

# 康柏西普前景广阔，驱动公司长期成长

## 康弘药业（002773.SZ）首次覆盖

### 核心结论

**核心产品康柏西普持续放量，成长空间较大。**新生血管眼底疾病用药市场空间大，目前渗透率仅为1.11%，预计2025年国内市场规模有望达到80亿元，高于19年的26亿元。公司核心产品康柏西普是针对新生血管眼底疾病的抗VEGF融合蛋白，于2013年继雷珠单抗和阿柏西普之后第三个研发成功上市，市场竞争格局良好。2019年康柏西普以4160元/支的支付标准续约成功，较上一轮谈判价格仅下降25%，降价幅度低于市场预期，同时新增DME以及CNV两项适应症，进一步拓展患者数量。未来五年，康柏西普仍将维持快速增长，2018年销售额为8.82亿元，预计2025年销售额有望达到40亿元。

**康柏西普开启全球多中心三期临床，进军海外市场打开成长空间。**雷珠单抗和阿柏西普在美国市场销售额合计超过50亿美金，在全球市场销售额接近百亿美金，海外市场空间巨大。目前康柏西普开启了与阿柏西普头对头的全球多中心三期临床，海外市场有望进一步打开公司成长空间。

**传统品种稳步增长，持续贡献稳定现金流。**公司的传统业务板块一直保持比较稳健的增长，2018年受到公司内部营销改革的影响，增速首次出现下降，其中中成药板块降幅较明显，化学药整体保持稳定。2019年上半年随着公司营销改革逐渐完成，中成药逐步恢复到稳步增长态势。同时，随着在研的仿制药品种逐步上市，化药板块仍将继续为公司贡献稳定的现金流，持续支持公司创新药研发。

**首次覆盖，给予“买入”评级。**公司核心品种康柏西普成长空间大，竞争格局好，国际化值得期待。预计19年-21年EPS分别为0.82/1.00/1.19元，对应PE分别为43.47/35.73/29.97倍。公司2020年ROE相对较高，现有产品和创新研发能力也较强，给予公司2020年45倍PE目标估值，对应目标价45.00元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**康柏西普销量不及预期；医药行业政策风险

### 核心数据

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,786	2,917	3,282	3,765	4,347
增长率(%)	9.7%	4.7%	12.5%	14.7%	15.5%
归母净利润（百万元）	644	695	719	875	1,043
增长率(%)	29.7%	7.9%	3.5%	21.7%	19.2%
每股收益（EPS）	0.74	0.79	0.82	1.00	1.19
市盈率（P/E）	48.5	45.0	43.5	35.7	30.0
市净率（P/B）	6.8	5.9	5.1	4.5	3.8



数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级	买入
股票代码	002773
前次评级	
评级变动	首次
当前价格	35.70

### 近一年股价走势



### 分析师

 马云涛 S0800519120001  
 mayuntao@research.xbmail.com.cn  


### 相关研究

## 索引

## 内容目录

投资要点 .....	5
关键假设.....	5
区别于市场的观点.....	5
股价上涨催化剂 .....	5
估值与目标价 .....	5
康弘药业核心指标概览 .....	6
一、康弘药业：我国生物创新药标杆企业 .....	7
1.1 生物创新药企标杆，股权相对集中.....	7
1.2 生物板块快速增长，利润结构持续优化 .....	8
二、眼底病市场空间大，康柏西普有望持续放量.....	9
2.1 新生血管眼病患者人数众多 .....	9
2.2 抗 VEGF 靶点生物药是目前治疗新生血管眼病最佳药物.....	10
2.3 国内形成三药鼎力的局面，竞争格局有望长期维持 .....	13
2.4 康柏西普降价续医保，有望持续加速放量 .....	15
2.4.1 康柏西普经济性较高，有望吸引医保低收入患者 .....	15
2.4.2 相当疗效下，康柏西普和阿柏西普注射次数更低，安全性更优.....	16
2.4.3 渗透率较低，市场潜在空间较大 .....	18
2.5 康柏西普开启全球多中心三期临床，有望进一步打开成长空间 .....	19
2.5.1 康柏西普全球多中心三期临床开启 .....	19
2.5.2 海外竞争格局良好，诺华 RTH258 美国上市.....	20
三、传统品种：中成药和化学药板块稳健增长 .....	22
3.1 化学药：中枢神经为主，竞争格局良好，有望维持稳健增长.....	22
3.1.1 文拉法辛 .....	23
3.1.2 阿立哌唑 .....	24
3.1.3 莫沙必利 .....	25
3.1.4 右佐匹克隆 .....	26
3.2 中成药：营销改革结束，迎来恢复性增长 .....	27
四、研发实力强劲，在研品种丰富 .....	28
五、盈利预测与投资建议 .....	30
5.1 关键假设 .....	30
5.2 投资建议 .....	31
六、风险提示 .....	32

## 图表目录

图 1: 康弘药业核心指标概览图 .....	6
图 2: 公司发展历史 .....	7
图 3: 康弘药业股权结构 .....	7
图 4: 2019Q1~3 公司营业收入增速小幅回升 .....	8
图 5: 2019Q1~3 公司归母净利润增速企稳 .....	8
图 6: 康弘药业生物药收入占比持续提升 .....	8
图 7: 康弘药业生物药毛利占比持续提升 .....	8
图 8: 公司生物药毛利率持续提升 .....	9
图 9: 公司三项费用率整体维持平稳 .....	9
图 10: VEGF 作用机理 .....	11
图 11: 四种已经上市的 VEGF 靶点生物药 .....	11
图 12: 雷珠单抗全球销售额超过 35 亿美元 .....	12
图 13: 阿柏西普全球销售额超过 60 亿美元 .....	12
图 14: 康柏西普历年销售情况 .....	13
图 15: 雷珠单抗国内样本医院历年销售情况 .....	13
图 16: 康柏西普国内样本医院历年销售情况 .....	13
图 17: VEGF 类眼科药品样本医院历年销售情况 (亿元) .....	14
图 18: 2019 年前三季度 VEGF 类各眼科药样本医院份额 .....	14
图 19: 康柏西普与雷珠单抗头对头试验结果 (BCVA) .....	17
图 20: 康柏西普与雷珠单抗头对头试验结果 (CRT) .....	17
图 21: 雷珠单抗、贝伐珠单抗和阿柏西普头对头试验结果 (BVCA) .....	17
图 22: 雷珠单抗、贝伐珠单抗和阿柏西普头对头试验结果 .....	17
图 23: 公司化学药板块整体保持平稳 .....	22
图 24: 文拉法辛样本医院市场规模平稳增长 .....	23
图 25: 康弘药业文拉法辛样本医院销售额平稳增长 .....	24
图 26: 文拉法辛缓释剂型样本医院竞争格局良好 .....	24
图 27: 阿立哌唑样本医院市场规模 .....	24
图 28: 康弘药业阿立哌唑样本医院销售额 .....	25
图 29: 阿立哌唑样本医院竞争格局良好 .....	25
图 30: 莫沙必利样本医院市场规模 .....	25
图 31: 康弘药业莫沙必利样本医院销售额 .....	26
图 32: 莫沙必利样本医院竞争格局较好 .....	26
图 33: 右佐匹克隆样本医院市场规模快速增长 .....	26
图 34: 康弘药业右佐匹克隆样本医院销售额 .....	27
图 35: 右佐匹克隆样本医院竞争格局良好 .....	27
图 36: 康弘药业中成药板块增长迎来恢复 .....	27

图 37: 康弘药业研发投入增速较快.....	28
图 38: 康弘药业研发投入营收占比持续提升.....	28
图 39: 康弘药业研发投入占收入比重较高 (2018 年) .....	29
表 1: 眼底病患者人数统计 .....	10
表 2: 康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普获批适应症详情.....	14
表 3: 国内企业治疗湿性年龄相关性黄斑变性相关药物普遍处于临床 I 期.....	15
表 4: 康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普使用方法及价格对比 (标准用法) .....	16
表 5: 康柏西普与雷珠单抗头对头临床试验.....	16
表 6: 阿柏西普和雷珠单抗头对头试验结果对比 .....	18
表 7: 2018 年中美市场主要 VEGF 类眼科药物渗透率对比.....	18
表 8: VEGF 类眼科药品市场空间预测 .....	19
表 9: 康柏西普美国临床 III 期试验方案.....	20
表 10: 海外 VEGF 类眼科药物在研情况.....	21
表 11: 诺华 RTH258 与阿柏西普头对头 III 期临床研究.....	21
表 12: 康弘药业化药产品汇总 .....	23
表 13: 康弘药业中成药产品汇总 .....	28
表 14: 康弘药业研发管线 .....	29
表 15: 康弘药业收入拆分 .....	30
表 16: 可比公司估值水平 .....	31
表 17: 绝对估值假设.....	31
表 18: FCFF 模型敏感性分析 (元) .....	32

## 投资要点

### 关键假设

- 1、新生血管眼底疾病患者人数多，用药市场空间大，渗透率较低，市场竞争格局良好。公司康柏西普通过谈判进入 2019 版国家医保目录，以 4160 元/支的支付标准续约成功，较上一轮谈判价 5550 元/支仅下降 25%，降价幅度小于市场预期。同时，康柏西普在上次纳入医保的 wAMD 适应症的基础上，新增 DME 以及 CNV 两项适应症，进一步拓展患者数量。预计康柏西普未来将保持较快速增长，2019 年、2020 年和 2021 年收入增速分别为 35.00%、32.00% 和 30.00%。
- 2、公司化学药品市场竞争格局较好，剂型优势突出，有望维持平稳增长，预计 2019 年、2020 年和 2021 年收入增速分别为 4.79%、8.21%和 8.29%。
- 3、2019 年上半年随着公司营销改革逐渐完成，中成药板块收入逐步恢复，预计公司中药板块 2019 年、2020 年和 2021 年收入与 2018 年持平。
- 4、预计未来三年公司销售费用率和管理费用率略有下降，2019 年、2020 年和 2021 年公司销售费用率分别为 48.60%、47.50%和 47.00%，管理费用率分别为 13.00%、12.80%和 12.60%，研发费用率分别为 8.00%、8.00%和 8.00%。

### 区别于市场的观点

市场普遍认为康弘药业目前依赖康柏西普单一品种，其余品种均为中成药和化学仿制药，公司长期发展动力不足。

我们认为眼底病 VEGF 靶向药市场空间大，市场竞争格局良好，康柏西普竞争优势显著，且仍处于快速放量的早期阶段，未来国内市场潜力较大，同时康柏西普进行全球多中心三期临床，未来有望进入国际市场，为公司打开市值天花板，所以我们认为，康柏西普完全可以支撑公司未来 3-5 年的快速发展。

### 股价上涨催化剂

康柏西普全球多中心三期临床试验进度与试验结果超预期；

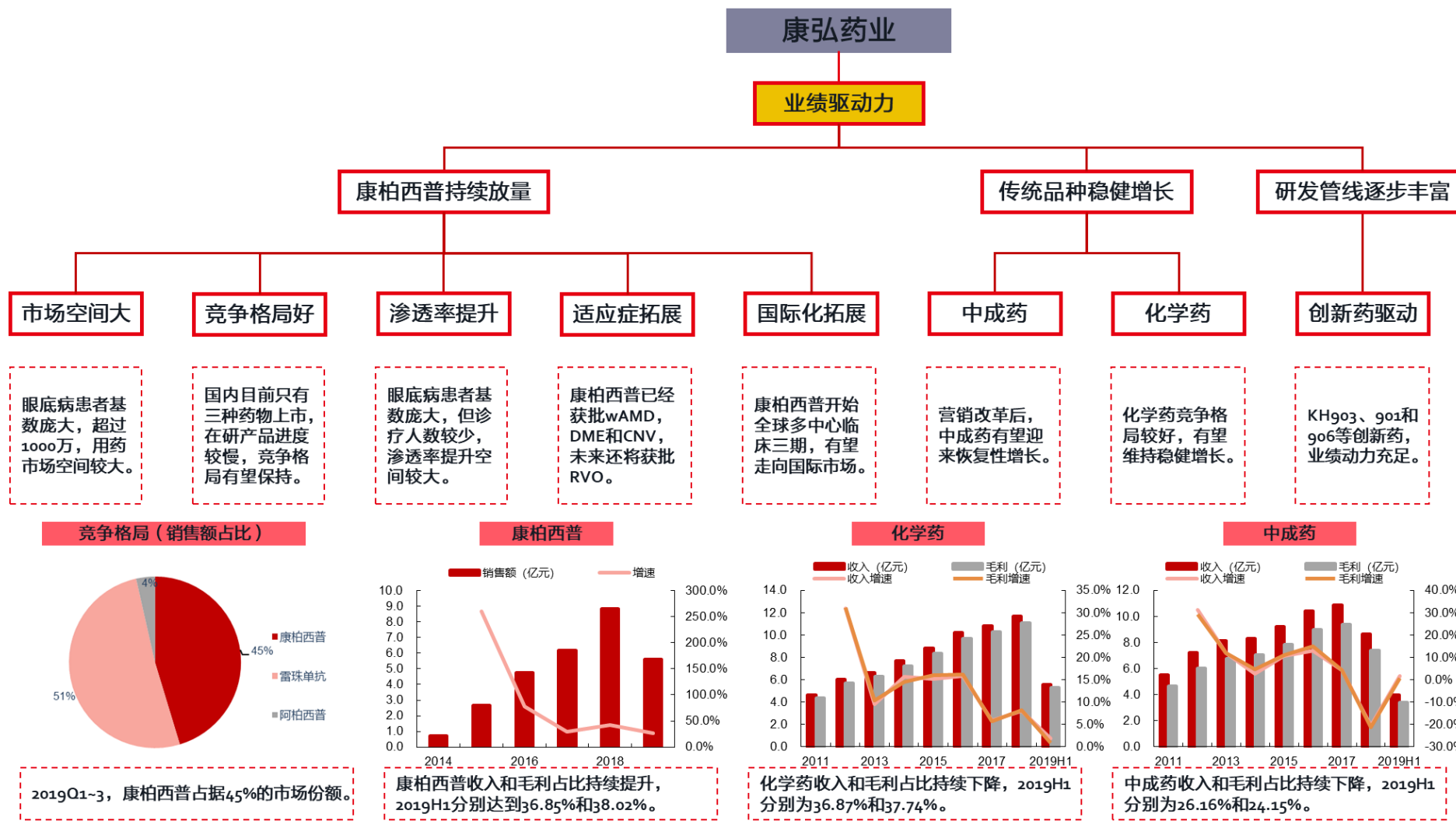
康柏西普国内市场销售额超预期。

### 估值与目标价

预计公司 19-21 年营业收入分别为 32.82/37.64/43.46 亿元，同比增长 12.51%/14.69%/15.46%，归属于母公司股东的净利润分别为 7.19/8.75/10.43 亿元，同比增长 3.47%/21.66%/19.22%，EPS 分别为 0.82/1.00/1.19 元，目前价格对应 PE 分别为 43.47/35.73/29.97X。选取恒瑞医药、贝达药业、科伦药业、恩华药业和京新药业作为可比公司，2020 年可比公司平均估值为 42.13 倍。对比来看，公司 2020 年 ROE17.24%显著高于可比公司平均的 14.53%，同时公司的现有产品和创新研发能力也强于仿制药企业，我们给予公司 2020 年 45 倍 PE 的目标估值，低于恒瑞医药和贝达药业等创新药企业，对应目标价为 45.00 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 康弘药业核心指标概览

