



Research and
Development Center

深耕眼科黄金赛道，基因治疗创新管线打开新空间

—康弘药业(002773)公司首次覆盖报告

2026年01月19日

唐爱金 医药行业首席分析师

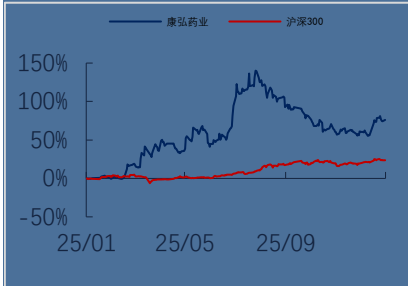
S1500523080002

tangaijin@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
康弘药业 (002773)

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	33.82
52 周内股价波动区间 (元)	19.10-46.13
最近一月涨跌幅 (%)	12.92
总股本 (亿股)	9.21
流通 A 股比例 (%)	74.55
总市值 (亿元)	311.60

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编：100031

深耕眼科黄金赛道，基因治疗创新管线打开新空间

2026 年 01 月 19 日

报告内容摘要：
➤ 眼科创新药龙头，创新管线打开长期成长空间

康弘药业是国内眼科创新药领域的领军企业，产品布局覆盖眼科、精神/神经、消化、呼吸、高血压、糖尿病等治疗领域。公司目前上市在销的药品超过 25 个，其中 11 个为独家品种，20 个品种纳入国家医保目录，10 个品种纳入国家基药目录，核心产品康柏西普眼用注射液自 2013 年获批上市以来，已成功获批 wAMD、pmCNV、DME、RVO 四大眼底疾病适应症。公司累计有 13 项研发管线处于临床阶段，进度较快的管线包括 KH110 (III 期)、KH109 (III 期)、KH631 (II 期)。财务表现稳健，2025Q1-3 公司实现营业收入 36.24 亿元，同比增长 6.23%，实现归母净利润 10.33 亿元，同比增长 6.08%，综合毛利率维持在 90% 左右，费用端控制良好，净利率稳步提升至 29%。

➤ 千亿眼科疾病蓝海市场，康柏西普高速增长

眼底疾病是一类复杂程度高、难治愈且患者视力预后较差的眼科疾病，目前该领域治疗手段有限，仍存在大量未满足的临床需求。2030 年全球眼科药物市场规模有望突破 700 亿美元，抗 VEGF 药物为主流治疗手段，国内市场规模有望超 200 亿元。国内已上市眼科抗 VEGF 药物包括 5 款原研药及 2 款生物类似药，康柏西普上市十余年销售持续增长，累计实现销售额 130 亿元，2025H1 市场份额约 40.55%，位列第一。当前康柏西普渗透率仅为 0.6%，存在渗透率提升空间，考虑到医保覆盖持续深化及基层市场不断拓展，我们认为康柏西普可持续为公司提供业绩支撑。

➤ 眼科基因治疗行业迎窗口期，全球竞速步入白热化下半场

眼科基因治疗正凭借“单次治疗、长期获益”等优势颠覆传统疗法。截止 2025 年 10 月，全球共有超过 90 款临床在研眼科基因疗法，已上市药物仅 1 款，NDA 阶段 2 款，临床 III 期阶段 11 款。抗 VEGF 基因治疗产品 RGX-314 进度最快，已进展至临床 III 期，其疗效在多项 II 期临床试验中得到验证。

➤ 创新管线梯队渐成，基因治疗国内进度领先

公司在眼科基因治疗领域前瞻性布局，KH631 已进入临床 II 期，KH658 处于临床 I 期，研发进度国内领先。两款产品均采用 AAV 载体递送抗 VEGF 基因，通过在视网膜细胞内持续表达抗 VEGF 蛋白，使患者实现一次治疗、长期获益。其余研发管线储备丰富，临床 III 期管线包括 KH110 (阿尔茨海默症)、KH109 (焦虑症)；临床 II 期管线包括 KH617 (实体瘤)、KH607 (抑郁症)、高剂量康柏西普 KH902-R10 (DME)；临床 I 期管线包括双载荷 ADC 药物 KH815 (实体瘤)、Nav1.8 抑制剂 KHN702 (急性疼痛)

等，多个品种具备成为重磅产品的潜力。

盈利预测与投资评级：我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 48.89 亿元、51.26 亿元、54.18 亿元，归母净利润分别为 12.54 亿元、13.37 亿元、14.31 亿元，对应的 EPS 分别为 1.36、1.45 元、1.55 元，对应的 PE 估值分别为 24.84 倍、23.31 倍、21.78 倍（截至 2026 年 1 月 19 日）。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素：核心产品竞争加剧与降价风险；创新药研发失败风险；政策与市场环境变化风险；高管及核心技术人员流失风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,957	4,453	4,889	5,126	5,418
增长率 YoY %	16.8%	12.5%	9.8%	4.8%	5.7%
归属母公司净利润 (百万元)	1,045	1,191	1,254	1,337	1,431
增长率 YoY%	16.5%	14.0%	5.3%	6.6%	7.0%
毛利率%	88.9%	89.5%	89.0%	89.1%	89.2%
净资产收益率ROE%	13.4%	13.8%	13.5%	13.3%	13.2%
EPS(摊薄)(元)	1.13	1.29	1.36	1.45	1.55
市盈率 P/E(倍)	29.82	26.16	24.84	23.31	21.78
市净率 P/B(倍)	3.99	3.60	3.34	3.10	2.88

资料来源：iFinD，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 01 月 19 日收盘价

投资聚焦	6
1、眼科创新药龙头，创新管线打开长期成长空间	7
1.1 发展历程：从传统制药转型创新，眼科龙头成长路径清晰	7
1.2 股权结构：股权高度集中，实际控制人为柯氏家族	7
1.3 上市产品：康柏西普构筑眼科护城河，多款独家品种驱动增长	8
1.4 在研管线：覆盖眼科、精神/神经、肿瘤三大领域，眼科基因治疗进度领先	9
1.5 财务概览：生物药收入占比 53%，近十年利润端复合增速 14.7%	10
2、千亿眼科疾病蓝海市场，康柏西普高速增长	13
2.1 千亿眼科疾病蓝海市场，抗 VEGF 药物当执牛耳	13
2.2 康柏西普：上市十余年累计实现超 130 亿元销售额	15
2.3 康柏西普：峰值已近，渗透尚远，可及性有望持续提升	17
3、眼科基因治疗行业迎窗口期，全球竞速步入白热化下半场	18
3.1 基因治疗凭借“单次治疗、长期获益”破局眼科领域	18
3.2 全球超 10 款眼科基因疗法步入 III 期临床，VEGF 为最热门靶点	20
3.3 Luxturna：全球首款获批上市的眼科基因治疗药物	21
3.4 ABBV-RGX-314：全球进度最快的眼科抗 VEGF 基因疗法	21
4、创新管线梯队渐成，基因治疗国内进度领先	24
4.1 KH631：国内首款获批临床用于治疗 nAMD 的基因治疗产品	24
4.2 KH658：公司新一代眼科基因治疗药物，给药更简便、安全	25
4.3 KH815：全球首款获批临床的双载荷 ADC，中澳 I 期临床进展顺利	25
4.4 KH110：阿尔茨海默症中药创新药，处于临床 III 期	26
5、盈利预测与投资评级	27
5.1 盈利预测	27
5.2 投资评级	28
6、风险提示	29

表目录

表 1：康弘药业已上市主要品种	8
表 2：康弘药业在研管线	9
表 3：眼科疾病分类及治疗手段	13
表 4：国内已上市眼科抗 VEGF 药物梳理（截止 2025 年 9 月）	14
表 5：康柏西普四大适应症患者人数测算	17
表 6：视网膜疾病的基因治疗策略	19
表 7：全球眼科领域基因治疗药物梳理（临床 III 期以上）	20
表 8：RGX-314 注册性临床试验梳理	22
表 9：RGX-314 项目交易信息梳理	23
表 10：康弘药业 KH631 临床试验梳理	24
表 11：2025 年中国阿尔茨海默病（AD）及相关的认知症（ADRD）患病率	26
表 12：公司主营业务拆分及盈利预测（2025E-2027E）	27
表 13：康弘药业可比公司估值情况（2025E-2027E）	28

图目录

图 1：康弘药业发展历程	7
图 2：康弘药业股权结构（截止 2025 年 9 月 30 日）	7
图 3：2013—2025Q1-3 康弘药业营业收入及增速	10
图 4：2013—2025Q1-3 康弘药业扣非归母净利润及增速	10
图 5：2019—2025Q1-3 康弘药业营业收入拆分（亿元）	11
图 6：2019—2025Q1-3 康弘药业营业收入拆分占比	11
图 7：2019—2025Q1-3 康弘药业毛利率及净利率（%）	11
图 8：2019—2025Q1-3 康弘药业期间费用率（%）	11
图 9：2015—2024 年康弘药业研发投入总额及资本化研发投入（万元）	12
图 10：2019—2025Q3 康弘药业现金储备情况（亿元）	12
图 11：2019—2025Q3 康弘药业资产负债率（%）	12
图 12：全球年龄相关性黄斑变性（AMD）患者人数（亿人）	13
图 13：中国年龄相关性黄斑变性患者人数（万人）	13

图 14: 2015—2030 年全球及中国眼科药物市场规模 (十亿美元)	14
图 15: 2014—2024 年康柏西普销售收入及增速	15
图 16: 2018—2023 年雷珠单抗、康柏西普、阿柏西普销售额 (亿元)	16
图 17: 2023 年我国眼科抗 VEGF 药物竞争格局	16
图 18: 视网膜疾病基因治疗的发展历程	18
图 19: 侵入性与非侵入性眼部给药途径对比	19
图 20: 全球眼科领域基因疗法研发阶段分布	20
图 21: 全球眼科领域基因疗法靶点 TOP10	20
图 22: Luxturna 作用机制图	21
图 23: Luxturna 疗效数据	21
图 24: RGX-314 作用机制图	21
图 25: RGX-314 治疗湿性年龄相关性黄斑变性临床 II 期试验 (AAVIATE 试验)	22
图 26: KH631 作用机制图	24
图 27: 康弘药业 KH631 临床 I 期安全性结果	25
图 28: KH815 研发时光轴及临床试验登记信息	25
图 29: 公司中成药板块产品组合	26

投资聚焦

我们认为，公司核心投资价值在于大单品康柏西普提供的业绩支撑、基因治疗管线的突破以及肿瘤双载荷 ADC、阿尔茨海默症新药等在研管线后续的积极性。

1) 康柏西普：眼底疾病市场空间广阔，患者基数庞大，康柏西普渗透率低，具备一定提升空间

康柏西普自 2013 年获批上市累计实现超 130 亿元销售额，目前已获批的四大适应症总患者约 2776 万人，当前用药约 16.98 万人，渗透率仅约 0.6%，渗透率仍具有一定提升空间，可持续为公司提供业绩支撑。

2) 基因治疗：眼科基因疗法可颠覆传统疗法，海外同类竞品临床疗效已得到验证，公司产品国内进度领先

基因疗法在眼科疾病领域展现出极大的治疗潜力，有望颠覆传统生物制剂疗法。眼科抗 VEGF 基因治疗领域，海外艾伯维公司的 RGX-314 进度最快，已进展至临床 III 期，其针对湿性年龄相关性黄斑变性的疗效已在多项 II 期临床中得到验证，若顺利获批，将成为全球首款眼科 VEGF 基因疗法。康弘药业基因治疗管线 KH631/ KH658 为 RGX-314 同靶点同适应症的产品，其技术路径已获海外同类产品初步验证，有望成为国内首个获批的眼科 VEGF 基因疗法，不仅能为公司打开长期成长空间，更将重塑眼底疾病的治疗格局，巩固公司在眼科赛道的龙头地位。

3) 肿瘤双载荷 ADC：公司 KH815 为全球首个进入临床的双载荷 ADC，具备极佳的治疗潜力

公司基于其新型双载荷 ADC 平台开发的 KH815 为一款靶向 TROP2 的双载荷 ADC 药物，搭载拓扑异构酶 I 抑制剂依喜替康（EXA）与 RNA 聚合酶 II 抑制剂雷公藤甲素（TPL）两种药效分子，能在 DNA 和 RNA 两个水平上抑制肿瘤细胞生长，理论上具备极佳的治疗潜力。公司 KH815 临床前数据优异，目前已成功在中国、澳大利亚获批临床。

4) 阿尔茨海默症新药：国内 AD 患者基数大，治疗药物有限，公司中药创新药市场潜力巨大

中成药为公司传统优势业务板块，除松龄血脉康胶囊、舒肝解郁胶囊等产品外，公司另有 KH109（舒肝解郁胶囊新增焦虑症）、KH110（治疗阿尔茨海默症）、KH108（松龄血脉康胶囊新增功能性室性早搏）等在研管线储备。其中，KH110 为治疗阿尔茨海默症的中药创新药，国内 AD 患者群体庞大，总患病率达 1194.2/10 万，患者约 1699 万例，公司产品目前处于临床 III 期阶段，若顺利获批，有望在巨大的阿尔茨海默症用药市场实现快速增长。

