

2024年10月19日

证券研究报告·公司研究报告

康弘药业(002773) 医药生物

当前价: 20.17元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

眼科创新药执牛耳，管线拓展奠定长期成长基础

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 康柏西普适应症人群广阔，潜在市场空间巨大。康柏西普 2023 年实现收入 19.4 亿元(+41.7%)，我们估计康柏西普适应症患者群体超过 2000 万人，潜在市场空间巨大。2) 舒肝解郁胶囊收入持续增长。目前我国患抑郁症人数 9500 万。独家品种舒肝解郁胶囊于 2022 年获得国家药监局批准成为中药二级保护品种。3) 布局创新眼科疗法和阿尔兹海默领域，持续推进在研管线。高浓度康柏西普于 2023 年 11 月获 NMPA 批准开展临床试验，眼科基因疗法 KH631、KH658 分别于 2022 年 11 月、2024 年 4 月获得 NMPA 和 FDA 批准 IND。五加益智颗粒二期临床对照多奈哌齐，三期临床研究即将启动。
- 康弘药业业务覆盖生物药、中药、化药三大领域。**康弘药业成立于 1996 年，是一家致力于中成药、化学药及生物制品的研发、生产、销售及售后服务的医药集团。公司于 2005 年公司设立康弘生物，进军生物药研发。2013 年公司明星产品康柏西普获批上市。公司实际控制人柯尊洪、钟建荣夫妇及其子柯潇，分别成都康弘科技及直接持股，合计持有上市公司 56.6% 的股份。
- 康柏西普适应症人群广阔，潜在市场空间巨大。**康柏西普 2023 年实现收入 19.4 亿元(+41.7%)，2015-2023 年收入年复合增长率为 28%。康柏西普于 2013 年获批上市，用于治疗 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)导致的视力损害等三大适应症。2022 年，康柏西普新增获批治疗继发于视网膜静脉阻塞(RVO)的黄斑水肿引起的视力损伤。根据我们的测算，上述四项适应症患者群体超过 2000 万人。
- 舒肝解郁胶囊收入持续增长。**根据《2022 年国民抑郁症蓝皮书》，目前我国患抑郁症人数 9500 万。独家品种舒肝解郁胶囊于 2022 年获得国家药监局批准成为中药二级保护品种。根据米内网数据，2021 年舒肝解郁胶囊终端销售额 5 亿元，同比增长 10.1%，2013-2021 年复合增长率为 12%。
- 布局阿尔兹海默症、眼科和肿瘤领域，持续推进在研管线。**高浓度康柏西普于 2023 年 11 月获 NMPA 批准开展临床试验，若未来成功上市，将提升患者治疗依从度，巩固公司市占率优势。眼科基因疗法 KH631、KH658 分别于 2022 年 11 月、2024 年 4 月获得 NMPA 和 FDA 批准 IND。五加益智颗粒首个二期临床对照多奈哌齐，三期临床研究即将启动。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 12、13.8、15.4 亿元，建议保持关注。
- 风险提示:** 医保降价幅度超出预期风险、产品市场推广不及预期风险、竞争格局恶化风险、药物研发进度不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3957.46	4577.12	5246.09	5985.13
增长率	16.77%	15.66%	14.62%	14.09%
归属母公司净利润(百万元)	1044.77	1200.88	1378.55	1537.19
增长率	16.52%	14.94%	14.80%	11.51%
每股收益EPS(元)	1.14	1.31	1.50	1.67
净资产收益率ROE	13.20%	13.48%	13.73%	13.60%
PE	18	15	13	12
PB	2.38	2.11	1.87	1.66

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 王彦迪
执业证号: S1250524040001
电话: 021-68416017
邮箱: wydi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.20
流通A股(亿股)	6.85
52周内股价区间(元)	13.89-23.88
总市值(亿元)	185.52
总资产(亿元)	88.76
每股净资产(元)	8.87

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 康弘药业：覆盖生物药、中药、化药三大领域.....	1
2 康柏西普：适应症人群广阔，潜在市场空间巨大.....	2
2.1 康柏西普四大适应症对应患者人群超过 2000 万人.....	2
2.2 康柏西普市占率领先，新适应症有望推动未来市场份额提升.....	3
3 在研管线持续推进，眼科基因疗法奠定长期发展.....	5
4 中药化药传统业务稳定发展.....	9
5 盈利预测与估值.....	10
6 风险提示.....	11

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构图.....	1
图 3: 公司近年营业收入.....	2
图 4: 公司近年净利润.....	2
图 5: 公司近年利润率.....	2
图 6: 公司近年费用率.....	2
图 7: 我国眼科抗 VEGF 药物 PDB 销售额 (百万元).....	4
图 8: 我国眼科抗 VEGF 药物 PDB 销售额占比.....	4
图 9: ABBV-314 基因疗法示意图.....	7
图 10: 我国抗抑郁化学药品 PDB 销售额 (百万元).....	10
图 11: 舒肝解郁胶囊近年销售额.....	10