图 1: 康弘药业核心指标概览图



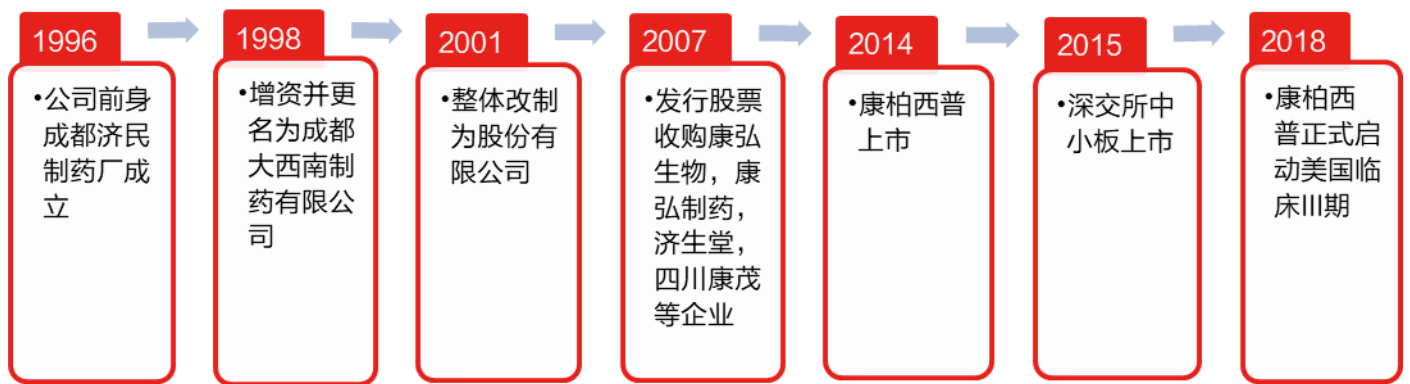
资料来源: 公司官网, 西部证券研发中心

## 一、康弘药业：我国生物创新药标杆企业

### 1.1 生物创新药企标杆，股权相对集中

康弘药业成立于1996年，2007年收购康弘生物、康弘制药、济生堂、四川康茂等企业，逐步搭建起目前化学药、中成药和生物药的业务架构。2014年5月子公司康弘生物研发的重磅产品康柏西普上市，是我国上市的第一个眼科生物创新药。2015年6月26日公司在深交所中小板上市。2016年，康柏西普获得美国FDA临床III期许可，也是国内首个直接进入美国FDA临床III期的药物，康弘药业开启了走向全球之路。2018年康柏西普全球多中心临床III期正式开启，并于2019年入组第一位患者。

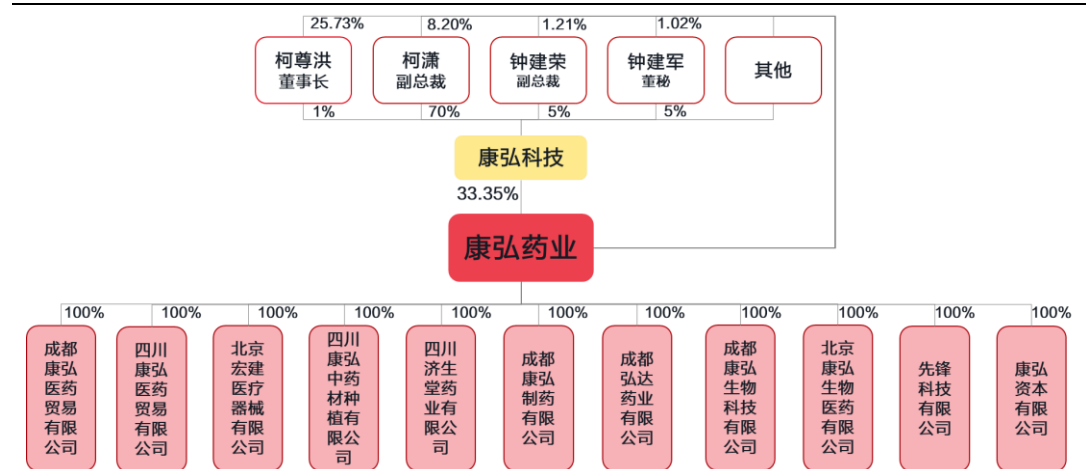
图2：公司发展历史



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

公司控股股东是康弘科技，实际控制人是柯尊洪先生、钟建荣女士与柯潇先生，2018年12月，公司原控股股东柯尊洪将其持有的70%的康弘科技股权转让给其子柯潇，完成新老交接。公司股权结构相对集中，实际控制人直接和间接持股比例较大。

图3：康弘药业股权结构



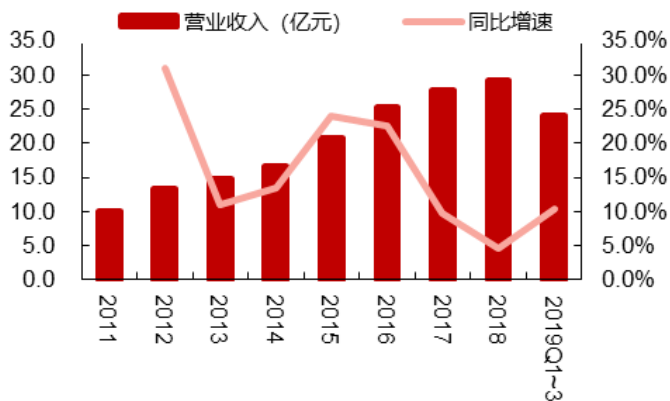
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

公司旗下有10余家子公司，其中康弘生物是公司生物药研发和生产平台，是公司最核心的资产，四川济生堂、成都康弘制药和四川康弘中药材是公司中药业务的子公司，成都弘达药业是公司化药业务的子公司。

## 1.2 生物板块快速增长，利润结构持续优化

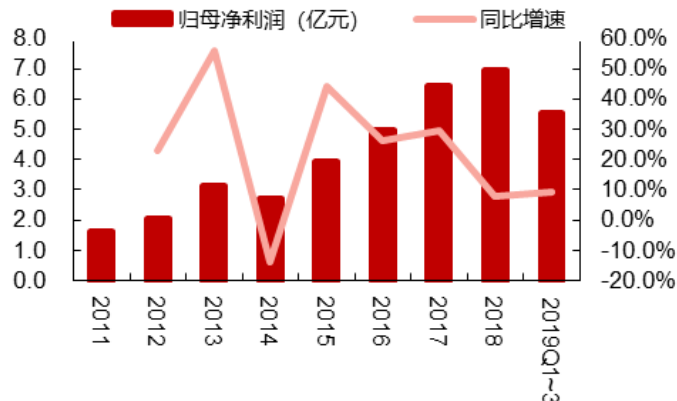
上市以来，公司经营稳健，业绩持续快速增长，2018年业绩增速下降主要因公司传统化药和中药板块营销改革所致。2019Q1-3实现营业收入24.10亿元，归母净利润5.52亿元，分别同比增长10.41%和9.05%，营业收入增速小幅回升，归母净利润增速企稳。

图4：2019Q1~3公司营业收入增速小幅回升



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

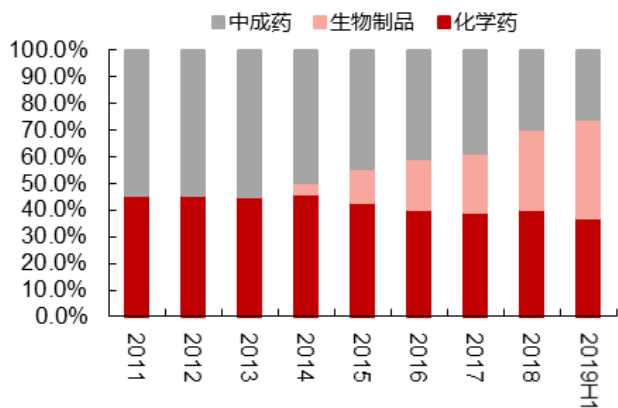
图5：2019Q1~3公司归母净利润增速企稳



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

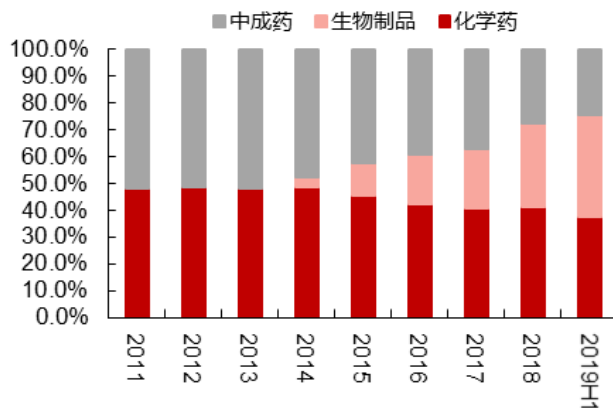
从营业收入结构来看，目前生物药板块在康柏西普快速放量的带动下占比快速提升，2019年上半年生物药、化药和中成药营业收入占比分别为36.88%、36.86%和26.17%，毛利占比分别为37.78%、38.06%和24.16%，预计未来生物药占比仍将继续提升。

图6：康弘药业生物药收入占比持续提升



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

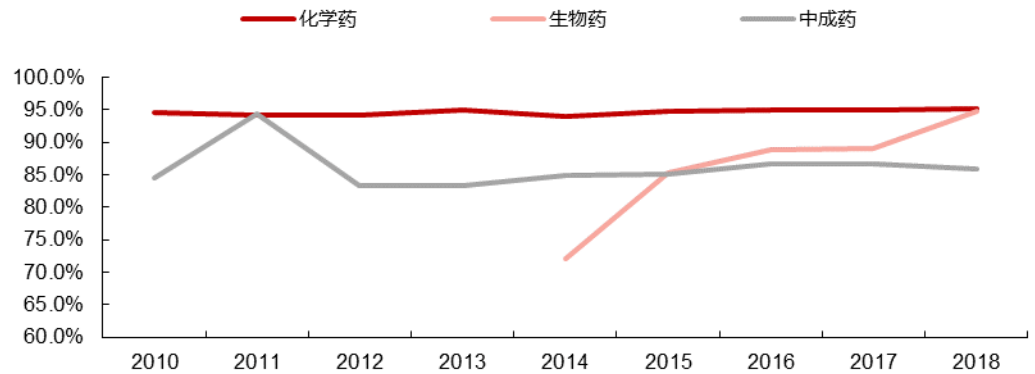
图7：康弘药业生物药毛利占比持续提升



资料来源：公司公告，西部证券研发中心



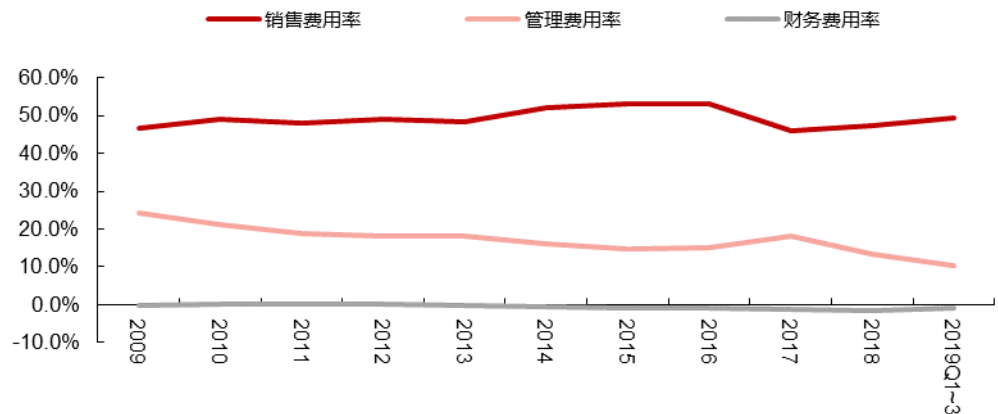
图 8：公司生物药毛利率持续提升



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

公司三项费用率整体保持平稳，2019Q1~3 销售费用率和管理费用率分别为 49.45%和 10.48%，分别同比下降 2.60pct 和 0.76pct。

图 9：公司三项费用率整体维持平稳



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

## 二、眼底病市场空间大，康柏西普有望持续放量

### 2.1 新生血管眼病患者人数众多

新生血管性眼病是由多种病因所致的脉络膜新生血管芽穿越 Bruch 膜并在视网膜色素上皮下和（或）上增殖形成的纤维血管组织所致，常伴有视网膜下的浆液性渗出和（或）出血，最终导致视力丧失。新生血管形成是很多眼部疾病的共同治病机理，包括 wAMD（50 岁以上的湿性年龄相关性黄斑变性）、DME（糖尿病性黄斑水肿）、CNV（脉络膜新生血管）和 RVO（视网膜静脉阻塞），目前我国新生血管性眼病患者人数达 1160 万。

表 1: 眼底病患者人数统计

疾病名称	人数基数 (万)	发病率	患者人数 (万)
wAMD (湿性年龄相关性黄斑变性)	13000	2.30%	300
DME (糖尿病性黄斑水肿)	4000	10.00%	400
CNV (脉络膜新生血管)	3200	5.00%	160
RVO (视网膜静脉阻塞)	20000	1.50%	300
合计	--	--	1160