1、眼科创新药龙头，创新管线打开长期成长空间

1.1 发展历程：从传统制药转型创新，眼科龙头成长路径清晰

康弘药业创立于 1996 年，由成都济民制药厂经多次改制与重组发展而来，2008 年正式更名为“成都康弘药业集团股份有限公司”。回顾其发展历程：康弘药业最初以中成药和化学药为核心业务，而后于 2005 年设立子公司康弘生物，正式进军生物制药领域；2013 年首款核心眼科创新药康柏西普获批上市；2015 年在深交所挂牌上市；2017-2019 年康柏西普多项适应症成功纳入国家医保目录；2021 年组建弘基生物与弘合生物两家子公司，正式布局基因治疗与合成生物学。历经近三十年发展，公司现已成为一家集研发、生产与销售为一体的创新型医药企业。

图 1：康弘药业发展历程

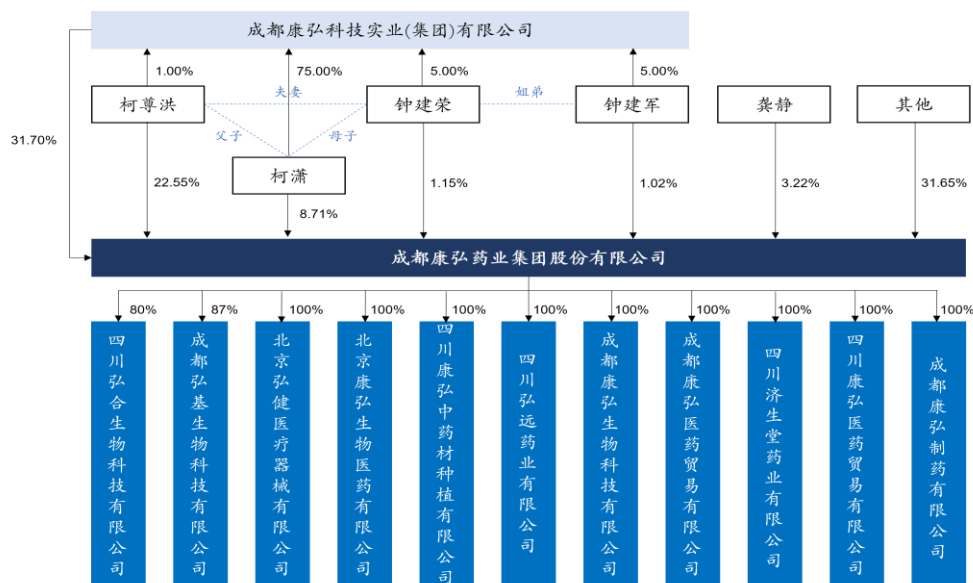


资料来源：公司官网，公司招股说明书，澎湃新闻，iFinD，公司公告等，信达证券研发中心

1.2 股权结构：股权高度集中，实际控制人为柯氏家族

公司股权高度集中，实际控制人为柯氏家族。截止 2025 年 9 月 30 日，柯尊洪、钟建荣夫妻与其子柯潇为公司实际控制人，柯潇为公司控股股东，三人直接持有康弘药业 32.41% 的股份，并通过康弘实业间接持有公司 25.68% 的股份，合计持股比例达 58.09%。康弘药业旗下控股子公司有十余家，包括康弘制药、济生堂药业、康弘生物、弘合生物、弘基生物等。

图 2：康弘药业股权结构（截止 2025 年 9 月 30 日）



资料来源：iFinD，公司公告，信达证券研发中心

1.3 上市产品：康柏西普构筑眼科护城河，多款独家品种驱动增长

公司产品管线层次清晰，大单品康柏西普构筑眼科护城河，其余多款独家品种驱动增长。康弘药业产品布局覆盖眼科、精神/神经、消化、呼吸、高血压、糖尿病等治疗领域，公司上市在销的药品超过 25 个，其中 11 个为独家品种，20 个品种纳入国家医保目录，10 个品种纳入国家基药目录。

生物药板块，公司核心产品康柏西普眼用注射液（商品名：朗沐®）于 2013 年 11 月获批上市，首发适应症为湿性年龄相关性黄斑变性（wAMD），随后相继获批病理性近视脉络膜新生血管引起的视力损伤（pmCNV）、糖尿病性黄斑水肿引起的视力损害（DME）、视网膜静脉阻塞的黄斑水肿引起的视力损伤（RVO）等多项眼底疾病适应症，成功实现对核心眼底疾病的系统性覆盖。

中成药板块，公司核心品种主要为舒肝解郁胶囊、松龄血脉康胶囊、渴络欣胶囊、一清胶囊等，具有较强的市场竞争力。

化学药板块，产品主要包括利非司特滴眼液、普拉洛芬滴眼液、盐酸文拉法辛缓释片以及阿立哌唑口崩片等。

表 1：康弘药业已上市主要品种

治疗领域	产品名称	适应症	类别	是否国家医保
眼科	康柏西普眼用注射液 (含：预充式)	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; 治疗糖尿病性黄斑水肿(DME)引起的视力损害; 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	生物制品	是
	利非司特滴眼液	治疗干眼(DED)的体征和症状	化学药	否
	普拉洛芬滴眼液	外眼及眼前节炎症的对症治疗(眼睑炎、结膜炎、角膜炎、巩膜炎、浅层巩膜炎、虹膜睫状体炎、术后炎症)	化学药	是
	玻璃酸钠滴眼液	伴随下述疾患的角结膜上皮损伤: 干燥综合征(Sjögren's syndrome)、斯·约二氏综合征(Stevens-Johnson syndrome)、干眼综合征(dry eye syndrome)等内因性疾患; 手术后、药物性、外伤、配戴隐形眼镜等外因性疾患。	化学药	是
	二氧化碳激光光束控制系统	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
精神/神经	舒肝解郁胶囊	轻、中度抑郁症	中成药	是
	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(集采)	是
	阿立哌唑口崩片	精神分裂症	化学药(集采)	是
	阿立哌唑口服溶液	精神分裂症	化学药	否
	氢溴酸伏硫西汀片	成人抑郁症	化学药(集采)	否
	草酸艾司西酞普兰口服溶液	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
	草酸艾司西酞普兰片	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
	右佐匹克隆片	失眠症	化学药(集采)	是
	富马酸喹硫平片	精神分裂症和治疗双相情感障碍的躁狂发作	化学药	是
	盐酸普拉克索缓释片	治疗成人特发性帕金森病	化学药	是
	依帕司他	糖尿病性神经病变	化学药	否
消化科	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、	化学药(集采)	是

		上腹痛等消化道症状者	采)	
	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
	富马酸伏诺拉生片	反流性食管炎	化学药	是
	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
	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
风湿免疫科	枸橼酸托法替布缓释片	类风湿关节炎；银屑病关节炎；强直性脊柱炎	化学药	是

资料来源：iFinD，公司公告，信达证券研发中心

1.4 在研管线：覆盖眼科、精神/神经、肿瘤三大领域，眼科基因治疗进度领先

公司在研管线重点覆盖眼科、精神/神经、肿瘤三大治疗领域。公司累计有 13 项研发管线处于临床阶段，其中临床 III 期管线包括 KH110（阿尔茨海默症）、KH109（焦虑症）；临床 II 期管线包括眼科基因疗法 KH631（国内 nAMD）、KH658（国内 nAMD）、合成生物学小分子 KH617（实体瘤）、KH607（抑郁症）、高剂量康柏西普 KH902-R10（DME）；临床 I 期管线包括双载荷 ADC 药物 KH815（实体瘤）、Nav1.8 抑制剂 KHN702（急性疼痛）、IL-17A 单抗 KH917（斑块状银屑病）、CD24 单抗 KH801（实体瘤）等。我们认为公司在大单品康柏西普基础上进一步拓展的高剂量剂型、创新型基因治疗产品，未来有望与康柏西普形成互补，为眼底疾病患者提供更多元化的治疗选择。此外，公司重点拓展精神/神经、肿瘤领域，布局双载荷 ADC、小分子等创新药物，拓展合成生物技术平台，整体来看公司目前创新管线梯队渐成，奠定了中长期发展基础。

表 2：康弘药业在研管线

研发代码	靶点	药物大类	药物类型	适应症	研发进度
KH110（五加益智颗粒）	无	中成药	无	阿尔茨海默症	临床 III 期
KH109（舒肝解郁胶囊）	无	中成药	无	焦虑症	临床 III 期
KH631	VEGFR	生物药	基因疗法	新生血管性（湿性）年龄相关性黄斑变性（nAMD）、糖尿病黄斑水肿（DME）	临床 II 期（中国） 临床 I 期（美国）
KH658	VEGFR	生物药	基因疗法	新生血管性（湿性）年龄相关性黄斑变性（nAMD）、糖尿病黄斑水肿（DME）、糖尿病视网膜病变（DR）	临床 II 期（中国） 临床 I 期（美国）
KH617	未披露	化学药	小分子	晚期实体瘤（包括成人弥漫性胶质瘤）	临床 II 期
KH607	GABA	化学药	小分子	抑郁症（产后抑郁）	临床 II 期
KH902-R10（高剂量康柏西普）	VEGFR	生物药	融合蛋白	糖尿病黄斑水肿（DME）	临床 II 期
KH815	TROP2	生物药	ADC	晚期实体瘤	临床 I 期（中国） 临床 I 期（澳大利亚）
KHN702	Nav1.8	化学药	小分子	急性疼痛	临床 I 期
KH917	IL-17A	生物药	单抗	斑块状银屑病	临床 I 期
KH801	CD24	生物药	单抗	晚期实体瘤	临床 I 期

KH108 (松龄血脉康胶囊)	无	中成药	无	功能性室性早搏	获批临床
KH629	THR-β	化学药	小分子	代谢相关脂肪性肝炎	获批临床 (中国) 获批临床 (美国)

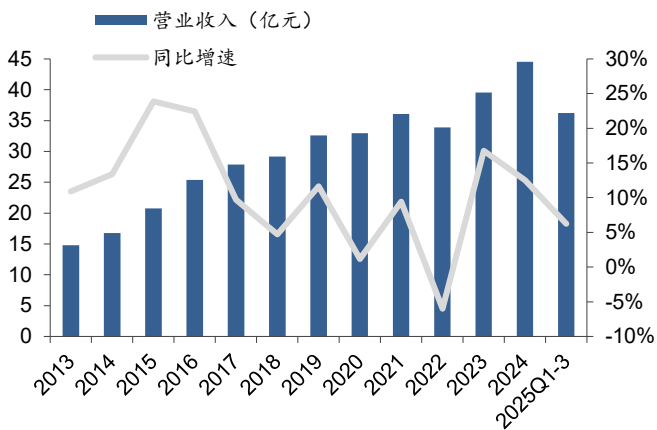
资料来源：医药魔方，公司公告，信达证券研发中心

1.5 财务概览：生物药收入占比 53%，近十年利润端复合增速 14.7%

营业收入增长稳健，复合增速约 10%。近十余年，公司营业收入保持稳健增长，从 2013 年 14.77 亿元攀升至 2024 年 44.53 亿元，复合年增长率达 9.63%，期间仅 2022 年受化药集采拖累导致收入下滑，其余年份均维持正增长，2025 年前三季度公司实现营业收入 36.24 亿元，同比增长 6.23%。

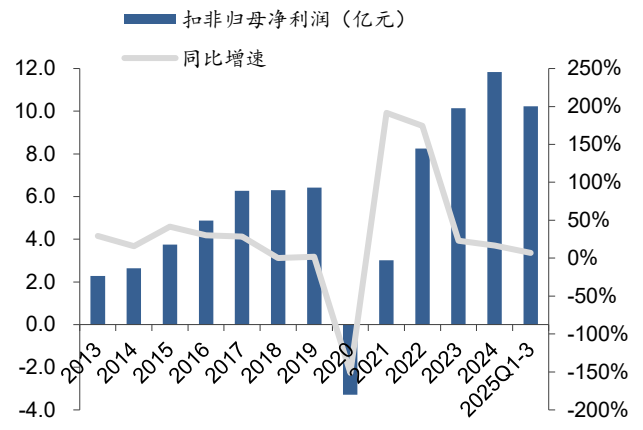
净利润剔除 2020 年康柏西普临床费用的异常影响后增势强劲。公司扣非归母净利润从 2013 年 2.28 亿元增长至 2024 年 11.84 亿元，复合年增长率达 14.71%，高于营收增速。2020 年净利润由盈转亏主要因康柏西普国际 III 期临床试验停止，截至 2020 年末累计资本化支出 13.97 亿元转入当期损益所致，2021-2024 年公司迅速回归盈利轨道，2025 年前三季度公司扣非归母净利润 10.24 亿元，同比增长 6.74%。

图 3：2013—2025Q1-3 康弘药业营业收入及增速



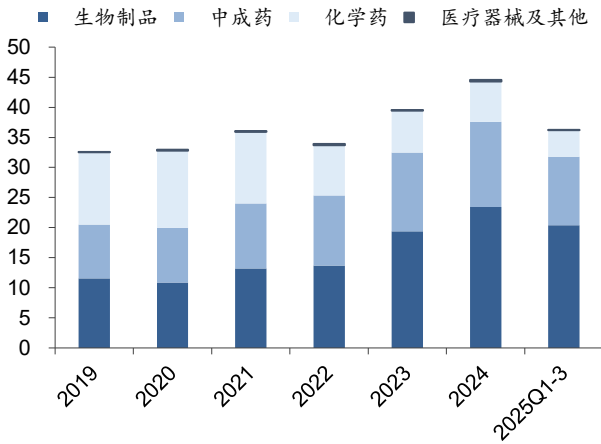
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 4：2013—2025Q1-3 康弘药业扣非归母净利润及增速

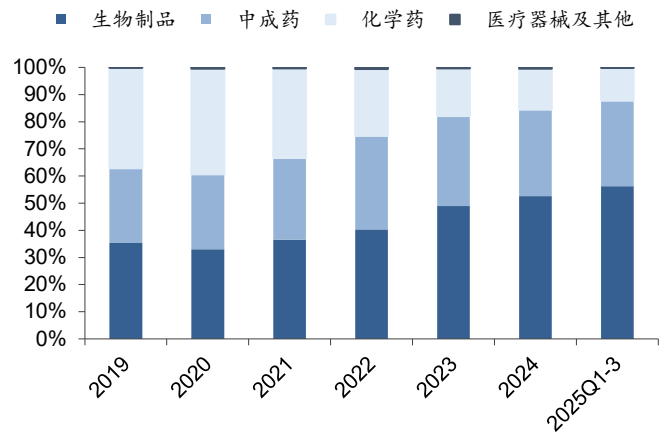


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

生物制品营收占比逐年提升，2024 年首度突破 50%。按产品类型对公司营业收入进行拆分，2024 年生物制品板块收入达到 23.43 亿元，贡献 53% 的营业收入，生物制品收入占比逐年提高主要得益于核心产品康柏西普纳入医保、新适应症拓展后持续放量。中成药板块收入及占比亦保持上升趋势，其收入由 2019 年 8.92 亿元提升至 2024 年 14.14 亿元，占比则由 27% 提升至 32%。化学药板块由于产品纳入集采呈现明显下滑趋势，2024 年化药板块贡献 6.74 亿元营收，占比约 15%，2025Q1-3 进一步下滑至 12%。

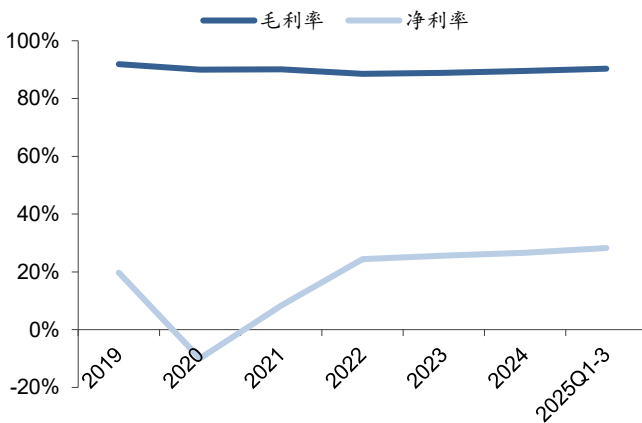
图 5：2019—2025Q1-3 康弘药业营业收入拆分（亿元）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

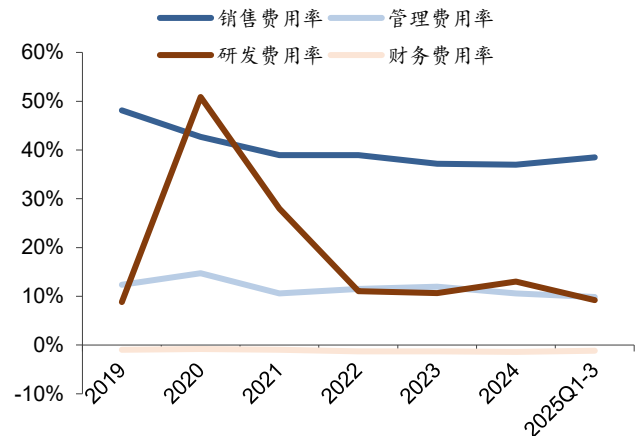
图 6：2019—2025Q1-3 康弘药业营业收入拆分占比


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

毛利率维持在较高水平，费用端控制良好。从盈利能力看，历年公司整体毛利率维持在 90% 左右，从各板块毛利率来看，生物制品板块的毛利率水平最高，约 95%，中成药板块毛利率约 87%，化学药板块毛利率整体受集采影响显著低于其他板块，毛利率仅约 77%。净利率方面，剔除 2020 年康柏西普研发费用的特殊影响，2019—2025Q1-3 公司净利率总体保持上升趋势，2025Q1-3 达 28%。期间费用率方面，公司销售费用率从 2019 年的 48% 显著降至 2025Q1-3 的 39%，销售效率持续提升；管理费用率呈波动下降趋势，2025Q1-3 已控制在 10% 以内；研发费用率近三年维持在 12% 左右。总体来看，公司控费能力强，期间费用率的整体下降提升了盈利水平。

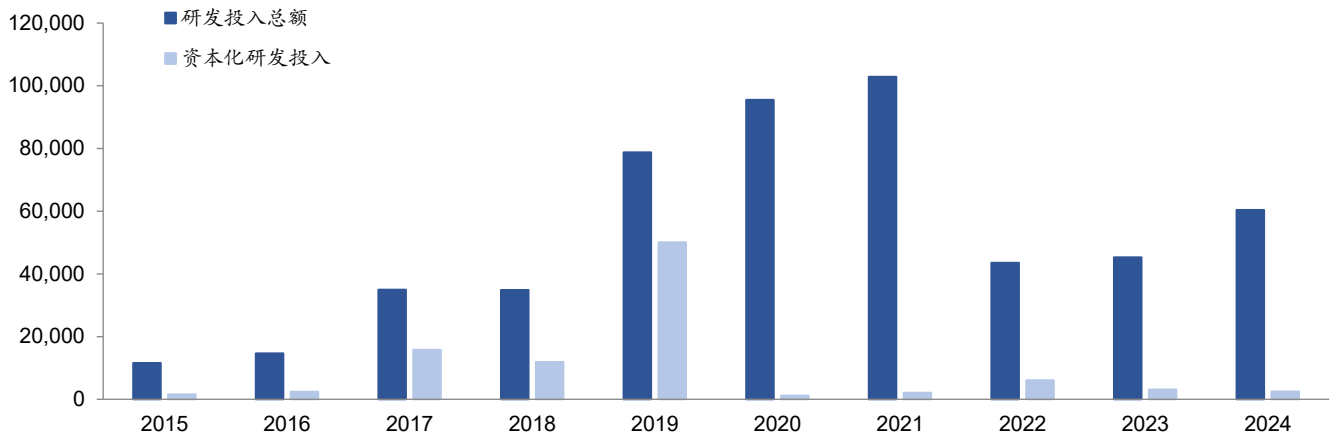
图 7：2019—2025Q1-3 康弘药业毛利率及净利率（%）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 8：2019—2025Q1-3 康弘药业期间费用率（%）


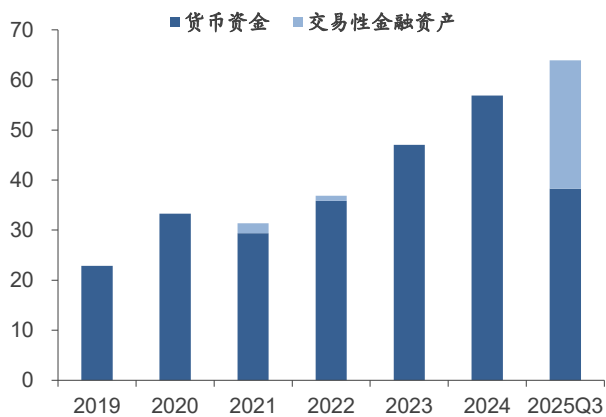
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

高度重视研发，近十年研发投入超 52 亿元。回顾公司近十年研发投入，可分为两个阶段：2015-2021 年研发投入持续加大，从 1.15 亿元增至 2021 年 10.29 亿元；第二阶段从 2022 年开始，研发投入进入调整期，规模有所回落，2022 年研发投入总额降至 4.35 亿元，目前已显示出回升迹象。2016 年，公司获得美国 FDA 批准开展康柏西普治疗 wAMD 适应症 III 期临床试验，而 2020 年因新冠疫情对试验开展造成较大影响，公司主动终止海外临床开发。我们认为，公司研发虽历经波折，但始终聚焦具备竞争优势、市场潜力大的核心领域，及时调整研发策略，保持合理且理性的研发投入，近十年累计研发投入超 52 亿元，整体来看构筑了未来长期发展的护城河。

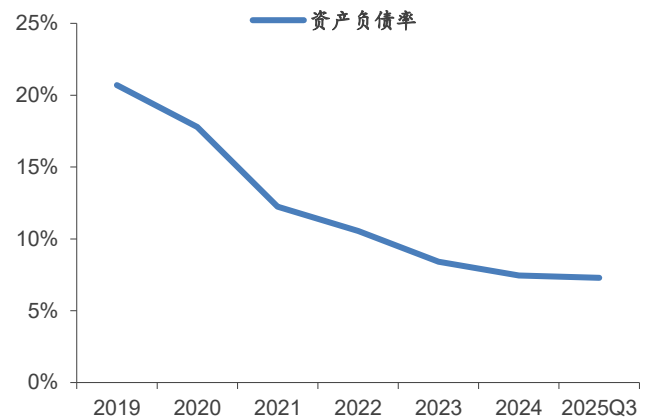
图 9：2015—2024 年康弘药业研发投入总额及资本化研发投入（万元）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

高现金储备+低资产负债率构筑财务壁垒。截止 2025 年 9 月 30 日，公司现金储备约 63.93 亿元，其中现金及现金等价物（货币资金）38.28 亿元，交易性金融资产 25.65 亿元，高额现金储备为公司提供了强大的安全垫，增强公司抗风险能力。资产负债率方面，2019—2025Q3 公司资产负债率持续下降，截止 2025 年 9 月 30 日约 7.29%，偿债风险低。

图 10：2019—2025Q3 康弘药业现金储备情况（亿元）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 11：2019—2025Q3 康弘药业资产负债率（%）


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

2、千亿眼科疾病蓝海市场，康柏西普高速增长

2.1 千亿眼科疾病蓝海市场，抗 VEGF 药物当执牛耳

在临床上，眼底疾病特指发生在眼球后段（玻璃体、视网膜、脉络膜、视神经乳头）的病变。眼底疾病属于眼科疾病的一个亚类，据摩熵咨询发布的报告显示，眼底血管疾病约占眼病患者人数的 4%。通常来说，眼底疾病对人的主要危害是造成视力下降，而严重时可能会致盲，目前该领域治疗手段有限，仍存在大量未满足的临床需求。

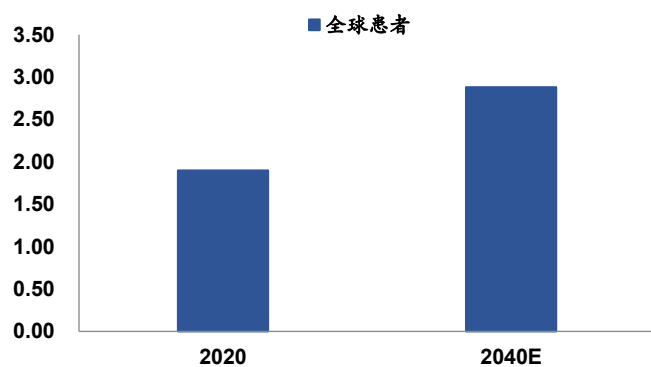
表 3：眼科疾病分类及治疗手段

主要疾病	细分病症	主要治疗手段
屈光不正（50%）	近视	框架眼镜、角膜接触镜、角膜塑形镜(OK 镜)、手术治疗、药物治疗(低浓度硫酸阿托品)
	远视	框架眼镜
干眼症（25%）	水液缺乏型干眼（ATD）	玻璃酸钠滴眼液
	蒸发过强型干眼（MGD）	环孢素滴眼液
	混合型干眼	利非司特滴眼液
白内障（14%）	先天性白内障	手术治疗
	老年性白内障	药物治疗、手术治疗（主要治疗方式）
青光眼（2%）	开角型青光眼	药物治疗（前列腺素类、 β -肾上腺能受体阻滞剂、碳酸酐酶抑制剂）、激光治疗、手术治疗
	闭角型青光眼	药物治疗（毛果芸香碱、 β -受体阻滞剂、碳酸酐酶抑制剂）、激光治疗、手术治疗
眼底疾病（4%）	老年黄斑变性（vAMD）、糖尿病性视网膜病变、视网膜静脉阻塞等	抗 VEGF 药物、七叶洋地黄双苷滴眼液、注射用维替泊芬等

资料来源：摩熵咨询，信达证券研发中心

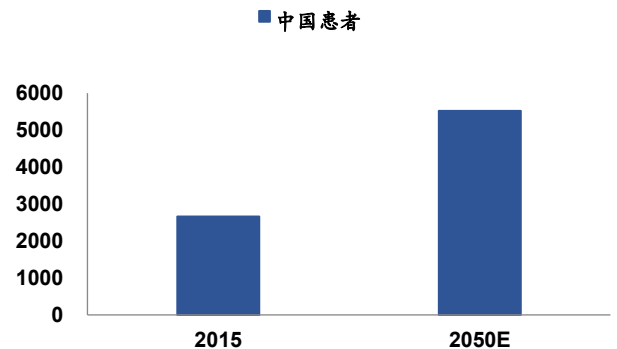
新生血管性眼病是指由于新生血管生长伴随出血、渗出、增生等病理性改变造成的影响视力的眼部疾病，是世界范围最严重致盲性眼病之一，包括新生血管性年龄相关性黄斑变性（nAMD）、糖尿病性视网膜病变(DR)等。根据《2023 年中国年龄相关性黄斑变性临床诊疗指南》，全球 AMD 的总患病率在 45-85 岁的人群中约为 8.69%，2020 年全球患者规模约 1.9 亿例，预计到 2040 年，患者数量将增长至 2.88 亿例。2015 年我国约有 2665 万例 AMD 患者，预计至 2050 年将增长至 5519 万例。

图 12：全球年龄相关性黄斑变性（AMD）患者人数（亿人）



资料来源：《2023 年中国年龄相关性黄斑变性临床诊疗指南》，摩熵咨询，信达证券研发中心

图 13：中国年龄相关性黄斑变性患者人数（万人）

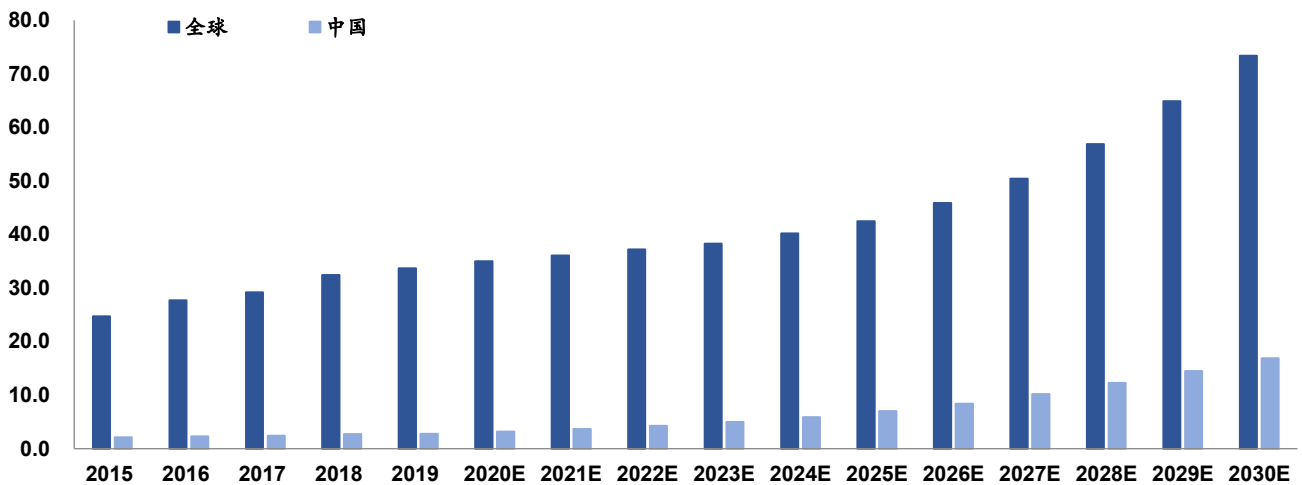


资料来源：《2023 年中国年龄相关性黄斑变性临床诊疗指南》，摩熵咨询，信达证券研发中心

全球眼科药物市场规模有望突破 700 亿美元，中国市场增速显著高于全球。根据弗若斯特沙利文数据，2019 年全球眼科药物市场规模已达到 337 亿美元，预计 2030 年将突破 700 亿美元大关，2024-2030 年复合年增长率为 10.6%。我国眼科药物市场亦保持增长态势，2019 年已达 28 亿美元，预计 2030 年将增长至 169 亿美元，2024-2030 年复合增长率达 19.1%，中国眼科药物市场正以近乎全球两倍的增速强势增长。

抗 VEGF 药物为眼底疾病主流治疗手段，市场规模有望超 300 亿元。血管内皮生长因子（VEGF）是最重要的促血管生成因子，可在体内诱导血管的新生，目前靶向 VEGF 治疗药物主要用于实体瘤、眼科疾病两大领域，根据多项临床诊疗指南，抗 VEGF 药物已被列为治疗年龄相关性黄斑变性、糖尿病视网膜病变等眼底疾病的一线疗法。根据研观报告网数据，预计至 2030 年，国内抗 VEGF 单抗药物市场将看齐 320 亿元规模，2025-2030 年复合年增长率约 17.7%。

图 14：2015—2030 年全球及中国眼科药物市场规模（十亿美元）



资料来源：欧康维视生物招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

雷珠单抗为首款在我国上市的眼科抗 VEGF 药物，由基因泰克/诺华合作研发，最早于 2006 年获得 FDA 批准，2011 年进入中国市场；第二款上市产品康柏西普为我国首个自主研发的抗 VEGF 一类新药，由康弘药业开发，于 2013 年获批上市；阿柏西普由拜耳/再生元公司开发，2011 年在美国获批，2017 年在我国获批，成为第三款在我国上市的眼科抗 VEGF 药物。雷珠单抗、康柏西普以及阿柏西普为国内市场第一代眼科抗 VEGF 药物。

2023 年，罗氏旗下新一代抗 VEGF 药物法瑞西单抗获批上市，与此前上市的单抗、融合蛋白产品不同，法瑞西单抗为 VEGF/Ang2 双特异性抗体，可通过双重作用机制增强疗效。2025 年，由诺华研发的布西珠单抗获批上市，这款产品为全球首款用于眼科的人源化单链抗体药物，具备超小分子、高浓度等创新优势，相比于上一代产品雷珠单抗实现了强效控制积液、延长治疗间隔等治疗突破。

除原研产品外，齐鲁制药研发的两款生物类似药阿柏西普类似物、雷珠单抗类似物也分别于 2023 年、2024 年获批上市。总体来看，国内眼科抗 VEGF 药物市场主要由第一代产品、第二代产品以及生物类似药构成。

表 4：国内已上市眼科抗 VEGF 药物梳理（截止 2025 年 9 月）

药品名称	商品名	研发企业	作用机制	中国首次年份	已获批适应症
------	-----	------	------	--------	--------

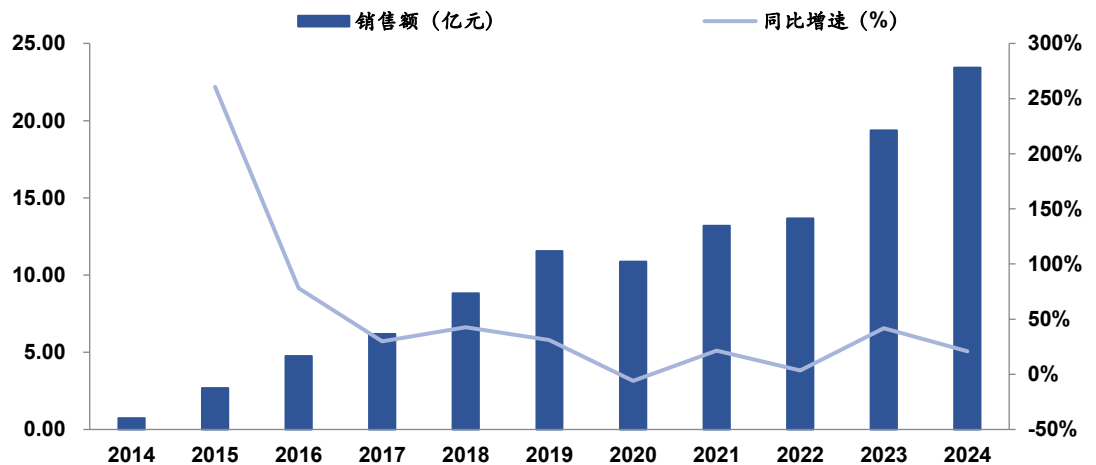
雷珠单抗	Lucentis	基因泰克/诺华	anti-VEGF-A 抗体片段	2011 年	nAMD、RVO、DME、CNV
康柏西普	朗沐	康弘药业	VEGFR- Fc 融合蛋白	2013 年	nAMD、RVO、DME、CNV
阿柏西普	Eylea	拜耳/再生元	VEGFR- Fc 融合蛋白	2017 年	nAMD、DME
阿柏西普类似物	卓初明	齐鲁制药	VEGFR- Fc 融合蛋白	2023 年	nAMD、DME
法瑞西单抗	Vabysmo	罗氏	anti-Ang2/VEGF-A 双抗	2023 年	DME、nAMD、BRVO
雷珠单抗类似物	Rimmyrah	齐鲁制药	anti-VEGF-A 抗体片段	2024 年	AMD
布西珠单抗	Beovu	诺华	anti-VEGF-A 单抗抗体	2025 年	DME

资料来源：医药魔方，摩熵咨询，信达证券研发中心

2.2 康柏西普：上市十余年累计实现超 130 亿元销售额

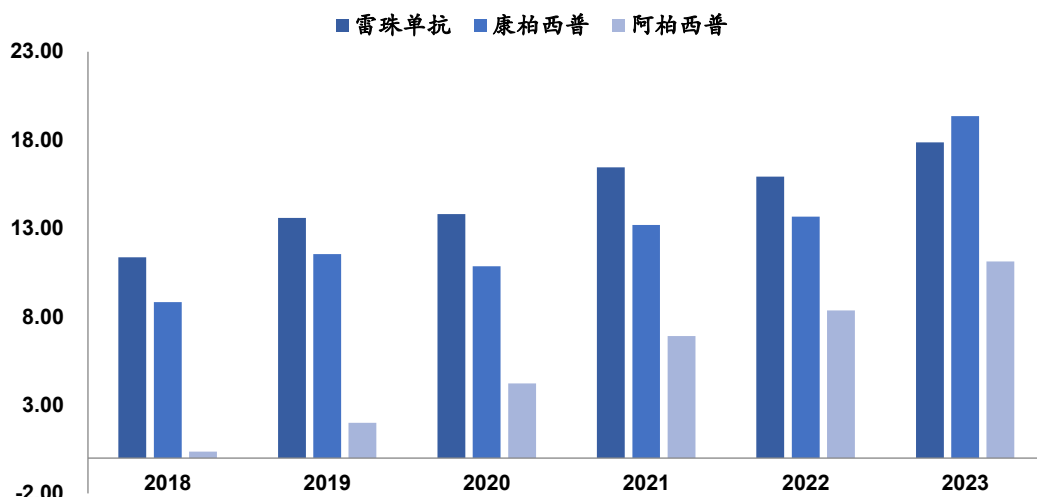
康柏西普上市十余年销售持续增长，累计实现销售额超 130 亿元。康弘药业核心产品为康柏西普，其通过融合人 VEGFR-1 的 D2 区、VEGFR-2 的 D3、D4 区与 IgG1 Fc 段，形成高亲和力的 VEGF 抑制剂，能够阻断 VEGF 与其受体的结合，从而抑制病理性新血管生成，这款药物为国内首个拥有完全自主知识产权的眼科生物创新药，并取得 WHO 国际通用名。自 2013 年底获批上市后，从 2014-2024 年数据看，康柏西普销售额从 0.74 亿元持续增长至 23.43 亿元，仅在 2020 年出现小幅回落，其余年份均保持正增长，年复合增长率高达 37%。截止 2025 年 9 月 30 日，康柏西普上市累计实现产品销售额超 130 亿元。

图 15：2014—2024 年康柏西普销售收入及增速



资料来源：iFinD，信达证券研发中心，备注：公司生物制品板块为康柏西普产品，该板块营收可代表康柏西普销售收入

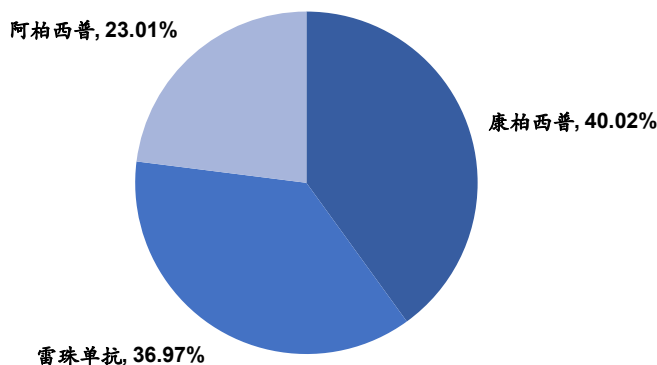
2023 年康柏西普销售额首超雷珠单抗，市占率突破 40%。从竞品销售额来看，诺华旗下雷珠单抗 2011 年率先上市，具有先发优势，持续占领国内眼科抗 VEGF 药物市场，2023 年销售额达 17.88 亿元。再生元研发的阿柏西普销售额则从 2018 年 0.37 亿元增长至 2023 年 11.13 亿元，销售额整体小于雷珠单抗和康柏西普。总体上看，三款产品呈现“三足鼎立”之势，2023 年之前雷珠单抗销售表现优于其余两款产品，而康柏西普在 2023 年以 19.36 亿元赶超雷珠单抗，打破进口垄断，市场份额跃居第一，达到 40.02%。

图 16：2018—2023 年雷珠单抗、康柏西普、阿柏西普销售额（亿元）


资料来源：摩熵咨询，公司公告，信达证券研发中心

从疗效与安全性维度看，雷珠、康柏、阿柏三足鼎立。疗效方面，三款产品在疗效上无绝对优劣：1) 湿性年龄相关黄斑变性 (wAMD)：在为期一年的治疗周期内，三款药对于患者视力的改善效果相似，平均可提升 ETDRS 视力表字母约 10 至 12 个，而康柏西普和阿柏西普降低患者黄斑水肿更显著；2) 糖尿病性黄斑水肿 (DME)：对于基线视力较差 (视力 ≤ 0.5) 的糖尿病性黄斑水肿患者，阿柏西普相较于其他两款产品在视力改善方面展现出更显著的疗效，而康柏西普降低黄斑中央厚度 CMT 效果突出；3) 视网膜静脉阻塞 (RVO)：康柏西普水肿消退能力与雷珠单抗相似，但其注射频次更低；4) 病理性近视 (CNV)：三款药物疗效无显著差异。

安全性方面，三款药物在眼部安全性方面均表现良好，常见不良事件包括结膜出血、眼压升高、眼内炎症等。雷珠单抗上市时间最早，对于非常关注长期安全性数据的患者是最为稳妥的选择，而对于希望减少注射次数、降低注射风险的患者来说，康柏西普 (3+Q3M) 和阿柏西普 (3+Q2M) 注射频率低于雷珠单抗，是更优的选择。三款产品在疗效和安全性维度各具特点，能够满足不同患者的个体化治疗需求，这也反映在其市场表现上，三款产品在我国眼底疾病市场中均占据重要地位，呈现出均衡竞争的态势。

图 17：2023 年我国眼科抗 VEGF 药物竞争格局


资料来源：摩熵咨询，信达证券研发中心

2.3 康柏西普：峰值已近，渗透尚远，可及性有望持续提升

经测算，康柏西普四大适应症对应的国内患者总数约 2776 万，实际仅渗透约 17 万人，渗透率为 0.6%，未来还有较大渗透率提升空间。通过查阅国家统计局人口数据、流行病学文献、疾病诊疗指南等，我们测算出目前康柏西普已获批上市的四大适应症对应的患者人数，中国合计患者人数约 2776 万人，其中包括 wAMD 患者 996 万人、pmCNV 患者 226 万人、DME 患者 821 万人、RVO 患者 733 万人。从治疗渗透率角度分析，2024 年康柏西普全国销售额约 23.43 亿元，根据康柏西普 3+Q3M 常规给药方案，即先进行 3 次连续注射，随后每 3 个月再注射一次，理论上每名患者一年需注射 6 次，但在真实世界中患者因治疗负担、依从性等因素导致实际年注射次数低于 6 次，假设实际注射 4 次，单价 3453 元/支，年治疗费用需 1.38 万元。据此测算，目前我国使用康柏西普的患者人数约为 16.98 万人，按总患者 2776 万计算，当前康柏西普渗透率仅为 0.6%。我们认为，目前康柏西普渗透率处于较低水平，理论上仍存在提升空间，未来有望惠及更多目标患者。

表 5：康柏西普四大适应症患者人数测算

适应症	患者人数测算
湿性年龄相关性黄斑变性 (wAMD) 获批时间：2013-11-29	
我国 50 岁以上人口数量 (亿人)	5.4
50 岁以上人群 AMD 患病率	15.5%
湿性年龄相关性黄斑变性 (wAMD) 占比	11.9%
wAMD 患者人数 (万人)	996
病理性近视脉络膜新生血管 (pmCNV) 引起的视力损伤 获批时间：2017-05-22	
我国人口数量 (亿人)	14.1
病理性近视患病率	0.9%~3.1% (按 2% 测算)
发生脉络膜新生血管(CNV)患者占比	5.2%~11.3% (按 8% 测算)
pmCNV 患者人数 (万人)	226
糖尿病性黄斑水肿 (DME) 引起的视力损害 获批时间：2019-05-20	
我国人口数量 (亿人)	14.1
糖尿病患病率	11.2%
糖尿病患者中 DME 占比	5.2%
DME 患者人数 (万人)	821
视网膜静脉阻塞 (RVO) 的黄斑水肿引起的视力损伤 获批时间：2022-04-29	
我国人口数量 (亿人)	14.1
CRVO 患病率	0.08%
BRVO 患病率	0.442%
RVO 患者人数 (万人)	733
四大适应症合计患者人数 (万人)	2776

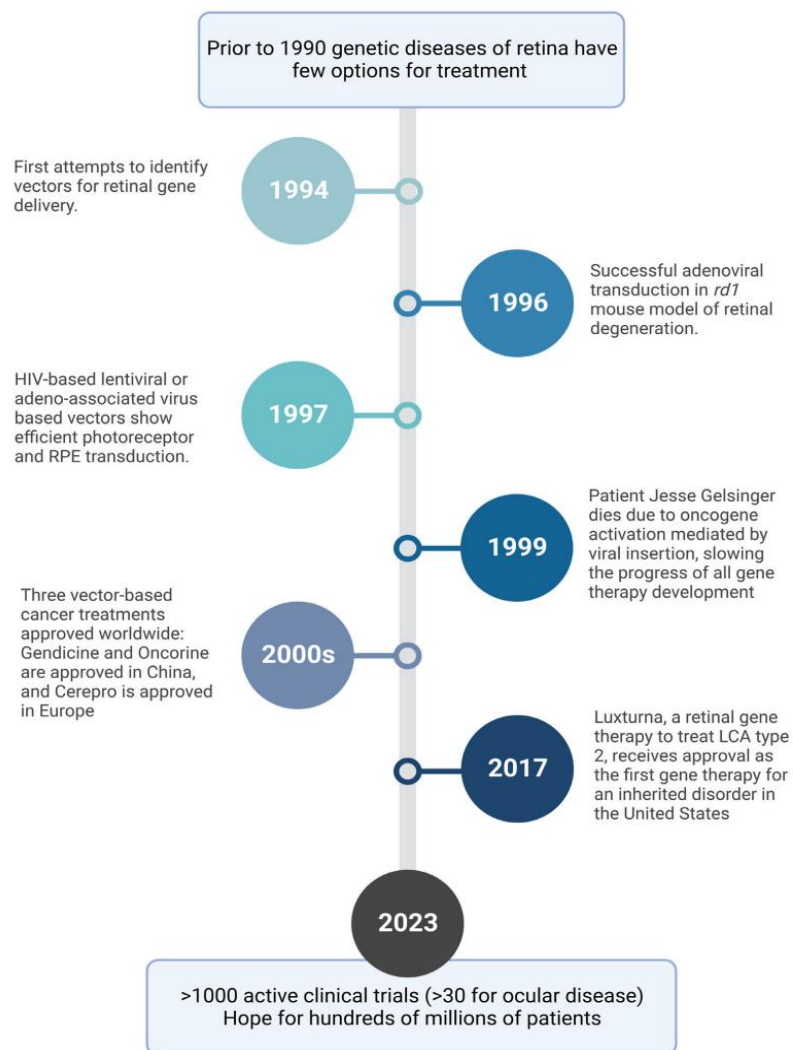
资料来源：国家统计局，Am J Ophthalmol，Ophthalmology，医信眼科微信公众号等，信达证券研发中心

3、眼科基因治疗行业迎窗口期，全球竞速步入白热化下半场

3.1 基因治疗凭借“单次治疗、长期获益”破局眼科领域

回顾眼科基因治疗发展历程：视网膜基因治疗的研究最早始于 20 世纪 90 年代，1994 年研究人员首次确定用于视网膜基因递送的载体；1996 年人们成功使用腺病毒载体对隐性视网膜退化性疾病小鼠模型进行基因治疗；1999 年基因治疗折戟，一名患者在接受基因治疗时因病毒插入介导的致癌基因激活而死亡，基因治疗发展放缓；2017 年全球首款眼科基因疗法 Luxturna 获批上市，用于治疗由 RPE65 基因突变引起的遗传性视网膜疾病；2023 年全球范围内有超过 30 项眼科基因治疗管线正在开展。

图 18：视网膜疾病基因治疗的发展历程



资料来源：[1] Drag S, Dotiwala F, Upadhyay A K. Gene Therapy for Retinal Degenerative Diseases: Progress, Challenges, and Future Directions[J]. *Investigative Ophthalmology & Visual Science*, 2023, 64(7):17.，信达证券研发中心

眼科基因治疗正凭借“单次治疗、长期获益”等优势颠覆传统疗法。针对眼底疾病，传统治疗手段如抗 VEGF 药物注射、激光治疗等，仅能缓解症状或延缓疾病进展，无法从根源上修复病变组织的功能，传统疗法存在诸多局限性，新型治疗手段如基因治疗的出现，为该疾病领域的患者带来革命性的新希望。我们认为，相较于传统抗 VEGF 药物需高频注射的沉重负担，基因疗法可通过一次性干预实现永久性治愈，有望从根本上降低患者治疗负担，颠覆

性替代趋势明确。

从治疗策略来看，眼科基因治疗主要有四大治疗策略，包括基因替代、基因沉默、基因编辑与修饰基因治疗。视网膜基因治疗策略因突变性质的不同而异，总体上分为：1) 基因替代/增补、2) 突变基因沉默、3) 基因编辑、4) 修饰基因治疗四大策略。基因替代疗法适用于由功能丧失型突变引起的常染色体隐性遗传病，代表产品为美国基因疗法公司 Spark Therapeutics (被罗氏收购) 开发的 Luxturna；基因沉默策略则主要通过 RNA 干扰等技术抑制突变等位基因的表达，以消除其毒性增益功能；基因编辑旨在对基因组进行精准修正，从根源上永久性修复致病突变；修饰基因治疗则通过利用修饰基因作用于缺陷基因的上下游通路，从而调节疾病通路，改善细胞存活与功能。

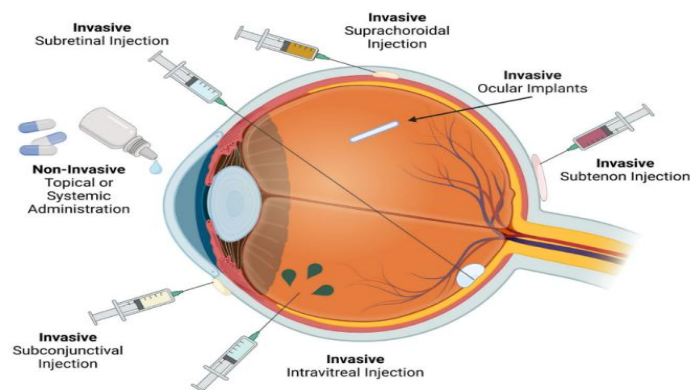
表 6：视网膜疾病的基因治疗策略

治疗策略	描述	优势	局限性	适用场景
基因替代治疗	导入功能正常的基因拷贝，以补充或替代功能异常的基因(单基因单疗法)	方法直接、操作简单	需明确致病基因突变；对多基因疾病无效；需为每种突变单独研发基因治疗产品，成本高昂	单基因隐性遗传性疾病；明确疾病的遗传基础
基因沉默治疗	利用小干扰 RNA (siRNA) 降解序列靶向的信使 RNA (mRNA)，从而清除缺陷基因产生的异常产物	借助自然机制降低异常基因表达	RNA 在细胞内不稳定，易降解；小干扰 RNA 生物利用度低；非特异性靶向可能导致脱靶效应及免疫原性	涉及致病基因过表达的遗传性疾病或显性突变相关疾病
基因编辑治疗	针对性纠正基因中的突变，或降低突变蛋白的表达，以改善疾病状态	靶向性强、可精准纠正突变；能对 DNA 进行永久性、精准修饰	需明确致病基因突变；对多基因疾病无效；需为每种突变单独研发基因治疗产品，成本高昂	单基因疾病(点突变、小片段突变、剪接缺陷)；明确疾病的遗传基础
修饰基因治疗	利用修饰基因作用于缺陷基因的上下游通路	不依赖于特定突变(突变无关性)；单次治疗可影响多个基因	为特定疾病表型筛选合适的修饰基因存在挑战	多基因疾病及多因素遗传性疾病

资料来源：[1] Drag S, Dotiwala F, Upadhyay A K. Gene Therapy for Retinal Degenerative Diseases: Progress, Challenges, and Future Directions[J]. Investigative Ophthalmology & Visual Science, 2023, 64(7):17., 信达证券研发中心

从给药途径来看，眼科基因治疗药物给药分为非侵入性与侵入性途径。非侵入性途径又称无创给药，包括局部给药(如滴眼液、隐形眼镜)和全身给药，这种方式不损伤眼部组织，操作简便。侵入性途径即有创给药，包括视网膜下注射、玻璃体腔内注射、脉络膜上腔注射等，横向对比来看，视网膜下注射可将药物直接递送至视网膜细胞，全球首款眼科基因治疗产品 Luxturna 即采用该给药方式，玻璃体腔内注射比视网膜下注射创伤更小，手术操作更简便，而脉络膜上腔注射则无需在手术室进行麻醉，且生物利用度高于玻璃体腔内注射。

图 19：侵入性与非侵入性眼部给药途径对比

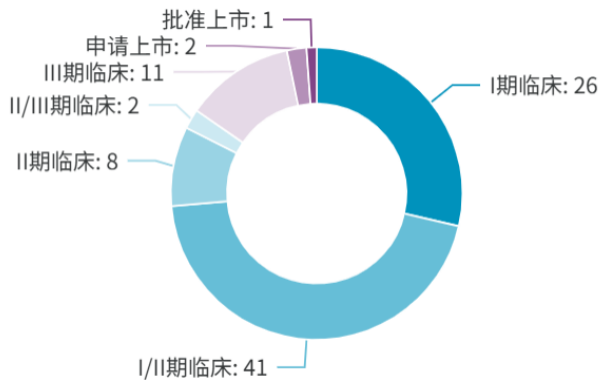


资料来源：[1] Drag S, Dotiwala F, Upadhyay A K. Gene Therapy for Retinal Degenerative Diseases: Progress, Challenges, and Future Directions[J]. Investigative Ophthalmology & Visual Science, 2023, 64(7):17., 信达证券研发中心

3.2 全球超 10 款眼科基因疗法步入 III 期临床，VEGF 为最热门靶点

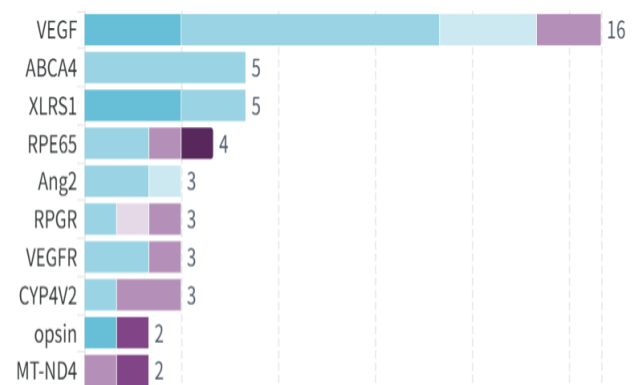
全球已上市眼科基因治疗药物仅 1 款，NDA 阶段 2 款，临床 III 期阶段 11 款。根据博研咨询公布的数据，全球眼科基因疗法市场规模在 2020 年已达到约 15 亿美元，预计到 2030 年将达到 80 亿美元。截止 2025 年 10 月，全球共有超过 90 款临床在研眼科基因疗法，其中罗氏制药的 Luxturna 是眼科领域首个且目前唯一获批上市的 AAV 基因治疗药物，此外，全球范围内还有 2 款产品申报 NDA，11 款药物处于临床 III 期，2 款药物处于临床 II/III 期，8 款药物处于临床 II 期。从靶点来看，VEGF 为最热门靶点，总计有 16 款产品针对 VEGF 靶点，ABCA4 靶点、XLR51 靶点各有 5 款产品。

图 20：全球眼科领域基因疗法研发阶段分布



资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

图 21：全球眼科领域基因疗法靶点 TOP10



资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

表 7：全球眼科领域基因治疗药物梳理（临床 III 期以上）

药物名称	靶点	研发机构	适应症	最高研发阶段
voretigene neparvovec	RPE65	诺华/ Spark Therapeutics (罗氏)	遗传性视网膜营养不良；先天性黑蒙症；视网膜失养症	批准上市
lenadogene nolparvovec	MT-ND4	GenSight Biologics/ Genethon/三生制药	Leber 遗传性视神经病变	申请上市
sonpiretigene isteparvovec	opsin	Nanoscope Therapeutics	视网膜色素变性；斯特格氏病；地图样萎缩	申请上市
VGR-R01	CYP4V2	天泽云泰	比埃蒂晶体营养不良	III 期临床
esonadogene imvoparvovec	MT-ND4	纽福斯/华中科技大学	Leber 遗传性视神经病变	III 期临床
botaretigene sparvovec	RPGR	强生/ MeiraGTx	X 连锁视网膜色素变性	III 期临床
ixoberogene soroparvovec	VEGFR	Annapurna Therapeutics	湿性年龄相关性黄斑变性；糖尿病黄斑水肿	III 期临床
surabgene lomparvovec	VEGF	艾伯维/ ReGenXBio	湿性年龄相关性黄斑变性；糖尿病视网膜病变；糖尿病黄斑水肿	III 期临床
OCU400	PNR	Ocugen; KwangDong Pharmaceutical; 康希诺	视网膜色素变性；先天性黑蒙症；巴德-毕德氏症候群；遗传性视网膜营养不良	III 期临床
ZVS101e	CYP4V2	中因科技	比埃蒂晶体营养不良	III 期临床
LX101	RPE65	朗信生物	遗传性视网膜营养不良；先天性黑蒙症；视网膜变性	III 期临床
AAV-AIPL	AIPL1	MeiraGTx	先天性黑蒙症	III 期临床
KB803	COL7A1	Krystal Biotech	眼科疾病；营养不良性大疱性表皮松懈	III 期临床

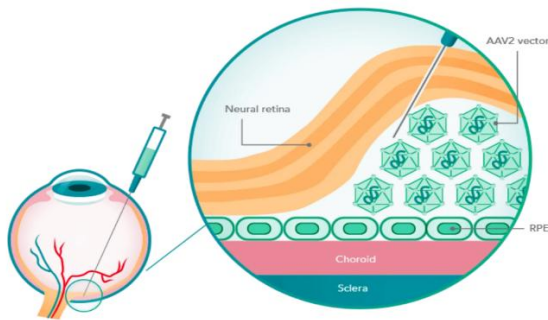
4D-150	PIGF; VEGF-C	4D Molecular Therapeutics	年龄相关性黄斑变性; 湿性年龄相关性黄斑变性; 糖尿病黄斑水肿; 糖尿病视网膜病变	III 期临床
--------	--------------	---------------------------	---	---------

资料来源: 医药魔方, 信达证券研发中心

3.3 Luxturna: 全球首款获批上市的眼科基因治疗药物

Voretigene neparvovec (商品名: Luxturna) 是全球首个获批用于治疗遗传性视网膜营养不良 (RPE65 突变) 的基因疗法。这款产品最早由 Spark Therapeutics 公司开发, 后被罗氏收购, 最早于 2017 年 12 月获得 FDA 批准, 之后在欧洲 (2018 年 11 月)、日本 (2023 年 6 月) 等国家或地区相继获批。Luxturna 采用 AAV2 病毒包装人类 RPE65 cDNA, 通过亚眼后部注射, 将正常 RPE65 基因直接送入视网膜色素上皮细胞, 表达的 RPE65 蛋白可恢复视网膜视觉循环中的关键酶, 从而改善患者眼部光感受器的功能, 提升低光视力和移动能力。在关键性 III 期临床试验中: 通过 MLMT (多光强度移动测试) 评估, Luxturna 治疗组 (两眼使用) 患者的视力改善中位水平为提升 2 级, 而对照组则未见改善 (0 级), 此外, 治疗组中有 52% 的患者视力提升达到 2 级或以上, 该比例显著高于对照组的 10%。Luxturna 在 III 期临床试验中显著改善了患者的功能性视力, 为 RPE65 基因突变患者的治疗提供了明确的疗效证据。

图 22: Luxturna 作用机制图



资料来源: Luxturna 产品官网, 信达证券研发中心

图 23: Luxturna 疗效数据

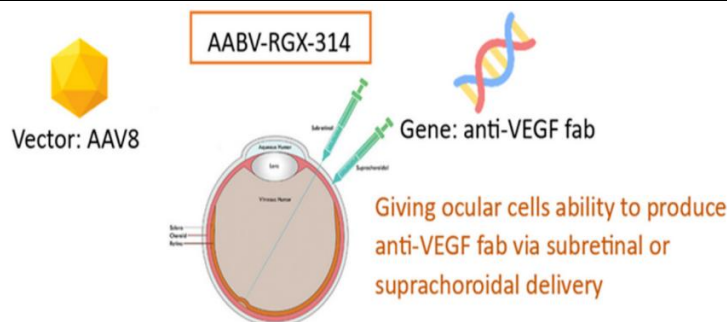
Efficacy outcomes ¹	LUXTURNA n=21	Control n=10	Difference (LUXTURNA - control)
MLMT [®] score change for bilateral eyes, median (min, max)	2 (0, 4)	0 (-1, 2)	2
MLMT score change for first-treated eye, median (min, max)	2 (0, 4)	0 (-1, 1)	2

资料来源: Luxturna 产品官网, 信达证券研发中心

3.4 ABBV-RGX-314: 全球进度最快的眼科抗 VEGF 基因疗法

在全球眼科抗 VEGF 基因治疗领域, **Surabgene lomparvovec (研发代码: RGX-314 或 ABBV-RGX-314)** 进度最快, 已进展至临床 III 期。RGX-314 是一款由 ReGenXBio 公司基于其 NAV 技术平台开发的基因疗法, 以经过优化的 NAV AAV8 作为基因递送载体, 包载一段编码抗 VEGF 单抗片段的基因序列, 通过玻璃体内注射方式递送至眼部后, 病毒载体感染视网膜细胞, 并持续、稳定地表达并分泌抗 VEGF 蛋白片段, 主要用于治疗湿性年龄相关性黄斑变性 (wAMD) 等 VEGF 介导的视网膜疾病。

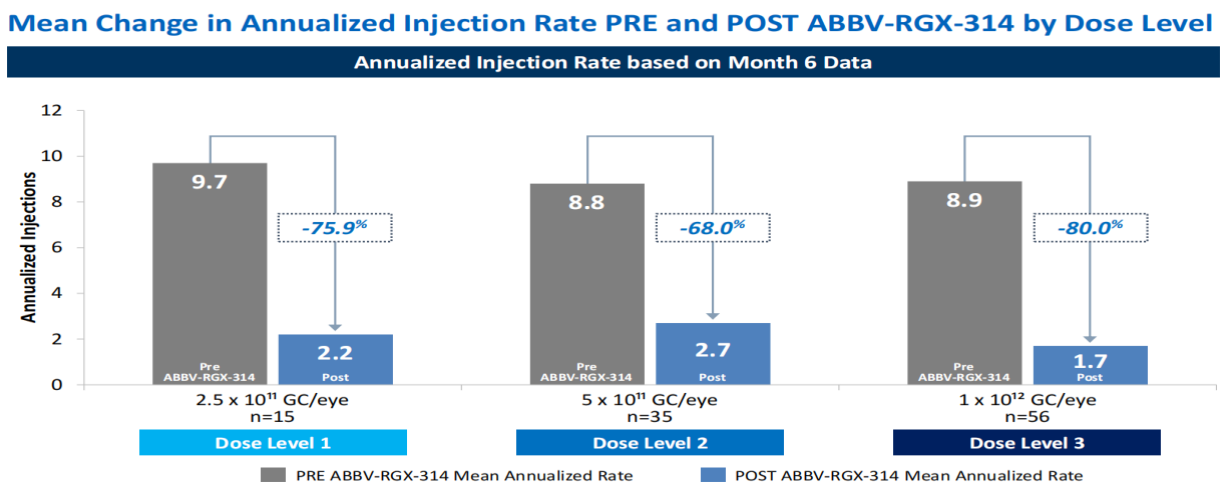
图 24: RGX-314 作用机制图



资料来源: Researchgate, Graefe's Archive for Clinical and Experimental Ophthalmology, 信达证券研发中心

RGX-314 有效性已在多项 II 期临床试验中得到验证。AAVIATE 试验是一项 II 期、多中心、开放标签、随机、活性对照、剂量递增研究，用于评估 RGX-314 在湿性 AMD 患者中通过脉络膜上腔给药后的有效性、安全性和耐受性。该试验共分为 2.5×10^{11} GC/眼（队列 1）、 5×10^{11} GC/眼（队列 2 和 3）、 1.0×10^{12} GC/眼（队列 4 和 5 和 6）3 个剂量水平组，中期结果显示：接受 RGX-314 治疗的患者在六个月后仍显示出稳定的 BCVA（最佳矫正视力）和 CRT（中心视网膜厚度），3 个剂量水平组治疗患者年化注射率减少程度分别为 75.9%、68.0%、80.0%。安全性方面，3 个剂量水平组的患者没有报告与药物相关的严重不良事件（SAEs），与眼睛相关的所有治疗相关不良事件（TEAEs）均为轻度或中度，包括眼内压增高、巩膜炎和结膜充血等，整体展现出良好的安全性和耐受性。除 AAVIATE 试验外，RGX-314 的疗效还在 RGX-314-2103、RGX-314-5101 等多项 II 期临床试验中得到验证，总体显示出优异的疗效。

图 25: RGX-314 治疗湿性年龄相关性黄斑变性临床 II 期试验 (AAVIATE 试验)



资料来源: REGENXBIO 公司官网, 信达证券研发中心

目前 RGX-314 共有 3 项 III 期注册性临床试验正在开展，为全球范围内进度最快的眼科抗 VEGF 基因疗法。M24-528 (NCT07007065) 研究是一项随机、对照、部分盲法、IIIb 期临床试验 (n=561)，旨在评估 RGX-314（剂量 1 或剂量 2，视网膜下注射，1 次）对比雷珠单抗（玻璃体内注射）治疗既往接受过治疗的 50 岁及以上湿性年龄相关性黄斑变性患者的有效性和安全性，研究的主要终点是治疗第 54 周抗 VEGF 疗法年化注射次数和治疗 5 年内的不良事件情况。M24-528 已于 2025 年 6 月启动，此外 ATMOSPHERE (NCT04704921)、ASCENT (NCT05407636) 已完成患者入组，预计于 2026 年数据读出。

表 8: RGX-314 注册性临床试验梳理

主登记号	试验简称	适应症	试验方案	试验分期	试验状态	首次公示日期	计划完成日期	目标入组人数
NCT07007065	M24-528	湿性年龄相关性黄斑变性	surabgene lomparovec; 雷珠单抗	Phase III	招募中	2025-06-05	2033-03-01	561
NCT05407636	ASCENT	湿性年龄相关性黄斑变性	阿柏西普; surabgene lomparovec	Phase III	完成招募	2022-06-07	2026-10-31	660
NCT04704921	ATMOSPHERE	湿性年龄相关性黄斑变性	surabgene lomparovec; 雷珠单抗	Phase II/III	完成招募	2021-01-12	2027-11-01	630

资料来源: 医药魔方, 信达证券研发中心

艾伯维超 17 亿美元引进 RGX-314，加码眼科基因治疗。2021 年 9 月 13 日，艾伯维和 REGENXBIO 公司宣布合作开发 RGX-314 并将其商业化，根据合作协议，REGENXBIO 将负责完成正在进行的 RGX-314 试验，而双方将在 RGX-314 的其他试验上合作并分担费用，包括湿性 AMD 适应症，艾伯维将向 REGENXBIO 支付 3.7 亿美元的预付款，且 REGENXBIO 将有可能获得高达 13.8 亿美元的额外开发、监管和商业里程碑，交易总金额达 17.5 亿美元。

表 9：RGX-314 项目交易信息梳理

项目属性	详细内容
交易名称	艾伯维与 Regenxbio 达成合作和许可协议，共同开发用于视网膜疾病的基因疗法
交易时间	2021-09-13
转让方	ReGenXBio
受让方	AbbVie
总金额（百万美元）	1,750.00
首付款（百万美元）	370.00
里程碑（百万美元）	1,380.00
交易时研发阶段	II/III 期临床

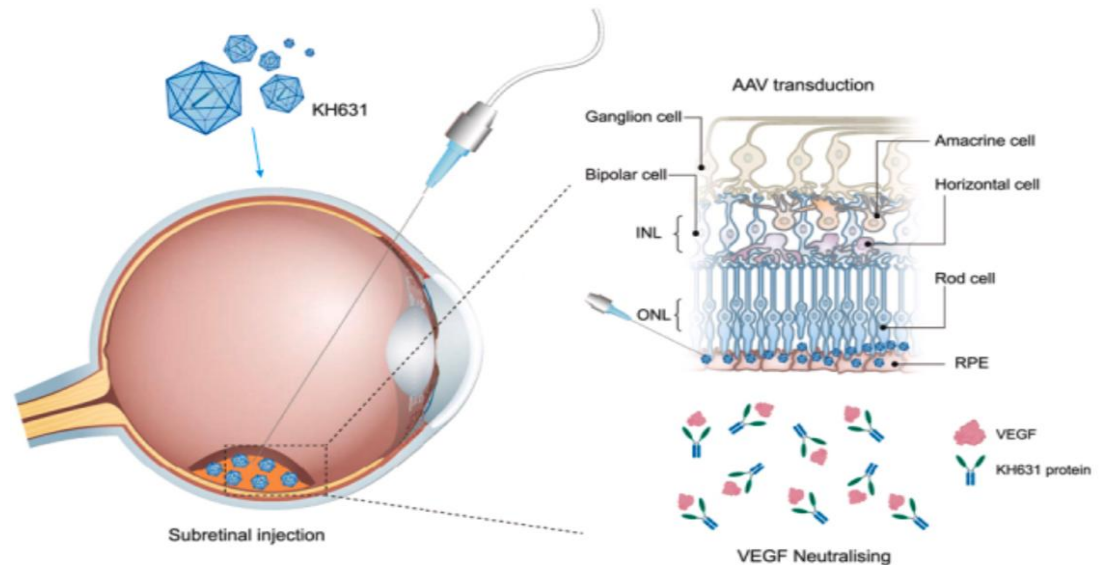
资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

4、创新管线梯队渐成，基因治疗国内进度领先

4.1 KH631：国内首款获批临床用于治疗 nAMD 的基因治疗产品

KH631 为康弘药业在基因治疗领域布局的首款产品，作用机制方面，KH631 是一款基于 AAV8 载体的基因治疗眼用注射液，通过视网膜下注射将目的基因（康柏西普基因）递送至眼内，通过在视网膜细胞内持续表达 VEGFR-Fc 蛋白，长期中和 VEGF，抑制新生血管形成，从而治疗湿性年龄相关性黄斑变性。

图 26：KH631 作用机制图



资料来源：[2] Ke X, Jiang H, Li Q, et al. Preclinical evaluation of KH631, a novel rAAV8 gene therapy product for neovascular age-related macular degeneration[J]. *Molecular Therapy*, 2023, 31(11):14.，信达证券研发中心

2022 年 11 月 15 日，KH631 眼用注射液正式获得 NMPA 批准开展临床，同月获美国 FDA 批准临床，中美 I 期临床适应症均为新生血管性年龄相关性黄斑变性（nAMD）。2026 年 1 月 5 日，KH631 国内新增获批糖尿病黄斑水肿（DME）适应症。针对 nAMD 的国内 I 期临床已完成患者入组，数据预计于 2026 年读出。

表 10：康弘药业 KH631 临床试验梳理

试验编号	试验题目	试验分期	首次公示日期	目标入组人数	试验开展地
NCT05672121/ CTR20223382	一项 I/II 期、开放标签、多队列、剂量递增研究，旨在评估 KH631 基因治疗用于新生血管性年龄相关性黄斑变性受试者的安全性和耐受性	I/II 期	2023-01-05	42	中国
NCT05657301	一项 I 期、开放标签、多中心、剂量递增研究，旨在评估 KH631 基因治疗在新生血管性年龄相关性黄斑变性参与者中的安全性和耐受性	I 期	2022-12-20	25	美国

资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

KH631 部分 I 期临床数据显示安全性良好。根据公司在美国 ARVO（视觉和眼科研究协会）会议上公布的 KH631 部分 I 期临床数据：3 个队列均未观察到剂量限制性毒性，6 名受试者中报告了 8 例与药物无关的严重不良事件。所有不良事件均为术后反应，包括视网膜色素改变（33.3%）、眼前节炎症（16.7%）、结膜充血（16.7%）、视网膜萎缩（11.1%）、角膜水肿（11.1%）、一过性视力下降（11.1%）和结膜出血（5.6%），所有不良事件均为轻度，多

数经判定与 KH631 无关，并在标准治疗后数日内消退。

图 27：康弘药业 KH631 临床 I 期安全性结果

NCT05672121		终点指标	试验组
N=18 • Phase I • 2025-05-04	积极 适应症 湿性年龄相关性黄斑变性 试验药品 KH631 靶点: VEGFR 溯源 资讯 【结论】 KH631 is well tolerated to date in three cohorts at dose levels of 1E10 to 6E10 vg/eye. The study is ongoing to follow additional patients at dose level 4 (1.2E11 vg/eye).	DLT incidence	No dose-limiting toxicity (DLT) was observed.
关键证据 ARVO 2025		SAEs incidence	Eight non-drug related serious adverse events (SAEs) were reported in 6 participants.
+ 加入对比 研究详情		AEs incidence	Adverse events (AEs) were all reported as post-operative, including retinal pigmentary change (33.3%), anterior intraocular inflammation (16.7%), conjunctival hyperemia (16.7%), retinal atrophy (11.1%), corneal edema (11.1%), transient visual acuity decrease (11.1%), and conjunctival hemorrhage (5.6%). All the AEs were reported as mild, most of the AEs were not determined to be related to KH631 and resolved within days with standard treatment, retinal pigmentary change and retinal atrophy were mild and stable.

资料来源：医药魔方，ARVO 2025，信达证券研发中心

4.2 KH658：公司新一代眼科基因治疗药物，给药更简便、安全

KH658 为公司新一代眼科基因治疗产品，采用新型细胞特异性受体设计的 AAV 载体包载目的基因（精简版康柏西普基因），通过脉络膜上腔注射进行给药，与 KH631 相比，KH658 的基因结构更为精简，并在包装效率、表达水平或安全性上进行了优化升级。KH658 临床进度整体稍慢于上一代产品，目前已有新生血管性年龄相关性黄斑变性（nAMD）、糖尿病黄斑水肿（DME）、糖尿病视网膜膜病变（DR）三项适应症获批进入临床 I 期，其中 nAMD 在中美同步开展临床。

4.3 KH815：全球首款获批临床的双载荷 ADC，中澳 I 期临床进展顺利

KH815 是公司自主研发的一款新型靶向 TROP2 的抗体偶联药物，采用人源化 IgG1 抗体特异性靶向 TROP2，并同时搭载拓扑异构酶 I 抑制剂和 RNA 聚合酶 II 抑制剂两种载荷，这种独特的双载荷设计能在 DNA 和 RNA 两个水平上抑制肿瘤细胞，实现高效肿瘤杀伤作用。临床前研究表明，KH815 对表达不同水平 TROP2 的肿瘤细胞均展现出纳摩尔级别的强效杀伤活性，在多个癌种的 CDX 模型及 PDX 模型中均表现出剂量依赖性的肿瘤生长抑制作用，并在多个喜树碱类 ADC 耐药的 CDX 及 PDX 模型中仍显示出抗肿瘤效果。目前 KH815 已获得中国、澳大利亚临床试验批准，适应症为晚期实体瘤。

图 28：KH815 研发时光轴及临床试验登记信息

临床登记号	试验标题	药品	试验分期	试验状态	国家/地区	单/多中心	首次公示日期	计划完成日期
CTR20251646	A phase I clinical study to evaluate the safety, tolerability, pharmacokinetic profile and preliminary anti-sol...	KH815	Phase I	Recruiting	中国内地; 澳大利亚	国际多中心	2025-04-29	--

资料来源：医药魔方，信达证券研发中心

4.4 KH110：阿尔茨海默症中药创新药，处于临床 III 期

中成药为公司传统业务，产品主要有四款，包括 1) 松龄血脉康胶囊，用于治疗高血压，是公司首个中成药产品；2) 舒肝解郁胶囊，国内首个获批用于治疗轻、中度抑郁症的中成药，2022 年被批准为国家中药二级保护品种；3) 渴络欣胶囊，用于糖尿病肾病的治疗；4) 胆舒胶囊，用于胆囊炎等消化系统疾病的治疗。除已上市产品外，公司亦布局具备市场潜力的中药新药管线/适应症，包括 KH109（舒肝解郁胶囊新增焦虑症）、KH110（治疗阿尔茨海默症），目前均处于临床 III 期阶段，KH108（松龄血脉康胶囊新增功能性室性早搏）获批临床。

图 29：公司中成药板块产品组合



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

我国 AD 患者基数庞大，KH110 具备较大市场潜力。当前，我国正加速进入老龄化社会，阿尔茨海默病（AD）及相关的认知症（ADRD）负担呈上升态势。根据《中国阿尔茨海默病报告 2025》，中国阿尔茨海默病及相关认知症总患病率达 1194.2/10 万，患者约 1699 万例，其中女性患病率 1558.9/10 万，显著高于男性 846.3/10 万，约为男性的 1.8 倍。公司针对阿尔茨海默症布局的 KH110（五加益智颗粒）为 6.1 类中药创新药，具备补肾健脾、益智健脑的功效，适用于脾肾两虚型痴呆，常见症状包括表情呆滞、沉默寡言、记忆减退等。目前 KH110 处于临床 III 期阶段，获批后有望凭借明确的疗效、良好的安全性以及中西医结合的治疗理念，填补当前 AD 治疗领域未被满足的临床需求。

表 11：2025 年中国阿尔茨海默病（AD）及相关的认知症（ADRD）患病率

性别	病例数	患病率（每 10 万人）	标准化患病率（每 10 万人）
男性	6162198 (5142286 至 7141800)	846.3 (706.3 至 980.9)	731.2 (618.5 至 851.6)
女性	10828629 (931573 至 12515957)	1558.9 (1341.1 至 1801.8)	1025.1 (879.0 至 1186.8)
总计	16990827 (14488494 至 19672741)	1194.2 (1018.3 至 1382.7)	900.8 (770.9 至 1043.2)

资料来源：[3] Zhi N, et al. The China Alzheimer Report 2025. Gen Psychiatr. 2025 Aug 7;38(4):e102020., 信达证券研发中心

5、盈利预测与投资评级

5.1 盈利预测

根据前文分析，我们提出以下核心假设：

1) 生物制品板块假设：生物制品板块目前仅有康柏西普一款产品在售，其高浓度剂型预计将于2028年上市，基因治疗产品则需待2030年后，未来三年该板块暂无新产品贡献收入。2025H1康柏西普在国内眼用生物制品市场的最新份额约40.55%，排名第一，雷珠单抗以20.59%份额位居第二，考虑到诺华已在中国市场剥离眼科业务，雷珠单抗市场份额可能进一步被康柏西普等竞品蚕食，我们预计未来三年康柏西普增速先高后低，假设2025-2027年增速分别为15%、3%、3%，毛利率假设为90%。

2) 中成药板块假设：近五年公司中成药业务收入复合增速约9.19%，2025H1增速约6.30%，增长稳健，基本盘稳固。考虑到公司中药研发管线中已有两款产品/适应症处于临床III期，具备较高的成功上市可能性，目前进入商业化倒计时阶段，在现有产品提供稳定现金流的同时，临近上市的新药将进一步提高板块增速。我们假设2025年中成药板块收入增速约10%，2026-2027增速达到12%，毛利率为过去三年移动平均值。

3) 化学药板块假设：公司化学药板块枸橼酸莫沙必利片、盐酸文拉法辛缓释片、阿立哌唑口崩片、氢溴酸伏硫西汀片等多个品种先后纳入国家集采，产品价格大幅下降，集采影响短期内无法消化，我们假设2025-2026年增速分别为-8%、-5%，而公司化学药板块新品如利非司特滴眼液、玻璃酸钠滴眼液已获批上市，具有较好的市场前景，我们认为新品上市带动增长能使公司化药板块在2027年企稳，预计2027年增长率为0%，毛利率为过去三年移动平均值。

根据上述各业务板块核心假设，我们预计2025-2027年公司营业收入分别为48.89亿元、51.26亿元、54.18亿元，归母净利润分别为12.54亿元、13.37亿元、14.31亿元，对应的EPS分别为1.36、1.45元、1.55元，对应的PE估值分别为24.84倍、23.31倍、21.78倍（截至2026年1月19日）。

表 12：公司主营业务拆分及盈利预测（2025E-2027E）

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营收（百万元）	3605.35	3389.03	3957.46	4452.66	4889.46	5125.99	5418.33
同比（%）	9.40%	-6.00%	16.77%	12.51%	9.81%	4.84%	5.70%
毛利率（%）	90.16%	88.55%	88.92%	89.52%	89.00%	89.15%	89.22%
毛利（百万元）	3250.74	3000.99	3519.05	3986.20	4351.56	4569.73	4834.43
营业成本（百万元）	354.61	388.04	438.41	466.46	537.90	556.26	583.90
生物制品板块							
营业收入（百万元）	1319.79	1366.33	1936.47	2342.69	2694.09	2774.91	2858.16
同比（%）	21.45%	3.53%	41.73%	20.98%	15.00%	3.00%	3.00%
毛利率（%）	92.68%	92.01%	93.13%	94.69%	90.00%	90.00%	90.00%
毛利（百万元）	1223.18	1257.16	1803.44	2218.29	2424.68	2497.42	2572.34
收入占比	36.61%	40.32%	48.93%	52.61%	55.10%	54.13%	52.75%
中成药板块							
营业收入（百万元）	1083.62	1168.75	1312.88	1414.30	1555.73	1742.42	1951.51
同比（%）	18.91%	7.86%	12.33%	7.73%	10.00%	12.00%	12.00%
毛利率（%）	86.83%	86.74%	85.75%	85.70%	86.06%	85.84%	85.87%

毛利 (百万元)	940.91	1013.78	1125.79	1212.06	1338.91	1495.65	1675.70
收入占比	30.06%	34.49%	33.17%	31.76%	31.82%	33.99%	36.02%
化学药板块							
营业收入 (百万元)	1190.52	833.91	693.50	673.52	619.64	588.66	588.66
同比 (%)	-7.03%	-29.95%	-16.84%	-2.88%	-8.00%	-5.00%	0.00%
毛利率 (%)	90.89%	86.66%	84.30%	82.26%	84.41%	83.66%	83.44%
毛利 (百万元)	1082.07	722.66	584.62	554.04	523.02	492.44	491.18
收入占比	33.02%	24.61%	17.52%	15.13%	12.67%	11.48%	10.86%
其他板块							
营业收入 (百万元)	11.42	20.04	14.62	22.15	20.00	20.00	20.00
同比 (%)		75.48%	-27.05%	51.50%	-9.71%	0.00%	0.00%
收入占比	0.32%	0.59%	0.37%	0.50%	0.41%	0.39%	0.37%

资料来源: iFind, 公司公告, 信达证券研发中心预测

5.2 投资评级

主业部分, 我们选择特宝生物、艾力斯、贝达药业、凯因科技四家同行业公司作为估值参考, 2025 年四家公司预测市盈率平均值为 29 倍, 康弘药业低于可比公司平均 PE 水平, 估值具备较高吸引力。创新管线部分, 公司布局具有前瞻性, 基因治疗管线在国内处于第一梯队, 即将读出的临床数据有望成为公司市值提升的催化剂, 其余在研管线布局多元, 项目储备丰富, 我们看好公司中长期成长性, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 13: 康弘药业可比公司估值情况 (2025E-2027E)

代码	公司	总市值 (亿元)	预测归母净利润 (亿元)			预测市盈率 (PE)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688578.SH	艾力斯	452.52	19.51	23.07	27.18	23.19	19.61	16.65
688278.SH	特宝生物	307.41	10.67	14.53	19.22	28.80	21.15	15.99
300558.SZ	贝达药业	208.09	5.61	7.27	8.57	37.06	28.61	24.27
688687.SH	凯因科技	45.35	1.61	1.98	2.32	28.12	22.95	19.57
可比公司平均						29.29	23.08	19.12
002773.SZ	康弘药业	311.59	12.54	13.37	14.31	24.84	23.31	21.78

资料来源: iFind, 信达证券研发中心; 可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期, 截至 2026 年 1 月 19 日

6、风险提示

1) 核心产品竞争加剧与降价的风险

公司核心产品康柏西普面临国内同类产品的激烈竞争，以及潜在的新药上市冲击，面临较大的价格下行压力，可能影响公司收入和盈利能力。

2) 创新药研发失败的风险

公司后续研发管线的临床试验进度、结果及最终能否成功获批上市存在不确定性，若关键在研项目失败或进度延迟，将影响公司长期增长动力。

3) 政策与市场环境变化的风险

医药行业受国家医保、招标、价格等政策影响显著，带量采购范围扩大、医保支付方式改革等政策可能对公司现有及未来产品的市场准入、定价和销售产生持续性的不利影响。

4) 高管及核心技术人员流失的风险

创新药企业的核心竞争力在于人才，关键管理人员或核心技术团队的流失可能对公司的研发和经营稳定性造成不利影响。

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,306	6,289	7,417	8,262	9,174
货币资金	4,702	5,690	6,697	7,513	8,385
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	160	177	203	213	225
预付账款	10	11	20	20	21
存货	404	387	467	483	507
其他	29	23	31	33	36
非流动资产	3,224	3,053	2,753	2,626	2,491
长期股权投资	17	16	16	16	15
固定资产(合计)	2,238	2,230	2,158	2,072	1,980
无形资产	317	287	265	242	218
其他	653	519	314	296	279
资产总计	8,530	9,342	10,171	10,887	11,665
流动负债	654	655	824	840	869
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	344	297	444	459	482
其他	310	358	380	381	387
非流动负债	63	40	42	41	40
长期借款	0	0	0	0	0
其他	63	40	42	41	40
负债合计	718	695	866	881	910
少数股东权益	8	-6	-21	-37	-54
归属母公司股东权益	7,804	8,653	9,326	10,043	10,810
负债和股东权益	8,530	9,342	10,171	10,887	11,665

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,957	4,453	4,889	5,126	5,418
同比(%)	16.8%	12.5%	9.8%	4.8%	5.7%
归属母公司净利润	1,045	1,191	1,254	1,337	1,431
同比(%)	16.5%	14.0%	5.3%	6.6%	7.0%
毛利率(%)	88.9%	89.5%	89.0%	89.1%	89.2%
ROE%	13.4%	13.8%	13.5%	13.3%	13.2%
EPS(摊薄)(元)	1.13	1.29	1.36	1.45	1.55
P/E	29.82	26.16	24.84	23.31	21.78
P/B	3.99	3.60	3.34	3.10	2.88
EV/EBITDA	8.81	8.19	14.13	12.78	11.47

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,957	4,453	4,889	5,126	5,418
营业成本	438	466	538	556	584
营业税金及附加	56	59	68	71	75
销售费用	1,471	1,646	1,760	1,845	1,951
管理费用	472	471	481	472	470
研发费用	422	580	644	682	727
财务费用	-52	-62	0	0	0
减值损失合计	0	-3	-51	-62	-73
投资净收益	45	47	54	57	60
其他	66	44	77	81	86
营业利润	1,261	1,381	1,479	1,575	1,684
营业外收支	-27	-29	-15	-15	-15
利润总额	1,234	1,353	1,464	1,560	1,669
所得税	203	176	224	239	256
净利润	1,031	1,177	1,240	1,321	1,414
少数股东损益	-14	-14	-15	-16	-17
归属母公司净利润	1,045	1,191	1,254	1,337	1,431
EBITDA	1,391	1,507	1,732	1,851	1,985
EPS(当年)(元)	1.14	1.30	1.36	1.45	1.55

会计年度	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	1,218	1,412	1,688	1,620	1,747
净利润	1,031	1,177	1,240	1,321	1,414
折旧摊销	226	234	268	291	316
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-45	-47	-54	-57	-60
营运资金变动	-128	-61	48	-12	-11
其它	134	108	187	77	88
投资活动现金流	7	-112	-103	-183	-209
资本支出	-139	-159	-136	-238	-268
长期投资	100	0	0	0	0
其他	45	47	33	54	58
筹资活动现金流	-130	-344	-577	-621	-665
吸收投资	9	7	2	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-138	-349	-582	-620	-664
现金流净增加额	1,094	955	1,007	816	873

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

李春辰，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1年医药生物行业研究经历，2025年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。