表 目 录

表 1: 康柏西普医保谈判历史.....	3
表 2: 康柏西普适应症患者数量测算.....	3
表 3: 眼科抗 VEGF 药物对比.....	4
表 4: 我国在研眼科抗 VEGF 药物.....	4
表 5: 公司在研品种.....	5
表 6: 阿柏西普 vs 高浓度阿柏西普.....	6
表 7: 全球抗 VEGF 眼科基因疗法开发进展.....	7
表 8: 五加益智颗粒二期临床研究设计方案.....	8
表 9: 五加益智颗粒三期临床研究设计方案.....	8
表 10: 公司上市中药、化药产品.....	9
表 11: 分业务收入及毛利率.....	11
表 12: 可比公司估值.....	11
附表: 财务预测与估值.....	12

1 康弘药业：覆盖生物药、中药、化药三大领域

康弘药业成立于 1996 年，是一家致力于中成药、化学药及生物制品的研发、生产、销售及售后服务的医药集团。公司于 2005 年公司设立康弘生物，进军生物药研发。2013 年公司明星产品康柏西普获批上市。2015 年公司成功登陆深交所。

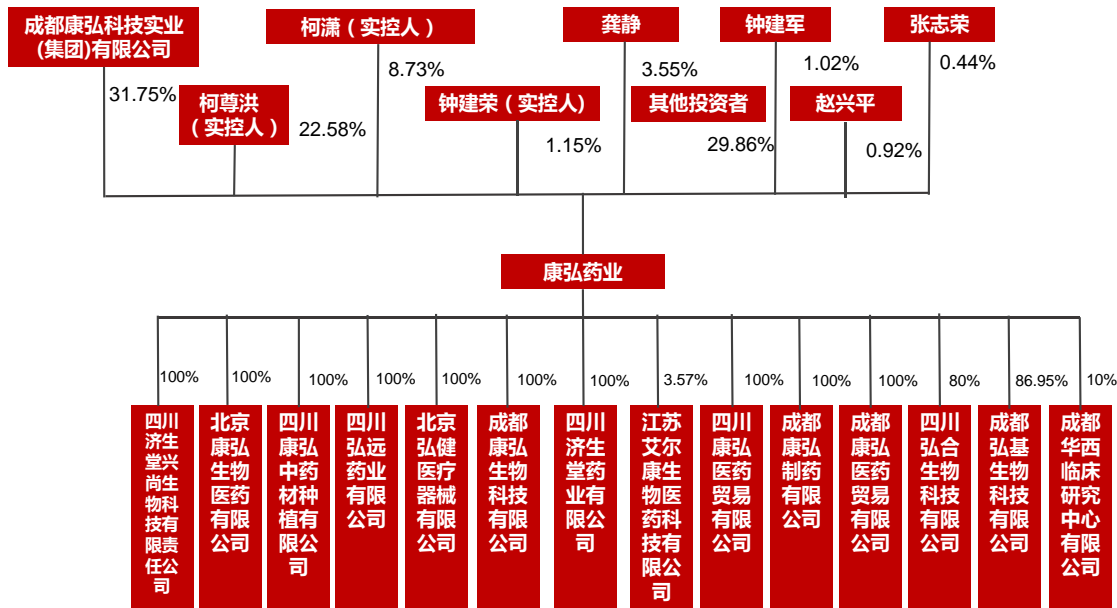
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，Wind，西南证券整理

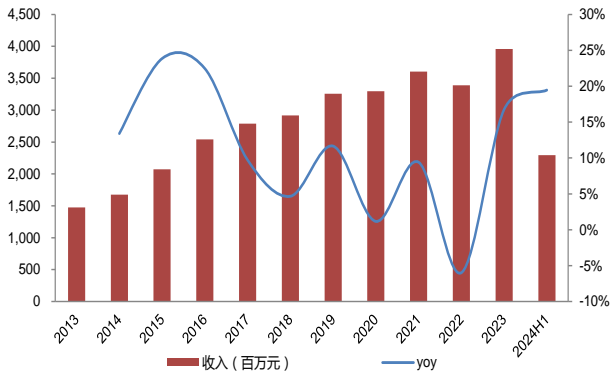
公司实际控制人柯尊洪、钟建荣夫妇及其子柯潇，分别通过成都康弘科技及直接持股，合计持有上市公司 56.6% 的股份。

图 2：公司股权结构图

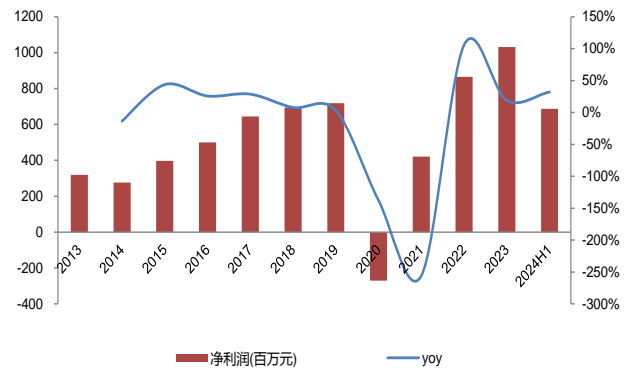


数据来源：Wind，西南证券整理

康柏西普上市近十年，驱动公司业绩持续增长。2023 年公司实现收入 39.6 亿元，2014-2023 年收入年复合增长率为 10.4%。受产品销售驱动，公司净利润持续成长，2023 年公司净利润 10.3 亿元，2014-2023 年复合增长率为 12.4%。

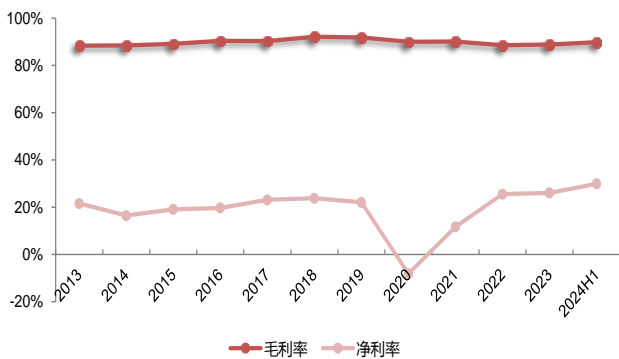
图 3：公司近年营业收入


数据来源：Wind, 西南证券整理

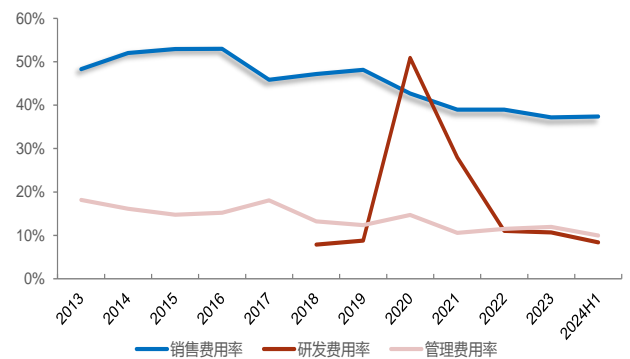
图 4：公司近年净利润


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司利润率水平较高。2023 年公司毛利率和净利率分别为 88.9%和 26.1%。公司主要从事生物药、中药和化学药品的生产销售一体化经营，产品盈利能力较强。2023 年公司销售费用率、研发费用率、管理费用率分别为 35.5%、8.7%、10.7%。近年来公司销售费用率稳中略降。

图 5：公司近年利润率


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 6：公司近年费用率


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 康柏西普：适应症人群广阔，潜在市场空间巨大

2.1 康柏西普四大适应症对患者人群超过 2000 万人

康柏西普累计获批四大适应症。康柏西普于 2013 年获批上市，用于治疗 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)导致的视力损害等三大适应症。2022 年，康柏西普新增获批治疗继发于视网膜静脉阻塞(RVO)的黄斑水肿引起的视力损伤。

表 1：康柏西普医保谈判历史

年份	既往获批适应症	医保支付适应症
2017	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	AMD
2019	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	AMD、DME、CNV
2020	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	AMD、DME、CNV
2021	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	AMD、DME、CNV
2022	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伤	AMD、DME、CNV、RVO

数据来源：医药魔方，西南证券整理

四大适应症患者群体超过 2000 万人。根据我们的测算，上述四项适应症患者群体超过 2000 万人。

表 2：康柏西普适应症患者数量测算

疾病	患者人数计算
湿性 AMD	
60 岁以上人口 (百万人)	264
湿性 AMD 患病率	0.24%~2.79%
湿性 AMD 患者数量 (万人)	396
DME	
糖尿病患者数量 (百万人)	140
DME 患病率	6.80%
DME 患者数量 (万人)	952
CNV	
15-60 岁人口 (百万人)	900
高度近视患病率	4%
CNV 患病率	21.90%
CNV 患者数量 (万人)	788
RVO	
60 岁以上人口 (百万人)	264
RVO 患病率	0.3%~2.1%
RVO 患者数量(万人)	264

数据来源：国家统计局，《中华眼科杂志》，《中华眼底病杂志》，西南证券整理

2.2 康柏西普市占率领先，新适应症有望推动未来市场份额提升

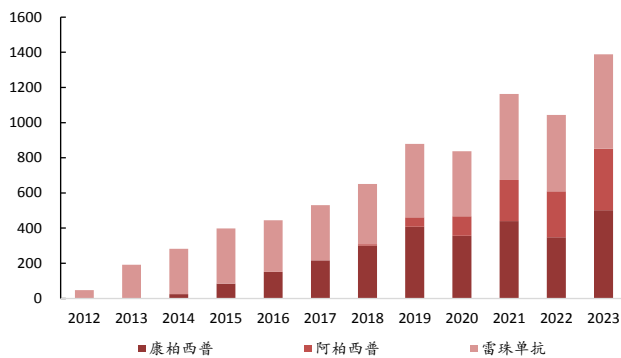
目前我国眼科抗 VEGF 药物主要包括康柏西普、雷珠单抗、阿柏西普、法瑞西单抗等产品。其中雷珠单抗和康柏西普分别于 2011、2013 年在国内获批，阿柏西普上市时间较晚，阿柏西普首款生物类似物于 2023 年 12 月获批上市。