资料来源: 招股说明书, 百度百科, 中国知网, 西部证券研发中心

**wAMD(50岁以上湿性年龄相关性黄斑变性):**我国65岁以上人群AMD的患病率为16.46%,患者中湿性患者占14%,截至2018年,我国65岁及以上老龄人口总数超过1.3亿,AMD患者约有2140万人,其中wAMD患者约为300万人。

**DME(糖尿病性黄斑水肿):**DME是糖尿病常见并发症之一,多发于病程较长的糖尿病患者,目前我国糖尿病患者约4000万人,根据上海交通大学附属第一人民医院所做的流行病学研究,上海市糖尿病患者平均并发DME比例为10%,所以预计我国DME患者总数约为400万人。

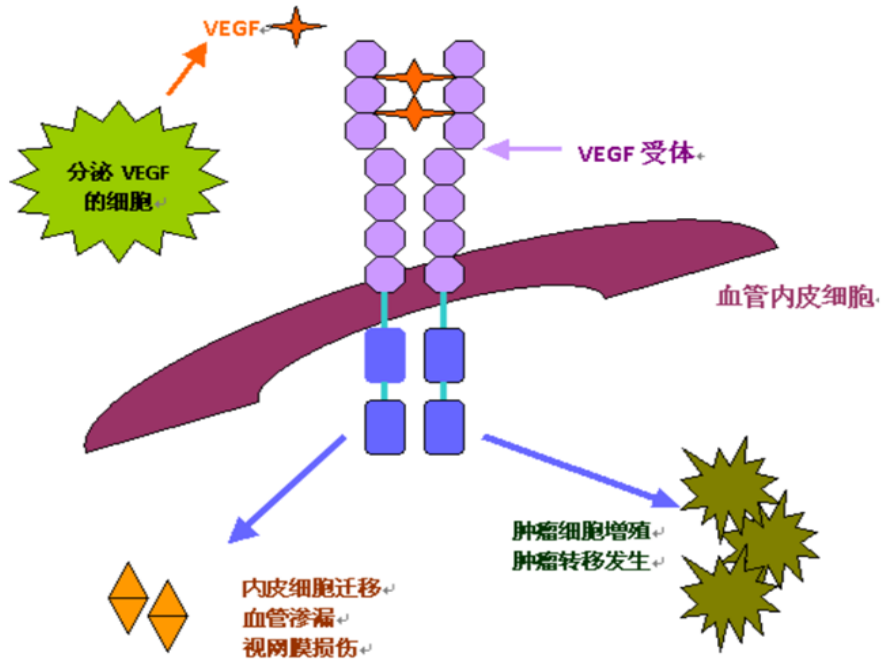
**CNV(脉络膜新生血管):**CNV是病理性近视(PM)的继发病,是中青年视力丧失的主要原因,其发病率大约占PM的5%-10%。我国病理性近视人数约为3200万人,假设发病率为5%,则我国病理性近视继发CNV的患者数约为160万人。

**RVO(视网膜静脉阻塞):**RVO是最常见的视网膜血管疾病之一,大部分病例发生在中年以上,在我国,抽样调查显示视网膜静脉阻塞50岁以上的总体发病率约为1.5%,全国50岁以上的城市人口约为2亿人,南方所研究推断全国RVO患者总数约为300万人。

## 2.2 抗VEGF靶点生物药是目前治疗新生血管眼病最佳药物

血管内皮生长因子(VEGF)是新生血管形成过程中已知作用最强、专属性最高的启动因子,这种因子在多种眼病的发病机制中起着主要的作用。发病时VEGF浓度增加,产生异常的新生血管,继而出现大量出血、牵拉性视网膜脱离、新生血管性青光眼等严重并发症。因此,想要抑制病情发展,就要抑制新生血管在视网膜下生长。而抵抗或减少VEGF在眼内的浓度,可以达到这一目的,抗VEGF靶点生物药就是通过抑制血管内皮生长因子(VEGF),阻断病变新生血管的生长,从而有效治疗眼底病。

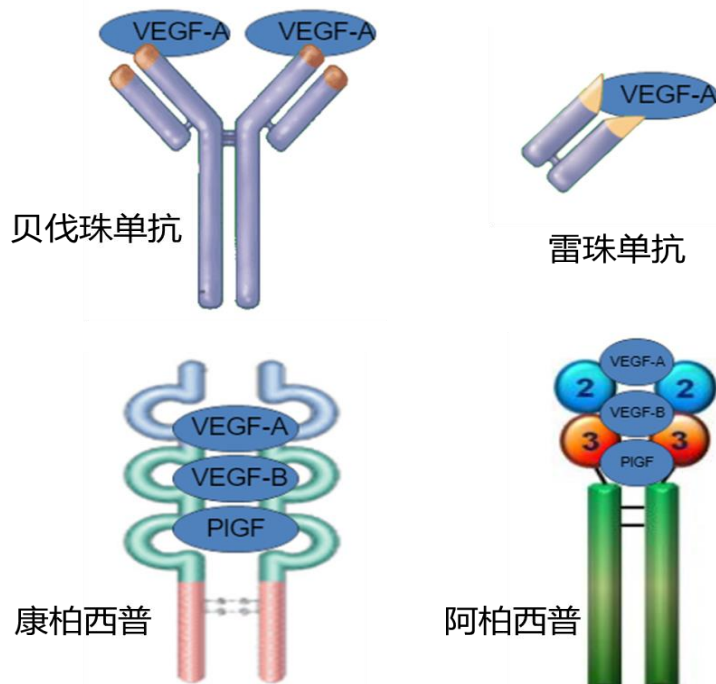
图 10: VEGF 作用机理



资料来源：招股说明书，西部证券研发中心

目前针对 VEGF 靶点生物药主要有雷珠单抗、阿柏西普和康柏西普，VEGF 包括 A、B、C、D、PIGF 五种亚型，单抗类的雷珠单抗可以结合 VEGF-A 亚型，融合蛋白类的康柏西普和阿柏西普则可以结合 VEGF-A、VEGF-B 和 PIGF 三种亚型，更具优势。目前雷珠单抗和阿柏西普已分别成为在全球范围内销售 40 亿美元级和 60 亿美元级的大品种，康柏西普目前仅在中国国内上市，国际多中心的 III 期临床已经启动，未来也将进入国际市场。

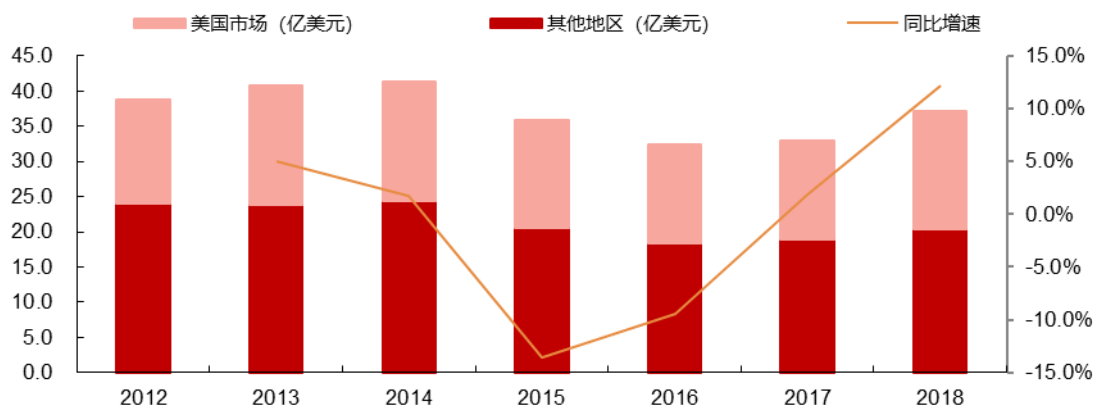
图 11: 四种已经上市的 VEGF 靶点生物药



资料来源：公开资料，西部证券研发中心

雷珠单抗 (Ranibizumab) 由基因泰克和诺华联合研发, 是一种抗血管内皮生长因子 (VEGF) 人源化单抗 Fab 段, 能与 VEGF-A 活化形式的受体结合位点结合, 阻止 VEGF-A 与其在内皮细胞表面的受体 (VEGFR1 和 VEGFR2) 结合。雷珠单抗最早于 2006 年在美国实现上市, 目前获批的适应症共有 wAMD、DME、RVO、CNV 四种。雷珠单抗在国内于 2011 年 12 月 31 日获批 wAMD 并于 2018 年 5 月 8 日获批 RVO 适应症, 2017 年 7 月降价 20% 至 5700 元/支首次成功纳入国家医保谈判目录。2019 年 11 月成功续约医保, 单支价格再次降价至 3950 元/支。

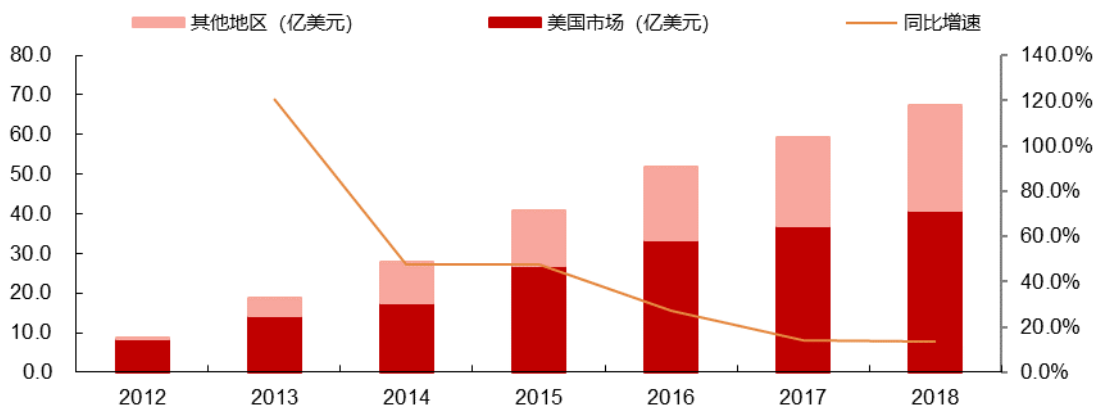
图 12: 雷珠单抗全球销售额超过 35 亿美元



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

阿柏西普 (Aflibercept) 是由再生元和拜耳联合研发, 是一种抗血管内皮生长因子 (VEGF) 的融合蛋白, 能与 VEGF-A、VEGF-B 和 PIGF 结合, 从而抑制其结合和激活 VEGF 受体。阿柏西普最早于 2006 年在美国实现上市, 目前获批的适应症共有 wAMD、DME、RVO、CNV 四种, 分别由再生元在美国市场负责销售、拜尔在欧洲市场销售、参天制药和拜耳在日本市场共同销售。国内市场目前获批 wAMD 和 DME 两种适应症, 2019 年 11 月首次成功纳入国家医保谈判目录, 单支价格从 5850 元/支降至 4100 元/支。

图 13: 阿柏西普全球销售额超过 60 亿美元

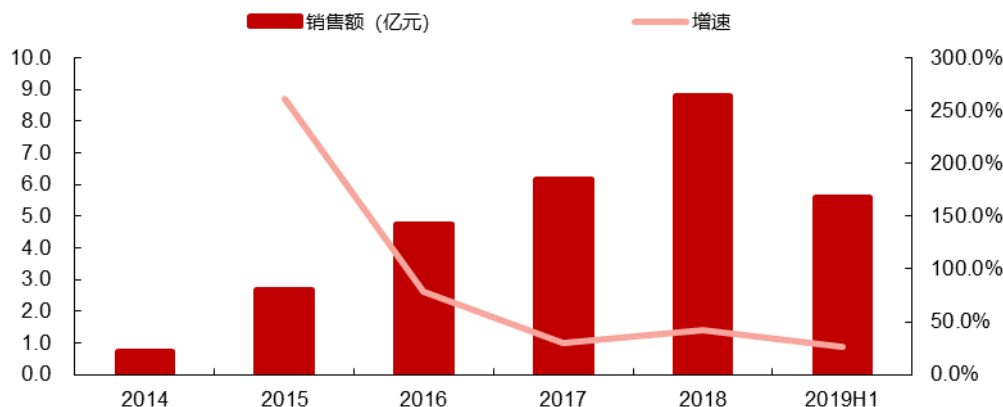


资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

康柏西普 (Conbercept) 是康弘药业研发的一类创新生物药, 是一种抗血管内皮生长因子 (VEGF) 的融合蛋白, 可以阻断 VEGF-A、VEGF-B 和 PIGF, 于 2013 年在中国实现上市, 上市后销售额快速增长, 2019H1 销售额 5.6 亿, 同比增长 27%, 相较于 2018 年全年同比增

长 43%有所下降，主要原因是 2018 年上半年基数相对较高，其次阿柏西普 2018 年进入中国市场，也对康柏西普造成一定竞争。

图 14：康柏西普历年销售情况

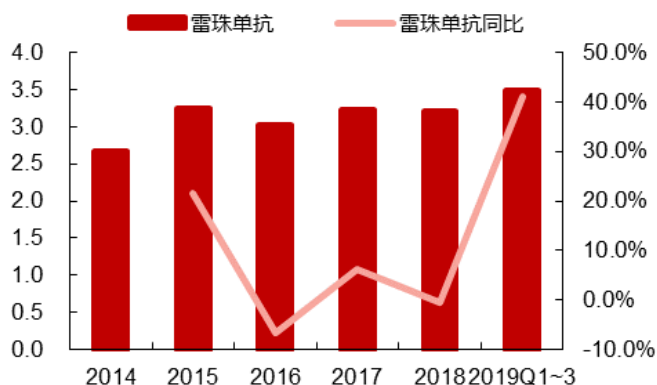


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

### 2.3 国内形成三药鼎力的局面，竞争格局有望长期维持

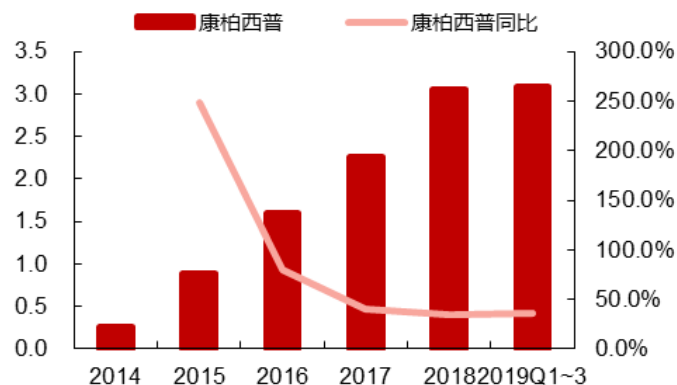
雷珠单抗于 2011 年最早进入中国市场，2019Q1~3 样本医院销售额达到 3.5 亿元，同比增长 41%；康柏西普于 2014 年国内上市，且一直保持高速增长，2019Q1~3 样本医院销售额为 3.1 亿，同比增长 36%；阿柏西普 2018 年国内获批上市，2019 年首次纳入样本医院统计，2019Q1~3 样本医院销售额为 0.24 亿元。

图 15：雷珠单抗国内样本医院历年销售情况（亿元）



资料来源：wind 医药数据库，西部证券研发中心

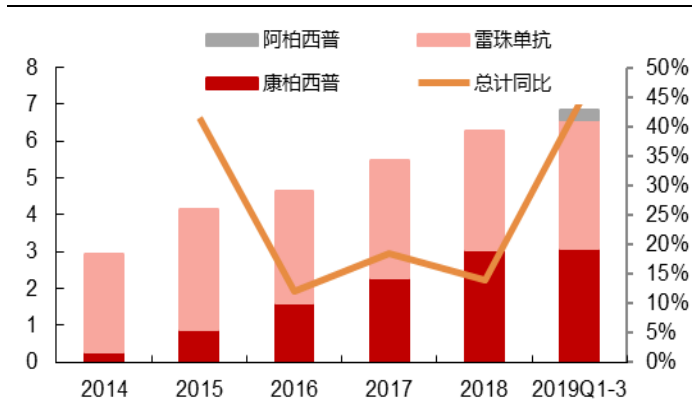
图 16：康柏西普国内样本医院历年销售情况（亿元）



资料来源：wind 医药数据库，西部证券研发中心

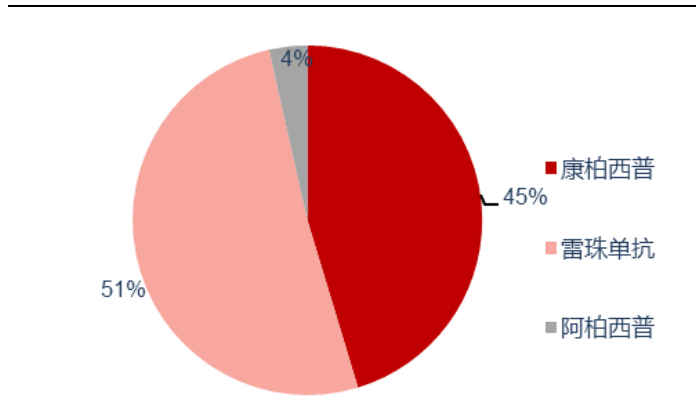
从样本医院的 VEGF 眼科用药销售额来看，2015 年康柏西普上市带动市场高速增长，2016-2018 年样本医院销售额以 15% 的增速稳步增长。进入 2019 年，阿柏西普在国内上市，同时雷珠单抗与康柏西普也在加大营销力度，2019Q1~3 三个药物合计样本医院销售额为 6.83 亿元，同比增长高达 44%，市场规模又一次快速扩容。从市场竞争格局来看，雷珠单抗样本医院市场占比最高，为 51%，康柏西普为 45%，阿柏西普 4%。目前阿柏西普也通过降价进入医保，市场竞争力增强，预计未来市占率会逐步上升，VEGF 眼科用药进入三家竞争的局面。

图 17: VEGF 类眼科药品样本医院历年销售情况 (亿元)



资料来源: wind 医药数据库, 西部证券研发中心

图 18: 2019 年前三季度 VEGF 类各眼科药样本医院份额



资料来源: wind 医药数据库, 西部证券研发中心

表 2: 康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普获批适应症详情

品种	康柏西普	雷珠单抗	阿柏西普
研发公司	康弘药业	Genetech、诺华	再生元、拜耳
药物类型	融合蛋白	单抗	融合蛋白
作用靶点	VEGF-A、VEGF-B、PIGF	VEGF-A	VEGF-A、VEGF-B、PIGF
海外上市时间	预计 2022 年	2006 年	2011 年
国内上市时间	2014 年	2011 年	2018 年
获批适应症	美国	wAMD (2006.6)	wAMD (2011.11)
		RVO (2010.7)	CRVO (2012.9)
		DME (2012.8)	DME (2014.10)
		DR (2015.2)	BRVO (2015.2)
		pmCNV (2017.1)	DR (2015.3)
		wAMD (2007.1)	wAMD (2012.11)
	欧盟	DME (2011.1)	CRVO (2013.8)
		RVO (2011.6)	DME (2014.8)
		pmCNV (2013.5)	BRVO (2015.2)
		CNV (2016.12)	pmCNV (2015.10)
		wAMD (2009.1)	wAMD (2012.9)
		pmCNV (2013.8)	CRVO (2013.11)
日本	RVO (2013.8)	pmCNV (2014.9)	
	DME (2014.2)	DME (2014.11)	
	wAMD (2013.11)	wAMD (2011.12)	
	CNV (2017.5)	RVO (2018.5)	
	DME (2019.5)	DME (2018.11)	
	RVO (临床 III 期)	CNV (2018.11)	
中国	DME (2018.2)	DME (2018.5)	
	wAMD (2018.5)	wAMD (2018.5)	
海外专利到期时间	2032 年	2019 年	2020 年 (有效成分) 2027 年 (配方)
国内专利到期时间	2025 年	2019 年	2020 年 (有效成分) 2027 年 (配方)

资料来源: NMPA, FDA, EMA, PMDA, 药品说明书, 西部证券研发中心

在新生血管性眼病药物研发方面，目前国内已经开展研发企业数量众多，目前进度最快的是贝达药业的 CM082，已经进入临床 II 期，其余企业均处于临床 I 期和临床前阶段，如信达生物、华博生物、神州细胞工程等处于临床 I 期，预计距离上市仍需要较长时间，目前良好的市场竞争格局有望长期维持。

表 3：国内企业治疗湿性年龄相关性黄斑变性相关药物普遍处于临床 I 期

产品名称	企业名称	研发进展
CM082	贝达药业	临床 II 期
重组人血管内皮生长因子受体-抗体融合蛋白眼用注射液	华博生物（华海药业子公司）	临床 I 期
重组人源化抗 VEGF 单克隆抗体眼用注射液	神州细胞工程有限公司	临床 I 期
hPV19 单克隆抗体眼用注射液	苏州思坦维生物技术股份有限公司	临床 I 期
IBI302	信达生物	临床 I 期
RC28-E（双靶点）	荣昌生物	临床 I 期
TAB014 单抗注射液	东曜药业	临床 I 期
重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体	三生制药	临床 I 期
QL1205	齐鲁制药	临床 I 期
BAT5906 注射液	百奥泰生物	临床 I 期
重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体 Fab 片段注射液	杰科（天津）生物	临床前

资料来源：药智网，CDE，公司官网，西部证券研发中心

## 2.4 康柏西普降价续医保，有望持续加速放量

2019 年 11 月 28 日，公司康柏西普通过谈判进入 2019 版国家医保目录，以 4160 元/支的支付标准续约成功，较上一轮谈判价 5550 元/支仅下降 25%，降价幅度小于市场预期。同时，康柏西普在上次纳入医保的 wAMD 适应症的基础上，新增 DME 以及 CNV 两项适应症，进一步拓展患者数量。另外，本次医保报销标准从以前的单品种每年最多支付 4 支，更改为康柏西普、阿柏西普和雷珠单抗每年总计最多支付 5 支，康柏西普优势有望更加凸显。

### 2.4.1 康柏西普经济性较高，有望吸引医保低收入患者

康柏西普此次以 4160 元/2mg/支价格续约医保，降价 25%（原 5550 元/2mg/支）。用法为初始 3 个月每个月 0.5mg/眼/次，后每 3 个月 0.5mg/眼/次，标准使用全年计量为 6 支，费用为 24960 元。

雷珠单抗最新医保价格为 3950 元/2mg/支（此前为 5700 元/2mg/支），治疗 wAMD 时用法为每月 0.5mg/眼/次，标准使用全年计量为 12 支，费用为 47400 元。CNV 与 RVO 适应症雷珠单抗使用方法与 wAMD 相同。治疗 DME 时用法为每月 0.3mg/眼/次，考虑到单次使用一支，标准使用全年计量仍为 12 支。

阿柏西普医保为 4100 元/4mg/支，进医保之前价格为 5850 元/4mg/支，降幅为 30%。治疗 wAMD 时，阿柏西普需前 3 个月每月 2mg/眼/次，后每两个月 2mg/眼/次，标准使用全年计量为 7 支，费用为 28700 元；治疗 DME 时，前 5 个月每月 2mg/眼/次，后每两个月 2mg/眼/次，标准使用全年计量为 8 支，费用为 32800 元。

通过测算，按照标准用法，康柏西普的医保后年自费最低，为 10,400 元。整体来看，康柏西普的注射频率最低，标准使用年费用也最低，经济性较高，加之新政策规定医保报销时三款产品合并计算，康柏西普优势更加凸显。

表 4：康柏西普、雷珠单抗和阿柏西普使用方法及价格对比（标准用法）

名称	国内适应症获批	用法用量	此次医保前单价	医保降价后单价	年标准计量	全年费用	医保后年自费
康柏西普	wAMD	前 3 个月每个月 0.5mg/眼					
	DME	/次, 后每 3 个月 0.5mg/	5550 元/2mg/支	4160 元/2mg/支	6 支	24960 元	10,400 元
	CNV	眼/次					
雷珠单抗	wAMD	每月 0.5mg/眼/次					
	DME	每月 0.3mg/眼/次	5700 元/2mg/支	3950 元/2mg/支	12 支	47400 元	33,575 元
	CNV	每月 0.5mg/眼/次					
	RVO	每月 0.5mg/眼/次					
阿柏西普	wAMD	前 3 个月每月 2mg/眼/次, 后每两个月 2mg/眼/次	5850 元/4mg/支	4100 元/4mg/支	7 支	28700 元	14,350 元
	DME	前 5 个月每月 2mg/眼/次, 后每两个月 2mg/眼/次			8 支	32800 元	18,450 元

资料来源：公司公告，药品说明书，西部证券研发中心

#### 2.4.2 相当疗效下，康柏西普和阿柏西普注射次数更低，安全性更优

根据康柏西普与雷珠单抗的头对头试验，从 BCVA（最佳矫正视力）的试验结果来看，在连续使用 3 个月和 1 年两个重要试验节点，康柏西普的矫正视力情况均好于雷珠单抗；从 CRT（中心视网膜厚度）变化数据可以看出，康柏西普的数据曲线与雷珠单抗的高度重合。综合康柏西普和雷珠单抗的试验数据，康柏西普表现出了不劣于雷珠单抗的试验结果。

表 5：康柏西普与雷珠单抗头对头临床试验

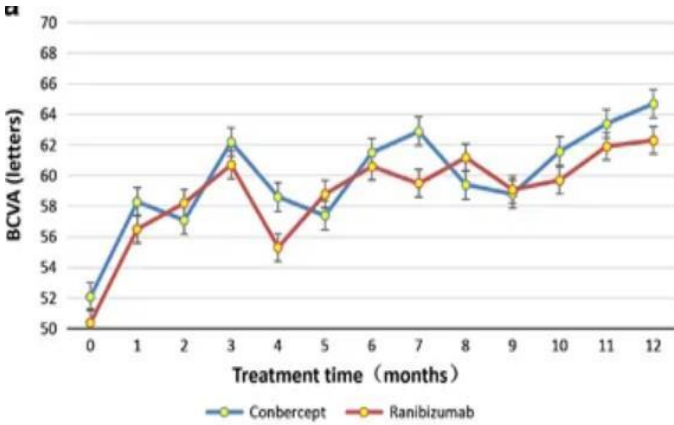
项目	康柏西普(n=83)	雷珠单抗(n=85)	p 值
性别, n(%)			
男	28	21	0.102
女	55	64	
年龄范围		51-85	
Mean±SD	66.7 ± 5.2	69.4 ± 6.8	0.729
年龄阶段, n(%)			
50-59	16	11	
60-69	32	36	
70-79	24	29	
80-89	11	9	
右眼比（右眼/左眼）	33.7%（28/55）	41.2%（35/50）	0.571
PCIOL（PCIOL/晶状体）	20.5%（17/66）	24.7%（21/64）	0.428
BCVA			
Mean±SD	52 ± 11	50 ± 15	0.585
Snellen equivalent (range)	20/80 (20/333 - 20/40)	20/100 (20/400 - 20/40)	
CRT (μm) mean ± SD	215.3 ± 42.5	220.7 ± 36.8	0.693
DM, n (%)	8 (9.6%)	12 (14.5%)	0.166
HTN, n (%)	58 (69.9%)	66 (77.6%)	0.715

注释：DM：糖尿病；HTN：高血压；PCIOL：人工晶体

资料来源：Nature，西部证券研发中心

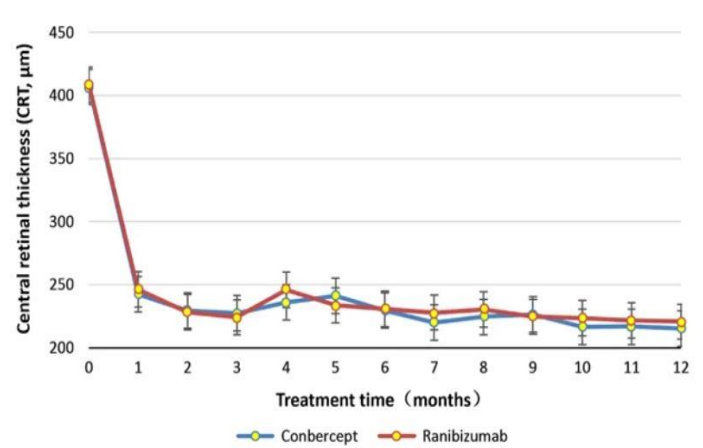


图 19: 康柏西普与雷珠单抗头对头试验结果 (BCVA)



资料来源: scihub, 西部证券研发中心

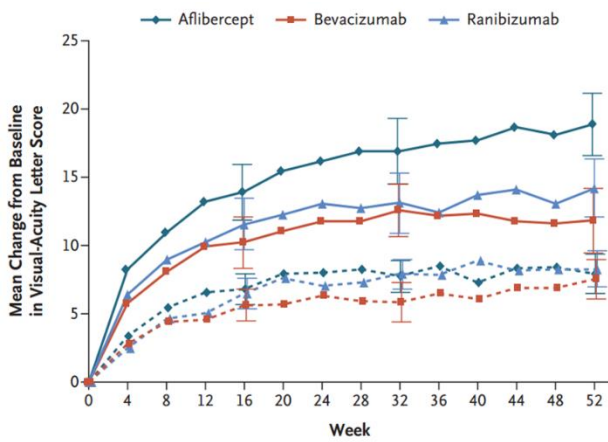
图 20: 康柏西普与雷珠单抗头对头试验结果 (CRT)



资料来源: scihub, 西部证券研发中心

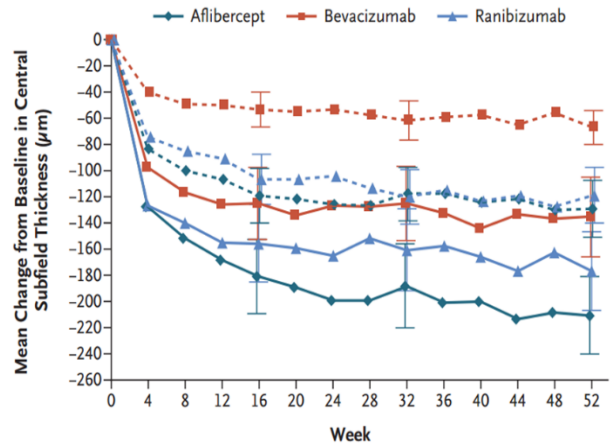
从阿柏西普、雷珠单抗和贝伐珠单抗在糖尿病黄斑水肿领域 (DME) 的头对头试验来看, 整体结果为阿柏西普优于雷珠单抗, 雷珠单抗优于贝伐珠单抗。当最初的视力损失程度较轻时, 三种药物的疗效几乎相同, 随着视力损失程度的逐步加大, 阿柏西普的优势逐步凸显。

图 21: 雷珠单抗、贝伐珠单抗和阿柏西普头对头试验结果 (BVCA)



资料来源: scihub, 西部证券研发中心

图 22: 雷珠单抗、贝伐珠单抗和阿柏西普头对头试验结果 (CRV)



资料来源: scihub, 西部证券研发中心

针对 wAMD 适应症, 阿柏西普和雷珠单抗分别在美国和全球多中心进行过两次头对头试验, 其中 VIEW1 在美国进行, VIEW2 在全球多中心进行。实验结果表明, 阿柏西普在 3+Q1M 和 3+Q2M 的给药方案下, 均非劣效于雷珠单抗的 3+Q1M 给药方案。在疗效和安全性相当的情况下, 阿柏西普相比于雷珠单抗有更少的注射频次, 患者的依从性更高, 风险发生率更低。

表 6：阿柏西普和雷珠单抗头对头试验结果对比

研究名称	VIEW1 (美国)				VIEW2 (国际多中心)			
	雷珠单抗		阿柏西普		雷珠单抗		阿柏西普	
药物	雷珠单抗		阿柏西普		雷珠单抗		阿柏西普	
注射方式	0.5Q4	2Q4	0.5Q4	2Q8	0.5Q4	2Q4	0.5Q4	2Q8
实验人数	304	304	301	301	291	309	296	306
Change in ETDRS BCVA (mean ± SD)	8.1 ± 15.3	10.9 ± 13.8	6.9 ± 13.4	7.9 ± 15.0	9.4 ± 13.5	7.6 ± 12.6	9.7 ± 14.1	8.9 ± 14.4
Proportion gaining ≥ 30 letters, % (n)	30.9% (94)	37.5% (114)	24.9% (75)	30.6% (92)	34.0% (99)	29.4% (91)	29.4% (91)	31.4% (96)
Change in Central Retinal Thickness, um (mean ± SD)	-116.8 ± 109	-116.5 ± 98.4	-115.6 ± 104.1	-128.5 ± 108.5	-138.5 ± 122.2	-156.8 ± 122.8	-129.8 ± 114.8	-149.2 ± 119.7
Change in CNV area, mm2 (mean ± SD)	-4.2 ± 5.6	-4.6 ± 5.5	-3.5 ± 5.3	-3.4 ± 6.0	-4.2 ± 5.9	-6 ± 6.1	-4.2 ± 6.1	-5.2 ± 5.9

资料来源：ClinicalTrials, 西部证券研发中心

### 2.4.3 渗透率较低，市场潜在空间较大

我国 VEGF 类药物眼科用药 2018 年的渗透率仅为 1.11%，远低于欧美发达国家。通过测算，2018 年中国市场康柏西普销售量为 161882 支，雷珠单抗为 160357 支，预估人年均使用 2.5 支，康柏西普和雷珠单抗的预计年使用人数分别为 6.48 万人和 6.41 万人，相较于 1160 万人的适用人数，渗透率仅分别为 0.56% 和 0.55%，总渗透率 1.11%。通过测算，美国市场阿柏西普加雷珠单抗的总渗透率为 5.56%，远高于国内。

表 7：2018 年中美市场主要 VEGF 类眼科药物渗透率对比

品种	中国市场 (元)		美国市场 (美元)	
	康柏西普	雷珠单抗	阿柏西普	雷珠单抗
2018 年样本医院销售额 (亿元)	3.06	3.20	/	/
2018 年销售额 (亿元)	8.82	9.22	40.77	20.46
2018 年单价	5850	5700	1940	2044
2018 年样本医院销售量 (支)	56163	55634	/	/
2018 年销售量 (支)	161882	160357	2101546	1000978
建议年使用支数	6 支	12 支	8 支	12 支
预计人均年使用支数	2.5 支	2.5 支	6 支	6 支
预计年使用人数 (万人)	6.48	6.41	35.03	16.68
适用人数 (万人)	1160	1160	900	900
渗透率	0.56%	0.55%	3.77%	1.79%
总渗透率	1.11%		5.56%	

资料来源：公司公告，wind 医药库，美国流行病学协会，西部证券研发中心

2019 年前三季度 VEGF 类眼科药物样本医院销售额为 6.83 亿元，通过 2.88 放大倍数预估 2019 年市场销售额约为 26.24 亿元。

**假设：**

- 1、眼底新生血管疾病人数增长率为每年 0.5%；
- 2、10 年后到 2029 年底中国市场 VEGF 类眼科药物市场渗透率达到美国目前的 5.56%；
- 3、患者人均年使用 VEGF 类眼科药品支数为和目前美国相同的 6 支；
- 4、药品平均单价每两年降低 5%。

通过测算，到 2025 年 VEGF 类眼科药品市场规模为 81.66 亿元，到 2029 年，市场规模可达到 135 亿元。假设康柏西普市占率能达到 50%，则 2025 年康柏西普规模超过 40 亿，到 2019 年可超过 65 亿，市场前景十分广阔。

表 8：VEGF 类眼科药品市场空间预测

年份	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
wAMD 患者数 (万人)	300.0	301.5	303.0	304.5	306.0	307.6	309.1	310.7	312.2	313.8	315.3	316.9
RVO 患者数 (万人)	300.0	301.5	303.0	304.5	306.0	307.6	309.1	310.7	312.2	313.8	315.3	316.9
DME 患者数 (万人)	400.0	402.0	404.0	406.0	408.1	410.1	412.2	414.2	416.3	418.4	420.5	422.6
CNV 患者数 (万人)	160.0	160.8	161.6	162.4	163.2	164.0	164.9	165.7	166.5	167.3	168.2	169.0
患者数增长率		0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
四大黄斑变性总患者数 (万人)	1160.0	1165.8	1171.6	1177.5	1183.4	1189.3	1195.2	1201.2	1207.2	1213.3	1219.3	1225.4
渗透率	1.11%	1.42%	1.84%	2.25%	2.67%	3.08%	3.50%	3.91%	4.33%	4.74%	5.16%	5.56%
用药患者人数 (万人)	12.9	16.6	21.5	26.5	31.5	36.6	41.8	47.0	52.2	57.5	62.9	68.1
人均年用药支数	2.5	2.8	3.1	3.5	3.8	4.1	4.4	4.7	5.1	5.4	5.7	6.0
年用药总支数 (万支)	32.2	46.7	67.5	91.6	119.1	150.0	184.4	222.3	263.8	308.9	357.6	408.8
VEGF 类眼科药品平均单价	5620	5620	4070	4070	3867	3867	3673	3673	3490	3490	3315	3315
降价幅度					-5%		-5%		-5%		-5%	
VEGF 类眼科药品市场规模 (亿元)	18.09	26.24	27.47	37.29	46.05	58.00	67.73	81.66	92.04	107.78	118.56	135.52

资料来源：wind 医药库，PDB，公司公告，西部证券研发中心

## 2.5 康柏西普开启全球多中心三期临床，有望进一步打开成长空间

### 2.5.1 康柏西普全球多中心三期临床开启

目前康柏西普已经开始全球多中心三期临床，公司先于 2016 年 9 月 30 日取得美国 FDA 关于准许康柏西普眼用注射液在美国开展湿性年龄相关性黄斑变性 (wAMD) III 期临床试验的通知，随后于 2018 年 4 月 19 日取得美国 FDA 关于审核通过康柏西普玻璃体腔眼用注射液在美国开展新生血管性年龄相关性黄斑变性临床试验特别方案评审 (SPA) 的通知。目前公司与美国 CRO 企业 INCResearch 公司合作开展康柏西普全球 III 期临床试验，项目总费用超过 2 亿美元，与 INCResearch 的合作有助于快速推进康柏西普全球 III 期临床。截止 2019 年 12 月 24 日，试验受试者入组人数已达到临床试验方案要求总数的 100%，进度相对较快。

表 9：康柏西普美国临床 III 期试验方案

试验一			
药品名称	康柏西普		阿柏西普
规格	0.5mg	1.0mg	2.0mg
人数	约 380	约 380	约 380
给药周期	1-8 周	3 次（以 4 周的间隔）	3 次（以 4 周的间隔）
	8-36 周	1 次（以 8 周的间隔）	1 次（以 8 周的间隔）
	40-92 周	1 次（以 8 周的间隔）	1 次（以 8 周的间隔）
试验二			
药品名称	康柏西普		阿柏西普
规格	0.5mg	1.0mg	2.0mg
人数	约 380	约 380	约 380
给药周期	1-8 周	3 次（以 4 周的间隔）	3 次（以 4 周的间隔）
	8-36 周	1 次（以 8 周的间隔）	1 次（以 8 周的间隔）
	40-92 周	1 次（以 8 周的间隔）	1 次（以 8 周的间隔）

资料来源：ClinicalTrials，西部证券研发中心

三期临床的为非劣效试验，评估方式为采用 ETDRS 方法来评估第 36 周最佳矫正视力（BCVA）较基线的变化，主要终点是受试眼第 36 周 ETDRS BCVA 字符数得分较基线的平均变化。国际多中心临床将为康柏西普未来在全球范围内上市奠定基础，预计康柏西普上市后，将通过价格和治疗方式上的优势实现对雷珠单抗的取代。目前雷珠单抗和阿柏西普在美国市场销售额合计超过 50 亿美金，在全球市场销售额接近百亿美金，康柏西普未来海外市场空间巨大。

### 2.5.2 海外竞争格局良好，诺华RTH258美国上市

目前海外在研的新生血管眼底疾病的药物众多，最近上市的是诺华的 Brolucizumab（RTH258）于 2019 年 10 月 8 日在美国获批上市，适应症为 wAMD。罗氏的 Faricimab（RG7716）进展也相对较快，值得重点关注，同时罗氏的针对雷珠单抗的 Port Delivery System 进度也较快，预计上市后有望带动雷珠单抗的销售。艾尔健的 Abicipar pegol 也已经申报上市，预计 2020 年下半年有望获批。

表 10: 海外 VEGF 类眼科药物在研情况

产品名称	公司名称	适应症	研究进展
Brolucizumab (RTH258)	诺华制药	wAMD	2019.10 上市
		DME	临床 III 期
		RVO	
Faricimab (RG7716)	罗氏制药	wAMD	美国: 临床 III 期
		DME	中国: 临床 I 期
Abicipar pegol	Allergan	AMD	申报上市
Port Delivery System (PDS)	罗氏	wAMD	临床 II 期
DE-122 玻璃体内注射液	Santen、Tracon	wAMD	临床 II 期
PAN-90806 滴眼液	PanOptica	wAMD	临床 II 期
GB102	Graybug Vision	wAMD	临床 II 期
ALK4290	Alkahest	wAMD	临床 II 期
OPT302	Opthea Limited	wAMD	临床 II 期
ASP7317	Astellas Pharma	AMD	临床 II 期
RBM-007	Ribomic USA	wAMD	临床 II 期
KSI-301	Kodiak Sciences Inc	wAMD	临床 I 期
		DME	
		RVO	
ADVM-022 (基因疗法)	Adverum	wAMD	临床 I 期

资料来源: ClinicalTrials, 西部证券研发中心

诺华的 Brolucizumab 是一种人源化单链抗体片段 (scFv), 靶向所有类型的 VEGF-A, 是目前达到开发阶段的临床上最先进的人源化单链抗体片段。该单链抗体片段体积小, 药物分子仅为 26 kDa, 阿柏西普为 97-115kDa, 雷珠单抗为 48kDa, 所以 RTH258 的组织渗透性强, 可从体内循环中快速释放及清除。该结构

根据头对头 III 期 HAWK 和 HARRIER 临床研究的结果, 接受 RTH258 治疗 48 周的患者最佳矫正视力平均变化非劣效于阿柏西普, 且表现出良好的耐受性, 安全性与阿柏西普相当。接受 RTH258 治疗的患者在第 48 周和第 96 周表现出了中心区视网膜厚度大幅降低, 且视网膜内和视网膜下积水更少, 效果好于阿柏西普。基于 HAWK+和 HARRIER 临床研究的结果, RTH258 实现上市。

表 11: 诺华 RTH258 与阿柏西普头对头 III 期临床研究

研究名称	临床时间	HAWK		HARRIER			
		RTH258 6mg	阿柏西普	RTH258 6mg	阿柏西普		
最佳矫正视力平均变化 (±SD)	48 周	6.6(0.71)	6.8(0.71)	6.9(0.61)	7.6(0.61)		
	96 周	5.9(0.78)	5.3(0.78)	6.1(0.73)	6.6(0.73)		
中心区视网膜厚度变化	48 周	-173	-144	p=0.0012*	-194	-144	p<0.0001*
	96 周	-175	-149	p=0.0115**	-198	-155	p<0.0001**
视网膜内/视网膜下积水	48 周	31	45	p=0.0001*	26	44	p<0.0001*
	96 周	24	37	p=0.0002**	24	39	p<0.0001**

资料来源: 诺华官网, 医药魔方, 西部证券研发中心

备注: \*为单侧检验; \*\*为双侧检验

罗氏的 Faricimab 是专门为玻璃体内注射而设计的首个双特异性抗体，可同时强效及特异性结合并中和血管生成素-2 (Ang-2) 和 VEGF-A。目前已经公布了与雷珠单抗对头的 II 期临床研究 STAIRWAY 实验数据，相比于雷珠单抗，Faricimab 能显著提高视力，而且用药频率可以低至 4 个月一次，未来有望成为重磅品种。

艾尔健的 Abicipar 是一种基于 DARPin 技术的抗血管生成药物，用于 nAMD 和 DME 的治疗。目前基于 2 项头对头 III 期临床研究 (SEQUOIA, CEDAR) 的数据，结果支持 Abicipar 每季度一次给药方案与雷珠单抗每月一次方案相比在第一年注射次数减少 50% 以上 (6 次 vs 13 次) 的情况下维持视力的非劣性疗效，预计 Abicipar 有望在 2020 年下半年获批。

Port Delivery System (PDS) 是罗氏开发的一种新的给药系统，是一种体积很小、可再填充的眼植入物，根据目前 II 期临床研究 LADDER 的结果来看，两次填充药物 (雷珠单抗) 的时间间隔为 6 个月甚至更久，可以极大的减少患者的治疗负担。

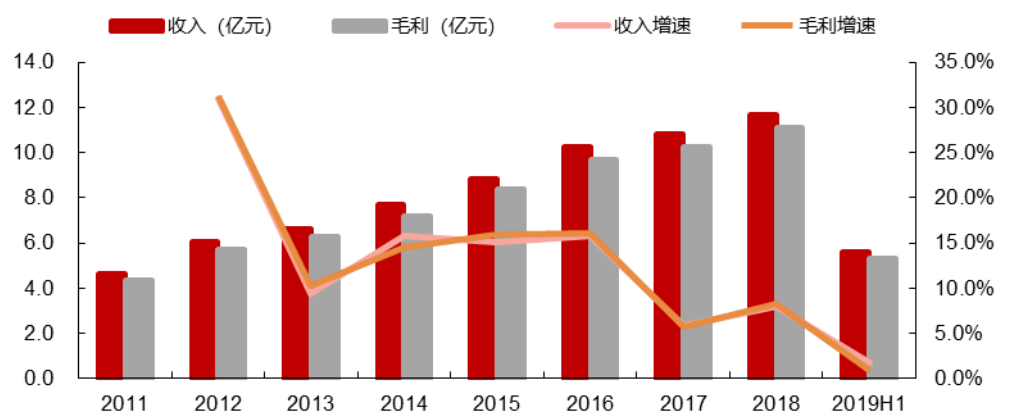
### 三、传统品种：中成药和化学药板块稳健增长

公司的传统板块一直保持比较稳健的增长，2018 年受到公司内部营销改革的影响，增速首次出现下降，其中中成药板块降幅较明显，化学药整体保持稳定。2019 年上半年随着公司营销改革逐渐完成，中成药逐步恢复到稳步增长态势。随着公司储存的仿制药品种逐步上市，传统品种板块仍将继续为公司贡献稳定的现金流，持续支持公司创新药研发。

#### 3.1 化学药：中枢神经为主，竞争格局良好，有望维持稳健增长

化药板块主要集中在中枢神经系统和消化用药领域，主要有文拉法辛胶囊及缓释片、莫沙必利分散片、阿立哌唑口崩片等品种，竞争格局好，剂型优势较为突出。目前公司的文拉法辛缓释片和阿立哌唑口崩片已经通过一致性评价，其他几个产品的一致性评价也在进行中，进度在同类产品中领先。

图 23：公司化学药板块整体保持平稳



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 12: 康弘药业化药产品汇总

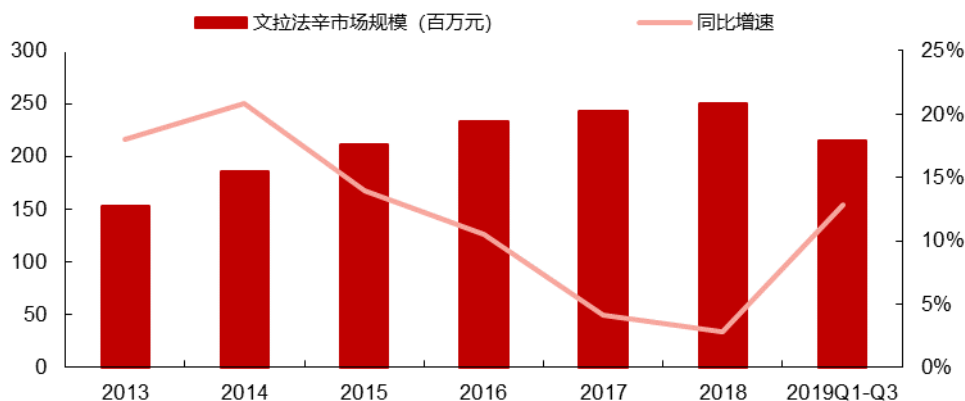
产品名称	产品名称	上市时间	医保情况
化药	文拉法辛胶囊	1999	乙类
	莫沙必利分散片	2003	乙类
	阿立哌唑片	2004	甲类
	阿立哌唑口崩片	2006	甲类
	文拉法辛缓释片	2007	乙类
	右佐匹克隆片	2010	乙类

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

### 3.1.1 文拉法辛

文拉法辛为苯乙胺衍生物, 是二环类非典型抗抑郁药, 是第一个被批准的 SNRI 抑制剂。2019 年前三季度文拉法辛样本医院销售额约为 2.15 亿, 预计前三季度终端销售额在 8.5 亿左右, 市场规模维持自然增长。目前在国内速释剂型获批厂家数量较多, 有成都倍特、苏州第四制药、贵州圣济堂等等, 而缓释剂型只有原研辉瑞、成都康弘以及北京万生三家获批。

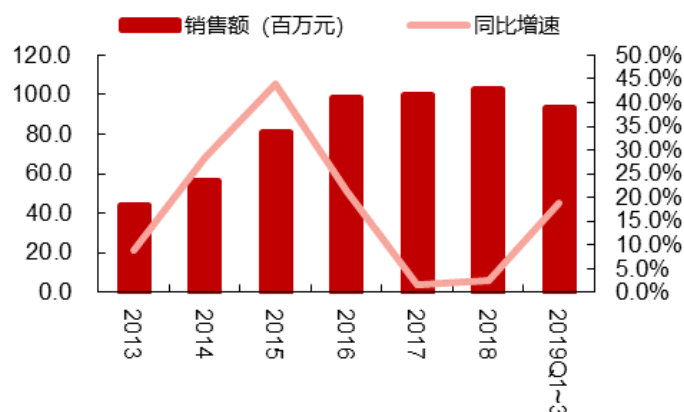
图 24: 文拉法辛样本医院市场规模平稳增长



资料来源: wind 医药数据库, 西部证券研发中心

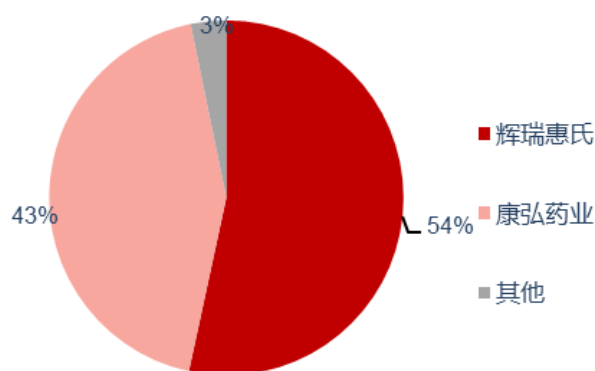
缓释剂型中, 康弘药业与辉瑞两家占据样本医院 97% 的市场份额, 其中辉瑞占据 54%, 康弘药业占 43%, 其余厂商分享剩余 3% 市场份额, 竞争格局良好。2019 年前三季度康弘药业文拉法辛在样本医院销售额超过 9300 万元, 同比增长 18.98%, 预计未来仍将维持平稳增长。

图 25：康弘药业文拉法辛样本医院销售额平稳增长



资料来源：wind 医药数据库，西部证券研发中心

图 26：文拉法辛缓释剂型样本医院竞争格局良好

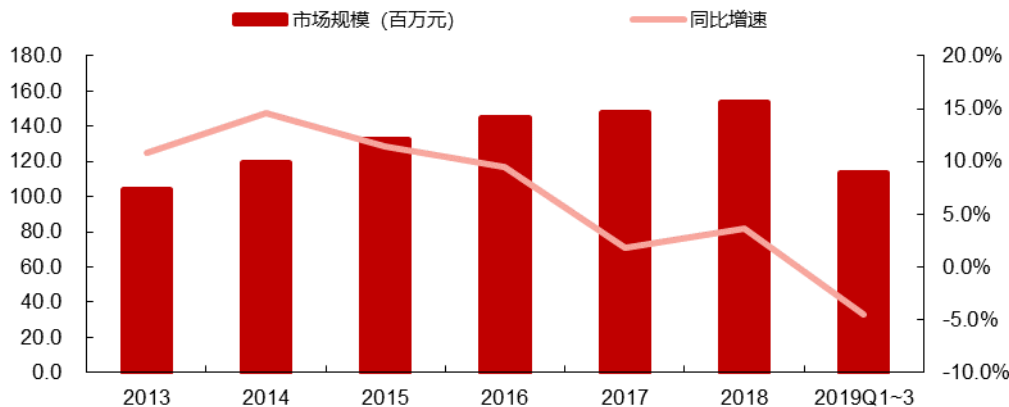


资料来源：wind 医药数据库，西部证券研发中心

### 3.1.2 阿立哌唑

阿立哌唑是由日本大冢制药研发，于 2002 年由 FDA 批准上市，是 D2 受体部分激动剂，主要用于治疗成人精神分裂症、成人双相障碍等，是抗精神分裂药品中的新品种。阿立哌唑 2016 年全球销售额约 40 亿美元，市场规模较大。Wind 医药数据库显示，2019 年前三季度阿立哌唑样本医院销售额约为 11362 万元，同比下降 4.53%，市场规模整体维持平稳。

图 27：阿立哌唑样本医院市场规模

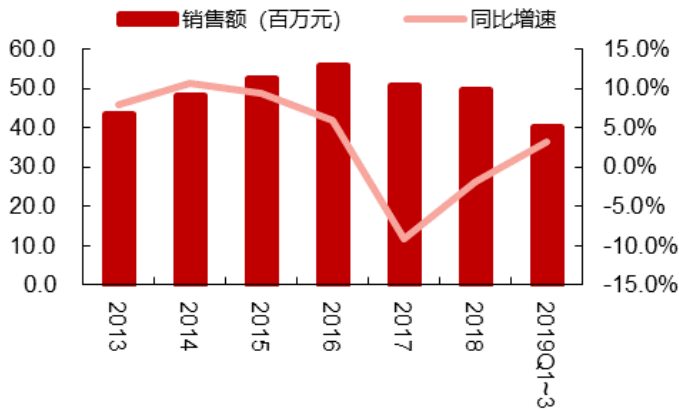


资料来源：wind 数据库，西部证券研发中心

从竞争格局看，原研厂家大冢制药占样本医院 53% 市场份额，位居首位，其次为上市中西制药、康弘制药和恩华药业，竞争格局良好。目前国内厂家价格均不到原研厂家的 50%，未来进口取代空间较大，预计公司的阿立哌唑仍将维持稳健增长。

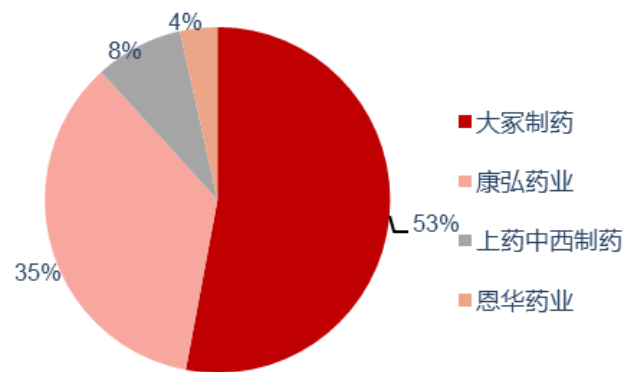


图 28：康弘药业阿立哌唑样本医院销售额



资料来源：wind 数据库，西部证券研发中心

图 29：阿立哌唑样本医院竞争格局良好

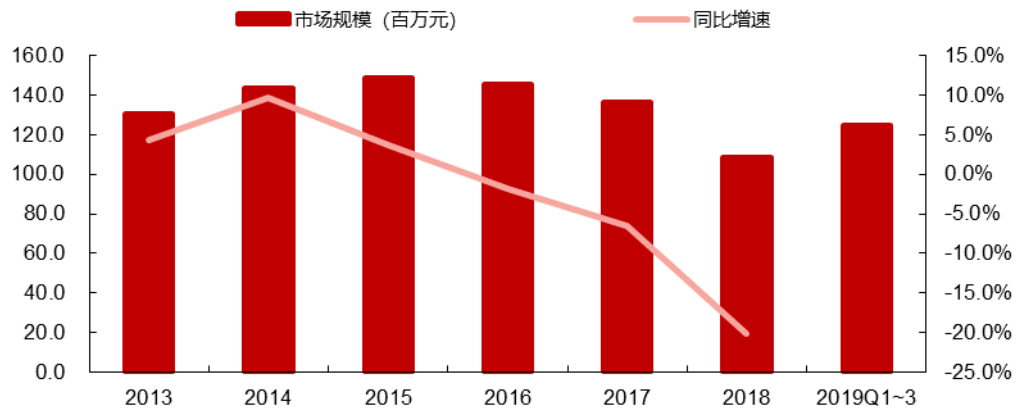


资料来源：wind 数据库，西部证券研发中心

### 3.1.3 莫沙必利

莫沙必利是高选择性 5-羟色胺 4 (5-HT<sub>4</sub>) 受体激动剂，属于第三代胃动力药，可以通过激活胃肠道胆碱能中间神经元及肌间神经丛的 5-HT<sub>4</sub> 受体，使之释放乙酰胆碱，产生上消化道促动力作用，近期疗效和远期疗效好，且安全性好。Wind 医药数据库显示，2019 年前三季度莫沙必利样本医院销售额约为 1.2 亿，预计全年国内终端市场规模超过 5 亿。

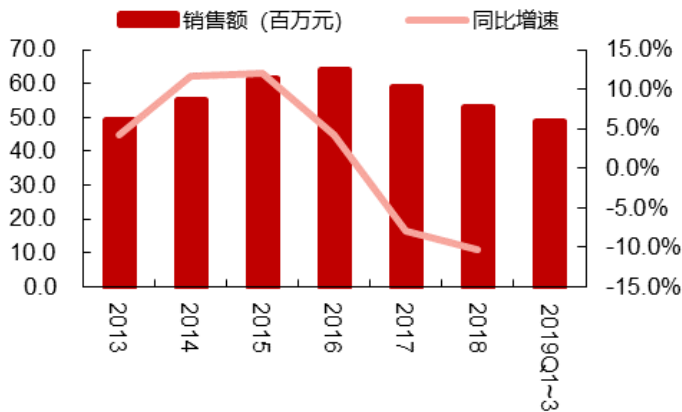
图 30：莫沙必利样本医院市场规模



资料来源：wind 医药库，西部证券研发中心

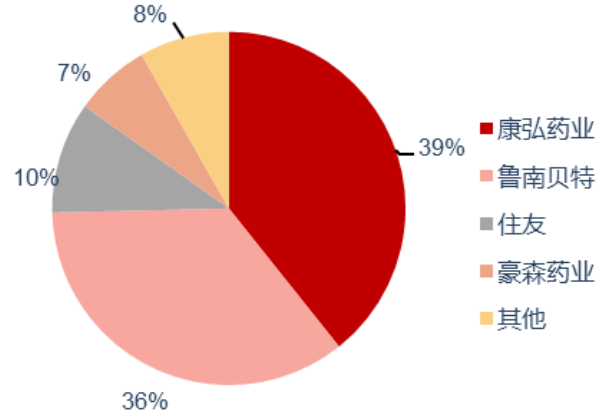
从竞争格局来看，目前原研厂商日本住友制药市场占比为 10%，康弘药业、鲁南贝特和豪森药业分别占比 39%、36%和 7%，国内仿制药企业占据较大市场份额，基本完成进口取代。2019 年前三季度康弘药业莫沙必利样本医院销售额接近 5000 万元，同比增长 73%，康弘药业拥有分散片和普通片剂等剂型，优势显著，预计未来仍将保持较快增长。

图 31: 康弘药业莫沙必利样本医院销售额



资料来源: wind 医药库, 西部证券研发中心

图 32: 莫沙必利样本医院竞争格局较好

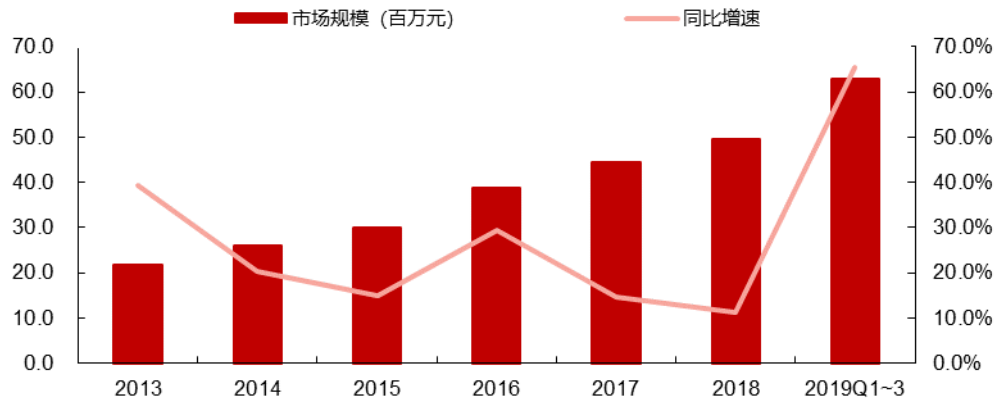


资料来源: wind 医药库, 西部证券研发中心

### 3.1.4 右佐匹克隆

右佐匹克隆属于非苯二氮卓类（非 BZs）镇静安眠药，是国际上新一代镇静催眠药物的代表。与苯二氮卓类药物相比，右佐匹克隆服药后残余效应和宿醉现象较轻，且作用迅速，且长期使用无明显耐药现象，无依赖性。Wind 医药数据库显示，2019 年前三季度右佐匹克隆样本医院销售额约为 6300 万元，同比增速达 65%，未来仍将保持较快增长。

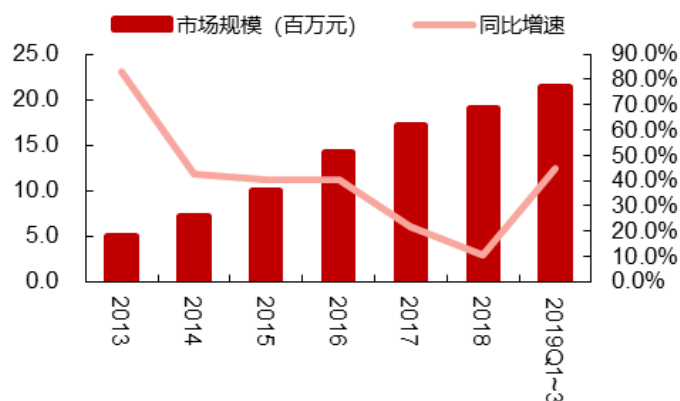
图 33: 右佐匹克隆样本医院市场规模快速增长



资料来源: wind 医药库, 西部证券研发中心

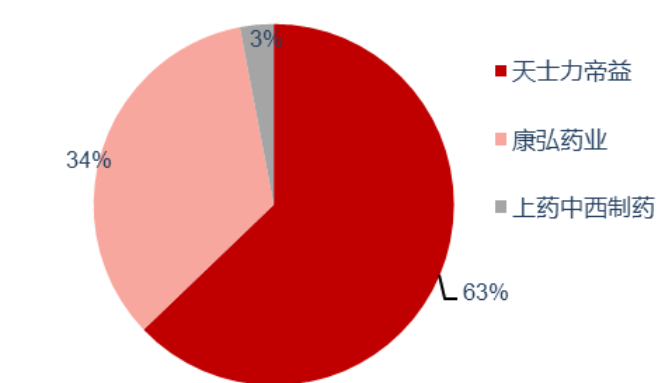
从竞争格局来看，目前国内市场只有三家企业，分别是天士力帝益药业、上海中西制药和康弘药业，其中天士力帝益药业销售额占比 63%，位居第一，康弘药业占据 34% 市场份额。2019 年前三季度康弘药业样本医院销售额接近 2200 万元，同比增长 45%，预计未来仍将随着右佐匹克隆市场规模的快速扩容而高速增长。

图 34：康弘药业右佐匹克隆样本医院销售额



资料来源：wind 医药库，西部证券研发中心

图 35：右佐匹克隆样本医院竞争格局良好

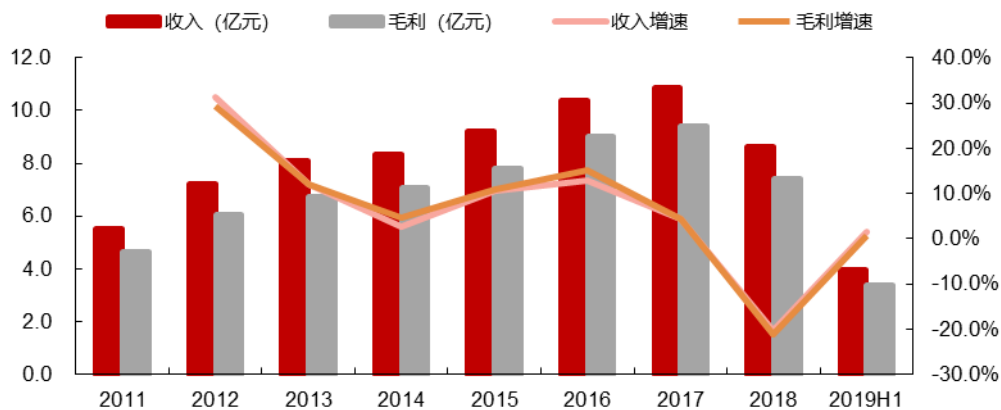


资料来源：wind 医药库，西部证券研发中心

### 3.2 中成药：营销改革结束，迎来恢复性增长

公司中成药板块中大部分品种均进入医保，其中松龄血脉康胶囊、舒肝解郁胶囊和渴络欣胶囊均为独家品种，竞争格局较好。2018 年中成药营业收入受到营销改革的影响业绩出现下降，2019 上半年有小幅回升，同比增长 1.5%，预计随着公司营销改革的结束，中成药板块有望重新回到稳定增长状态。

图 36：康弘药业中成药板块增长迎来恢复



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 13：康弘药业中成药汇总

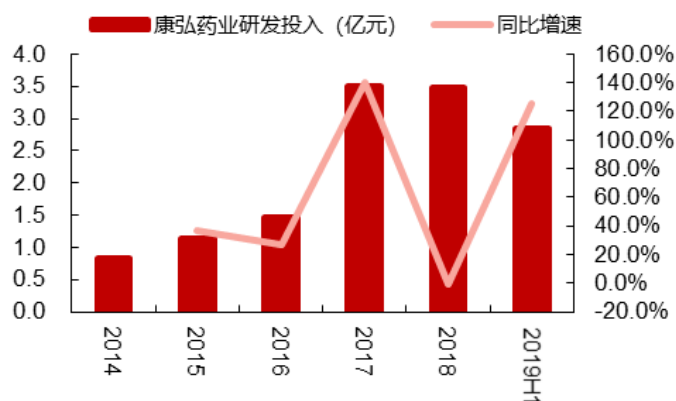
产品名称	上市时间	是否独家	保护期	医保情况	适应症
胆舒胶囊	1990	否	2007-2027	乙类	慢性结石性胆囊炎，慢性胆囊炎及肝结石肝胆郁结，湿热胃滞证
松龄血脉康胶囊	1995	是	2004-2032	甲类	用于肝阳上亢所致的头痛、晕眩、急躁易怒、心悸、失眠；高血压病及原发性高脂血症
玄麦甘桔胶囊	1996	否	--	甲类	阴虚火旺，虚火上浮，口鼻干燥，喉咙肿痛
一清胶囊	1999	否	2002-2022	乙类	火毒血热所致的身热烦躁、目赤口疮、延后牙龈肿痛、大便秘结等
感冒双清胶囊	2004	否	2000-2020	乙类	急性上呼吸道感染、急性支气管炎肺火炽盛等
舒肝解郁胶囊	2009	是	2001-2031	乙类	适用于轻、重度单相抑郁症肝郁脾虚证
渴络欣胶囊	2009	是	2001-2031	乙类	糖尿病肾病属气阴两虚兼夹血淤证

资料来源：招股说明书，公司官网，西部证券研发中心

## 四、研发实力强劲，在研品种丰富

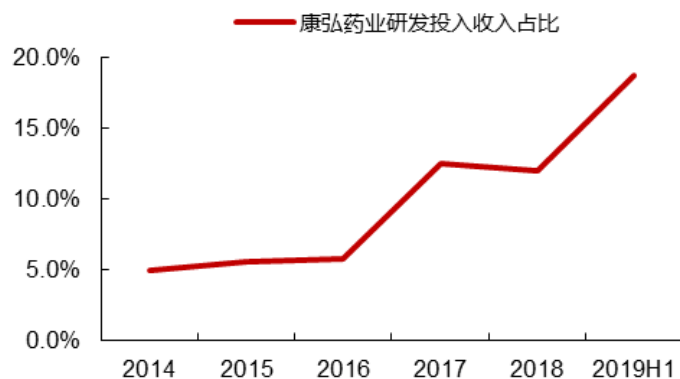
公司一直十分重视新产品研发，研发投入始终处于国内药企第一梯队。2019 年上半年公司研发投入 2.84 亿元，同比增长 125.4%，占收入比重 18.7%，位居国内药企前列，预计未来公司研发投入仍将保持较快增长。

图 37：康弘药业研发投入增速较快



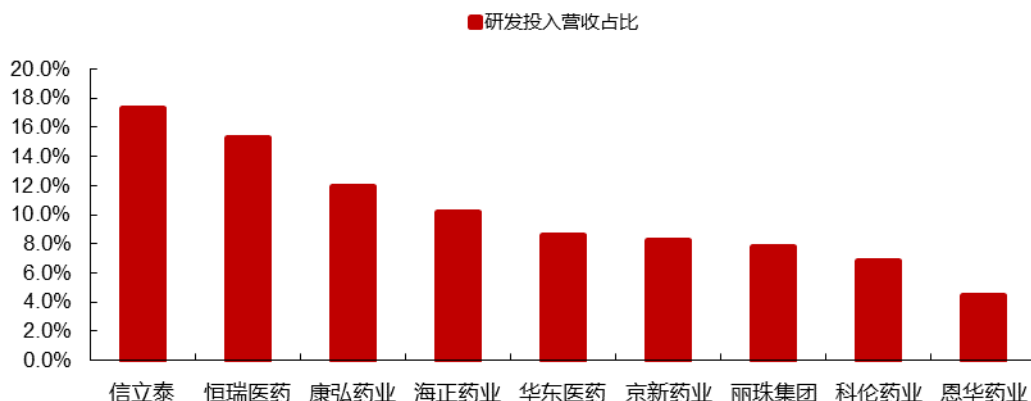
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 38：康弘药业研发投入营收占比持续提升



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 39: 康弘药业研发投入占收入比重较高 (2018 年)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

从研发管线来看, 生物药方面, 公司的核心品种康柏西普已经实现了 wAMD、pmCNV 和 DME 三项适应症的上市, RVO、CNV 和 wAMD (美国) 仍处于临床 III 期。同时, 公司围绕 VEGF 靶点开发了一些创新药物, 目前进度比较快的 KH903、KH901 和 KH906, 其中 KH903 是适应症为结直肠癌等实体瘤的生物药, 处于临床 II 期; 1 类生物药 KH901 是治疗性肿瘤疫苗, 目前也处于临床 II 期; KH906 是适应症为外伤、化学烧伤、角膜移植术后诱发的新生血管的一类生物药, 处于临床 I 期; 用于治疗阿尔兹海默症的创新药 KH110 (五加益智颗粒) 已获临床试验批件。创新药之外, 公司还有部分化学仿制药在研, 包括盐酸多奈哌齐、艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊、氢溴酸沃赛汀片、依匹哌唑口崩片等。

表 14: 康弘药业研发管线

产品名称	靶点	分类	适应症	临床前	临床一期	临床二期	临床三期	申报上市
康柏西普	VEGF	1 类生物药	wAMD	✓	✓	✓	✓	✓
			pmCNV	✓	✓	✓	✓	✓
			DME	✓	✓	✓	✓	✓
			RVO	✓	✓	✓	✓	✓
			wAMD (全球)	✓	✓	✓	✓	✓
KH903	VEGF	1 类生物药	结直肠癌等实体瘤	✓	✓	✓		
KH901	GM-CSF	1 类生物药	肿瘤疫苗	✓	✓	✓		
KH906 滴眼液	VEGF	1 类生物药	眼表新生血管病变	✓	✓			
KH110 (五加益智颗粒)		中成药	阿尔兹海默症	✓	✓			
盐酸多奈哌齐		化药 3.1	阿尔兹海默症	✓	✓			
艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊		原 5 类	胃食管反流性疾病等	✓	✓			
氢溴酸沃赛汀片		化药 3.1	成人重度抑郁症	✓	✓			
依匹哌唑口崩片		化药 2.2	抗精神病	✓	✓			

资料来源: 公司公告, 药智网, 西部证券研发中心

## 五、盈利预测与投资建议

### 5.1 关键假设

关键假设：

- 1、新生血管眼底疾病患者人数多，用药市场空间大，渗透率较低，市场竞争格局良好。公司康柏西普通过谈判进入2019版国家医保目录，以4160元/支的支付标准续约成功，较上一轮谈判价5550元/支仅下降25%，降价幅度小于市场预期。同时，康柏西普在上次纳入医保的wAMD适应症的基础上，新增DME以及CNV两项适应症，进一步拓展患者数量。预计康柏西普未来将保持较快速增长，2019年、2020年和2021年收入增速分别为35.00%、32.00%和30.00%。
- 2、公司化学药品市场竞争格局较好，剂型优势突出，有望维持平稳增长，预计2019年、2020年和2021年收入增速分别为4.79%、8.21%和8.29%。
- 3、2019年上半年随着公司营销改革逐渐完成，中成药板块收入逐步恢复，预计公司中药板块2019年、2020年和2021年收入与2018年持平。
- 4、预计未来三年公司销售费用率和管理费用率略有下降，2019年、2020年和2021年公司销售费用率分别为48.60%、47.50%和47.00%，管理费用率分别为13.00%、12.80%和12.60%，研发费用率分别为8.00%、8.00%和8.00%。

表 15：康弘药业收入拆分

业务（单位：百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
中成药	收入	1,084.59	863.62	863.62	863.62	863.62
	收入增速	4.33%	-20.37%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	144.68	123.04	123.04	123.04	123.04
	毛利率	86.66%	85.75%	85.75%	85.75%	85.75%
	毛利	939.91	740.58	740.58	740.58	740.58
化学药	收入	1,083.12	1,170.77	1,226.79	1,327.49	1,437.49
	收入增速	5.86%	8.09%	4.79%	8.21%	8.29%
	成本	55.78	58.10	64.49	70.25	76.58
	毛利率	94.85%	95.04%	94.74%	94.71%	94.67%
	毛利	1,027.34	1,112.67	1,162.30	1,257.24	1,360.91
生物药 (康柏西普)	收入	617.77	882.79	1,191.77	1,573.14	2,045.08
	收入增速	29.78%	42.90%	35.00%	32.00%	30.00%
	成本	68.08	46.79	63.16	83.38	108.39
	毛利率	88.98%	94.70%	94.70%	94.70%	94.70%
	毛利	549.69	836.01	1,128.61	1,489.76	1,936.69
汇总	收入	2,785.48	2,917.18	3,282.18	3,764.24	4,346.19
	收入增速	9.66%	4.73%	12.51%	14.69%	15.46%
	成本	268.54	227.93	250.69	276.66	308.01
	毛利率	90.36%	92.19%	92.36%	92.65%	92.91%
	毛利	2,516.94	2,689.25	3,031.48	3,487.58	4,038.17

资料来源：iFind，西部证券研发中心

**盈利预测：**预计公司 19-21 年营业收入分别为 32.82/37.64/43.46 亿元，同比增长 12.51%/14.69%/15.46%，归属于母公司股东的净利润分别为 7.19/8.75/10.43 亿元，同比增长 3.47%/21.66%/19.22%，EPS 分别为 0.82/1.00/1.19 元，目前价格对应 PE 分别为 43.47/35.73/29.97X。

## 5.2 投资建议

结合相对估值和绝对估值，得到合理目标价范围为 45.00~46.54 元，基于审慎原则，给予目标价 45.00 元，对应 2020 年 PE 为 45X，首次覆盖，给予“买入”评级。

**相对估值法：**采用可比公司估值法，公司合理股价为 45.00 元。

选取恒瑞医药、贝达药业、科伦药业、恩华药业和京新药业作为可比公司，2020 年可比公司平均估值为 42.13 倍。对比来看，公司 2020 年 ROE 17.24% 显著高于可比公司平均的 14.53%，同时公司的现有产品和创新研发能力也强于仿制药企业，我们给予公司 2020 年 45 倍的市盈率的目标估值，略高于可比公司平均值的 42.13 倍，低于恒瑞医药和贝达药业等创新药企业，对应目标价为 45.00 元。

表 16：可比公司估值水平

代码	公司名称	收盘价 (元/股)	股本 (亿股)	市值 (亿元)	ROE	EPS (元)			PE		
						2020E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E
600276.SH	恒瑞医药	91.55	44.23	4049.09	22.03%	1.09	1.54	1.96	83.64	59.41	46.81
300558.SZ	贝达药业	70.99	4.01	284.67	10.58%	0.53	0.70	0.95	133.40	101.66	74.43
002422.SZ	科伦药业	25.69	14.40	369.88	10.99%	0.81	1.15	1.40	31.57	22.31	18.36
002262.SZ	恩华药业	11.29	10.19	115.09	18.54%	0.61	0.78	0.97	18.65	14.53	11.64
002020.SZ	京新药业	10.73	7.25	77.78	13.79%	0.72	0.84	1.01	14.93	12.73	10.59
	平均值	--	--	--	15.18%	--	--	--	56.44	42.13	32.37
<b>002773.SH</b>	<b>康弘药业</b>	<b>35.70</b>	<b>8.76</b>	<b>321.23</b>	<b>17.24%</b>	<b>0.82</b>	<b>0.99</b>	<b>1.19</b>	<b>43.47</b>	<b>35.73</b>	<b>29.97</b>

资料来源：iFind，西部证券研发中心

备注：收盘价和市值日期为 2020 年 2 月 14 日

**绝对估值法：**采用 FCFE 估值方法，公司合理股价为 46.54 元。

假设 1：WACC=6.55%；

假设 2：第二阶段年均增速 12.00%。我们认为康柏西普在国内市场仍有较大拓展空间，未来进军海外市场有望进一步为公司打开利润和市值空间，未来 3-8 年仍然是公司的扩张成长期；

假设 3：永续增长率为 3.00%。

表 17：绝对估值假设

估值假设	数值
过渡期年数	5
过渡期增长率	12.00%
永续增长率 g	3.00%
贝塔值 (β)	0.92
无风险利率 Rf (%)	3.00%
市场的预期收益率 Rm (%)	7.00%
有效税率 Tx (%)	13.52%

应付债券利率 0.00%

资料来源：iFind，西部证券研发中心

表 18：FCFF 模型敏感性分析（元）

永续 增长率	1.86%	2.05%	2.25%	2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%	3.99%
WACC									
4.06%	73.06	78.83	86.55	97.34	113.41	139.74	190.39	326.91	1933.07
4.47%	62.69	66.69	71.88	78.81	88.51	102.95	126.60	172.12	294.78
4.92%	54.46	57.31	60.91	65.56	71.78	80.48	93.45	114.68	155.53
5.41%	47.81	49.88	52.43	55.65	59.82	65.40	73.20	84.82	103.85
5.95%	42.34	43.86	45.71	47.99	50.88	54.61	59.61	66.59	76.99
6.55%	37.78	38.91	40.27	41.92	43.97	<b>46.54</b>	49.88	54.35	60.59
7.20%	33.93	34.78	35.80	37.01	38.48	40.31	42.61	45.59	49.57
7.92%	30.66	31.31	32.07	32.97	34.05	35.36	36.99	39.04	41.69
8.71%	27.86	28.35	28.92	29.60	30.40	31.36	32.53	33.98	35.80
9.58%	25.44	25.81	26.25	26.76	27.36	28.07	28.92	29.96	31.24
10.54%	23.33	23.62	23.95	24.34	24.79	25.32	25.95	26.71	27.63

资料来源：iFind，西部证券研发中心

## 六、风险提示

- 1、康柏西普销量不及预期风险：**康柏西普是公司最核心产品，如果销量不及预期，会对公司业绩和估值造成较大影响；
- 2、医药行业政策风险：**公司有部分中成药和化学仿制药，是目前受政策影响比较大的两个领域，如果医药行业政策推进加速，中成药和化学仿制药业务可能会受到影响。



## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3,102	2,493	3,539	4,007	4,581	营业收入	2,786	2,917	3,282	3,765	4,347
应收款项	187	451	304	430	547	营业成本	269	229	251	277	308
存货净额	174	254	197	235	282	营业税金及附加	48	44	55	61	70
其他流动资产	2	215	159	125	166	销售费用	1,277	1,376	1,595	1,788	2,043
<b>流动资产合计</b>	<b>3,464</b>	<b>3,413</b>	<b>4,199</b>	<b>4,797</b>	<b>5,576</b>	管理费用	504	616	689	783	895
固定资产及在建工程	665	840	922	1,022	1,120	财务费用	(30)	(46)	(46)	(56)	(65)
长期股权投资	0	9	3	4	6	其他费用/( -收入)	(69)	(97)	(99)	(115)	(115)
无形资产	378	593	491	570	629	<b>营业利润</b>	<b>788</b>	<b>796</b>	<b>837</b>	<b>1,027</b>	<b>1,210</b>
其他非流动资产	80	340	170	185	219	营业外净收支	(24)	3	(3)	(8)	(3)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,122</b>	<b>1,782</b>	<b>1,585</b>	<b>1,782</b>	<b>1,973</b>	<b>利润总额</b>	<b>763</b>	<b>799</b>	<b>833</b>	<b>1,019</b>	<b>1,208</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,586</b>	<b>5,195</b>	<b>5,785</b>	<b>6,579</b>	<b>7,549</b>	所得税费用	119	105	113	143	164
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>644</b>	<b>695</b>	<b>721</b>	<b>875</b>	<b>1,044</b>
应付款项	536	556	650	687	792	少数股东损益	0	0	2	1	1
其他流动负债	44	64	36	48	49	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>644</b>	<b>695</b>	<b>719</b>	<b>875</b>	<b>1,043</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>579</b>	<b>620</b>	<b>686</b>	<b>735</b>	<b>841</b>						
长期借款及应付债券	396	342	306	348	332	<b>财务指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
其他长期负债	68	149	99	105	118	<b>盈利能力</b>					
<b>长期负债合计</b>	<b>463</b>	<b>491</b>	<b>405</b>	<b>453</b>	<b>450</b>	ROE	20.0%	18.2%	16.4%	17.4%	17.9%
<b>负债合计</b>	<b>1,043</b>	<b>1,111</b>	<b>1,091</b>	<b>1,188</b>	<b>1,291</b>	毛利率	90.3%	92.2%	92.4%	92.7%	92.9%
股本	674	674	674	674	674	营业利润率	28.3%	27.3%	25.5%	27.3%	27.8%
股东权益	3,543	4,084	4,694	5,390	6,259	销售净利率	23.1%	23.8%	22.0%	23.3%	24.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,586</b>	<b>5,195</b>	<b>5,785</b>	<b>6,579</b>	<b>7,549</b>	<b>成长能力</b>					
						营业收入增长率	9.7%	4.7%	12.5%	14.7%	15.5%
						营业利润增长率	41.5%	1.1%	5.1%	22.7%	17.9%
						归母净利润增长率	29.7%	7.9%	3.5%	21.7%	19.2%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	22.7%	21.4%	18.9%	18.1%	17.1%
						流动比	5.98	6.12	6.12	6.53	6.63
						速动比	5.68	5.10	5.83	6.21	6.30
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.74	0.79	0.82	1.00	1.19
						BVPS	4.05	4.66	5.36	6.15	7.14
						<b>估值</b>					
						P/E	48.5	45.0	43.5	35.7	30.0
						P/B	6.8	5.9	5.1	4.5	3.8
						P/S	11.2	10.7	9.5	8.3	7.2

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

买入:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性:	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出:	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

## 联系我们

联系地址: 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层  
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

## 机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
吕洋	深圳	高级机构销售	13510340006	lyyang@research.xbmail.com.cn
杨洋	深圳	机构销售助理	13760192366	yangyang@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhuzhu@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
李思	广州/上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。