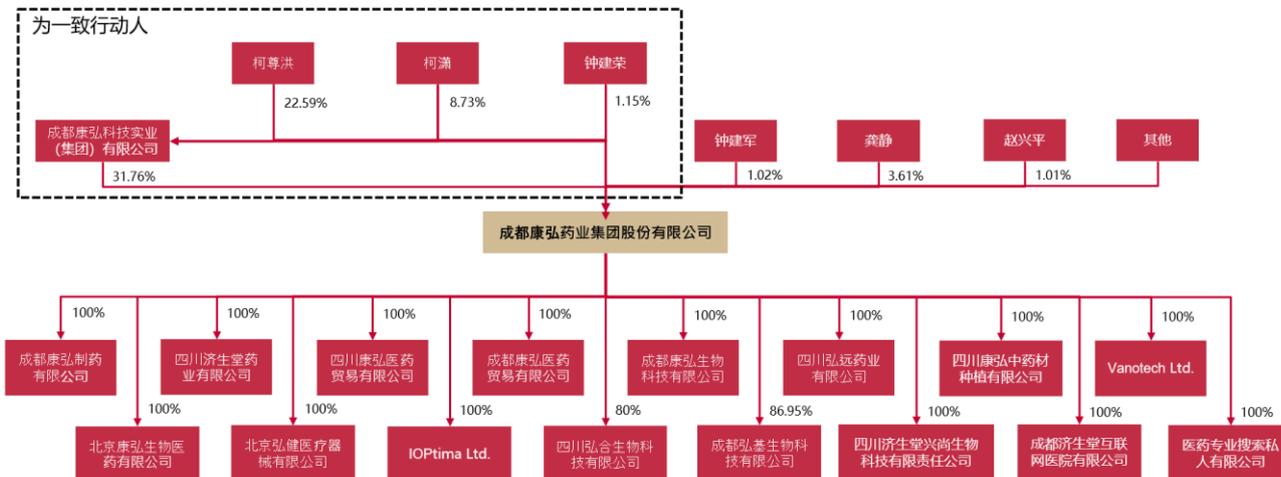
图表 1：康弘药业公司发展大事件



来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

- 公司股权结构及控制权稳定。柯尊洪、钟建荣夫妻与其子柯潇及其控股的成都康弘科技实业（集团）有限公司为一致行动人。截至 2024 年 3 月 31 日，上述一致行动人控股共计 64.23%。

图表 2：康弘药业股权架构（截至 2024 一季报）

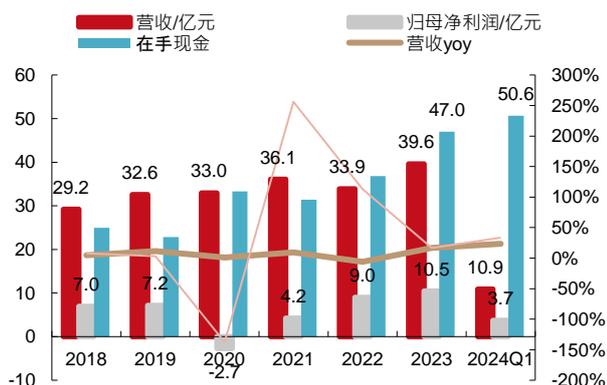


来源：公司 2024 一季报，中泰证券研究所

1.2 业绩稳健增长，四费持续改善，净利率逐年提升

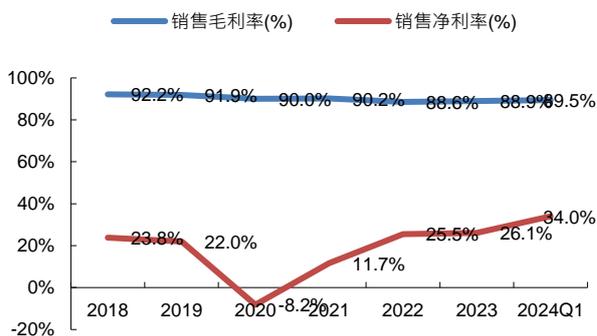
- 公司自上市以来营收基本逐年增长,2023/2024Q1 营收分别为 39.6/10.9 亿元,同比增长 16.8%/23.5%; 利润方面受到研发费用随项目波动的影响,2021 年起进入高速增长期,2023/2024Q1 归母净利润分别为 10.5/3.7 亿元,同比增长 16.5%/33.7%。
- 同时公司业务结构持续改善,毛利率与净利率稳步提升,2023 毛利率/净利率分别为 88.9%/26.1%,2024 年一季度继续提升,分别为 89.5%/34.0%。

图表 3: 历年营收利润



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

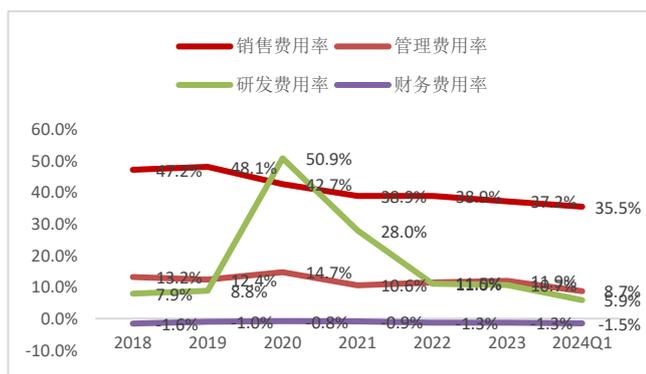
图表 4: 公司毛利率&净利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

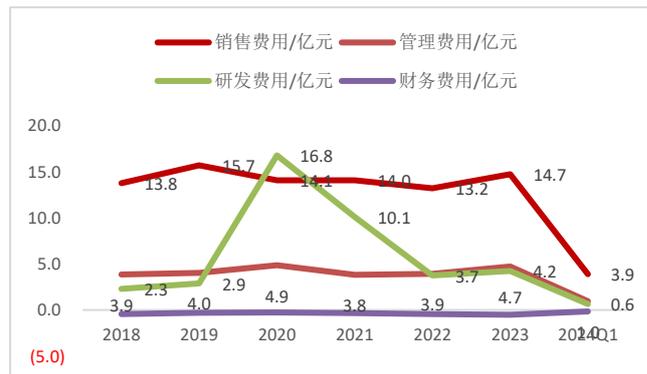
- 公司四费持续优化,2024Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 35.5%/8.7%/5.9%/-1.5%,较 2023 全年分别-1.7/-3.2/-4.8/-0.1pct,利润率进一步提高。

图表 5: 公司四费情况 (费用率)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 公司四费情况 (费用额)



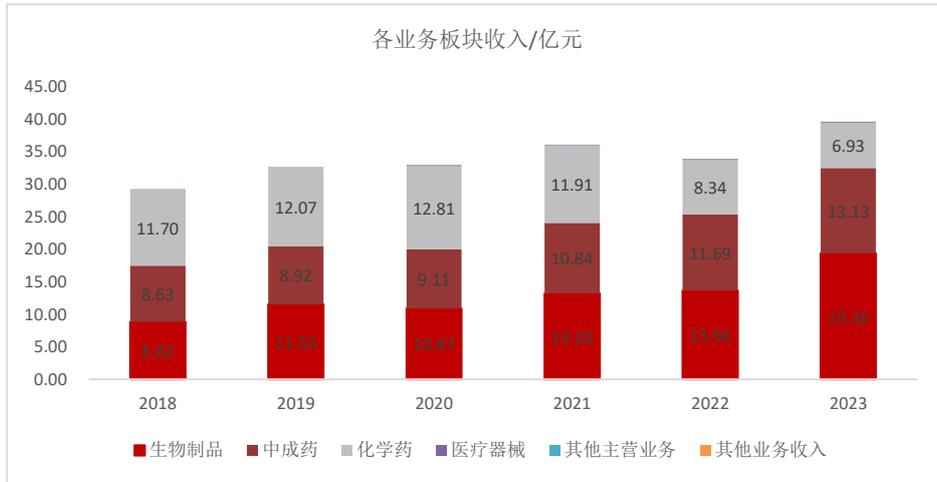
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

1.3 主营业务清晰，眼病生物制剂与中药板块均进入高速增长期

- 公司主营业务为药品(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。其中生物制品、中成药、化

药贡献主要营业收入，2023 年收入分别为 19.36/13.13/6.93 亿元，贡献收入占比 48.9%/33.2%/17.5%。

图表 7：各板块收入构成



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 其中生物制品板块为单品朗沐®；中药板块包括舒肝解郁胶囊和松龄血脉康胶囊等中药独家产品；化药板块包含多种剂型的小分子化药，包括普拉洛芬滴眼液等。目前公司在销的 20 个药品中有 10 个独家品种、16 个品种进入医保目录、10 个品种进入基药目录。

图表 8：公司主要在销产品

 <p>康柏西普眼用注射液(朗沐®)</p> <p>适应症</p> <ul style="list-style-type: none"> 新生血管性（湿性）年龄相关性黄斑变性（nAMD）； 继发于病理性近视的脉络膜新生血管（pmCNV）引起的视力损伤； 继发于糖尿病黄斑水肿（DME）引起的视力损伤； 继发于视网膜静脉阻塞（RVO）（视网膜分支静脉阻塞（BRVO）或视网膜中央静脉阻塞（CRVO））的黄斑水肿引起的视力损伤。 	 <p>舒肝解郁胶囊</p> <p>功能主治</p> <p>舒肝解郁，健脾安神。适用于轻、中度单相抑郁症属肝郁脾虚证者，症见情绪低落、兴趣下降、迟滞、失眠、多梦、紧张不安、急躁易怒、食少纳呆、胸闷、乏力、多汗、疼痛，舌苔白或腻，脉弦或细。</p>	 <p>松龄血脉康胶囊</p> <p>功能主治</p> <p>平肝潜阳，镇心安神。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证候者。</p>
---	--	---

来源：公司官网，中泰证券研究所

1.4 经营要素完备，眼科领域管线矩阵可期待

- 公司以重点技术领域（生物医药产业化技术、合成生物产业化技术、中成药全产业链标准化质量控制技术、固体口服药物新型制剂技术、化学原料药绿色合成技术）为根基，以核心治疗领域（眼科、脑科、肿瘤）为主线，组建了包含新药研究院、生物新药研究院、产品技术中心、医学研究中心、弘基生物及弘合生物的研发体系。

- 公司建立了以 QbD (Quality by Design, 质量源于设计) 为中心, 以 QTPP (Quality Target Product Profile, 目标产品的质量概况) 为主线, 贯穿研发、生产、流通及使用全过程的药品质量管理体系系列规范控制体系。
- 2023 年, 公司持续推进中药产业链质量管理与全生命周期产品服务, 中药的药品质量管理体系向中药材种植加工环节延伸, 积极推动中药材 GAP 基地建设。公司采取“公司+合作社(农户)”等方式在新疆、甘肃、黑龙江、四川建立了六个中药材种植基地, 总面积超过 6000 亩。
- 2023 年在建研发、生产基地有 4 项 (康柏西普眼用注射液产业化项目, 康弘制药新厂建设, 康弘国际生产及研发中心建设项目 (I 期), 化学原料药基地建设项目)。
- 公司深耕眼科领域, 目前除 2013 年获批上市的康柏西普外, 还布局了康柏西普高浓度 (HD) 以及下一代眼底血管病解决方案—基因疗法, 同时还有 2 款小分子药物普拉洛芬滴眼液和立他司特滴眼液分别处于新上市和报产状态。

图表 9: 公司眼科领域产品矩阵和研发管线

治疗领域	二级领域	代号	通用名	靶点	机制	适应症	进度	关键时间节点
眼科	眼底血管病	KH902	康柏西普眼用注射液	VEGF	融合蛋白	nAMD, pmCNV, DME, RVO 等引起的视力损伤	获批上市	2013年
眼科			普拉洛芬滴眼液		小分子	外眼及眼前节炎症	获批上市	24M6获批
眼科		KH732	立他司特滴眼液		小分子	干眼症	NDA	
眼科	眼底血管病	KH902-R10	康柏西普HD	VEGF	融合蛋白	DME	1期	23M11 IND批准
眼科	眼底血管病	KH631-R01		VEGFR-AAV	CGT	眼底血管病	1/2期	

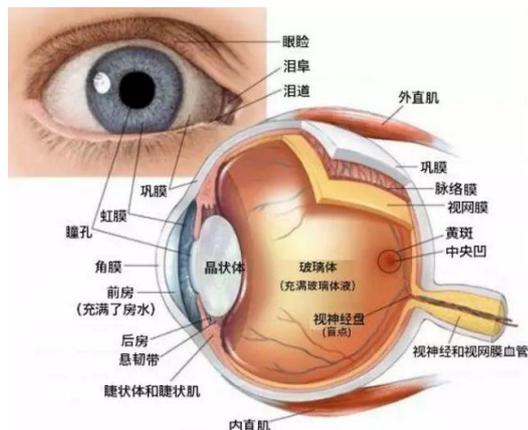
来源: 公司官网, 医药魔方, 中泰证券研究所

二、眼底血管病治疗需求巨大, 治疗渗透率有望大幅提升

2.1 疾病概览

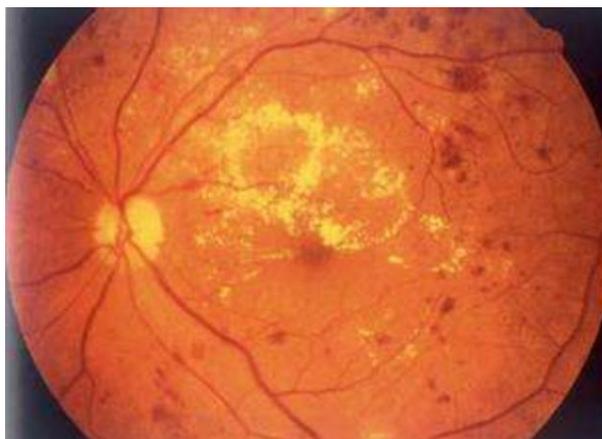
- 眼底血管病变是一类疾病的统称, 发病原因包括机械性阻塞 (RVO)、炎症、或全身性血管病 (如糖尿病眼病) 等导致的视网膜血管异常, 进而产生相同的病理损害, 如视网膜出血渗出、新生血管等, 最终导致视细胞 (视锥细胞和视杆细胞) 的不可逆损伤导致视力下降最终失明。常见的眼底血管病包括老年性黄斑变性 (AMD)、糖尿病性黄斑水肿 (DME) 和视网膜静脉阻塞 (RVO) 等。

图表 10: 眼球解剖



来源: 明普慧视公众号, 中泰证券研究所

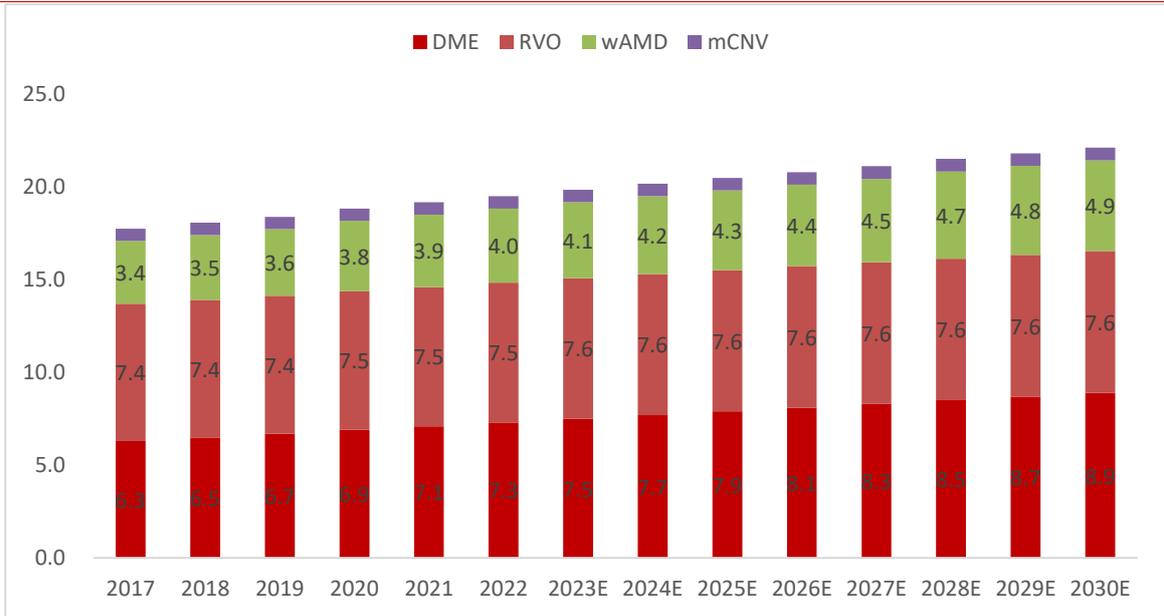
图表 11: 糖尿病视网膜病变 (眼底照相)



来源: 好大夫, 中泰证券研究所

- 年龄相关性黄斑变性 (age-related macular degeneration, AMD) 是老年人群低视力乃至失明的主要原因, 2040 年全球 AMD 患者数量预计将达到 2.88 亿例。我国 70 岁以上人群 AMD 的患病率为 20.2%, 随着我国人口老龄化的加剧, AMD 的患者数量也在持续上升。我国 AMD 患者数量从 1990 年的 1201 万例增加至 2015 年的 2 665 万例, 预计到 2050 年将增加至 5519 万例。2013 年国际 Beckmann AMD 分类研究小组根据临床表现, 将 AMD 分为无明显年龄性改变、正常年龄性改变、早期 AMD、中期 AMD 和进展期 AMD。进展期 AMD 又分为地图样萎缩 (geographic atrophy, GA) 和新生血管性 AMD (nAMD), 后者占 AMD 的 10%~20%, 对抗血管治疗有疗效响应。
- 根据 2021 年国际糖尿病联盟 (IDF) 统计, 我国糖尿病人群数量居世界第一, 患者数量超过 1.4 亿, 是全球糖尿病患者人数最多的国家。在我国, DR 也已成为一个严重的公共卫生问题。在糖尿病患者中 DR 的患病率为 22.4%。DR 是糖尿病导致的视网膜微血管损害所引起的一系列病变, 主要分为非增生型 DR (NPDR) 和增生型 DR (PDR), 两期都可发生糖尿病黄斑水肿 (DME)。DME 则是由于黄斑区毛细血管渗漏所致的视网膜增厚, 是血视网膜屏障 (BRB) 破坏的结果, 主要影响中心视力。近年来, DR 和 DME 的治疗手段变得更为丰富, 除了经典的激光光凝治疗以外, 抗血管内皮生长因子 (VEGF) 药物现已成为 DME 治疗的一线方案; 此外, 眼内缓释糖皮质激素 (以下简称为激素) 类药物、微脉冲激光等, 也被证明对 DME 有效。
- RVO 是不同原因引起的视网膜静脉部分或完全阻塞, 导致视网膜静脉系统血液回流障碍, 进而表现为视网膜静脉扩张和视网膜出血的视网膜血管性疾病。视网膜出血水肿是 RVO 导致视力下降的直接原因
- 综上所述, 尽管 nAMD、DME、RVO 的病因不同, 但对视力的影响原因均为黄斑水肿和病理性血管增生, 且均对玻璃体注射抗血管治疗药物有疗效响应, 故各企业在开发相关药物时, 均会同时就上述三个适应症进行临床开发。

图表 12: 中国眼底血管病患者人数 (百万人)



来源: 弗若斯特沙利文, 中泰证券研究所

2.2 治疗观念与诊疗资源逐渐改善, 市场规模稳步提升

- 尽管我国眼底血管病患者数量庞大, 但由于公众对该疾病知晓度低、早筛不普及、眼科医生尤其是眼底病专业的专科医生人数不足、治疗费用、眼内注射操作规范化的原因, 整体的治疗率比较低。根据弗若斯特沙利文, 康弘药业康柏西普 2019 年在国内眼内注射抗血管市场中, 市占率第一。按 2023 年康柏西普销售 19.36 亿元, 推算, 估计整个市场规模约 40~60 亿元, 如假设全部患者按每年 4 针测算, 参考目前每针价格在 3400~4100 元之间, 估计每年接受治疗的患者人数为 30~40 万人, 治疗率较低。

图表 13: 康柏西普历年销售额



来源: 康弘药业公司公告, 中泰证券研究所

图表 14: 中国眼底抗血管药物历年销售额



来源: 弗若斯特沙利文, 荣昌生物招股书, 中泰证券研究所

- 目前各眼底血管病指南均推荐抗血管治疗药物, 自 2011 年诺华制药雷珠单抗获批以来, 目前共有包括康柏西普在内的 4 款原研产品获批上市。

2023年首个阿柏西普生物类似物获批上市，定价略低于原研产品，后续随着更多产品上市，眼底血管病整体就诊率、治疗率有望大幅提升。

图表 15：中国已获批眼底血管病产品价格

通用名	公司	商品名	靶点	MOA	适应症	中国上市时间	用法用量	价格 (元/支)	医保
雷珠单抗	诺华制药	诺适得	VEGF-A	单抗片段	wAMD、RVO、DME、CNV、ROP、PDR	2011年	每月一次，3次之后可延长至每3个月一次	3674	是
康柏西普	康弘药业	朗沐	VEGFR	融合蛋白	wAMD、CNV、DME、RVO	2013年	每月一次，3次之后可延长至每3个月一次或按需	3453	是
阿柏西普	拜耳	艾力雅	VEGFR	融合蛋白	DME、wAMD	2017年	每月一次，3次之后可延长至每2个月一次，治疗1年后按需	4100	是
阿柏西普	齐鲁药业	卓初明	VEGFR	融合蛋白	同原研	2023年12月	同原研	2970	是
法瑞西单抗	罗氏	罗视佳	VEGFA×Ang2	双抗	DME、wAMD	2023年12月	每月一次，4次之后延长至每8/12/16周一次或按需	9000	否

来源：药融云，各产品说明书，中泰证券研究所

- 关注国内市场，创新药（含不同规格剂型）方面，后续2个产品处于NDA状态，分别为诺华的布西珠单抗和拜耳的EyleaHD（阿柏西普高浓度）；近年来随着各药企对眼底血管病市场的关注，药物开发速度逐渐加快，除创新药外，另有多成熟产品的biosimilar进入到临床开发后期。

图表 16：眼底血管病后续创新药管线进度

药品名称	药品类别一	药品类别三	靶点	作用机制	研发机构	疾病	全球阶段	中国阶段	中国阶段开始日期
布西珠单抗	创新药	抗体	VEGF-A	anti-VEGF-A单抗	Novartis	糖尿病黄斑水肿	批准上市	申请上市	2023-08-02
Eylea HD	微创新	融合蛋白;蛋白激酶;受体酪氨酸激酶	VEGFR	VEGFR-Fc融合蛋白	Bayer;Regeneron Pharmaceuticals	湿性年龄相关性黄斑变性	批准上市	申请上市	2024-01-25
Susvimo	微创新	抗体	VEGF-A	anti-VEGF-A抗体片段	Roche	湿性年龄相关性黄斑变性	批准上市	III期临床	2020-12-08
abicipar pegol	创新药	其他	VEGF-A	VEGF-A拮抗剂	Allergan(AbbVie)	湿性年龄相关性黄斑变性	申请上市	III期临床	2015-06-04
9MW0211	创新药	抗体	VEGF-A	anti-VEGF-A单抗	迈威生物	湿性年龄相关性黄斑变性	III期临床	III期临床	2021-05-07
BAT5906	创新药	抗体	VEGF	anti-VEGF单抗	百奥泰	湿性年龄相关性黄斑变性	III期临床	III期临床	2022-05-16
RC28	创新药	融合蛋白;potential first-in-class;蛋白激酶;受体酪氨酸激酶	FGFR;VEGFR	FGFR/VEGFR-Fc融合蛋白	荣昌生物	湿性年龄相关性黄斑变性	III期临床	III期临床	2023-01-12
SSGJ-601	创新药	抗体	VEGF-A	anti-VEGF-A单抗	三生制药;三生国健	视网膜静脉阻塞继发黄斑水肿	III期临床	III期临床	2022-08-16
efdamrofusp alfa	创新药	融合蛋白;potential first-in-class;蛋白激酶;受体酪氨酸激酶	CR1;VEGFR	CR1/VEGFR-Fc融合蛋白	信达生物	湿性年龄相关性黄斑变性	III期临床	III期临床	2023-07-28
sozinibercept	创新药	融合蛋白;potential first-in-class;蛋白激酶;受体酪氨酸激酶	VEGFR3	VEGFR3-Fc融合蛋白	Opthea	湿性年龄相关性黄斑变性	III期临床	III期临床	2021-02-17
tarcocimab tedromer	创新药	抗体;potential first-in-class;偶联药物	VEGF-A	anti-VEGF-A抗体偶联药物	Kodiak Sciences	视网膜静脉阻塞继发黄斑水肿	III期临床	III期临床	2021-10-27
IAB014	微创新	抗体	VEGF-A	anti-VEGF-A单抗	东曜药业;兆科眼科	湿性年龄相关性黄斑变性	III期临床	III期临床	2021-05-19
伏罗尼布	创新药	小分子;蛋白激酶;受体酪氨酸激酶	PDGFR;VEGFR	VEGFR抑制剂;PDGFR抑制剂	EyePoint Pharmaceuticals;贝达药业	湿性年龄相关性黄斑变性	II期临床	II期临床	2018-10-17

来源：医药魔方，中泰证券研究所

图表 17: 眼底血管病后续创新药管线进度 (生物类似物)

通用名	公司	当前进度	时间
雷珠单抗	齐鲁制药	NDA	2023M1 (欧盟24M1已获批)
雷珠单抗	华东医药	3期	
雷珠单抗	杰科生物	3期	
阿柏西普	齐鲁制药	已上市	2023M12
阿柏西普	迈威生物	3期	
阿柏西普	欧康维视;博安生物	NDA	20240716受理
阿柏西普	上海景泽生物	3期	
阿柏西普	Amgen	3期	

来源: 医药魔方, 中泰证券研究所

2.3 海外市场规模大, 中国治疗观念与 DOT 改善有望迅速扩容。

- 从全球市场来看, 2023 年市场规模超 100 亿美金, 阿柏西普多年位列 TOP 畅销药物, 2023 销售额达 93.81 亿美元, 罗氏法瑞西单抗 (双靶) 2022 年以来放量迅速。

图表 18: 眼底血管病药物全球销售额

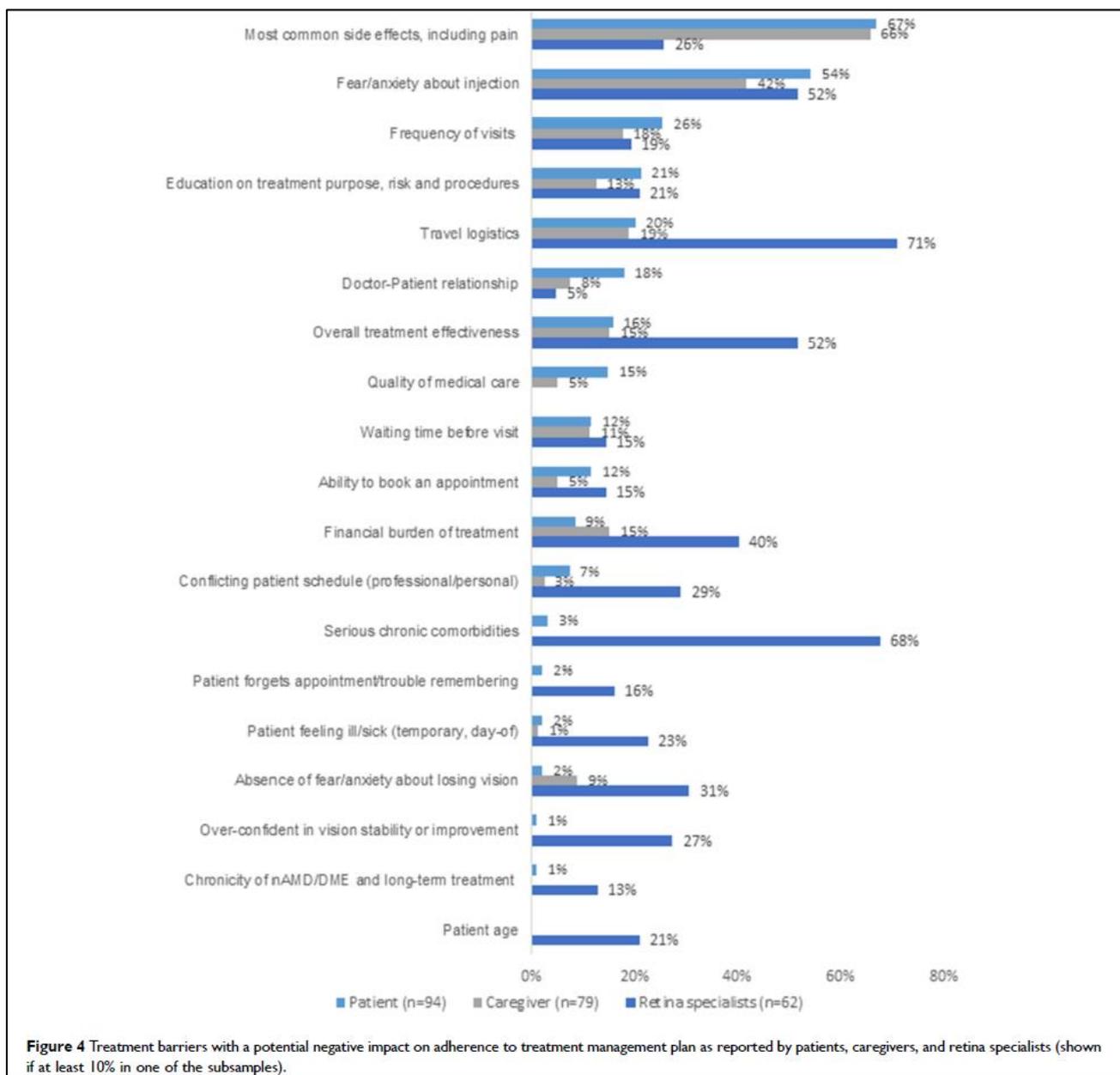
销售排名	药品通用名	商品名	药物类型/靶点	MOA	公司	领域	适应症	销售额/亿美元				
								2021年	2022年	2022yoy	2023年	2023yoy
1	帕博利珠单抗	Keytruda/可瑞达	anti-PD1 单抗	单抗	Merck	肿瘤	黑色素瘤, NSCLC, 膀胱癌、头颈癌等	171.86	209.37	21.8%	250.11	19.5%
2	司美格鲁肽	Ozempic	GLP-1R 激动剂	多肽	诺和诺德	代谢	糖尿病、减重	53.59	98.91	84.6%	212.01	114.3%
3	阿哌沙班	Eliquis	factor Xa 抑制剂	小分子	BMS/Pfizer	血液	抗凝血	167.32	182.69	9.2%	186.80	2.2%
4	阿达木单抗	Humira/修美乐	anti-TNF-α 单抗	单抗	AbbVie, Eisai	自免	自身免疫性疾病	206.94	212.37	2.6%	144.04	-32.2%
5	比克恩丙诺	Biktarvy/必妥维	HBV polymerase 抑制剂/HIV-1 integrase 抑制剂/HIV-1 RT 抑制剂/核苷类似物	小分子	吉利德	感染	HIV-1 感染	86.24	103.90	20.5%	118.50	14.1%
6	度普利尤单抗	Dupixent/达必妥	anti-IL-4Rα 单抗	单抗	赛诺菲/再生元	自免	特应性皮炎、哮喘	61.21	87.31	42.6%	115.90	32.7%
7	tozinameran	Comirnaty	信使 RNA 疫苗	mRNA	Pfizer	疫苗	COVID-19	367.81	378.06	2.8%	115.00	-69.6%
8	恩格列净	Jardiance/欧唐静	SGLT2 抑制剂	小分子	礼来	代谢	2 型糖尿病	61.40	85.98	40.0%	111.00	29.1%
9	乌司奴单抗	Stelara/喜达诺	anti-IL-12p40 单抗	单抗	强生	自免	自身免疫性疾病	91.34	97.23	6.4%	108.58	11.7%
10	纳武利尤单抗	Opdivo/欧狄沃	anti-PD1 单抗	单抗	BMS/小野	肿瘤	黑色素瘤、非小细胞肺癌、头颈癌等	85.03	94.18	10.8%	100.31	6.5%
11	达雷妥尤单抗	Darzalex/兆珂	anti-CD38 单抗	单抗	强生	肿瘤 (血液瘤)	多发性骨髓瘤、Al 淀粉样变性	60.23	79.77	32.4%	97.44	22.2%
12	阿柏西普	Eylea/艾力雅	VEGFR-Fc 融合蛋白	重组蛋白	再生元/拜耳	眼科	湿性 AMD, 糖尿病黄斑水肿等	92.35	98.63	6.8%	93.81	-4.9%
13	elexacaftor+tezacaftor+ivacaftor	Trikafta	CFTR 矫正剂/CFTR 强化剂	小分子	Vertex	其他	囊性纤维化	56.97	76.90	35.0%	89.48	16.4%
14	recombinant HPV 9-valent vaccine	Gardasil 9	HPV 疫苗		默沙东	疫苗	宫颈癌疫苗	56.73	68.97	21.6%	88.86	28.8%
15	risankizumab/瑞沙珠单抗	Skyrizi	IL-23p19	单抗	艾伯维	自免	银屑病、克罗恩病	29.39	51.65	75.7%	77.63	50.3%
	法瑞西单抗	Vabysmo	anti-Ang2/VEGF-A 双特异性抗体	单抗 (多抗)	罗氏	眼科	wAMD, DME, 黄斑水肿		6.20		26.34	> 3x
	雷珠单抗	Lucentis/诺适得	anti-VEGF-A 抗体片段	单抗	诺华/罗氏	眼科	湿性 AMD、DME 等	36.47	30.48	-16.4%	19.73	-35.3%

来源: 医药魔方, 中泰证券研究所

- 无论国内或海外, 依从性都有待提升。根据一项在海外开展的针对 nAMD 和 DME 患者的真实世界患者依从性调查, 真实世界中眼底血管病患者的预后通常较临床研究中更差, 14% 的 nAMD 患者和 30% 的 DME 患者至少错过一次注射治疗, 最常报告影响依从性的因素为副作用, 包括注

射眼疼痛、刺激、不适等。

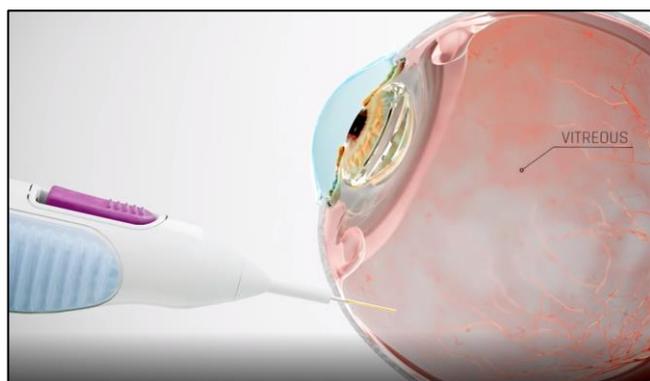
图表 19: 影响眼底血管病治疗依从性的原因



来源:《Drivers of and Barriers to Adherence to Neovascular Age-Related Macular Degeneration and Diabetic Macular Edema Treatment Management Plans: A Multi-National Qualitative Study》, 中泰证券研究所

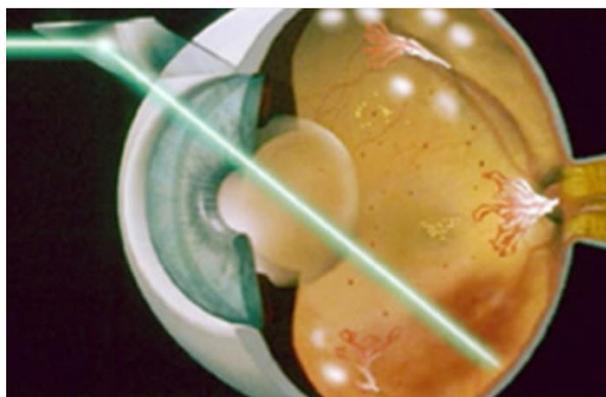
- 在中国,眼底疾病是首位不可逆的致盲性眼病,患者总数超 4000 万人,而这一疾病在国内的规范治疗率不足 20%。以糖尿病视网膜病变(DR)为例,50%以上的患者未被告知应定期检查眼底,67%的患者从未进行眼科筛查,90%有指征患者未被治疗(2021 年调查)。
- 相较于其他疾病,眼底血管病发病部位位于视网膜或脉络膜,由于存在血眼屏障(BRB),药物无法通过口服或静脉注射等全身给药方式在眼内达到有效治疗浓度,因此眼底血管病的多为局部治疗,如玻璃体内注射或激光光凝疗法等。

图表 20: 玻璃体注射示意图



来源: EyePoint 官网, 中泰证券研究所

图表 21: 眼底血管激光光凝治疗示意图



来源: 尖峰眼科医院, 中泰证券研究所

2.4 政策支持加码, 药物、诊疗、支付全面配套

- 除药物可及性与患者治疗意识外, 诊疗服务的缺乏也是市场规模扩容的约束因素。我国目前约 4.7 万名眼科医生, 其中眼底专业不到 5000 人。
- 2022 年 1 月国家卫健委印发了《‘十四五’全国眼健康规划(2021—2025 年)》, 眼底血管病成为新增重点病种。规划中指出“逐步提高基层医疗卫生机构对糖尿病视网膜病变等眼底疾病的筛查能力”, “推动有效视力筛查、眼底筛查技术等在基层应用”, “推动眼底照相筛查技术逐步覆盖基层医疗卫生机构”, “力争在十四五末眼科医师总数超过 5 万名”。

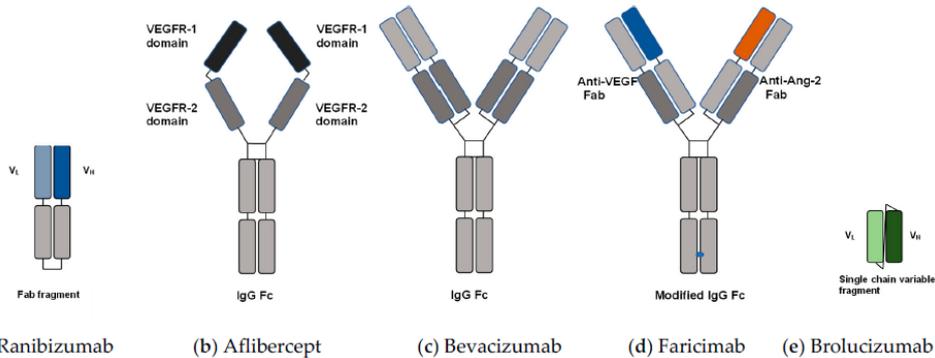
2.5 长效制剂、双通路、基因治疗为下一代产品研发方向

- (1) Eylea HD 为阿柏西普 8mg 高浓度剂型, 于 2023 年 8 月在美国首次获批上市。该获批基于 2 项三期临床研究: PHOTON 和 PULSAR 研究。其分别证明了在 nAMD 和 DME 上, 在完成 loading dose (头三次治疗 8mg Q4W) 后, Eylea HD 8mg Q12W 或 Q16W 较之前金标准 2mg Q8W 可达到类似视力改善, 且未增加不良反应。
- (2) 同时抑制 VEGF 和 Ang2 通路可使疗效维持更长时间以拉长给药间隔。罗氏制药法瑞西单抗是 VEGF-A × Ang2 双特异性抗体, 于 2022 年 1 月在美国首次获批上市, 并于 2023 年 12 月在中国获批上市。

图表 22: 法瑞西单抗和几种抗血管药物对比

Anti-VEGF Agents	Ranibizumab	Aflibercept	Bevacizumab	Faricimab	Brolucizumab
Molecular format	Fab fragment	VEGFR1/2-Fc fusion protein	Full antibody (IgG1)	anti-VEGF/anti-Ang-2 humanized bispecific monoclonal antibody	Single-chain variable fragment
Molecular weight	~48 × 10 ³	97-115 × 10 ³	~149 × 10 ³	150 × 10 ³	26 × 10 ³
Binding molecule	VEGF-A	VEGF-A, VEGF-B, PlGF-1, PlGF-2	VEGF-A	VEGF-A, Ang-2	VEGF-A
Clinical dose	0.50 mg	2.0 mg	1.25 mg	6.0 mg	6.0 mg
Relative number of molecules per injection	0.5-0.6	1.0	0.4-0.5	1.15	11.2-13.3

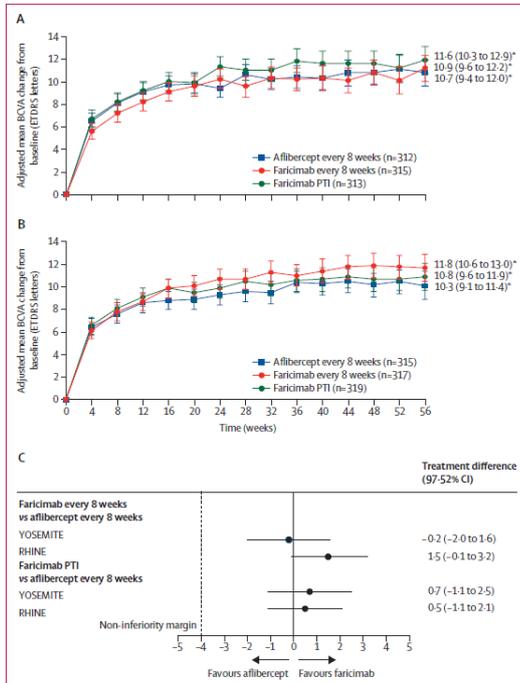
VEGF: vascular endothelial growth factor, Fab: fragment antigen binding, VEGFR: vascular endothelial growth factor receptor, Fc: fragment crystallizable, IgG: immunoglobulin G, VEGF: vascular endothelial growth factor, Ang-2: angiopoietin-2, PlGF: placental growth factor.



来源:《Current Treatments for Diabetic Macular Edema》, 中泰证券研究所

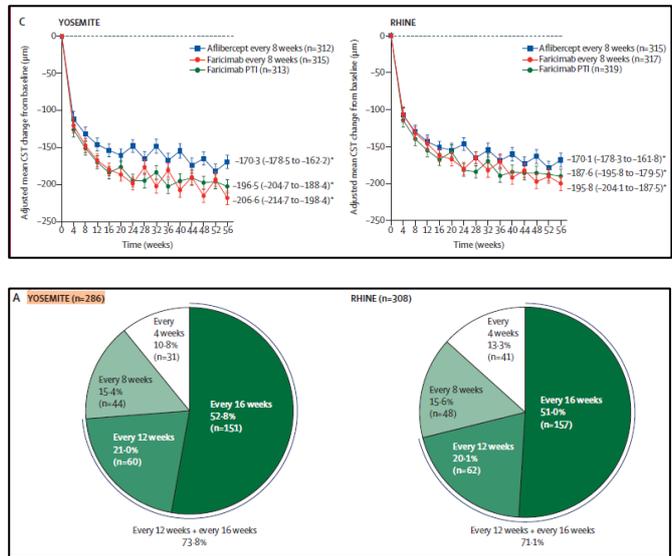
- 根据文献报道,法瑞西单抗(无论 6q8 或 PTI)在改善患者视力方面(BCVA)与阿柏西普疗效相近,在患者眼底解剖学(CST)方面,呈现出更优的趋势,且在个体化干预(PTI)试验组中,绝大多数患者选用的治疗间隔为 16 周,较阿柏西普 2q8 更具依从性优势。

图表 23: 法瑞西单抗改善 BCVA



来源: YOSEMITE 和 RHINE 研究结果, 中泰证券研究所

图表 24: 法瑞西单抗改善 CST, 多数患者选择 Q16W



来源: YOSEMITE 和 RHINE 研究结果, 中泰证券研究所

- (3) 为进一步延长给药间隔, 提高依从性, 在受限子药物分子本身理化性质导致半衰期无法大幅延长的情况下, 通过植入体实现药物缓释从而延长给药间隔的方式成为药企开发下一代产品的方向。最早上市的植入

体内制剂为罗氏的雷珠单抗 Susvimo，于 2021 年 10 月获美国 FDA 批准上市，后销售不佳，2022 年因公司认为其植入物长期稳定性可能无法达到公司标准自愿召回。根据罗氏制药 2024 年中报交流资料，公司已于 2024 年重新启动 Susvimo 治疗 nAMD 商业化进程。

- Susvimo 植入体为永久性，长度为 8mm，其凸缘将固定在巩膜内，每 6 个月通过注射方式向植入体内填充药物（雷珠单抗），植入体暂时储存药物并缓释入玻璃体，达到治疗效果。

图表 25: Susvimo 植入和换药示意图



来源: Susvimo 官网, 中泰证券研究所

- DURAVYU™ 为 EyePoint Pharmaceuticals 与贝达药业合作开发的一款眼内植入剂型，由小分子抗血管药物伏罗尼布和植入体 Durasert E™ 组成。Durasert E™ 为可生物降解的基质组成，注射入眼内后，可稳定持续释放药物伏罗尼布，并满足 0 阶药动力学。目前 DURAVYU 已有 1/2 期临床数据读出，并将于 2024H2 启动首个 3 期临床，治疗 wAMD。

图表 26: EyePoint 研发管线和进度

Durasert E™ Programs	Indication	Discovery	Pre-Clin	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Next Milestone
DURAVYU (EYP-1901) – vorolanib in Durasert E™ (tyrosine kinase inhibitor)	Wet AMD	[Progress bar]				First Phase 3 Trial 2H 2024	
	NPDR	[Progress bar]				12-month data Q3 2024	
	DME	[Progress bar]				Topline data in Q1 2025	
EYP-2301 – razuprotafib in Durasert E™ (TIE-2 agonist)	serious retinal diseases	[Progress bar]				Pre-clin tox and PK data	
Complement inhibition	GA	[Progress bar]				Potential product candidate in 2024	

来源: EyePoint 投资者交流资料, 中泰证券研究所

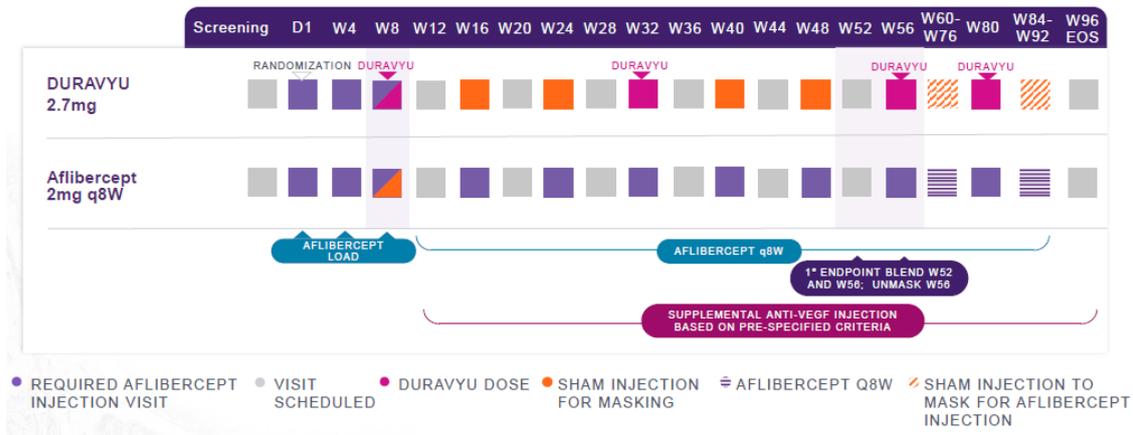
图表 27: Durasert 示意图



来源: EyePoint 官网, 中泰证券研究所

- 之前 DURAVYU 已开展了治疗 wAMD 的 2 期临床研究 DAVIO2，并读出顶线结果。单剂量 DURAVYU 2mg 或 3mg 后，平均 BCVA 变化与阿柏西普 2Q8 相当，安全性良好。在随后的注册 3 期临床中，选用了 2.7mg 剂量，试验组与对照组均完成阿柏西普 3 次治疗的 loading dose 后，DURAVYU Q24W 对照阿柏西普 Q8W，主要终点为至 52W BCVA 变化，次要终点包括安全性、治疗负担减轻、解剖学等。

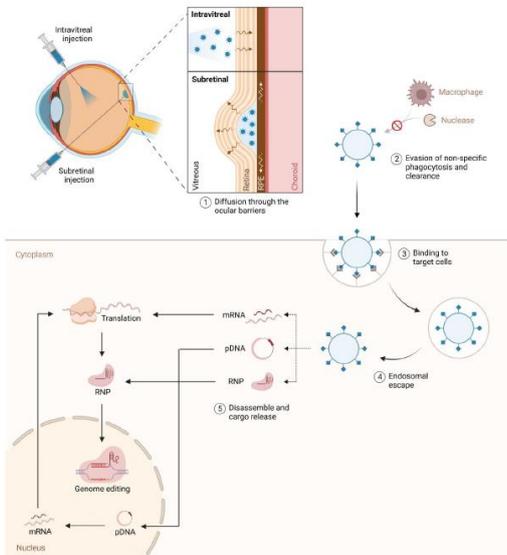
图表 28: DURAVYU 治疗 wAMD 注册 3 期临床设计与给药方案



来源: EyePoint 官网, EyePoint 投资者交流资料, 中泰证券研究所

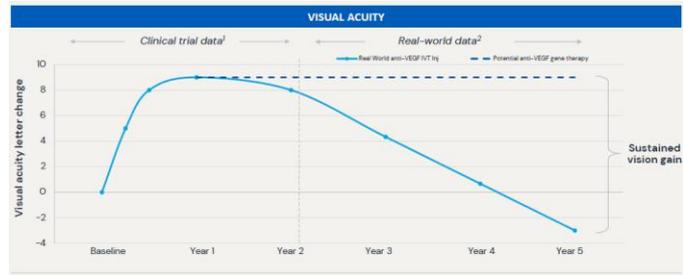
- (4)基因治疗可将基因片段插入视细胞, 诱导表达内源抗 VEGF 蛋白, 给药间隔、补充治疗频次再次优化, 并有潜力实现一次性治愈。具体原理为, 眼内注射含有目标基因片段的腺病毒载体, 随后腺病毒将目标基因转染至宿主细胞内, 宿主细胞整合 DNA 片段后可自行表达抗 VEGF 蛋白, 实现后续眼内抗 VEGF 的药理作用, 对眼底血管病起到治疗效果。

图表 29: 眼底血管病基因治疗机制



来源: 《Gene Therapy for Non-Hereditary Retinal Disease: Age-Related Macular Degeneration, Diabetic Retinopathy, and Beyond》, 中泰证券研究所

图表 30: 基因疗法有望一次性实现治愈



来源: REGENXBIO 交流演示资料, 中泰证券研究所

- 截至 2024 年 8 月, 全球尚无治疗眼底血管病相关的基因疗法上市, 其中进度最快的为艾伯维的 ABBV-RGX-314, 已进入 3 期临床, 另有多个疗法处于 1/2 期阶段, 国内企业中, 康弘药业的 KH631 和 KH658 目前开展了 1/2 期临床试验。

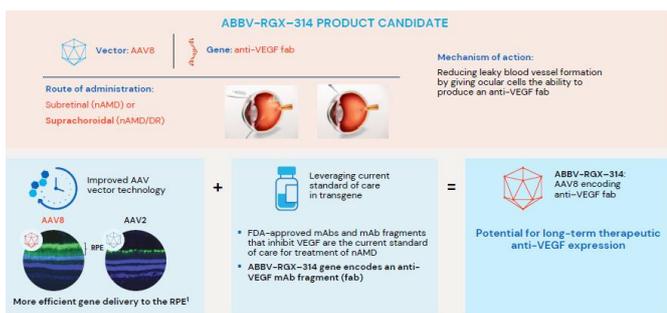
图表 31: 全球眼底血管病基因疗法临床开发进度

药品名称	靶点	作用机制	研发机构	疾病	全球阶段	中国阶段
ABBV-RGX-314	VEGF	基因疗法:VEGF DNA编码的单抗	Cleverside Biomedical;AbbVie;ReGenXBio	湿性年龄相关性黄斑变性;糖尿病视网膜病变	III期临床	临床前
4D-150	PIGF;VEGF-C;VEGF-B;VEGF-A	基因疗法;RNAi疗法	4D Molecular Therapeutics	糖尿病黄斑水肿;湿性年龄相关性黄斑变性;糖尿病视网膜病变	II期临床	临床前
JNJ-1887	CD59	基因疗法	Johnson & Johnson;Hemera Biosciences	地图样萎缩;干性年龄相关性黄斑变性;湿性年龄相关性黄斑变性	II期临床	I期临床
LX102	VEGF	基因疗法	朗信生物	年龄相关性黄斑变性;湿性年龄相关性黄斑变性	II期临床	II期临床
ixoberogene soroparvovec	VEGFR	基因疗法	Annapurna Therapeutics(Adverum Biotechnologies)	糖尿病黄斑水肿;湿性年龄相关性黄斑变性	II期临床	临床前
AL-001	VEGF	基因疗法	安龙生物	湿性年龄相关性黄斑变性	I/II期临床	I/II期临床
EXG102-031	VEGF;Ang2	基因疗法	嘉因生物	湿性年龄相关性黄斑变性	I/II期临床	I/II期临床
FT-003	VEGF	基因疗法	Frontera Therapeutics	湿性年龄相关性黄斑变性;糖尿病黄斑水肿	II期临床	I/II期临床
JWK001	VEGF	基因疗法	金唯科生物	湿性年龄相关性黄斑变性	I/II期临床	I/II期临床
KH631	VEGFR	基因疗法	康弘药业	湿性年龄相关性黄斑变性;年龄相关性黄斑变性	I/II期临床	I/II期临床
KH658	VEGF	基因疗法	康弘药业	湿性年龄相关性黄斑变性	I/II期临床	I/II期临床
NG101	VEGF	基因疗法	Neuracle Genetics;Reyon Pharmaceutical	湿性年龄相关性黄斑变性	I/II期临床	临床前
RRG001	VEGFR	基因疗法	鼎新基因	湿性年龄相关性黄斑变性;增殖性糖尿病视网膜病变	I/II期临床	I/II期临床
SKG0106	VEGF	基因疗法	九天生物	湿性年龄相关性黄斑变性;糖尿病黄斑水肿	I/II期临床	I/II期临床
XMVA09	VEGF;Ang2	基因疗法;anti-VEGF/Ang2双特异性抗体	星眸生物	湿性年龄相关性黄斑变性;糖尿病黄斑水肿	I/II期临床	I/II期临床
BD311	VEGF-A	基因疗法;anti-VEGF-A抗体	本导基因	湿性年龄相关性黄斑变性;糖尿病黄斑水肿;视网膜静脉阻塞继发黄斑水肿;视网膜静脉阻塞	I期临床	I期临床
LX109	not available	基因疗法	上海交通大学附属第一人民医院	湿性年龄相关性黄斑变性	I期临床	临床前

来源: 医药魔方, 中泰证券研究所

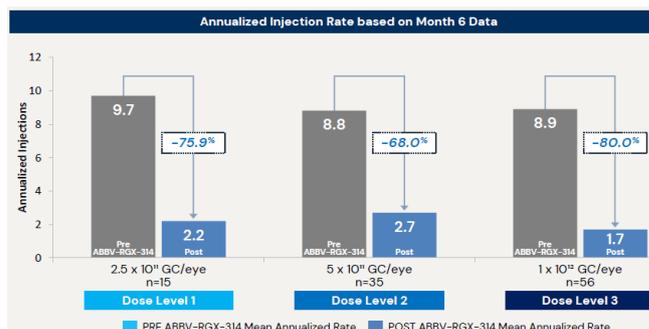
- 艾伯维公司的 ABBV-RGX-314 选用了 AAV8 作为载体, 目标基因为 anti-VEGF fab, 目前有 2 项治疗 wAMD 的注册 3 期临床 NCT04704921 和 NCT05407636 正在进行中。公司目前已披露了 ABBV-RGX-314 治疗 wAMD 的 2 期临床 AAVIATE 研究的结果。在 2.5×10^{11} 至 1.0×10^{12} GC/eye 的三个剂量组单次注射中, 均达到了 6 个月内视力持续改善。平均年化注射次数(补充治疗)较之前下降 68%~80%, 大幅减轻治疗负担。

图表 32: ABBV-RGX-314 作用机制



来源: REGENXBIO 交流演示资料, 中泰证券研究所

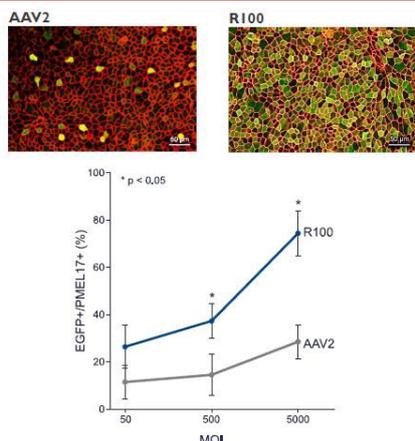
图表 33: ABBV-RGX-314 减轻治疗负担



来源: REGENXBIO 交流演示资料, 中泰证券研究所

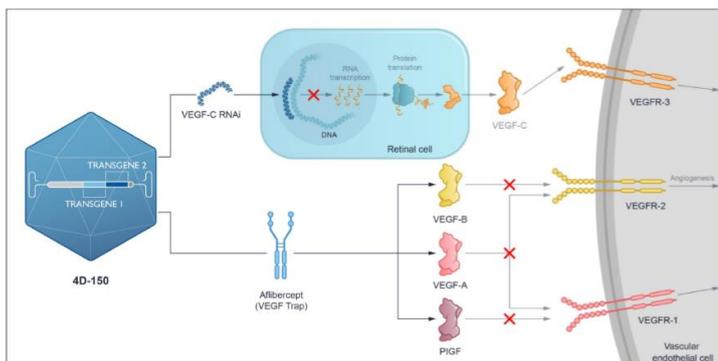
- 4D-150 为 4DMT 研发的眼内注射基因治疗药物, 其选用了工程化修饰的 R100 作为目的基因载体, 其较 AAV2 有更好的转染效果。4D-150 包含 2 段目标基因序列, 序列 1 为抗 VEGF 序列阿柏西普, 诱导宿主细胞合成阿柏西普抑制血管生成通路; 序列 2 为 VEGF-C 干扰 RNA, 减少内源 VEGF-C 分泌。

图表 34: 4D-150 载体 R100 转染效果更好



来源: 4DMT 交流演示资料, 中泰证券研究所

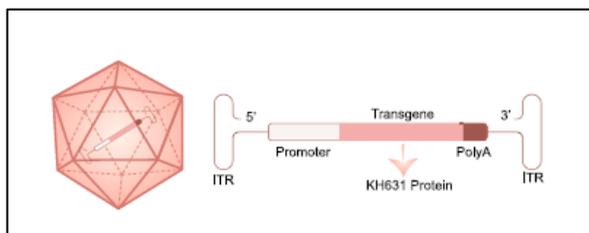
图表 35: 4D-150 的 2 段序列及其作用机制



来源: 4DMT 交流演示资料, 中泰证券研究所

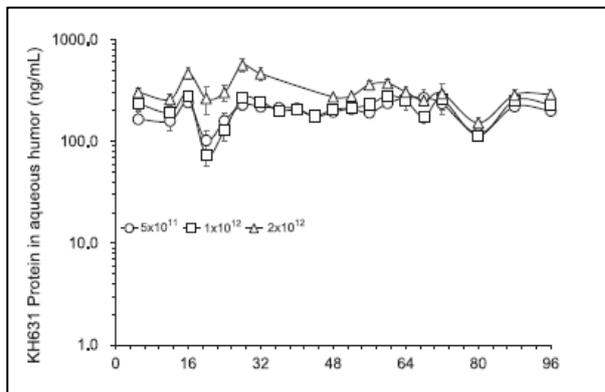
- KH631 为康弘药业自主研发的眼底血管病基因疗法**, 选用了 AAV8 作为病毒载体, 基因序列为 VEGFR-Fc 融合蛋白, 转染宿主细胞表达后实现抗 VEGF 效果。根据其动物实验结果, 视网膜下注射 KH631 后观察到优秀的药代动力学, 视网膜 KH631 蛋白分布浓度较玻璃体高 10.9~141.1 倍, 在注射第 96 周时仍可观察到 KH631 蛋白表达。预计 KH631 有潜力成为一次性治愈 nAMD 的解决方案。

图表 36: KH631 结构示意图



来源: 《Preclinical evaluation of KH631, a novel rAAV8 gene therapy product for neovascular age-related macular degeneration》, 中泰证券研究所

图表 37: KH631 注射后目标蛋白长期表达



来源: 《Preclinical evaluation of KH631, a novel rAAV8 gene therapy product for neovascular age-related macular degeneration》, 中泰证券研究所

- KH631 已启动中美临床双报**, 目前登记了 3 项临床试验, 康弘药业于 2022 年 5 月首次启动 IND, 并于 2022 年 12 月完成了首个临床登记。

图表 38: KH631 全球临床开发进度

临床登记号	试验标题	药品	疾病	申办方	试验分期	试验状态	国家/地区	单/多中心	首次公示日期
CTR20223382	Exploratory Phase 1/2 clinical trial of the tolerability, safety and efficacy of KH631 ophthalmic solution in patients with neovascular (wet) age-related macular degeneration (AMD) (nAMD).	KH631	年龄相关性黄斑变性	成都弘基生物科技有限公司	Phase I/II	Recruiting	中国	单一国家或地区多中心	2023-02-02
NCT05672121	A Phase I/II, Open-label, Multiple-cohort, Dose-escalation Study to Evaluate the Safety and Tolerability of KH631 Gene Therapy in Subjects With Neovascular Age-related Macular Degeneration (nAMD)	KH631	湿性年龄相关性黄斑变性	Chengdu Origen Biotechnology Co., Ltd.	Phase I/II	Recruiting	中国	单中心	2023-01-05
NCT05657301	A Phase I, Open-label, Multicenter, Dose-escalating Study to Evaluate the Safety and Tolerability of KH631 Gene Therapy in Participants With Neovascular Age-related Macular Degeneration	KH631	湿性年龄相关性黄斑变性	Chengdu Origen Biotechnology Co., Ltd.	Phase I	Recruiting	美国	单中心	2022-12-20

研发时光轴

来源：医药魔方，中泰证券研究所

图表 39: 各类抗 VEGF 疗法给药频次对比

产品/月份	Loading dose			Maintenance																							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24			
雷珠单抗	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	
阿柏西普	√	√	√		√		√		√		√		√		√		√		√		√		√		√		
康柏西普	√	√	√			√			√			√			√			√			√				√		
SUSVIMO (雷珠长效)	√						√					√								√							
Eylea HD (8mg)	√	√	√				√				√				√					√					√		
法瑞西单抗	√	√	√	√				√				√				√					√					√	
DURAVYU (贝达/EyePoint)	阿柏西普 loading								√						√									√			
基因治疗	需要loading			3期临床方案包含1剂次和2剂次两个arm																							

注1: 真实世界中, 完成loading dose后, 临床实践上讨论PRN or T&E尚有争议, 和注册临床或说明书中给药频率可能有差异

注2: 阿柏西普、法瑞西单抗、DURAVYU说明书或临床设计中, 为每4周/16周作为给药间隔, 为方便可视化, 上表中将每4周计作了一个月。

注3: 抗VEGF疗法治疗不同眼底疾病时 (nAMD, DME, RVO), 给药频次不完全一致, 大体上AMD和DME剂量频次相近, RVO在治疗期给药频次更高, 缓解后不再给药

来源: 各产品注册临床研究方案, 说明书, 中泰证券研究所

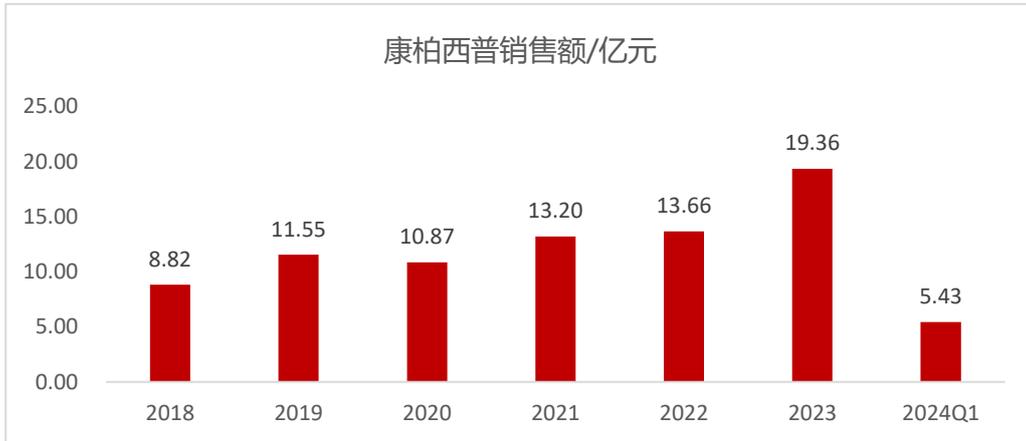
三、康柏西普稳步增长, 高浓度和基因治疗储备第二增长曲线

3.1 RVO 纳入新医保, 康柏西普重回高速增长期

- 康柏西普眼用注射液(朗沐®)是我国首个获得 WHO 国际通用名(INN)的原创 1 类生物新药, 于 2014 年 3 月在中国上市, 填补了国产眼底黄斑变性治疗药物的市场空白, 打破了高价进口药对中国眼科市场的垄断。2016 年 3 月, 康柏西普被评为“最具临床价值创新药”; 2017 年 12 月, 康柏西普的物质专利荣获中国专利金奖。
- 目前康柏西普已获批多项适应症, 包括湿性年龄相关性黄斑变性(wAMD, 2013 年), 继发于病理性近视的脉络膜新生血管(pmCNV)引起的视力损伤(2017 年), 糖尿病性黄斑水肿(DME, 2019 年), 继发于视网膜静脉阻塞(RVO, 包括 CRVO 和 BRVO)的黄斑水肿(2022 年)。

- 康柏西普 RVO 适应症纳入新医保, 2023 年起康柏西普重回高速增长期。

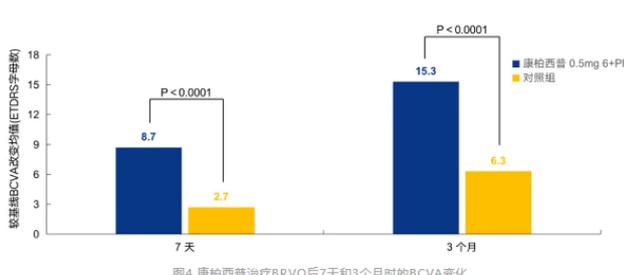
图表 40: 康柏西普历年销售额



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

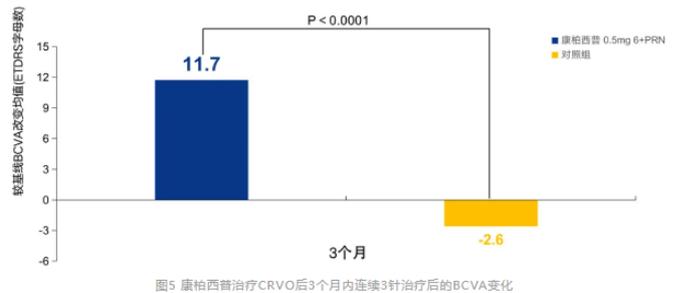
- RVO 分为中央型 (CRVO) 和分支型 (BRVO), 康柏西普 RVO 适应症获批基于 2 项注册临床研究: BRAVE 研究和 CRAVE 研究。这 2 项临床研究于 2016 年 5 月开始, 分别计划纳入 252 名 BRVO 和 237 名 CRVO 患者, 在 day0 至第 5 个月每月给与康柏西普眼内注射 0.5mg 康柏西普, 第 6~11 个月按需治疗, 对照组前 6 次注射使用安慰剂, 第 6~11 个月交叉至治疗组。主要研究终点为 BCVA 较基线变化。
- 结果显示, BRVO 患者接受康柏西普治疗 1 针 7 天后患者视力提高 8.7 个字母, 连续 3 个月 3 针治疗后, 患者视力提升 15.3 个字母。CRVO 连续 3 针后视力提升 11.7 个字母。

图表 41: BRAVE 研究结果



来源: 朗视界沐光明公众号, 中泰证券研究所

图表 42: CRAVE 研究结果



来源: 朗视界沐光明公众号, 中泰证券研究所

3.2 康柏西普高浓度已进入临床, 产品迭代升级有望创造第二曲线

- 2023 年 11 月收到国家药品监督管理局签发的《药物临床试验批准通知书》, 同意高剂量康柏西普眼用注射液开展临床试验【适应症: 继发于糖尿病黄斑水肿 (DME) 引起的视力损伤。方案名称: 一项评估高剂量康柏西普眼用注射液治疗糖尿病黄斑水肿 (DME) 的安全性、耐受性、药代动力学特征的 I 期临床试验】, 有望提升患者用药依从性、减轻医疗负担。

- 在基因治疗板块，KH631 眼用注射液是通过腺相关病毒(AAV)递送目标基因用于治疗新生血管性(湿性)年龄相关性黄斑变性(nAMD)的、具有自主知识产权的1类生物新药。该产品以具有自主知识产权的腺相关病毒(AAV)递送系统为基础，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，并在临床前疾病模型中显示出持续疗效。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。

3.3 眼科产品矩阵

- 公司聚焦深耕眼科领域，以康柏西普为核心，打造各类眼科疾病产品矩阵，包括医疗器械—二氧化碳激光光束操控系统，用于消融巩膜组织，治疗原发性开角型青光眼；包括普拉洛芬滴眼液、立他司特滴眼液等产品

四、乘政策春风，创新中药进入发展快车道

4.1 顶层政策支持，创新中药加速发展

- 政策利好频出，中医药发展上升至国家战略。近几年，多项顶层政策出台，大力促进中药传承创新发展；2021 年，国务院《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》提出加快推进中药审评审批机制改革，优化具有人用经验的中药新药、经典名方审评审批。2023 年 2 月《中药注册管理专门规定》发布，明确了中药注册分类、研制路径和模式，建立了适合中药体系的审批条件，进一步落实了“三结合” 中药审评证据体系。

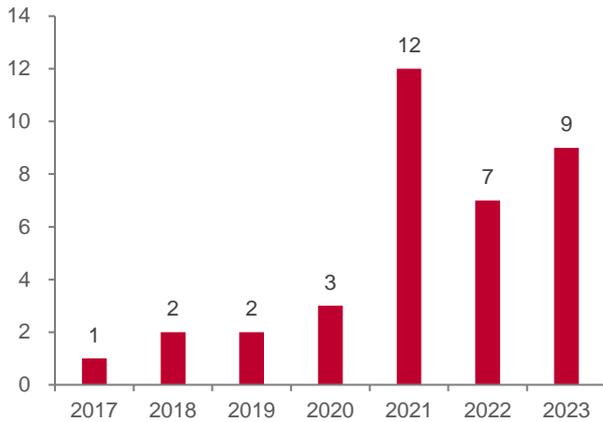
图表 43：近年来国家支持中药创新相关政策文件

时间	文件	发布单位	主要内容
2019年10月	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	中共中央、国务院	改革完善中药注册管理，加快中药新药审批。加快推进中医药科研和创新。加快中药新药创制研究，研发一批先进的中医器械和中药制药设备。支持鼓励儿童用中成药创新发展。加强中医药产业知识产权保护和运用。
2020年9月	《中药注册分类及申报资料要求》	国家药监局	支持基于中医药理论和中医临床实践经验评价中药的有效性；新增“古代经典名方中药复方制剂”注册分类，促进古代经典名方向中药新药的转化。“中药增加功能主治”的申报路径由原来的补充申请改为纳入新药申报范畴，鼓励二次开发。
2020年12月	《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》	国家药监局	建立与中药临床定位相适应、体现其作用特点和优势的疗效评价标准。探索引入真实世界证据用于支持中药新药注册上市。改革中药注册分类，不再仅以物质基础作为划分注册类别的依据，开辟具有中医药特色的注册申报路径。构建中医药理论、人用经验和临床试验“三结合”的审评证据体系。对临床定位清晰且具有明显临床价值，用于重大疾病、罕见病防治、临床急需而市场短缺、或属于儿童用药的中药新药申请实行优先审评审批。
2021年1月	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院	加快推进中药审评审批机制改革，建立中医药理论、人用经验、临床试验三结合的中药注册审评证据体系。尊重中药研发规律，完善中药注册分类和申报要求。优化具有人用经验的中药新药审评审批。优化古代经典名方中药复方制剂注册审批，进一步强化了政策的针对性、目标性和可操作性。
2021年7月	《中医药文化传播行动方案(2021-2025年)》	国家卫健委、国家医保局等五部门联合印发	从指导思想、基本原则、主要目标、重点任务、保障措施等五大方面为中医药文化传播行动的实施提供了指引。到2025年，中医药文化成为引导群众增强民族自信与文化自信的重要支撑。
2021年12月	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	国家医疗保障局、国家中医药局	充分认识医保支持中医药传承创新发展的重要意义。将符合条件的中医医疗机构纳入医保定点。将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围。完善适合中医药特点的支持政策。强化医保基金监管。
2022年1月	公开征求《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则》意见	国家药监局药品审评中心	针对在中医药理论、人用经验、临床试验相结合的中药注册审评证据体系下研发的中药新药，提出不同注册分类临床方面沟通交流要点，突出了人用经验在三结合审评证据体系中的关键地位。
2023年2月	《中药注册管理专门规定》	国家药监局	中药注册审评采用中医药理论、人用经验和临床试验相结合的审评证据体系，综合评价中药的安全性、有效性和质量可控性。
2023年11月	《关于加快古代经典名方中药复方制剂沟通交流申报的有关措施》	国家药监局	加强研发关键节点的沟通交流；实行申报资料阶段性递交，加快技术审评

来源：国家卫健委，国家医保局，国家中医药局，中泰证券研究所

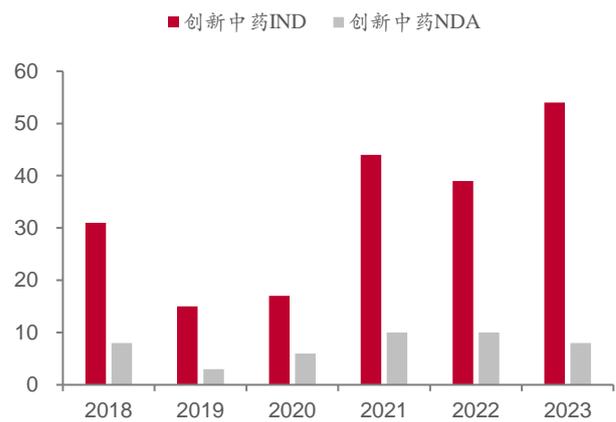
- **中药新药进入发展快车道。**随着中医药利好政策的陆续出台，特别是《药品注册管理办法》及《中药注册分类及申报资料要求》的发布实施，为中药新药的研发和上市创造了有利条件。与此同时，企业抓住政策契机，加大中药创新药的研发投入。根据国家药监局发布《2023 年度药品审评报告》，2023 年药审中心受理中药注册申请 1163 件，同比大幅增长 176.25%；审结中药注册申请 878 件，同比增长 131.05%；创新中药进入井喷式发展阶段。

图表 44：2017-2023 年中药新药获批数量



来源：国家药监局，中泰证券研究所

图表 45：2018-2023 年中药新药 IND 和 NDA 数量



来源：国家药监局，中泰证券研究所

4.2 多个独家创新中药纳入医保，收入持续增长

- 自成立以来，创新中成药一直都是康弘药业的基本盘。2001 年，康弘药业全资收购拥有百年历史的中药老字号——济生堂。济生堂不仅保留了传统组方，并借助康弘药业强大的研发实力和全产业链优势，放大了共有的创新基因。目前，济生堂已获“中华老字号”认定，同时拥有多个独家中药新药。公司中成药主要有松龄血脉康胶囊、舒肝解郁胶囊、胆舒胶囊、一清胶囊、感咳双清胶囊、渴络欣胶囊、玄麦甘桔胶囊、清润丸 8 种产品。2023 年年报显示，公司中成药营业收入超 13 亿元，占营业收入比重 33.2%，同比增长 12.33%；毛利率为 85.75%。

图表 46：2018-2024Q1 公司中成药板块销售额



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 47：康弘药业目前上市的中成药产品情况

临床领域	产品名称	适应症	是否国家医保	授权发明专利数量
脑科	舒肝解郁胶囊	轻、中度抑郁症	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	是	4
消化科	清润丸	清热，润肠，通便，导滞。用于积热便秘	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	是	3
呼吸科	玄麦甘桔胶囊	用于阴虚火旺，虚火上浮，口鼻干燥，咽喉肿痛	是	1
呼吸科	感咳双清胶囊	急性上呼吸道感染、急性支气管炎	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	是	12
糖尿病	渴络欣胶囊	糖尿病肾病	是	7

来源：公司 2023 年报，中泰证券研究所

- 早在 1994 年，成都康弘制药有限公司成立之时，第一个产品就是治疗

高血压的创新中成药松龄血脉康胶囊。作为康弘药业全自主知识产权产品，松龄血脉康胶囊拥有多项发明专利，被评为“国家二级中药保护品种”、“国家火炬计划重点项目”，是国家医保目录品种，入选国家基本药物目录。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证候者。松龄血脉康的血脉同治的治疗理念，可兼顾血管因素、血液因素而干预高血压的病理改变过程，既符合中医理论，又具有现代药理基础，高度体现了中西合璧的创新思路，为西医临床治疗慢性疾病提供了新的治疗方法。上市 20 余年来，松龄血脉康胶囊受到临床专家广泛，获得了 10 余部国家级权威临床指南、共识推荐。其中，在《高血压中医临床诊疗指南》中，松龄血脉康胶囊也是唯一获得了 IA 级推荐的中成药。

- 舒肝解郁胶囊于 2008 年 10 月 20 日获批上市，是国内首个获批用于轻中度抑郁症治疗的中成药。2022 年 9 月，舒肝解郁胶囊被批准为国家中药二级保护品种，保护期 7 年。舒肝解郁胶囊是国家 2009 版医保目录品种，属医保乙类。舒肝解郁胶囊主要成份是贯叶金丝桃和刺五加，具有舒肝解郁，健脾安神之功。适用于轻、中度单相抑郁症属肝郁脾虚证者，症见情绪低落、兴趣下降、迟滞、失眠、多梦、紧张不安、急躁易怒、食少纳呆、胸闷、乏力、多汗、疼痛，舌苔白或腻，脉弦或细。相比传统西药，舒肝解郁胶囊不良反应少，安全可耐受，患者依从性好，尤其适用于轻中度患者。随着近年来抑郁症患者不断增加，舒肝解郁胶囊销量持续上涨。
- 对于其他中成药，国内首个获批用于治疗糖尿病肾病的中成药-渴络欣胶囊，于 2023 年 3 月收到四川省药品监督管理局签发的《药品再注册批准通知书》，同意再注册，确保该产品的正常生产和销售。公司独家品种-胆舒胶囊，于 2023 年 6 月获国家药品监督管理局同意延长其“国家二级中药保护品种”保护期，保护期自 2023 年 6 月 15 日起至 2030 年 1 月 19 日止，有利于继续提升产品核心竞争力。

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

- 我们预测公司 2024-2026 年有望实现营业收入 46.33/51.82/54.86 亿元，同比增长 17.1%/11.9%/5.9%，预计 2024-2026 年实现归母净利润 12.45/14.23/15.22 亿元，同比增长 19.2%/14.3%/7.0%。预计公司未来 3 年营收利润仍以康柏西普和中药产品贡献为主，眼科下一代创新药治疗方案预计在 2025~2026 年启动注册临床，2027 年后报产。
- 假设一：康柏西普 2023 年 RVO 适应症新纳入医保，扩展适用患者人群。RVO 在三个主要眼底血管病中患者数占比较高，考虑公司已深耕眼底血管病市场 10 年，客户关系稳固，学术品牌认知度高，我们认为康柏西普在未来 2 年内仍能保持高个位数至低双位数增长。
- 假设二：公司有多个中药创新独家品种，且当前单个品种销售规模不大，暂无触发中药集采的担忧。考虑公司积极加大推广力度，多个产品已进入指南推荐，认为中药板块未来能维持稳定增速增长。
- 假设三：公司仿制药制剂板块，可大致分为已集采产品、未集采产品和报 BE/报产阶段产品，其中已集采产品收入将保持稳定，未集采产品在集采后有收入下行风险，同时 BE/报产阶段产品在上市后将贡献净增长。

预计整个制剂板块未来将保持 3%左右的增速。

- 对毛利率和期间费用率的假设：
 - 毛利率：公司 2022 年/2023 年/2024Q1 毛利率分别为 88.6%/88.9%/89.5%，考虑未来产品收入结构变化，预计 2024-2026 分别为 89.0%/89.0%/88.5%；
 - 销售费用率：考虑公司 2024-2026 年产品结构相对稳定，后续创新药管线预计在 2027 年后产生收益，预计 2024-2026 销售费用率分别为 37.0%/36.0%/35.0%；
 - 管理费用率：参考 2023 年和 2024Q1 管理费用率，预计公司 2024-2026 年管理费用率分别为 11.6%/11.7%/11.7%；
 - 研发费用率：参考 2024Q1 研发费用额为 0.6 亿元，考虑公司 2024 底至 2025 年初可能增加的 2/3 期临床研究，未来 2 年内招募、随访等临床开发业务对研发费用的影响，预计 2024-2026 研发费用分别为 4.40/5.40/5.67 亿元，对应研发费用率 9.5%/10.4%/10.3%。

图表 48：康弘药业收入拆分预测

分产品营业收入拆分	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3605	3389	3957	4633	5182	5485
同比增速%		-6.0%	16.8%	17.1%	11.9%	5.9%
眼科收入 (百万元)	1320	1366	1936	2446	2617	2740
同比增速 (%)		3.5%	41.7%	26.4%	7.0%	4.7%
康柏西普	1320	1366	1936	2446	2617	2740
同比增速%		3.5%	41.7%	26.4%	7.0%	4.7%
中成药收入 (百万元)	1084	1169	1313	1472	1829	1988
同比增速%		7.8%	12.3%	12.1%	24.2%	8.7%
化药收入 (百万元)	1191	834	693	714	735	757
同比增速%				3%	3%	3%

来源：Wind，中泰证券研究所

5.2 投资建议

- 我们在 A 股选取了 8 家可比公司，分别为 4 家仿创结合的 pharma 类公司：康辰药业、九典制药、健康元和恩华药业；和 4 家院端中药为主营的中药公司：达仁堂、羚锐制药、方盛制药和以岭药业，增速相对可比。2024 年仿创可比公司平均 PE 为 19.40 倍，中药可比公司平均 PE 为 19.36 倍。考虑公司业务基本盘稳健，未来增速预计可维持，为眼底血管病领域龙头，且未来第二第三增长曲线明确。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 49：可比公司估值比较（收盘价日期为 2024 年 8 月 11 日）

公司简称	总市值 (亿元)	营收/亿元				利润/亿元				2024PE _x	净利润2023-2025CAGR
		2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E		
康辰药业	38.46	8.67	9.20	11.03	12.89	1.01	1.50	1.78	2.13	21.6	19%
九典制药	112.92	23.26	26.93	31.93	38.24	2.70	3.68	5.11	6.70	22.1	35%
健康元	197.16	171.43	166.46	172.62	189.62	15.03	14.43	15.55	17.73	12.7	11%
恩华药业	260.56	42.99	50.42	59.78	71.08	9.01	10.37	12.32	14.80	21.2	19%
仿创可比平均值										19.40	
达仁堂	253.46	82.49	82.22	90.26	99.97	8.62	9.87	11.88	14.32	21.3	20%
羚锐制药	131.18	30.02	33.11	37.83	42.85	4.65	5.68	6.86	8.09	19.1	19%
方盛制药	48.49	17.92	16.29	18.41	21.49	2.86	1.87	2.44	2.95	19.8	26%
以岭药业	266.64	125.33	103.18	112.62	127.75	23.62	13.52	15.57	18.28	17.1	16%
中药可比平均值										19.36	
康弘药业	190.97	33.89	39.57	46.33	51.82	8.97	10.45	12.45	14.23	15.3	17%

来源：市值和可比公司预测来自 Wind 一致预期，康弘药业预测来自中泰证券研究所

六、风险提示

6.1 商业化产品不及预期风险

- 公司收入占比最高的业务为眼底血管病生物制剂，受到患者治疗观念不足，眼内注射依从性困难影响，可能导致收入不及预期。
- 公司创新药中药业务面临同类产品竞争较为激烈，可能存在集采或集采续约降价风险。

6.2 临床开发进度不及预期风险

- 公司目前多个创新药产品处于临床开发阶段，可能面临临床试验失败风险。
- 处于临床开发阶段的创新药，设计临床试验方案时，主要参考现行的诊疗标准选取对照药和设计研究终点和阈值，临床试验过程中随诊疗水平的提升和新药上市可能加大药物通过临床和审批的难度。

6.3 竞争风险（同类产品竞争对手&新技术新疗法）

- 眼底血管病抗 VEGF 治疗，从雷珠单抗到阿柏西普和康柏西普，治疗间隔从 QM 延长至 Q2M 或 Q3M。后续长效产品中，罗氏双靶法瑞西单抗已在中国获批上市，2024 年有可能纳入医保；阿柏西普 8mg 高浓度剂型已于 24M1 申报 NDA，长效制剂的获批和医保纳入可能对康柏西普未来 3 年商业化产生竞争。
- 截至 2024 年 8 月，已有一款阿柏西普 biosimilar(齐鲁制药)获批上市，另有 2 款 biosimilar 目前处于 NDA 状态，后续类似物产品上市数量的增加可能加剧竞争风险，并可能导致品类 ASP 整体下降。

6.4 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

- 报告中部分内容来自于公开资料，可能存在公开资料信息滞后或更新不

及时的风险。

- 第三方数据失真风险

盈利预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3,585	4,702	5,433	6,256	7,233	营业收入	3,389	3,957	4,633	5,182	5,486
应收和预付款项	196	178	147	128	90	营业成本	388	438	510	570	631
存货净额	331	404	450	508	564	销售费用	1,320	1,471	1,714	1,866	1,920
其他流动资产	117	22	27	22	24	管理费用	390	472	536	605	641
流动资产合计	4,229	5,306	6,058	6,914	7,910	研发费用	374	422	440	540	567
固定资产及在建工程	2,548	2,409	2,613	2,875	2,995	财务费用	(45)	(52)	(74)	(82)	(93)
长期股权投资	17	17	17	17	17	其他费用	(54)	(55)	44	(0)	15
无形资产	393	409	368	350	323	营业利润	1,015	1,261	1,463	1,684	1,804
其他非流动资产	533	389	570	493	479	营业外净收支	15	(27)	7	(3)	(7)
非流动资产合计	3,492	3,224	3,567	3,734	3,813	利润总额	1,030	1,234	1,470	1,680	1,797
资产总计	7,721	8,530	9,625	10,648	11,723	所得税费用	164	203	242	276	295
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	866	1,031	1,229	1,404	1,502
应付款项	632	588	745	818	888	少数股东权益	(31)	(14)	(16)	(19)	(20)
其他流动负债	62	67	77	68	71	归属于母公司净利润	897	1,045	1,245	1,423	1,522
流动负债合计	694	654	822	887	958	财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款及应付债券	89	37	192	252	311	盈利能力					
其他长期负债	32	27	30	30	29	ROE	13.8%	14.2%	15.2%	15.7%	15.2%
长期负债合计	120	63	222	282	340	毛利率	88.6%	88.9%	89.0%	89.0%	88.5%
负债合计	814	718	1,044	1,169	1,298	营业利润率	30%	31.9%	31.6%	32.5%	32.9%
股本	919	919	919	919	919	销售净利率	26%	26.1%	26.5%	27.1%	27.4%
股东权益	6,907	7,812	8,581	9,479	10,425	成长能力					
负债和股东权益总计	7,721	8,530	9,625	10,648	11,723	营业收入增长率	-6.0%	16.8%	17.1%	11.9%	5.9%
						营业利润增长率	185.9%	24.2%	16.0%	15.1%	7.2%
现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	净利润增长率	112.9%	16.5%	19.2%	14.3%	7.0%
净利润	866	1,031	1,229	1,404	1,502	偿债能力					
折旧摊销	163	226	190	218	243	资产负债率	10.5%	8.4%	10.8%	11.0%	11.1%
利息费用	(45)	(52)	(74)	(82)	(93)	流动比	6.10	8.11	7.37	7.80	8.26
其他	(59)	14	(15)	46	17	速动比	5.62	7.49	6.82	7.23	7.67
经营活动现金流	925	1,218	1,330	1,586	1,669	每股指标与估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资本支出	(355)	(139)	(351)	(459)	(333)	每股指标					
其他	140	145	37	40	40	EPS	0.98	1.14	1.35	1.55	1.66
投资活动现金流	(216)	7	(314)	(419)	(293)	BVPS	7.51	8.49	9.34	10.34	11.39
债务融资	44	51	175	162	156	估值					
权益融资	(130)	(354)	(460)	(506)	(556)	P/E	21.3	18.3	15.3	13.4	12.5
其它	13	172	0	0	0	P/B	2.8	2.4	2.2	2.0	1.8
筹资活动现金流	(74)	(130)	(285)	(344)	(400)	P/S	5.7	4.8	4.1	3.7	3.5
汇率变动											
现金净增加额	636	1,095	731	823	976						

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

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；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（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。