表 3：眼科抗 VEGF 药物对比

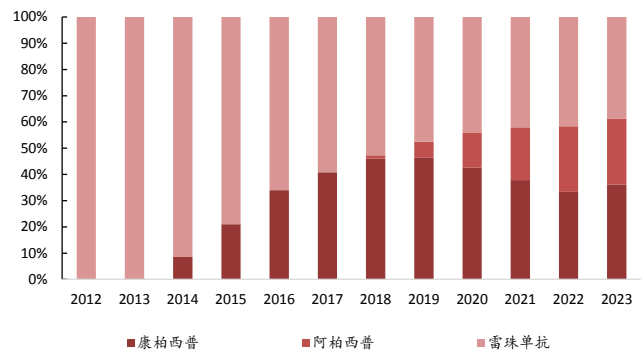
	康柏西普	雷珠单抗	阿柏西普	法瑞西单抗	阿柏西普 (类似物)
企业	康弘药业	诺华/罗氏	拜耳/再生元	罗氏	齐鲁制药
机制	VEGFR-Fc 融合蛋白	anti-VEGF-A 抗体片段	VEGFR-Fc 融合蛋白	Ang2/VEGF-A 双抗	VEGFR-Fc 融合蛋白
中国上市时间	2013.11	2011.12	2018.02	2023.12	2023.12
获批适应症	AMD、DME、CNV、RVO	AMD、DME、CNV、RVO、DR、ROP	AMD、DME	AMD、DME、RVO	AMD、DME
2023 年样本医院销售	5 亿元	5.4 亿元	3.5 亿元	/	/
中标价格	3453 元/盒	3950 元/盒	4100 元/盒	9000 元/盒	2970 元/盒

数据来源：医药魔方，药智网，西南证券整理 注：英文缩写 DR 表示糖尿病视网膜病变，英文缩写 ROP 表示早产儿视网膜病变

康柏西普市占率较高。根据 PDB 数据，2023 年康柏西普样本医院销售额为 5 亿元，销售占比为 36%。

图 7：我国眼科抗 VEGF 药物 PDB 销售额（百万元）


数据来源：PDB，西南证券整理

图 8：我国眼科抗 VEGF 药物 PDB 销售额占比


数据来源：PDB，西南证券整理

国内多款生物类似物和靶向 VEGF 创新药在研。根据医药魔方数据，齐鲁制药的阿柏西普类似物、雷珠单抗类似物已经获批上市，欧康维视/博安生物的阿柏西普类似物已申报上市。此外，目前处于三期临床阶段靶向 VEGF 眼科类似药共有 5 款，其中阿柏西普、雷珠单抗分别有 3 款、2 款。创新药方面，目前我国共有 18 款在研眼科抗 VEGF 创新药。

表 4：我国在研眼科抗 VEGF 药物

药品名称	研发机构	研发阶段	靶点
生物类似物			
阿柏西普类似物	齐鲁制药	获批上市	VEGF
阿柏西普类似物	欧康维视;博安生物	申报上市	VEGF
阿柏西普类似物	迈威生物	III 期临床	VEGF
阿柏西普类似物	上海景泽生物	III 期临床	VEGF
阿柏西普类似物	Amgen	III 期临床	VEGF
雷珠单抗生物类似物	齐鲁制药	获批上市	VEGF-A

药品名称	研发机构	研发阶段	靶点
雷珠单抗生物类似物	华东医药	III期临床	VEGF-A
雷珠单抗生物类似物	杰科生物	III期临床	VEGF-A
雷珠单抗生物类似物	百迈博	I期临床	VEGF-A
雷珠单抗生物类似物	联合赛尔	I期临床	VEGF-A
创新药			
Susvimo	Novartis;Roche	III期临床	VEGF-A
9MW0211	Epitomics;Apexigen;泰康生物	III期临床	VEGF-A
BAT5906	百奥泰	III期临床	VEGF
RC28	同济大学;荣昌生物	III期临床	FGFR;VEGFR
SSGJ-601	三生国健	III期临床	VEGF
efdamrof usp alfa	信达生物;圆祥生命科技	III期临床	CR1;VEGFR
tarcocimab tedromer	Kodiak Sciences	III期临床	VEGF
TAB014	东曜药业;兆科眼科	III期临床	VEGF-A
HB002.1M	华博生物	II期临床	VEGFR1
AL-001	安龙生物	VII期临床	VEGF
KH631	康弘药业	VII期临床	VEGFR
LX102	朗信生物	VII期临床	VEGF
Y400	康哲药业;友芝友生物	VII期临床	VEGF-A;Ang2
ASKG712	AskGene Pharma;蔼睦医疗	I期临床	VEGF;Ang2
IBI333	信达生物	I期临床	VEGF-C;VEGF-A
RA1115-B1	锐明新药	I期临床	VEGFR2
SOLOT-Eye	思坦维	I期临床	VEGF
贝伐珠单抗	华北制药	I期临床	VEGF-A

数据来源：医药魔方，西南证券整理

3 在研管线持续推进，眼科基因疗法奠定长期发展

布局阿兹海默症、眼科和肿瘤领域，持续推进在研管线。为巩固新药研发持续创新能力，公司以重点技术领域为根基。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。未来在研管线获批有望为公司带来新的增量。

表 5：公司在研品种

主要研发项目名称	项目目的	项目进展
KH110-R01（五加益智颗粒）	轻中度阿兹海默症（AD）	II期临床试验阶段
KH903	胃癌、结直肠癌	III期临床前沟通交流
KH631-R01	湿性年龄相关性黄斑变性（nAMD 基因治疗）	I期临床试验阶段
KH801-R01	肿瘤	IND 申报阶段（2024 年 3 月获得国家药品监督管理局签发的《药物临床试验批准通知书》）
KH617-R01	肿瘤	I期临床试验阶段
KH629-R01	非酒精性脂肪性肝炎	2023 年 11 月获得美国 FDA 准许开展临床试验的通知

主要研发项目名称	项目目的	项目进展
KH607-R01	抑郁症	2023年7月获得国家药品监督管理局签发的《药物临床试验批准通知书》；2023年10月获得美国FDA准许开展临床试验的通知
KH732 (立他司特滴眼液)	干眼症	验证性临床研究阶段
KH734 (盐酸卡利拉嗪胶囊)	精神分裂症	准备BE和验证性临床研究阶段
KH917-R01	银屑病	IND申报阶段(2024年2月获国家药品监督管理局签发的《药物临床试验批准通知书》)
KH109 (舒肝解郁胶囊)	新增焦虑症	临床剂量探索研究阶段
KH902-R10	高剂量康柏西普眼用注射液治疗糖尿病黄斑水肿(DME)	2023年11月获得国家药品监督管理局签发的《药物临床试验批准通知书》

数据来源：公司年报，西南证券整理

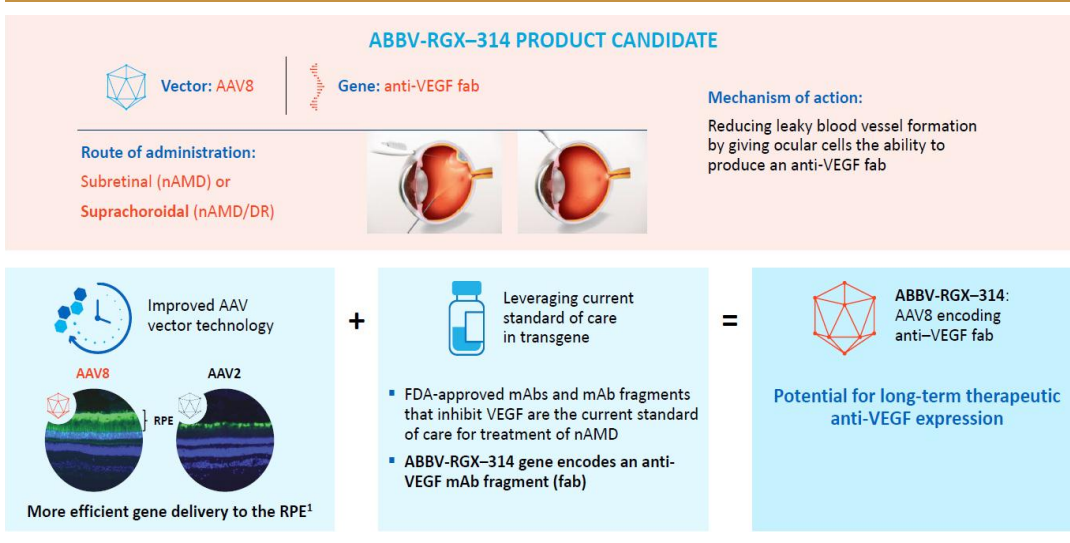
高浓度康柏西普获批临床，注射频率低用药优势明显。公司的高浓度康柏西普KH902-R10于2023年11月获NMPA批准开展临床试验。从阿柏西普来看，高浓度制剂有望在长治疗周期内实现给药频次降低。根据拜耳的数据，高浓度阿柏西普在96周治疗AME或DME的平均注射为8次，较常规浓度制剂次数下降显著(13/14次)。考虑到眼部注射操作复杂，高浓度康柏西普若未来成功上市，将提升患者治疗依从度，巩固公司市场优势地位。

表 6：阿柏西普 vs 高浓度阿柏西普

	阿柏西普	阿柏西普高浓度
上市时间	美国：2023年8月 欧洲：2024年1月	美国：2011年11月 欧洲：2012年11月 中国：2017年12月
规格	40 mg/mL	114.3 mg/mL
给药频率-AMD	前3个月每月一次，然后每2个月一次。	前3个月每月一次，然后每2-4个月一次。
96周给药次数-AMD	13次	8次
给药频率-DME	前5个月每月一次，然后每2个月一次。	前3个月每月一次，然后每2-4个月一次。
96周给药次数-DME	14次	8次

数据来源：拜耳，FDA，NMPA，西南证券整理

眼科基因疗法潜力巨大，临床研究持续推进。眼科基因疗法具有给药方式简便、安全、转导细胞效率高等优势，有望实现一次治疗，超长期有效的治疗效果。

图 9： ABBV-314 基因疗法示意图


数据来源: Abbvie, 西南证券整理

从全球来看, 目前眼底病基因疗法开发进度最快的是 Abbvie 公司的 ABBV-RGX-314, 其 AMD 两个关键临床研究分别于 2021/2022 年 1 月开始。

从中国来看, 康弘药业眼科基因疗法开发进度处于第一梯队。KH631 是公司首款通过腺相关病毒(AAV)递送目标基因用于治疗 AMD 的 1 类生物新药。KH631 于 2022 年 11 月分别获得 NMPA 和 FDA 批准 IND。根据澎湃新闻新闻等媒体报道, KH631 已于 2023 年 5 月由魏文斌教授于北京同仁医院完成首例临床给药。2024 年 4 月, 公司公告第二款眼科基因疗法 KH658 获 FDA 和 NMPA 批准 IND。

表 7： 全球抗 VEGF 眼科基因疗法开发进展

药品名称	靶点	研发机构	疾病	中国阶段	美国阶段
ABBV-RGX-314	VEGF	Clearside Biomedical; AbbVie; ReGenXBio	湿性年龄相关性黄斑变性;糖尿病视网膜病变	临床前	III 期临床
4D-150	PlGF;VEGF-C; VEGF-B;VEGF-A	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	临床前	II 期临床
LX102	VEGF	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	申报临床
ixoberogene soroparvovec	VEGFR	Adverum Biotechnologies	糖尿病黄斑水肿;湿性年龄相关性黄斑变性	临床前	II 期临床
KH631	VEGFR	康弘药业	湿性年龄相关性黄斑变性;年龄相关性黄斑变性	VII 期临床	I 期临床
KH658	VEGF	康弘药业	湿性年龄相关性黄斑变性	VII 期临床	申报临床
AL-001	VEGF	安龙生物	湿性年龄相关性黄斑变性	VII 期临床	临床前
EXG102-031	VEGF;Ang2	嘉因生物	湿性年龄相关性黄斑变性	VII 期临床	I 期临床
FT-003	VEGF	Frontera Therapeutics	湿性年龄相关性黄斑变性;糖尿病黄斑水肿	VII 期临床	临床前
JWK001	VEGF	金唯科生物	湿性年龄相关性黄斑变性	VII 期临床	临床前
RRG001	VEGFR	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	VII 期临床	临床前
SKG0106	VEGF	九天生物	湿性年龄相关性黄斑变性;糖尿病黄斑水肿	VII 期临床	VII 期临床

药品名称	靶点	研发机构	疾病	中国阶段	美国阶段
XMMA09	VEGF;Ang2	星眸生物	湿性年龄相关性黄斑变性;糖尿病黄斑水肿	VII期临床	临床前
BD311	VEGF-A	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	临床前

数据来源: 医药魔方, 西南证券整理

布局阿尔兹海默创新中药, 相关市场空间广阔。KH110-R01 (五加益智颗粒) 系一款针对轻中度阿兹海默症 (AD) 的创新性中成药。国内 AD 患者体量庞大, Frost & Sullivan 预计中国 AD 患者在 2025-2030 年增至 1950 万人, 五年 CAGR 达 4.7%, 患病率与死亡率均高于全球平均水平。

五加益智颗粒首个二期临床对照多奈哌齐, 三期临床研究即将启动。根据临床试验登记平台, 五加益智颗粒对照多奈哌齐的二期临床研究已完成。

表 8: 五加益智颗粒二期临床研究设计方案

适应症	轻、中度阿尔茨海默病 (脾肾两虚证)
研究阶段	II 期临床
入组人数	120
实验组 vs 对照组	五加益智颗粒 vs 多奈哌齐
主要临床终点	治疗 24 周后 ADAS-cog 评分的变化值
研究进展	已完成
登记号	CTR20191129

数据来源: 药物临床试验登记与信息公示平台, 西南证券整理

根据临床试验登记平台, 五加益智颗粒首个三期临床计划入组 570 人, 主要临床终点为治疗 12 个月后 ADAS-cog 评分、临床痴呆评定量表的变化值。

表 9: 五加益智颗粒三期临床研究设计方案

适应症	轻、中度阿尔茨海默病 (脾肾两虚证)
研究阶段	III 期临床
入组人数	570
实验组 vs 对照组	五加益智颗粒 vs 安慰剂
主要临床终点	治疗 12 个月后 ADAS-cog 评分、临床痴呆评定量表的变化值
研究进展	已完成
登记号	CTR20242180

数据来源: 药物临床试验登记与信息公示平台, 西南证券整理

4 中药化药传统业务稳定发展

公司中药化药产品种类丰富，覆盖五大临床领域。其中脑科、消化科产品种类最多。

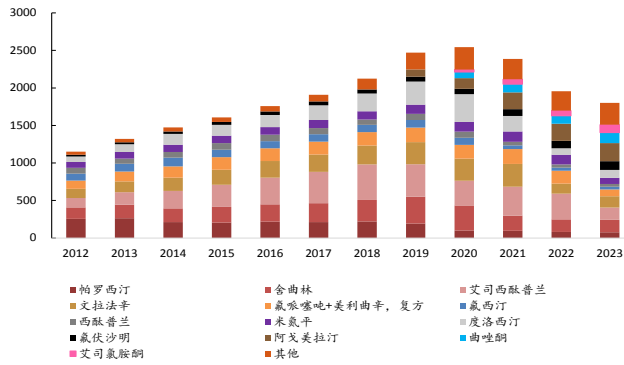
表 10：公司上市中药、化药产品

临床领域	产品名称	适应症	类别	医保纳入
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
	阿立哌唑口崩片	精神分裂症	化学药	是
	阿立哌唑口服溶液	精神分裂症	化学药	否
	右佐匹克隆片	失眠症	化学药	是
	舒肝解郁胶囊	轻、中度抑郁症	中成药	是
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
	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
	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
	清润丸	清热，润肠，通便，导滞。用于积热便秘。	中成药	否
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
	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
	感咳双清胶囊	急性上呼吸道感染、急性支气管炎	中成药	否
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血脂血症见上述症候者	中成药	是
糖尿病	渴络欣胶囊	糖尿病肾病	中成药	是

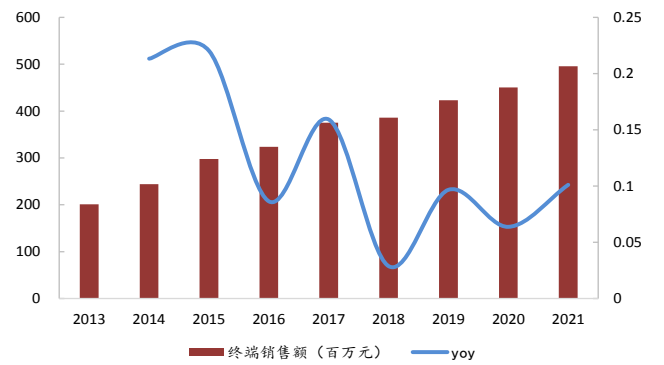
数据来源：公司年报，西南证券整理

抗抑郁药物需求庞大。我国抗抑郁患者数量庞大。根据《2022 年国民抑郁症蓝皮书》，我国成人抑郁障碍终生患病率为 6.8%，其中抑郁症为 3.4%，目前我国患抑郁症人数 9500 万，每年大约有 28 万人自杀，其中 40% 患有抑郁症。

独家品种舒肝解郁胶囊销售额 2013-2021 年复合增长率为 12%。近年来受集采影响，抗抑郁化药销售额有所下降。舒肝解郁胶囊由贯叶金丝桃和刺五加组成，系公司独家品种。2022 年公司舒肝解郁胶囊获得国家药监局批准成为中药二级保护品种。根据米内网数据，2021 年舒肝解郁胶囊终端销售额 5 亿元，同比增长 10.1%，2014-2021 年复合增长率为 12%。

图 10：我国抗抑郁化学药品 PDB 销售额（百万元）


数据来源：PDB，西南证券整理

图 11：舒肝解郁胶囊近年销售额


数据来源：米内网，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设

假设 1：康柏西普是相关适应症唯一国产创新药物，假设 2024-2026 年康柏西普销量分别同比增长 21%、18%、17%。

假设 2：舒肝解郁胶囊为公司独家品种，假设 2024-2026 年公司中成药业务收入分别同比增长 14%、14%、13%。

假设 3：公司化药业务板块主要包括枸橼酸莫沙必利片、盐酸文拉法辛缓释片、阿立哌唑口崩片、阿立哌唑口服溶液、氢溴酸伏硫西汀片、草酸艾司西酞普兰口服溶液、草酸艾司西酞普兰片、右佐匹克隆片、盐酸普拉克索缓释片等品种。从 2024 年上半年 PDB 数据来看，部分主要品种的销售收入增速已经由负转正，因此我们估计集采对公司化药产品的影响将逐步消退，假设 2024-2026 年公司化药业务销量分别同比增长 4%、5%、6%。公司的阿立哌唑口崩片于 2022 年中标第七批集采，各省中位中标价格约从 2021 年的 2.2 元/片下降到 0.4 元/片（5mg 规格），于 2022 年末开始执行；枸橼酸莫沙必利片分散剂各省中位中标价格约为 1.05 元/片（10mg 规格），片剂于 2021 年中标第四批集采，各省中位中标价格约为 0.5 元/片（5mg 规格），2024 年部分省份续约价格为 0.48 元/片；盐酸文拉法辛缓释片于 2021 年中标第五批集采，各省中位中标价格约从 2020 年的 6.27 元/片（75mg 规格）下降到 2.54 元/片，于 2021 年下半年开始执行；右佐匹克隆片于 2020 年中标第三批集采，各省中位中标价格约从 2019 年的 4.37 元/片下降到 0.61 元/片（3mg 规格），于 2020 年末开始执行；主要产品均已纳入集采并执行 1 年以上，预计其后续价格保持平稳。综合以上信息，我们估计公司化药板块业务的总体毛利率约为 85%、85%、85%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 11：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023	2024E	2025E	2026E
生物药业务	营业收入	1936.5	2343.1	2764.9	3234.9
	yoy	41.7%	21.0%	18.0%	17.0%
	毛利率	93.1%	93.0%	93.0%	93.0%
中成药业务	营业收入	1312.9	1496.7	1706.2	1928.0
	yoy	12.3%	14.0%	14.0%	13.0%
	毛利率	85.8%	86.0%	86.0%	86.0%
化药业务	营业收入	693.5	721.2	757.3	802.7
	yoy	-10%	4%	5%	6%
	毛利率	84.3%	85.0%	85.0%	85.0%
其他业务	营业收入	14.6	16.1	17.7	19.5
	yoy	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	营业收入	3957.5	4577.1	5246.1	5985.2
	yoy	16.8%	15.7%	14.6%	14.1%
	毛利率	88.9%	89.2%	89.4%	89.5%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

我们选取了行业中与康弘药业业务较为相近的三家公司，2024 年三家公司平均 PE 为 37 倍。公司的眼科药物壁垒高渗透率提升空间大，首次覆盖，建议关注。

表 12：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A	24E	25E	26E	23E	24E	25E	26E
688578.SH	艾力斯	55.18	1.43	2.56	3.17	3.72	38	21	17	15
688278.SH	特宝生物	71.65	1.37	1.88	2.57	3.40	61	44	32	24
300558.SZ	贝达药业	45.97	0.83	1.03	1.34	1.70	55	44	34	27
平均值							51	37	28	22

数据来源：Wind, 西南证券整理

6 风险提示

- 1) 医保降价幅度超出预期风险
- 2) 产品市场推广不及预期风险
- 3) 竞争格局恶化风险
- 4) 药物研发进度不及预期风险

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3957.46	4577.12	5246.09	5985.13	净利润	1031.12	1185.20	1360.55	1517.11
营业成本	438.41	492.19	557.51	629.43	折旧与摊销	224.72	282.62	291.05	294.58
营业税金及附加	56.08	0.00	0.00	0.00	财务费用	-52.35	-41.19	-52.46	-5.99
销售费用	1470.87	1693.54	1946.30	2232.46	资产减值损失	-0.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	472.38	1075.62	1227.58	1376.58	经营营运资本变动	-100.32	-683.35	-288.29	-366.26
财务费用	-52.35	-41.19	-52.46	-5.99	其他	115.47	-54.62	-41.81	-41.06
资产减值损失	-0.23	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1218.41	688.65	1269.05	1398.39
投资收益	45.03	39.61	41.16	41.29	资本支出	18.77	40.00	60.00	60.00
公允价值变动损益	-0.83	0.00	0.00	0.00	其他	-12.16	-960.39	741.16	311.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	6.62	-920.39	801.16	371.29
营业利润	1261.07	1396.57	1608.32	1793.94	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-27.15	-2.23	-7.67	-9.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1233.92	1394.35	1600.64	1784.84	股权融资	-4.33	0.00	0.00	0.00
所得税	202.79	209.15	240.10	267.73	支付股利	-82.90	-208.95	-240.18	-275.71
净利润	1031.12	1185.20	1360.55	1517.11	其他	-43.27	-20.71	-7.65	-54.15
少数股东损益	-13.64	-15.68	-18.00	-20.07	筹资活动现金流净额	-130.50	-229.66	-247.82	-329.86
归属母公司股东净利润	1044.77	1200.88	1378.55	1537.19	现金流量净额	1094.32	-461.41	1822.39	1439.82
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4702.14	4240.74	6063.12	7502.94	成长能力				
应收和预付款项	177.94	1394.26	1749.84	2238.52	销售收入增长率	16.77%	15.66%	14.62%	14.09%
存货	403.61	-2.65	-2.00	-2.23	营业利润增长率	24.20%	10.75%	15.16%	11.54%
其他流动资产	21.92	1000.00	300.00	30.00	净利润增长率	19.09%	14.94%	14.80%	11.51%
长期股权投资	16.78	16.78	16.78	16.78	EBITDA 增长率	26.73%	14.27%	12.75%	12.76%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2404.39	2181.21	1933.12	1685.03	毛利率	88.92%	89.25%	89.37%	89.48%
无形资产和开发支出	408.95	310.23	207.98	102.20	三费率	47.78%	59.60%	59.50%	60.20%
其他非流动资产	393.96	393.24	392.52	391.80	净利率	26.06%	25.89%	25.93%	25.35%
资产总计	8529.68	9533.80	10661.36	11965.05	ROE	13.20%	13.48%	13.73%	13.60%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.09%	12.43%	12.76%	12.68%
应付和预收款项	517.85	596.67	644.46	745.39	ROIC	33.04%	34.36%	36.37%	40.61%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	36.22%	35.79%	35.21%	34.80%
其他负债	199.91	147.63	107.03	68.38	营运能力				
负债合计	717.76	744.30	751.49	813.77	总资产周转率	0.49	0.51	0.52	0.53
股本	919.46	919.78	919.78	919.78	固定资产周转率	1.84	2.11	2.66	3.47
资本公积	1989.60	1989.60	1989.60	1989.60	应收账款周转率	24.10	5.94	3.38	3.03
留存收益	4896.31	5888.23	7026.60	8288.08	存货周转率	1.18	2.43	—	—
归属母公司股东权益	7804.03	8797.29	9935.67	11197.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.94%	—	—	—
少数股东权益	7.89	-7.79	-25.79	-45.86	资本结构				
股东权益合计	7811.92	8789.50	9909.87	11151.28	资产负债率	8.41%	7.81%	7.05%	6.80%
负债和股东权益合计	8529.68	9533.80	10661.36	11965.05	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.11	8.92	10.00	10.47
					速动比率	7.49	8.92	10.00	10.47
					股利支付率	7.93%	17.40%	17.42%	17.94%
					每股指标				
					每股收益	1.14	1.31	1.50	1.67
					每股净资产	8.48	9.56	10.80	12.17
					每股经营现金	1.32	0.75	1.38	1.52
					每股股利	0.09	0.23	0.26	0.30
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	1433.43	1638.00	1846.91	2082.54					
PE	17.76	15.45	13.46	12.07					
PB	2.38	2.11	1.87	1.66					
PS	4.69	4.05	3.54	3.10					
EV/EBITDA	9.39	7.89	6.39	5.10					
股息率	0.45%	1.13%	1.29%	1.49%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn