更新报告

行业公司研究—化学制药行业—

康弘药业(002773) 报告日期：2020 年 11 月 29 日

行业加速拐点初现，看好康柏西普进入放量长周期

——康弘药业更新报告

：孙建 郭双喜 执业证书编号：S1230520080006 S12303120080013
：郭双喜
：sunjian@stocke.com.cn guoshuangxi@stocke.com.cn

评级	买入
上次评级	买入
当前价格	￥41.26

单季度业绩	元/股
3Q/2020	0.28
2Q/2020	0.18
1Q/2020	0.20
4Q/2019	0.19

公司简介

相关报告

1《康弘药业 2020 三季报业绩点评：康柏西普 Q3 加速放量，期待海外 III 期数据揭盲》2020.10.27

2《康弘药业 2020 中报业绩点评：Q2 康柏西普销量放量明显，看好下半年加速放量》2020.08.26

报告撰写人： 郭双喜
联系人： 郭双喜

报告导读

从样本医院数据来看：2020Q1-Q3 虽然受到疫情影响，但 7-9 月份康柏西普等用于眼底病治疗的抗 VEGF 药物均呈现出明显的加速放量。我们认为目前康柏西普等眼底病用药的患者教育取得较大成效，医保支付红利（大幅降价+大适应症进入医保）+低渗透率有望带动行业迎来向上加速拐点，而康柏西普灵活的赠药方案有望带动其在价格敏感的患者中实现更快放量。更重要的是若康柏西普在与阿柏西普头对头的海外 III 期临床试验中，展现出更低注射频次临床效果与阿柏西普相当，我们认为有望迎来康柏西普收入端进一步加速。

投资要点

❑ 我们与市场不同认知：我们认为康柏西普后续市占率提升空间仍较大

市场普遍认为：从 2013-2019 年康柏西普等眼底病放量节奏及竞争格局来看，康柏西普市占率未来向上提升空间不大。我们认为行业进入加速向上阶段，康柏西普市占率有很大提升空间。我们认为 2019 年抗 VEGF 药物在眼底病领域渗透率迎来向上加速拐点。我们认为自从雷珠单抗和康柏西普在 2012 年和 2014 年陆续进入中国市场，2018 年均进入医保，市场推广后对患者和医生眼底病用药习惯的教育取得了较大成效，而我们认为 2018-2019 年康柏西普加速放量（销售量）验证了这一点。我们认为受益于 2020 年 DME 和 pmCNV 等大适应症进入医保，抗 VEGF 药物在眼底病治疗领域的渗透率有望加速提升。我们认为眼底病行业低渗透率的逻辑在 2019 年才真正开始显现，未来 3-5 年仍有望看到眼底病用药的三大核心品种康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普持续快速放量，带来渗透率持续快速提升。

再加上我国目前抗 VEGF 药物在眼底病患者中的渗透率仍然很低（据我们测算 2012-2019 年康柏西普等抗 VEGF 药物对眼底病患者覆盖率仅有 2%），相比于美国市场估算的 31.9%渗透率仍有较大的提升空间，看好眼底病用药行业进入向上加速拐点。

而康柏西普灵活的赠药方案有望带动其在价格敏感的患者中实现更快放量。更重要的是若康柏西普在与阿柏西普头对头的海外 III 期临床试验中，展现出更低注射频次临床效果与阿柏西普相当，我们认为有望加快公司在国内市占率提升速度，进而迎来康柏西普收入端上进一步加速。

❑ 疫情缓解后，康柏西普 2020Q4-2021 年短期加速放量趋势仍有望延续

康柏西普 2020 年 3-9 月份销售额同比增速持续加速，2020Q4-2021 年短期加速放量趋势仍有望延续。从样本医院数据可以看到康柏西普从 2 月份疫情和春节假期影响带来销售额低点以来，3-9 月份月度销售额同比增速持续提升。2020 年 9 月份康柏西普样本医院销售额同比增速达到 12.72%，对应销售量同比增速达到 50.38%，放量明显。我们认为虽然疫情短期影响了康柏西普等药物在医院的销售额，但是医保降价后直接刺激了需求端更高需求（这一点可以从康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普在 2020 年 7-9 月份都在持续快速放量可以看出），而疫情结束后需求端仍有望持续释放从而带动 Q4 业绩持续加速。而基于 2020 年

证券研究报告

疫情影响下销售额的低基数，2021 年收入同比 2020 年不再有降价因素的影响，因此我们认为康柏西普 2021 年收入端增速有望呈现更快的加速趋势。

❑ 康柏西普海外 III 期临床中期数据揭盲值得期待，后续有望助力市占率加速提升

康柏西普 nAMD 适应症全球多中心 III 期临床试验已于 2019 年 12 月 24 日完成 100%入组， 2020 年 9 月 25 日，康柏西普用于治疗 nAMD 的全球Ⅲ期临床试验已完成全部受试者的第 36 周主要终点访视。预计将于 2021Q1 公布相关中期数据分析结果。目前，该临床试验按计划继续推进。按照临床试验的时间轴推断，公司康柏西普海外 III 期临床 96 周数据收集工作将于 2021Q4 完成，预计海外报产时间在 2022 年下半年附近。**更重要的是若康柏西普在与阿柏西普头对头的海外 III 期临床试验中，展现出更低注射频次临床效果与阿柏西普相当，我们认为有望加快公司在国内市占率提升速度，进而迎来康柏西普收入端上进一步加速。**

❑ 盈利预测及估值

我们用 DCF 折现方式得到康柏西普在中国区、美国区和欧洲市场销售分别对应 175 亿、110 亿和 185 亿现值，总现值约为 470 亿元。我们认为未来公司康柏西普销售额仍有很大的提升空间，作为具有国际竞争力的生物创新药企业，伴随着 wAMD、DME 和 RVO 等适应症逐步在海外市场上市并开始贡献业绩，公司估值仍有提升空间。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.85、1.02、1.19 元，2020 年 11 月 27 日收盘价对应 2021 年 PE 为 41 倍。参考可比公司恒瑞医药、复星医药、长春高新、京新药业和片仔癀 2021 年平均估值 58 倍 PE，我们认为公司在生物创新药领域处于领先地位，给予“买入”评级。

❑ 风险提示

政策风险、市场竞争风险、创新药临床进展不及预期或者临床开发失败风险、产品销售不及预期风险。

财务摘要

（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	3257.43	3318.55	4015.17	4569.20
(+/-)	11.65%	1.88%	20.99%	13.80%
净利润	718.19	742.88	888.40	1043.26
(+/-)	3.35%	3.44%	19.59%	17.43%
每股收益（元）	0.82	0.85	1.02	1.19
P/E	50.19	48.52	40.57	34.55

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1. 疫情缓解后，康柏西普 2020Q4-2021 年短期加速放量趋势仍有望延续 4
2. 医保红利+低渗透率有望带动康柏西普中长期持续放量 5
2.1. 进入医保后康柏西普渗透率加速提升，但目前整体渗透率仍然较低 6
2.2. 美国抗 VEGF 药物在眼底病领域 2%渗透率，国内仍有较大提升空间 9
3. 康柏西普海外 III 期临床中期数据揭盲值得期待，后续有望助力市占率加速提升 9
4. 盈利预测与投资建议 11
4.1. 康柏西普 DCF 折算总现值约为 470 亿 11
4.2. 康弘药业主要业务 2020-2022 年收入拆分与预测 14
4.3. 可比公司估值 15
5. 风险提示 16

图表目录

图 1: 康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普样本医院销售额（万元） 4
图 2: 康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普样本医院销售量（支） 4
图 3: 2020 年 1-9 月份康柏西普样本医院销售额（万元） 5
图 4: 2020 年 1-9 月份康柏西普样本医院销售量（支） 5
图 5: 2019 和 2020Q3 康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普持续快速放量，行业迎来加速向上拐点 6
图 6: 康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普历年覆盖患者人数和总渗透率测算 8
图 7: 雷珠和阿柏西普美国覆盖患者和渗透率推演（4 支） 9
图 8: 雷珠和阿柏西普美国覆盖患者和渗透率推演（6 支） 9

表 1: 康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普获批适应症、治疗费用以及患者自费费用数据梳理 6
表 2: 康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普每年销售额及覆盖患者人数推演 7
表 3: 2019 年中国 wAMD、pmCNV、DME 和 RVO 患者人数约为 2573 万人 8
表 4: 康柏西普美国临床试验方案 10
表 5: 药明康德细分业务板块拆分及营收预测 11
表 6: 康弘药业细分业务板块拆分及营收预测 14
表 7: 可比公司估值 16
表附录: 三大报表预测值 17

我们与市场不同认知:

市场普遍认为：从 2013-2019 年康柏西普等眼底病放量节奏和竞争格局来看，康柏西普市占率未来向上提升空间不大。我们认为行业进入加速向上阶段，康柏西普市占率有很大提升空间。2019 年抗 VEGF 药物在眼底病领域渗透率迎来向上加速拐点。我们认为自从雷珠单抗和康柏西普在 2012 年和 2014 年陆续进入中国市场，2018 年均进入医保，市场推广后对患者和医生眼底病用药习惯的教育取得了较大成效，而我们认为 2018-2019 年康柏西普加速放量（销售量）验证了这一点。我们认为受益于 2020 年 DME 和 pmCNV 等大适应症进入医保，抗 VEGF 药物在眼底病治疗领域的渗透率有望加速提升。我们认为眼底病行业低渗透率的逻辑在 2019 年才真正开始显现，未来 3-5 年仍有望看到眼底病用药的三大核心品种康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普持续快速放量，带来渗透率持续快速提升。

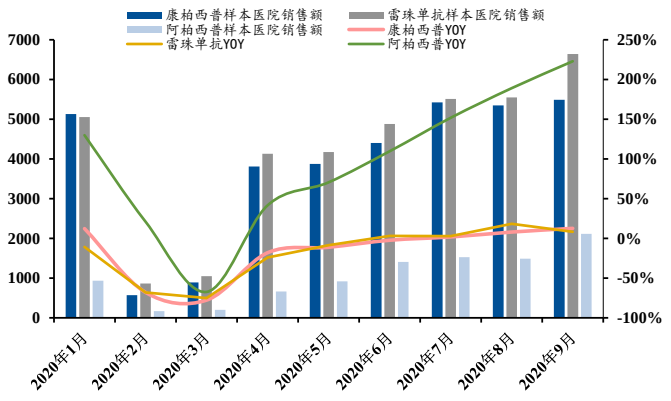
再加上我国目前抗 VEGF 药物在眼底病患者中的渗透率仍然很低（据我们测算 2012-2019 年康柏西普等抗 VEGF 药物对眼底病患者覆盖率仅有 2%），相比于美国市场估算的 31.9%渗透率仍有较大的提升空间，看好眼底病用药行业进入向上加速拐点。

而康柏西普灵活的赠药方案有望带动其在价格敏感的患者中实现更快放量。更重要的是若康柏西普在与阿柏西普头对头的海外 III 期临床试验中，展现出更低注射频次临床效果与阿柏西普相当，我们认为有望加快公司在国内市占率提升速度，进而迎来康柏西普收入端上进一步加速。

1. 疫情缓解后，康柏西普 2020Q4-2021 年短期加速放量趋势仍有望延续

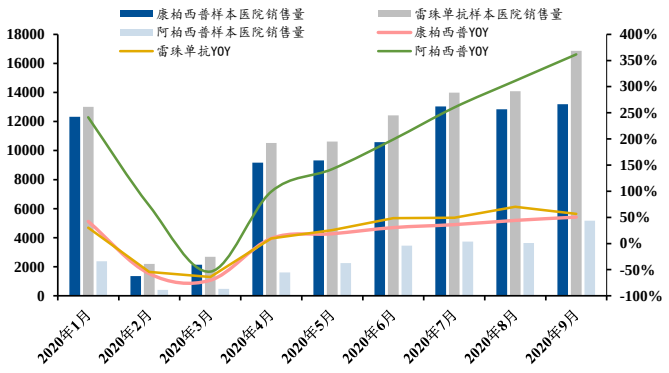
疫情缓解后，康柏西普等眼底病用药加速放量趋势明显。我们梳理了 2020 年 1-9 月份康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普样本医院销售额数据，我们可以看到疫情基本结束后的 7-9 月份，三种药物销售额同比增速均表现出加速放量的趋势。2020 年 7-9 月康柏西普样本医院销售额同比增速分别为 2%、8%和 13%，雷珠单抗 7-9 月样本医院销售额同比增速分别为 3%、18%和 8%（2019 年 9 月销售额基数较大），阿柏西普 7-9 月样本医院销售额同比增速分别为 152%、189%和 223%（阿柏西普同比增速更快的原因是 2019 年公司刚开始进入中国市场销售覆盖医院数量仍然偏少，导致样本医院销售额绝对值较小，因此此增速与已经在中国上市 6-8 年的康柏西普和雷珠单抗不具备直接可比性）。

图 1：康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普样本医院销售额（万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

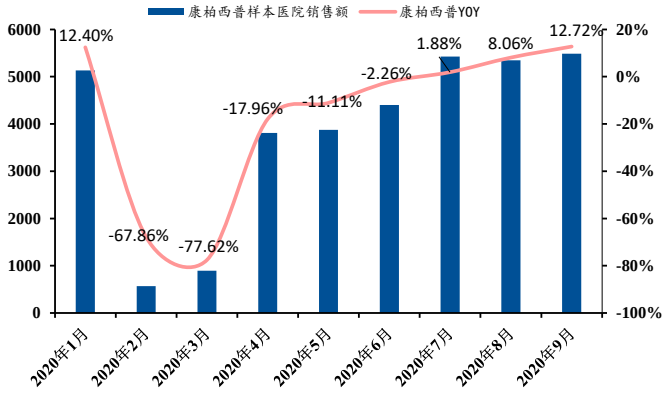
图 2：康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普样本医院销售量（支）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

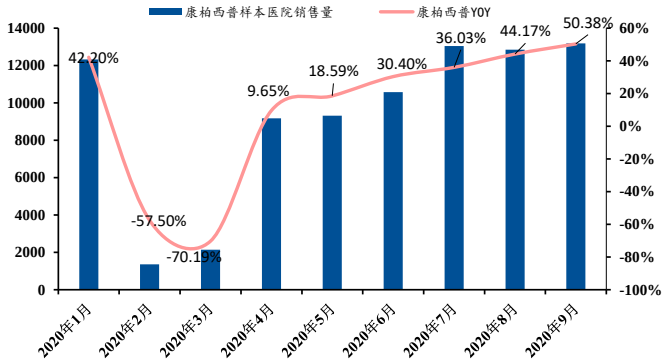
康柏西普 2020 年 3-9 月份销售额同比增速持续加速，2020Q4-2021 年短期加速放量趋势仍有望延续。从样本医院销售数据可以看到康柏西普从 2 月份疫情和春节假期影响带来销售额低点以来，3-9 月份月度销售额同比增速持续提升。2020 年 9 月份康柏西普样本医院销售额同比增速达到 12.72%，对应销售量同比增速达到 50.38%，放量明显。**我们认为虽然疫情短期影响了康柏西普等药物在医院的销售额，但是医保降价后直接刺激了需求端更高需求（这一点可以从康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普在 2020 年 7-9 月份都在持续快速放量可以看出），而疫情结束后需求端仍有望持续释放从而带动 Q4 业绩持续加速。而基于 2020 年疫情影响下销售额的低基数，2021 年收入同比 2020 年不再有降价因素的影响，因此我们认为康柏西普 2021 年收入端增速有望呈现更快的加速趋势。**

图 3：2020 年 1-9 月份康柏西普样本医院销售额（万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：2020 年 1-9 月份康柏西普样本医院销售量（支）

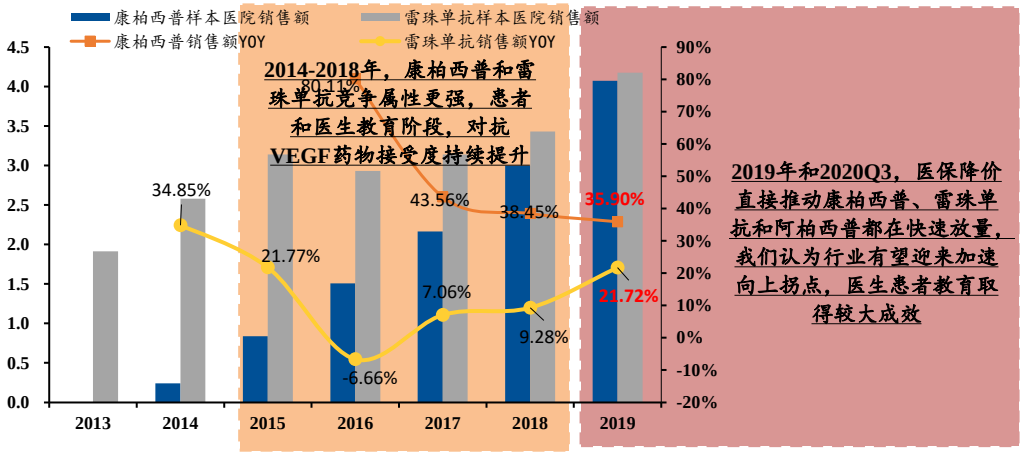


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 医保红利+低渗透率有望带动康柏西普中长期持续放量

我们认为：中长期来看康柏西普收入端仍有望持续保持快速增长。主要基于以下数据：1）正如我们今年 6 月份深度报告中提到的我们认为 2019 年整个眼底病用药行业（主要指抗 VEGF 药物领域）迎来了拐点，经过康柏西普和雷珠单抗的推广之后患者和医生对抗 VEGF 药物用于眼底病治疗认可度得到显著提升。2）DME 和 pmCNV 患者基数更大。据我们测算 DME 和 pmCNV 两个适应症患者基数高达 1417 万，是 wAMD 适应症患者基数的近 3 倍，未来市占率提升空间更大，在持续推广下有望进一步带来康柏西普保持快速增长。**据我们分析目前康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普在 2013-2019 年患者总体渗透率仅有不到 2%，未来提升空间仍然很大。**

图 5：2019 和 2020Q3 康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普持续快速放量，行业迎来加速向上拐点



资料来源：PDB，浙商证券研究所

2.1. 进入医保后康柏西普渗透率加速提升，但目前整体渗透率仍然较低

我们再次强调：医保红利+低渗透率有望加速康柏西普放量节奏。我们认为眼底病用药行业在 2019 年迎来向上加速增长的拐点，抗 VEGF 药物在眼底病治疗领域渗透率有望加速提升。2019 年样本医院数据以及 2020Q3 康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普样本医院销售数据验证我们判断。基于：1）医保谈判后年治疗费用明显下降；2）DME 和 pmCNV 两个患者基数更大适应症进入医保；3）医生患者认可度快速提升；4）需求端远未满足需求和目前仅 2%的低渗透率，我们认为未来 3-5 年抗 VEGF 药物在眼底病治疗领域的市占率有望快速提升。**而康柏西普灵活的赠药方案有望带动其在价格敏感的患者中实现更快放量。**

表 1：康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普获批适应症、治疗费用以及患者自费费用数据梳理

药物通用名	康柏西普	雷珠单抗	阿柏西普
英文名称	Conbercept	Ranibizumab	Aflibercept
企业名称	康弘药业	诺华/罗氏	再生元/拜耳
国内上市日期	2013.11	2012.01	2018.05
国内获批适应症（目前均纳入 2020-2021 年医保报销范围）	wAMD/pmCNV/DME	wAMD/RVO/DME/CNV	wAMD/DME
2018-2019 医保支付价（元/支）	5500	5700	5800（未进医保）
2020-2021 年医保支付价（元/支）	4160	3420-3507（推测）	4060-4350（推测）
降幅	-24.36%	-35%~-40%（推测）	-25%~-30%（推测）
每年推荐剂量（支）	6	12	wAMD 7 支/DME 8 支
2018-2019 年按照推荐剂量使用年治疗费用(元)	33000	68400	40600-46400
报销条件	医保乙类，每眼累计最多支付 9 支，第 1 年度最多支付 5 支		
2020-2021 年按照推荐剂量使用年治疗费用(元)	24960	41040-42084	28420-34800
2020-2021 年患者自费费用（元）	10400	29070-29810	14210-19575
3+RPN 方案患者最少自费费用（元）	3744	3078-3156.3	3654-3915
相对于最低价雷珠单抗年自费费用差额（元）	588-666	0	576-837
产品规格及每次用量	2 mg/0.2 mL，0.5mg	2 mg/0.2 mL，0.5mg	40mg/ml，2mg

资料来源：各公司年报，国家医保局官网，Wind，浙商证券研究所

据我们 2020 年 6 月 3 日发布深度报告《多因素驱动康柏西普进入新放量长周期，带来公司业绩向上拐点》推演：2014-2019 年康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普对国内眼底病患者的总覆盖人数达到了 46.93 万人。其中雷珠单抗覆盖患者数量最多，为 26.23 万人，康柏西普覆盖了 19.42 万人（这与公司 2019 年可转债募集说明书中提到的目前在国内已累计使用康柏西普 60 万人次的数据相吻合，按照每人每年使用 3 支康柏西普计算覆盖患者人数约为 20 万人），康柏西普上市以来总渗透率约在 0.75%。而且值得注意的是，根据我们的推演：1）2019 年康柏西普销售额已经比较接近雷珠单抗；2）在 2019 年康柏西普实现了新增覆盖患者人数首次超过雷珠单抗，我们认为以上数据可以显示出公司优秀的推广能力以及医生和患者对康柏西普认可度的提升。

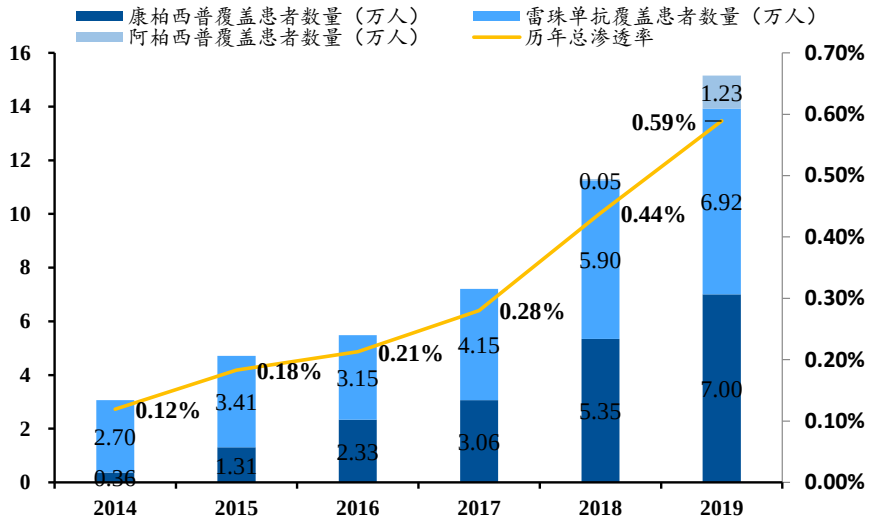
表 2：康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普每年销售额及覆盖患者人数推演

康柏西普覆盖患者人数推演						
	2014	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
康柏西普 PDB 销售额（亿元）	0.24	0.84	1.51	2.16	3.00	4.07
康柏西普实际销售额（亿元）	0.74	2.67	4.76	6.18	8.82	11.55
PDB 数据放大倍数	3.08	3.19	3.16	2.85	2.94	2.84
每支价格（元）	6800	6800	6800	6725	5500	5500
假设每年 3 支合计费用（元）	20400	20400	20400	20175	16500	16500
康柏西普覆盖患者数量（万人）	**0.36**	**1.31**	**2.33**	**3.06**	**5.35**	**7.00**
覆盖患者增速 YOY		260.81%	78.28%	31.28%	74.51%	30.99%
康柏西普渗透率	**0.01%**	**0.05%**	**0.09%**	**0.12%**	**0.21%**	**0.27%**
雷珠单抗覆盖患者人数推演						
	2014	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
雷珠单抗 PDB 销售额（亿元）	2.58	3.14	2.93	3.14	3.43	4.17
PDB 数据放大倍数	3.08	3.19	3.16	2.85	2.94	2.84
雷珠单抗 PDB 放大后销售额（亿元）	7.95	10.01	9.25	8.96	10.09	11.84
每支价格（元）	9800	9800	9800	7200	5700	5700
假设每年 3 支合计费用（元）	29400	29400	29400	21600	17100	17100
雷珠单抗覆盖患者数量（万人）	**2.70**	**3.41**	**3.15**	**4.15**	**5.90**	**6.92**
覆盖患者增速 YOY		25.98%	-7.61%	31.78%	42.30%	17.32%
雷珠单抗渗透率	**0.11%**	**0.13%**	**0.12%**	**0.16%**	**0.23%**	**0.27%**
阿柏西普覆盖患者人数推演						
					2018	**2019**
阿柏西普 PDB 放大倍数					4.00	4.00
阿柏西普 PDB 销售额（亿元）					0.08	0.54
阿柏西普 PDB 放大后销售额（亿元）					0.33	2.15
每支价格（元）					5800	5800
假设每年 3 支合计费用（元）					17400	17400
阿柏西普覆盖患者数量（万人）					**0.05**	**1.23**
阿柏西普渗透率					0.00%	0.05%
	2014	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
抗血管生成药物覆盖眼底病患者人数总和（万人）	**3.07**	**4.72**	**5.48**	**7.21**	**11.29**	**15.16**
3 种抗 VEGF 药物每年合计渗透率	**0.12%**	**0.18%**	**0.21%**	**0.28%**	**0.44%**	**0.59%**
3 种抗 VEGF 药物上市以来合计渗透率						**1.82%**

资料来源：Wind，康弘药业历年年报，浙商证券研究所

据我们测算，国内眼底病患者人数在 2573 万人附近，3 种抗 VEGF 药物上市以来总渗透率仅 2%。接下来我们对国内 wAMD、pmCNV、DME 和 RVO 四类眼底病患者人数进行估算，总体来看国内眼底病患者人数在 2573 万人附近，结合前文提到的抗血管生成药物目前所覆盖的眼底病患者人数来看，自从抗 VEGF 药物国内上市以来对眼底病患者总体渗透率仅在 2%附近（考虑到雷珠单抗 2012 年 1 月份就在国内获批上市，假设其在 2012-2013 年渗透率与 2014 年相同为 0.11%，此处未考虑患者每年重复用药情况），以此渗透率推算截止 2019 年 3 种抗 VEGF 药物覆盖患者总数约为 51.46 万人。**可以看出在 2018 年将康柏西普和雷珠单抗纳入医保后，总渗透率也呈现提速的趋势（2019 年的 0.59%相对于 2018 年 0.44%增加 0.15 个百分点渗透率，2018 年 0.44%相对于 2017 年的 0.28%增加 0.16 个百分点渗透率）。**

图 6：康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普历年覆盖患者人数和总渗透率测算



资料来源：Wind，康弘药业历年年报，浙商证券研究所

表 3：2019 年中国 wAMD、pmCNV、DME 和 RVO 患者人数约为 2573 万人

眼底病	患者人群	流行病学	2019 年患者人数（万人）
wAMD（湿性年龄相关性黄斑变性）	60 岁以上人群	AMD 患病率 13.36%，湿性占比 14%（招股书），2019 年中国 60 岁以上人数 2.54 亿（Wind）	474.86
pmCNV（继发于病理性近视的脉络膜新生血管引起的视力损伤）	15-59 岁	亚洲生理性近视发病率是欧美的 2 倍（40%-50% vs 23%，招股书），假设亚洲病理性近视发病率也为欧美（2%）的 2 倍，则亚洲病理性近视发病率约为 4%，CNV 占病理性近视比例 5%-10%（招股书，取中值 7.5%），我国 15-59 岁人群数量 9.11 亿	273.38
DME（糖尿病黄斑水肿）	糖尿病患者	中国 2017 年糖尿病患者数量 1.14 亿（WHO），假设全国糖尿病患者发病率与上海市糖尿病患者 DME 样本发病率的 10%（招股书）相同	1144（2017 年）
RVO（视网膜静脉阻塞）	50 岁以上	2018 年中国 50 岁以上占比 32.44%（Wind），发病率 1.5%（招股书），2019 年中国人口数 14 亿（Wind）	681.24
合计			**2573.48**

资料来源：康弘药业 IPO 招股书，康弘药业 2019 年可转债募集说明书，Wind，浙商证券研究所

2.2. 美国抗 VEGF 药物在眼底病领域 2%渗透率，国内仍有较大提升空间

据我们测算，美国 2018 年约有 937 万眼底病患者，其中 wAMD 98 万，pmCNV 30 万人，DR 604 万以及 RVO 205 万人。按照年平均用药 5 支估算，美国市场抗 VEGF 药物总渗透率约为 31.9%。

由于中美用药习惯和支付方的差异性，我们分别假设：1）每年 4 支和 6 支抗 VEGF 药物用药频次；2）假设每年有一半患者是上一年存量患者（实际用药频次应该是逐年递减，所以我们采用的是保守估算）。

从结果来看，据我们推算：

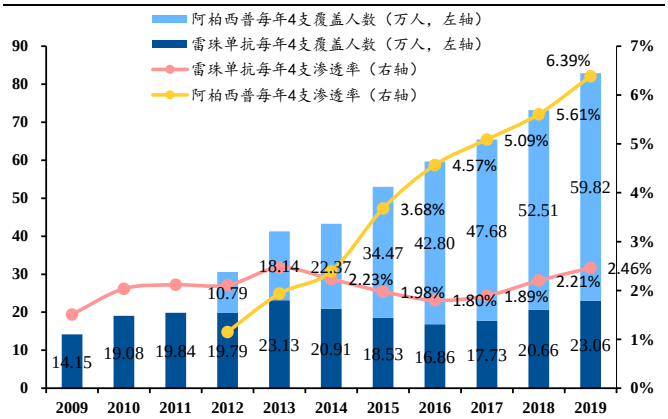
1）雷珠单抗上市后共覆盖了 71-107 万人，总患者渗透率为 7.6%-11.4%;

2）阿柏西普上市后共覆盖了 96-144 万人，总患者渗透率为 10.3%-15.4%;

3）贝伐珠单抗由于价格远低于雷珠单抗，预计实际覆盖患者人数和总渗透率要略高于雷珠单抗，我们假设两者持平，即贝伐珠单抗共覆盖了 71-107 万人，总渗透率为 7.6%-11.4%;

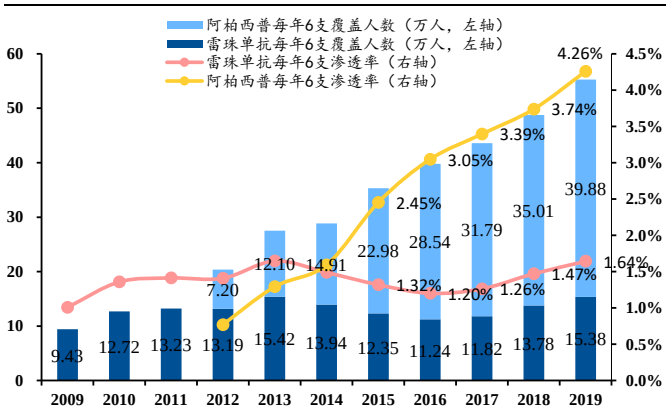
4） 因此，雷珠单抗+阿柏西普+贝伐珠单抗 3 种抗 VEGF 药物总覆盖新生血管眼底病患者人数约为 239-358 万，总渗透率为 25.5%-38.2%，中值为 31.9%。

图 7：雷珠和阿柏西普美国覆盖患者和渗透率推演（4 支）



资料来源：再生元和罗氏历年年报，浙商证券研究所

图 8：雷珠和阿柏西普美国覆盖患者和渗透率推演（6 支）



资料来源：再生元和罗氏历年年报，浙商证券研究所

如上分析，我国眼底病患者中抗 VEGF 药物总体渗透率仅 2%，相比美国较为成熟市场的抗 VEGF 药物的 31.9%总体渗透率仍有较大的提升空间。虽然目前中美患者用药习惯和支付方式等多方面存在差异，但是我们认为未来国内抗 VEGF 药物未来渗透率持续提升至美国水平仍值得期待。

3. 康柏西普海外 III 期临床中期数据揭盲值得期待，后续有望助力市占率加速提升

康柏西普 nAMD 适应症全球多中心 III 期临床试验已于 2019 年 12 月 24 日完成 100%入组， 2020 年 9 月 25 日，康柏西普用于治疗 nAMD 的全球Ⅲ期临床试验已完成全部受试者的第 36 周主要终点访视。预计将于 2021Q1 公布相关中期数据分析结果。目前，该临床试验按计划继续推进。按照临床试验的时间轴推断，公司康柏西普海外 III 期临床 96 周数据收集工作将于 2021Q4 完成，预计海外报产时间在 2022 年下半年附近。

与阿柏西普头对头，探索更低用药频次方案。康弘药业与 INC Research（CRO 公司）合作进行用国际多中心临床试验，试验主要目标是测试每 2 月注射一次 0.5 mg 康柏西普或每 3 月注射一次 1.0 mg 康柏西普的疗效是否非劣效于每 2 月注射一次 2.0 mg 阿柏西普的疗效。整个国际多中心临床研究将包括两个独立、相似的试验，每个试验计划入组约 1140 名受试者，以 1:1:1 的比例分组接受 0.5 mg 康柏西普、1.0 mg 康柏西普和 2.0 mg 阿柏西普的玻璃体腔注射。

表 4：康柏西普美国临床试验方案

用药频次（周）	第 1 年												第 2 年											
	4	8	12	16	20	24	28	32	36	40	44	48	52	56	60	64	68	72	76	80	84	88	92	96	100
康柏西普 0.5mg（实验一）	1	1	1	1		1		1		1		1		1		1		1		1		1		1	
康柏西普 0.5mg（实验二）	1	1	1	1		1		1		1		PRN													
康柏西普 1.0mg（实验一）	1	1	1	1			1			1			1			1			1			1			
康柏西普 1.0mg（实验二）	1	1	1	1			1			1			PRN												
阿柏西普 2.0mg（实验一）	1	1	1	1		1		1		1		1		1		1		1		1		1		1	
阿柏西普 2.0mg（实验二）	1	1	1	1		1		1		1		PRN													

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

若全球 III 期临床试验获得成功，康柏西普有望迅速扩大在国内和国际市场上的影响力，我们预期 2023 年将有望海外上市。国内 III 期临床试验（PHOENIX）数据表明：在使用康柏西普 0.5mg/次的 3+Q3M 方案 12 个月时，患者平均 BCVA 较基线提升了 10 个字母。康柏西普也是目前唯一经随机对照研究证实在 3+Q3M 方案下可以有效治疗 wAMD 的抗 VEGF 药物。我们认为这将在不提高单次用药成本的情况下通过降低用药频次来降低年治疗费用以及用药体验，有望头对头证实康柏西普在与阿柏西普对比中并无劣势，进而提升在国内和国际市场的认可度。

我们预计康柏西普 DME、BRVO 和 CRVO 适应症的全球多中心 III 期临床试验最快将于 2021 年开展，进军海外更大适应症领域。公司也于 2020 年 10 月 24 日公告收到 FDA 关于康柏西普开展糖尿病视网膜水肿（DME）、视网膜中央静脉阻塞（CRVO）、视网膜分支静脉阻塞（BRVO）三个新适应症 III 期临床试验的特别试验方案评审的通知，预计获得 FDA 批准开展临床后将有望直接开展 III 期临床，加快新适应症临床推进和上市速度，适应症的拓展将有望进一步扩大康柏西普在全球市场的份额。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 康柏西普 DCF 折算总现值约为 470 亿

中国、美国和欧洲各眼底病相关发病率数据参考前文，我们假设：1）中国患者每年使用 3 支康柏西普，美国和欧洲患者使用 4 支/年；2）美国康柏西普定价为阿柏西普的 70%（1359 美元/支），欧洲定价为阿柏西普欧盟定价的 70%（578 美元/支）；3）取 WACC 9%，永续增长率 3%；4）wAMD 适应症在欧美成功上市概率为 70%，DME 和 RVO 适应症在欧美成功上市概率 50%。

用 DCF 折现方式得到康柏西普在中国、美国和欧洲销售峰值分别可以达到 58 亿、67 亿和 68 亿，三区域合计销售峰值有望达到 193 亿元。中国区、美国区和欧洲市场对应 175 亿、110 亿和 185 亿现值，总现值约为 470 亿元。

表 5：药明康德细分业务板块拆分及营收预测

中国区											
wAMD											
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
60 岁以上人口数（亿人）	2.54	2.56	2.59	2.62	2.64	2.67	2.69	2.72	2.75	2.78	2.80
人口增速		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
AMD 人数（万人）	3392	3426	3460	3495	3530	3565	3601	3637	3673	3710	3747
湿性 AMD 人数（万人）	475	480	484	489	494	499	504	509	514	519	525
覆盖患者人数（万人）	7.00	7.42	9.28	11.59	12.75	14.03	15.43	16.51	17.67	18.55	19.48
渗透率	1.46%	1.55%	1.91%	2.37%	2.58%	2.81%	3.06%	3.24%	3.44%	3.57%	3.71%
覆盖患者增速		6%	25%	25%	10%	10%	10%	7%	7%	5%	5%
3 支/年治疗费用（万元）	1.65	1.25	1.25	1.12	1.12	1.12	1.07	1.07	1.07	1.01	1.01
年治疗费用增速		-24.36%	0%	-10%	0%	0%	-5%	0%	0%	-5%	0%
年销售额（亿元）	11.55	9.26	11.58	13.02	14.32	15.76	16.47	17.62	18.85	18.80	19.74
YOY		*-19.83%*	*25.0%*	*12.50%*	*10.00%*	*10.00%*	*4.50%*	*7.00%*	*7.00%*	*-0.25%*	*5.00%*
pmCNV											
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
15-59 岁	9.11	9.20	9.30	9.39	9.48	9.58	9.67	9.77	9.87	9.97	10.07
人口增速		*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*
PM 人数（万人）	3645	3681	3718	3755	3793	3831	3869	3908	3947	3986	4026
pmCNV 人数（万人）	273	276	279	282	284	287	290	293	296	299	302
渗透率	0.00%	0.20%	0.36%	0.56%	0.73%	0.90%	1.11%	1.32%	1.57%	1.87%	2.13%
覆盖患者人数（万人）	0.00	0.55	0.99	1.59	2.07	2.58	3.23	3.88	4.65	5.58	6.42
覆盖患者增速			80%	60%	30%	25%	25%	20%	20%	20%	15%
3 支/年治疗费用（万元）	1.65	1.25	1.25	1.12	1.12	1.12	1.07	1.07	1.07	1.01	1.01
年治疗费用增速		-24.36%	0%	-10%	0%	0%	-5%	0%	0%	-5%	0%
年销售额（亿元）	0.00	0.69	1.24	1.79	2.32	2.90	3.45	4.14	4.96	5.66	6.51
YOY			*80.0%*	*44.0%*	*30.0%*	*25.0%*	*18.8%*	*20.0%*	*20.0%*	*14.0%*	*15.0%*
DME											
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
糖尿病	1.14	1.15	1.16	1.17	1.19	1.20	1.21	1.22	1.23	1.25	1.26
人口增速		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

DME 发病人数	1140	1151	1163	1175	1186	1198	1210	1222	1234	1247	1259
渗透率	0.00%	0.10%	0.18%	0.28%	0.36%	0.45%	0.56%	0.66%	0.79%	0.93%	1.06%
覆盖患者人数（万人）	0.00	1.15	2.07	3.32	4.31	5.39	6.74	8.08	9.70	11.64	13.39
覆盖患者增速			80%	60%	30%	25%	25%	20%	20%	20%	15%
3 支/年治疗费用（万元）	1.65	1.25	1.25	1.12	1.12	1.12	1.07	1.07	1.07	1.01	1.01
年治疗费用增速		-24.36%	0%	-10%	0%	0%	-5%	0%	0%	-5%	0%
年销售额（亿元）	0.00	1.44	2.59	3.72	4.84	6.05	7.19	8.62	10.35	11.80	13.57
YOY			*80.0%*	*44.0%*	*30.0%*	*25.0%*	*18.8%*	*20.0%*	*20.0%*	*14.0%*	*15.0%*
RVO											
	2019	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**
50 岁以上人口	4.54	4.59	4.63	4.68	4.72	4.77	4.82	4.87	4.92	4.97	5.01
人口增速		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
RVO 发病人数	681	688	695	702	709	716	723	730	737	745	752
渗透率			0.25%	0.47%	0.75%	0.96%	1.19%	1.47%	1.75%	2.07%	2.36%
覆盖患者人数（万人）			1.74	3.30	5.28	6.86	8.58	10.72	12.87	15.44	17.76
覆盖患者增速				90%	60%	30%	25%	25%	20%	20%	15%
3 支/年治疗费用（万元）	1.65	1.25	1.25	1.12	1.12	1.12	1.07	1.07	1.07	1.01	1.01
年治疗费用增速		-24.36%	0%	-10%	0%	0%	-5%	0%	0%	-5%	0%
年销售额（亿元）			2.17	3.71	5.93	7.71	9.15	11.44	13.73	15.65	18.00
销售额增速				*71.0%*	*60.0%*	*30.0%*	*18.8%*	*25.0%*	*20.0%*	*14.0%*	*15.0%*
获批上市概率		90%									
	2019	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**
康柏西普中国区收入（亿元）	**11.55**	**11.39**	**17.57**	**22.24**	**27.42**	**32.42**	**36.25**	**41.82**	**47.90**	**51.92**	**57.82**
国内销售额增速		-1.42%	54.31%	26.58%	23.29%	18.24%	11.82%	15.36%	14.52%	8.39%	11.38%
净利率	**31.5%**	**31%**	**31%**	**33%**	**35%**	**35%**	**30%**	**30%**	**30%**	**25%**	**25%**
净利润（亿元）	**3.63**	**3.53**	**5.45**	**7.34**	**9.60**	**11.35**	**10.88**	**12.55**	**14.37**	**12.98**	**14.46**
WACC		**9%**									
风险调整后净利润现值（亿）	**3.63**	**3.53**	**4.94**	**6.07**	**7.25**	**7.85**	**6.89**	**7.28**	**7.64**	**6.32**	**6.45**
风险调整后 NPV（亿元）		**174.91**									
美国区											
wAMD											
	2019	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**
65 岁以上（亿人）	0.52	0.53	0.53	0.54	0.55	0.55	0.56	0.56	0.57	0.57	0.58
人口增速		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
AMD 发病人数（万人）	700	707	715	722	729	736	744	751	759	766	774
wAMD 人数（万人）	98	99	100	101	102	103	104	105	106	107	108
覆盖患者人数（万人）					0.71	1.43	2.14	2.79	3.20	3.52	3.88
渗透率					0.70%	1.39%	2.06%	2.65%	3.02%	3.29%	3.58%
覆盖患者增速						100%	50%	30%	15%	10%	10%
4 支/年治疗费用（美元）					5435	5435	5435	5435	5435	5435	5435
年销售额（亿美元）					0.39	0.78	1.16	1.51	1.74	1.92	2.11
YOY						*100%*	*50%*	*30%*	*15%*	*10%*	*10%*
年销售额（亿元人民币）					2.72	5.44	8.15	10.60	12.19	13.41	14.75
获批上市概率		70%									
DME											

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
糖尿病患者人数（亿人）	0.31	0.31	0.31	0.31	0.32	0.32	0.32	0.33	0.33	0.33	0.34
人口增速	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
DME 发病人数（万人）	610	616	622	629	635	641	648	654	661	667	674
覆盖患者人数（万人）							1.94	3.89	5.83	7.58	8.71
渗透率							0.30%	0.60%	0.90%	1.17%	1.35%
覆盖患者增速								100%	50%	30%	15%
4 支/年治疗费用（美元）							5435	5435	5435	5435	5435
年销售额（亿美元）							1.06	2.11	3.17	4.12	4.74
YOY								*100%*	*50%*	*30%*	*15%*
年销售额（亿元人民币）							7.39	14.78	22.17	28.82	33.15
获批上市概率		50%									
RVO											
	2019	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**
45 岁以上（亿人）	1.37	1.39	1.40	1.42	1.43	1.44	1.46	1.47	1.49	1.50	1.52
人口增速		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
RVO 人数（万人）	206	208	210	212	214	217	219	221	223	225	228
覆盖患者人数（万人）							1.09	2.19	3.28	4.26	4.90
渗透率							0.50%	1.00%	1.50%	1.95%	2.24%
覆盖患者增速							100%	100%	50%	30%	15%
4 支/年治疗费用（美元）							5435	5435	5435	5435	5435
年销售额（亿美元）							0.59	1.19	1.78	2.32	2.67
YOY								*100%*	*50%*	*30%*	*15%*
年销售额（亿元人民币）							4.16	8.32	12.48	16.23	18.66
获批上市概率		50%									
	2019	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**
康柏西普美国区收入（亿元）					2.72	5.44	19.70	33.70	46.84	58.46	66.55
净利率					35%	37%	39%	37%	35%	33%	30%
净利润（亿元）					0.95	2.01	7.68	12.47	16.39	19.29	19.97
WACC		9%									
风险调整后净利润现值（亿）					0.51	1.00	2.91	4.19	4.95	5.28	5.00
风险调整后 NPV（亿元）		**109.75**									
欧洲区											
wAMD											
	2019	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**
湿性 AMD 人数（万人）			231	233	236	238	240	243	245	248	250
覆盖患者人数（万人）					1.65	3.33	5.05	6.63	7.70	8.56	9.51
渗透率					0.70%	1.40%	2.10%	2.73%	3.14%	3.45%	3.80%
覆盖患者增速						100%	50%	30%	15%	10%	10%
4 支/年治疗费用（美元）					2310	2310	2310	2310	2310	2310	2310
年销售额（亿美元）					0.38	0.77	1.17	1.53	1.78	1.98	2.20
YOY						*102.0%*	*51.5%*	*31.3%*	*16.2%*	*11.1%*	*11.1%*
年销售额（亿元人民币）					2.67	5.39	8.17	10.72	12.45	13.84	15.37
获批上市概率		70%									
DME											

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
DME 发病人数（万人）							1496	1511	1526	1541	1557
覆盖患者人数（万人）							4.49	9.07	13.73	18.03	20.94
渗透率							0.30%	0.60%	0.90%	1.17%	1.35%
覆盖患者增速								100%	50%	30%	15%
4 支/年治疗费用（美元）							2310	2310	2310	2310	2310
年销售额（亿美元）							1.04	2.09	3.17	4.17	4.84
YOY								102.0%	51.5%	31.3%	16.2%
年销售额（亿元人民币）							7.26	14.66	22.21	29.16	33.87
获批上市概率		50%									
RVO											
	2019	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**
RVO 发病人数（万人）						500	505	510	515	521	526
覆盖患者人数（万人）							2.53	5.10	7.73	10.15	11.79
渗透率							0.50%	1.00%	1.50%	1.95%	2.24%
覆盖患者增速							100%	100%	50%	30%	15%
4 支/年治疗费用（美元）							2310	2310	2310	2310	2310
年销售额（亿美元）							0.58	1.18	1.79	2.34	2.72
YOY								*102.0%*	*51.5%*	*31.3%*	*16.2%*
年销售额（亿元人民币）							4.08	8.25	12.50	16.41	19.06
获批上市概率		50%									
	2019	**2020E**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	**2024E**	**2025E**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**
康柏西普欧洲区收入（亿元）					2.67	5.39	19.51	33.63	47.16	59.41	68.30
净利率					33%	35%	35%	30%	30%	30%	25%
净利润（亿元）					0.88	1.89	6.83	10.09	14.15	17.82	17.08
WACC		9%									
风险调整后净利润现值（亿）					0.48	0.94	4.40	6.26	8.27	9.69	8.55
风险调整后 NPV（亿元）		**185.35**									
中美欧市场合计总现值（亿）		**470.00**									

资料来源：浙商证券研究所

4.2. 康弘药业主要业务 2020-2022 年收入拆分与预测

基于前文中的分析，我们对 2020-2022 年公司主要业务板块和主要产品的业绩进行了预测。

表 6：康弘药业细分业务板块拆分及营收预测

单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
生物药（康柏西普）板块							
康柏西普收入	476.03	617.77	882.09	1,155.32	1138.63	1756.96	2223.93
YOY		*29.78%*	*42.79%*	*30.98%*	-1.44%	54.31%	26.58%
毛利率	88.91%	88.98%	94.70%	94.99%	93.50%	94.00%	94.50%
毛利	423.24	549.69	835.34	1097.44	1064.62	1651.55	2101.61
化药板块							
阿立哌唑口崩片	365.54	362.32	409.80	430.00	457.95	476.27	495.32
YOY		*-0.88%*	*13.10%*	*4.93%*	7%	4%	4%
盐酸文拉法辛缓释片	269.15	301.82	337.56	350.00	365.05	376.00	387.28

YOY		*12.14%*	*11.84%*	*3.69%*	4%	3%	3%
枸橼酸莫沙必利分散片	309.06	329.70	316.56	320.00	329.60	332.90	336.22
YOY		*6.68%*	*-3.99%*	*1.09%*	3.00%	1.00%	1.00%
其他化药	79.44	89.28	106.08	107.22	112.58	118.21	126.48
YOY		*12.38%*	*18.82%*	*1.08%*	5%	5%	7%
化药总销售额	**1,023.19**	**1,083.12**	**1,170.00**	**1,207.22**	**1265.18**	**1303.38**	**1345.31**
YOY		***5.86%***	***8.02%***	***3.18%***	**4.80%**	**3.02%**	**3.22%**
毛利率	**94.95%**	**94.85%**	**95.07%**	**94.09%**	**92.00%**	**91.00%**	**90.00%**
毛利	**971.52**	**1027.34**	**1112.32**	**1135.87**	**1163.97**	**1186.07**	**1210.78**
中成药板块							
松龄血脉康胶囊	453.22	438.70	357.01	320.00	304.00	304.00	304.00
YOY		*-3.21%*	*-18.62%*	*-10.37%*	-5%	0%	0%
舒肝解郁胶囊	300.42	354.50	279.47	310.00	325.50	341.78	358.86
YOY		*18.00%*	*-21.16%*	*10.92%*	5%	5%	5%
一清胶囊	155.45	131.87	93.80	100.00	103.00	106.09	109.27
YOY		*-15.17%*	*-28.87%*	*6.61%*	3%	3%	3%
胆舒胶囊	99.46	121.64	88.21	90.00	91.80	93.64	95.51
YOY		*22.30%*	*-27.49%*	*2.03%*	2%	2%	2%
其他	30.99	37.89	44.89	72.03	86.44	103.72	124.47
YOY		*22.25%*	*18.48%*	*60.47%*	20%	20%	20%
中成药销售额	**1,039.55**	**1,084.59**	**863.38**	**892.03**	**910.74**	**949.22**	**992.11**
YOY		***4.33%***	***-20.40%***	***3.32%***	***2.10%***	***4.23%***	***4.52%***
毛利率	**86.70%**	**86.66%**	**85.79%**	**85.13%**	**87.00%**	**87.00%**	**87.00%**
毛利	**901.29**	**939.91**	**740.69**	**759.39**	**792.34**	**825.83**	**863.14**
其他业务板块							
其他业务收入	1.26	1.02	1.98	2.86	4.00	5.61	7.85
YOY		***-19.05%***	***94.12%***	***44.44%***	*40%*	*40%*	*40%*
毛利率	35.71%	26.47%	30.30%	29.72%	30%	30%	30%
毛利	0.45	0.27	0.60	0.85	1.20	1.68	2.35
总营业收入	**2,540.03**	**2,786.50**	**2,917.45**	**3,257.43**	**3,318.55**	**4,015.17**	**4,569.20**
YOY		***9.70%***	***4.70%***	***11.65%***	***1.88%***	***20.99%***	***13.80%***
毛利率	**90.41%**	**90.34%**	**92.17%**	**91.90%**	**91.07%**	**91.28%**	**91.44%**
毛利	**2296.50**	**2517.21**	**2688.95**	**2993.55**	**3022.12**	**3665.12**	**4177.88**

资料来源：浙商证券研究所

4.3. 可比公司估值

基于公司主要依靠化学仿制药、生物药和中成药业务收入和利润占比情况，我们分别选取了恒瑞医药（仿制药+创新药）、复星医药（仿制药+生物创新药）、长春高新（生物药）、京新药业（仿制药）和片仔癀（中成药）作为可比公司。

我们认为未来公司康柏西普销售额仍有很大的提升空间，作为具有国际竞争力的生物创新药企业，伴随着 wAMD、DME 和 RVO 等适应症逐步在海外市场上市并开始贡献业绩，公司估值仍有提升空间。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.85、1.02、1.19 元，2020 年 11 月 27 日收盘价对应 2021 年 PE 为 41 倍。参考可比公司恒瑞医药、复星医药、长春高新、京新药业和片仔癀 2021 年平均估值 58 倍 PE，我们认为公司在生物创新药领域处于领先地位，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		11 月 27 日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
600276.SH	恒瑞医药	86.95	1.2	1.23	1.58	72	71	55	未评级
600196.SH	复星医药	51.35	1.3	1.49	1.7	40	34	30	买入
002020.SZ	京新药业	11.29	0.72	0.72	0.82	16	16	14	未评级
000661.SZ	长春高新	349.52	8.77	7.17	9.21	40	49	38	未评级
600436.SH	片仔癀	213.13	2.28	2.75	3.42	93	78	62	未评级
平均值						127	80	58	

资料来源：复星医药外其他公司盈利预测来自于 wind 一致预测，浙商证券研究所

5. 风险提示

1）政策风险。近年来，开展仿制药一致性评价、带量采购以及医保谈判，若公司仿制药无法通过一致性评价，或者通过一致性评价但是没有中标带量采购将会给公司运营带来挑战。后续康柏西普新适应症获批上市可能会继续通过降价参与医保谈判，带来不利影响。

2）市场竞争风险。公司核心产品康柏西普目前已有竞品上市，未来仍有可能更多精品获批上市，为公司带来不利影响。

3）创新药临床进展不及预期或者临床开发失败风险。创新药研发具有高投入高风险的特点，公司目前也在海外同时开展临床试验，海外疫情等不可预期因素可能会对资金投入、临床患者入组以及正在进行临床试验随访等带来影响，从而影响公司创新药项目研发进度和上市时间预期。

4）产品销售不及预期风险。公司产品上市后会遇到各种竞争和政策压力，有可能导致公司上市产品销量不及预期情况发生，会对公司业务造成不利影响。

5）疫情带来风险。在全球新冠疫情得到全面控制之前，仍然存在国内医院就诊人数下降、临床试验开展受阻等对公司药品销售和创新药研发进度及上市带来不可预期影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3025.43	4066.95	4787.25	5702.27
现金	2283.75	1686.06	2405.22	3524.79
交易性金融资产	0.00	1600.00	1300.00	1000.00
应收账项	434.49	427.18	662.09	717.91
其它应收款	2.85	2.90	3.51	3.99
预付账款	29.90	33.60	39.67	44.35
存货	263.14	305.91	365.45	399.92
其他	11.31	11.31	11.31	11.31
非流动资产	2801.58	3866.34	4117.34	4355.31
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	8.81	8.81	8.81	8.81
固定资产	732.64	1121.88	1413.63	1670.88
无形资产	318.78	337.98	357.19	376.39
在建工程	540.38	473.59	415.27	378.61
其他	1200.97	1924.07	1922.44	1920.61
资产总计	5827.02	7933.28	8904.59	10057.58
流动负债	747.17	697.53	777.81	893.26
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	240.27	144.06	160.32	165.14
预收账款	18.18	18.52	22.41	25.50
其他	488.73	534.95	595.09	702.63
非流动负债	459.29	1871.21	1873.82	1868.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	459.29	1871.21	1873.82	1868.11
负债合计	1206.47	2568.73	2651.63	2761.37
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权	4620.55	5364.55	6252.95	7296.21
负债和股东权益	5827.02	7933.28	8904.59	10057.58

现金流量表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	812.15	674.51	706.63	1082.40
净利润	718.19	742.88	888.40	1043.26
折旧摊销	95.64	74.91	93.24	109.41
财务费用	(30.74)	(45.62)	(35.14)	(63.13)
投资损失	(23.26)	(23.26)	(23.26)	(23.26)
营运资金变动	283.81	(36.66)	(163.34)	44.35
其它	(231.50)	(37.73)	(53.27)	(28.24)
投资活动现金流	(793.95)	(2718.91)	(22.61)	(25.95)
资本支出	(433.45)	(370.00)	(299.31)	(302.65)
长期投资	0.69	0.00	0.00	0.00
其他	(361.20)	(2348.91)	276.70	276.70
筹资活动现金流	(230.25)	1446.71	35.14	63.13
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(230.25)	1446.71	35.14	63.13
现金净增加额	(212.06)	(597.69)	719.16	1119.57

利润表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3257.43	3318.55	4015.17	4569.20
营业成本	263.85	296.42	350.04	391.32
营业税金及附加	41.46	35.51	40.15	45.69
营业费用	1567.51	1596.92	1932.14	2198.74
管理费用	403.15	365.04	401.52	411.23
研发费用	286.94	315.26	401.52	479.77
财务费用	(30.74)	(45.62)	(35.14)	(63.13)
资产减值损失	2.27	3.32	4.02	4.57
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.26	23.26	23.26	23.26
其他经营收益	74.50	74.50	74.50	74.50
营业利润	820.75	849.46	1018.69	1198.77
营业外收支	14.43	14.43	14.43	14.43
利润总额	835.18	863.89	1033.12	1213.20
所得税	116.99	121.01	144.72	169.94
净利润	718.19	742.88	888.40	1043.26
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	718.19	742.88	888.40	1043.26
EBITDA	873.73	889.18	1075.22	1248.49
EPS（最新摊薄）	0.82	0.85	1.02	1.19

主要财务比率

	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	11.65%	1.88%	20.99%	13.80%
营业利润	3.08%	3.50%	19.92%	17.68%
归属母公司净利润	3.35%	3.44%	19.59%	17.43%
获利能力				
毛利率	91.90%	91.07%	91.28%	91.44%
净利率	22.05%	22.39%	22.13%	22.83%
ROE	16.50%	14.88%	15.29%	15.40%
ROIC	13.66%	12.28%	12.85%	12.87%
偿债能力				
资产负债率	20.70%	32.38%	29.78%	27.46%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.05	5.83	6.15	6.38
速动比率	3.70	5.39	5.68	5.94
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.48	0.48	0.48
应收帐款周转率	9.99	8.49	7.98	7.08
应付帐款周转率	1.54	1.54	2.30	2.40
每股指标(元)				
每股收益	0.82	0.85	1.02	1.19
每股经营现金	0.93	0.77	0.81	1.24
每股净资产	5.29	6.14	7.16	8.35
估值比率				
P/E	50.19	48.52	40.57	34.55
P/B	7.80	6.72	5.76	4.94
EV/EBITDA	34.75	37.22	30.37	25.49

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1、买入 ：相对于沪深 300 指数表现 +20%以上;
2、增持 ：相对于沪深 300 指数表现 +10%～+20%;
3、中性 ：相对于沪深 300 指数表现-10%～+10%之间波动;
4、减持 ：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1、看好 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上;
2、中性 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%～+10%以上;
3、看淡 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层
北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼
深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02
邮政编码：200127
电话：(8621) 80108518
传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn