仅供内部参考，请勿外传！

国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 09 月 07 日
康弘药业(002773.SZ)

公司快报

证券研究报告

医药

投资评级	买入-A
	首次评级
6 个月目标价	25.85 元
股价（2026-09-04）	20.30 元

交易数据	
总市值(百万元)	18,702.92
流通市值(百万元)	13,942.84
总股本(百万股)	921.33
流通股本(百万股)	686.84
12 个月价格区间	19.51/40.08 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.6	1.1	-52.6
绝对收益	-5.7	-6.2	-48.4

冯俊曦 分析师
SAC 执业证书编号：S1450520010002
fengjx@sdicsc.com.cn
胡雨晴 分析师
SAC 执业证书编号：S1450524080002
huyq4@sdicsc.com.cn

相关报告

多品种纳入新版基药目录，创新管线进展积极

事件：公司发布 2026 年中报。

2026 年上半年实现营业收入 21.79 亿元，同比下降 11.19%；实现归母净利润 5.65 亿元，同比下降 22.61%；实现扣非归母净利润 5.57 亿元，同比下降 22.91%。单季度来看，2026Q2 公司实现营业收入 11.33 亿元，同比下降 9.74%；实现归母净利润 2.57 亿元，同比下降 21.97%；实现扣非归母净利润 2.52 亿元，同比下降 24.01%。

2026H1 公司化药板块实现边际修复，研发投入同比有所提升。

分业务来看，2026H1 公司医药制造业务实现营业收入 21.78 亿元，同比下降 11.20%，其中生物药实现收入 11.02 亿元，同比下降 18.13%；中成药实现收入 7.39 亿元，同比下降 7.29%；化学药实现收入 3.30 亿元，同比增长 7.54%。毛利率层面，2026H1 公司综合毛利率为 88.50%，同比下降 1.45pct，整体仍维持高位，其中生物药、中成药、化学药板块的毛利率分别为 93.71%/-1.43pct、87.56%/+0.90pct、76.79%/-0.18pct。2026H1 公司期间费用率为 56.44%/+1.78pct，其中销售费用率为 35.74%/-1.96pct，销售投放效率有所优化；管理费用率为 11.68%/+2.24pct；研发费用率为 10.34%/+1.59pct，同期研发投入 2.97 亿元，同比增长 30.69%，其中约 24%的研发支出符合资本化条件未计入当期损益；财务费用率为-1.32%/-0.09pct。

多品种纳入新版基药目录，院内覆盖有望提速。

2026 年 7 月，公司及公司子公司共 14 个主要在销产品纳入 2026 年版国家基药目录，其中，康柏西普眼用注射液预充式（独家品种）、舒肝解郁胶囊（独家品种）、右佐匹克隆片（伊坦宁）、枸橼酸托法替布缓释片（诺泰欣）为本次新增纳入产品；新版基药目录自 2026 年 9 月 1 日起施行，相关产品有望借此打开院内及基层放量空间。此外，2026 年以来公司持续完善产品布局与海外注册，吡仑帕奈片于 5 月收到 NMPA 签发《药品注册证书》，于 7 月成功进入《第 12 批国家组织药品集中带量采购拟中选结果公示》名单，若公司后续签订采购合同并实施将有利于产品的国内市场的开拓；康柏西普于 2026 年 8 月收到圭亚那政府食品药品监督管理局的上市许可，国际化注册版图进一步拓宽。

眼科创新研发持续推进，基因治疗管线早期临床数据表现积极。

公司持续推进眼科创新研发纵深布局，根据公司公告及投资者关系记录，截至中报披露，高剂量康柏西普 KH902-R10 三项适应症 DME、

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

nAMD、RVO 继发黄斑水肿的临床试验均处于Ⅲ期临床阶段；基因治疗板块的 KH631 眼用注射液（nAMD）和 KH658 眼用注射液（nAMD）均处于中国临床Ⅱ期、美国临床Ⅰ期。KH631 及 KH658 的Ⅰ期临床试验部分成果已 2026 年 5 月在 ARVO 2026 年年会上分享，基于目前收集到的数据，KH631 单次玻璃体腔给药后各剂量组整体耐受性良好，且剂量组 1-5 年化注射率较基因治疗前分别降低 73.3%、64.9%、94.4%、94.9%、93.9%，提示 KH631 具备长期治疗 nAMD 的开发潜力；KH658 单次脉络膜上腔注射后，各剂量组整体耐受性良好，且剂量组 1-4 的年化注射率分别降低 82.8%、94.6%、80.7%、100%，同时平均 BCVA 及 CRT 保持稳定。

在研管线布局多元，2026 年以来取得多项阶段性进展。

公司在研管线覆盖基因治疗、合成生物、中成药、小分子创新药及生物药等领域，2026 年以来多个品种取得阶段性进展：合成生物板块 KH617（晚期实体瘤，包括成人弥漫性胶质瘤）的早期临床数据于 2026 年 5 月在 ASCO 年会公布，23 例复发胶质母细胞瘤患者 mOS 为 16.07 个月，其中接受Ⅱ期临床研究推荐剂量治疗的患者 mOS 超过 21 个月，目前处于中国临床Ⅱ期；化药 1 类创新药 KHN707（失眠症）、双载荷 ADC KHN922（晚期实体瘤）分别于 2026 年 2 月及 3 月获得中国临床批件，目前处于临床Ⅰ期；基因治疗板块 KHN921 注射液（MYBPC3 突变相关肥厚型心肌病）于 2026 年 4 月、7 月先后获得美国及中国临床批件。此外，中成药 KH110（AD，中国Ⅲ期）、KH109（舒肝解郁胶囊新增焦虑症，上市申请审评中），小分子创新药 KH607（抑郁症中国Ⅲ期启动、产后抑郁Ⅱ/Ⅲ期沟通中）、KHN702（急性疼痛，中国Ⅰ期完成），双载荷 ADC KH815（多种晚期实体瘤，中澳Ⅰ期）等多个研发项目正在有序推进中。

投资建议：我们预计公司 2026 年-2028 年的收入增速分别为-2.9%、6.7%、7.4%，归母净利润的增速分别为-11.0%、12.8%、13.8%；给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 25.85 元，相当于 2026 年 23 倍的动态市盈率。

风险提示：行业政策调整及药品降价风险、核心产品销售不及预期、市场竞争加剧风险、产品研发不及预期。

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	4,453	4,585	4,452	4,753	5,103
归母净利润	1,191	1,163	1,036	1,168	1,329
每股收益(元)	1.29	1.26	1.12	1.27	1.44
市盈率(倍)	15.7	16.1	18.1	16.0	14.1
市净率(倍)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7
归母净利润率	26.8%	25.4%	23.3%	24.6%	26.0%
净资产收益率	13.8%	12.5%	10.5%	11.2%	12.0%

数据来源：Wind 资讯，国投证券证券研究所预测

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

1. 盈利预测与估值分析

1.1. 盈利预测

康弘药业营业收入按业务板块分主要来自生物药、中成药及化学药，结合公司现状和发展预期，我们做出以下基本假设：

1）生物药：目前公司生物药板块收入全部来自核心产品康柏西普，2026H1 受产品调价及税收政策调整影响，销售收入有所承压。考虑到 2025 年下半年生物药基数相对较低，且康柏西普预充剂型新增纳入 2026 年版国家基药目录，预计 2026 年生物药板块全年降幅将小于上半年；若无超预期政策变动，生物药板块在 2027-2028 年间有望恢复稳健增长。在综合考虑康柏西普量价情况、暂不考虑新品收入贡献（高剂量康柏西普预计最早于 2028 年上市）的情形下，我们假设生物药板块 2026-2028 年营业收入增速分别为-7.54%、8.00%、8.00%；

2）中成药：2026H1 公司中成药板块销售收入小幅承压，公司独家品种舒肝解郁胶囊新增纳入 2026 年版国家基药目录后，有望在院端实现进一步放量。综合考虑各主要中成药品种当前的销售情况，我们假设中成药板块 2026-2028 年营业收入增速分别为 0.23%、6.60%、8.47%；

3）化学药：此前公司化学药板块多个品种先后纳入国家集采，收入端阶段性承压；2026H1 板块实现修复性增长，全年有望延续该趋势。展望 2027-2028 年，2025 年获批的利非司特滴眼液市场前景较好，2026 年获批的吡仑帕奈片已进入第 12 批国采拟中选目录，板块收入有望稳中有升。综合考虑各主要化学药品种当前的销售情况，我们假设化学药板块 2026-2028 年营业收入增速分别为 8.06%、2.45%、2.22%。

表1：康弘药业营业收入拆分及预测

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3,957.46	4,452.66	4,585.13	4,452.11	4,752.58	5,103.18
YoY	16.77%	12.51%	2.98%	-2.90%	6.75%	7.38%
毛利润（百万元）	3,519.05	3,986.20	4,119.72	3,947.00	4,217.53	4,532.75
毛利率	88.92%	89.52%	89.85%	88.65%	88.74%	88.82%
生物药						
收入（百万元）	1,936.47	2,342.69	2,495.22	2,307.03	2,491.59	2,690.92
YoY	41.73%	20.98%	6.51%	-7.54%	8.00%	8.00%
毛利润（百万元）	1,803.39	2,218.22	2,373.67	2,157.07	2,329.64	2,516.01
毛利率	93.13%	94.69%	95.13%	93.50%	93.50%	93.50%
中成药						
收入（百万元）	1,312.88	1,414.30	1,496.39	1,499.85	1,598.90	1,734.28
YoY	12.33%	7.73%	5.80%	0.23%	6.60%	8.47%
毛利润（百万元）	1,125.86	1,212.04	1,299.56	1,312.37	1,399.04	1,517.50
毛利率	85.75%	85.70%	86.85%	87.50%	87.50%	87.50%
化学药						
收入（百万元）	693.50	673.52	584.34	631.46	646.94	661.32
YoY	-16.84%	-2.88%	-13.24%	8.06%	2.45%	2.22%
毛利润（百万元）	584.59	554.04	450.57	483.07	494.91	505.91
毛利率	84.30%	82.26%	77.11%	76.50%	76.50%	76.50%
其他业务						
收入（百万元）	14.62	22.15	9.18	13.77	15.15	16.66
YoY	-27.04%	51.53%	-58.56%	50%	10%	10%

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

毛利润（百万元）	5.21	1.89	-4.07	-5.51	-6.06	-6.66
毛利率	35.65%	8.56%	-44.38%	-40%	-40%	-40%

资料来源：公司公告、国投证券证券研究所；注：除生物药、中成药、化学药外的其他收入均在表中归入“其他业务”项目。

根据相关假设，我们预计 2026-2028 年公司分别实现营收 44.52 亿元、47.53 亿元、51.03 亿元，分别同比增长-2.9%、6.7%、7.4%；分别实现归母净利润 10.36 亿元、11.68 亿元、13.29 亿元，分别同比增长-11.0%、12.8%、13.8%。

1.2. 估值分析

我们选择与公司业务范式相近、具备研产销一体化能力且已实现盈利的创新药企业贝达药业、特宝生物、艾力斯作为可比公司，3 家可比公司 2026-2028 年的平均 PE 为 23.35 倍、19.09 倍和 15.82 倍。考虑到康弘药业的经营情况有望在 2027 年逐步企稳回升，且前瞻性布局多款创新药管线，具有长期成长性，参考可比公司估值情况，我们给予康弘药业 2026 年 23 倍 PE 估值，对应 6 个月目标价 25.85 元/股，给予买入-A 的投资评级。

表2：可比公司估值

公司代码	公司名称	总市值	归母净利润（亿元）			PE		
		2026/9/6	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
300558.SZ	贝达药业	207.35	6.05	7.61	9.45	34.25	27.26	21.95
688278.SH	特宝生物	232.50	12.61	15.44	18.71	18.44	15.06	12.43
688578.SH	艾力斯	497.48	28.66	33.29	38.04	17.36	14.94	13.08
	PE 均值					23.35	19.09	15.82

资料来源：iFinD、国投证券证券研究所；注：贝达药业和特宝生物参考国投证券预测，艾力斯参考 iFinD 一致预期；数据截至 2026 年 9 月 6 日

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,453	4,585	4,452	4,753	5,103
减:营业成本	466	465	505	535	570
营业税费	59	59	60	63	67
销售费用	1,646	1,721	1,625	1,711	1,807
管理费用	471	553	592	613	628
研发费用	580	533	552	570	587
财务费用	-62	-53	-58	-63	-69
加:资产/信用减值损失	-2	-8	-18	-18	-17
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0
投资和汇兑收益	47	36	35	40	37
营业利润	1,381	1,377	1,233	1,388	1,574
加:营业外净收支	-29	-21	-26	-25	-24
利润总额	1,353	1,356	1,207	1,362	1,550
减:所得税	176	211	188	212	241
归母净利润	1,191	1,163	1,036	1,168	1,329

资产负债表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,690	6,435	6,892	7,526	8,188
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	181	194	301	306	346
应收票据	0	0	1	1	1
预付帐款	11	13	14	14	15
存货	387	407	457	458	518
其他流动资产	19	36	36	36	36
可供出售金融资产	0	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0	0
长期股权投资	16	16	16	16	16
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	2,235	2,152	2,161	2,121	2,062
在建工程	112	98	24	22	20
无形资产	404	414	467	466	460
其他非流动资产	286	156	155	156	157
资产总额	9,342	9,920	10,525	11,122	11,819
短期债务	0	0	0	0	0
应付帐款	360	268	350	364	397
应付票据	0	0	0	0	0
其他流动负债	295	334	335	334	336
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	40	44	44	44	44
负债总额	695	645	729	742	776
少数股东权益	-6	-24	-40	-57	-77
股本	920	921	921	921	921
留存收益	7,735	8,379	8,897	9,481	10,146
股东权益	8,647	9,275	9,778	10,345	10,990

现金流量表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	1,177	1,146	1,020	1,151	1,309
加:折旧和摊销	233	242	271	294	317
资产减值准备	2	8	18	18	17
公允价值变动损失	1	-1	0	0	0
财务费用	0	0	-58	-63	-69
投资收益	-47	-36	-35	-40	-37
营运资金的变动	67	165	-75	5	-66
经营活动产生现金流量	1,412	1,504	1,140	1,365	1,471
投资活动产生现金流量	-112	-225	-225	-210	-213
融资活动产生现金流量	-344	-520	-458	-521	-596

财务指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入增长率	12.5%	3.0%	-2.9%	6.7%	7.4%
营业利润增长率	9.5%	-0.3%	-10.5%	12.5%	13.4%
归母净利润增长率	14.0%	-2.4%	-11.0%	12.8%	13.8%
EBITDA 增长率	10.6%	1.4%	-7.8%	12.1%	13.0%
EBIT 增长率	12.0%	1.1%	-11.9%	13.0%	14.2%
NOPLAT 增长率	13.6%	-2.5%	-11.3%	12.7%	13.7%
投资资本增长率	-1.7%	0.4%	1.8%	-2.5%	-0.7%
净资产增长率	10.7%	7.3%	5.4%	5.8%	6.2%
利润率					
毛利率	89.5%	89.8%	88.7%	88.7%	88.8%
营业利润率	31.0%	30.0%	27.7%	29.2%	30.8%
归母净利润率	26.8%	25.4%	23.3%	24.6%	26.0%
EBITDA/营业收入	33.8%	33.3%	31.6%	33.2%	34.9%
EBIT/营业收入	28.6%	28.1%	25.5%	27.0%	28.7%
运营效率					
固定资产周转天数	181	172	174	162	148
流动营业资本周转天数	-4	0	7	9	11
流动资产周转天数	469	525	598	608	615
应收帐款周转天数	14	15	20	23	23
存货周转天数	32	31	35	35	34
总资产周转天数	722	756	827	820	809
投资资本周转天数	218	210	219	204	187
投资回报率					
ROE	13.8%	12.5%	10.5%	11.2%	12.0%
ROA	12.6%	11.5%	9.7%	10.3%	11.1%
ROIC	42.2%	41.9%	37.0%	41.0%	47.7%
费用率					
销售费用率	37.0%	37.5%	36.5%	36.0%	35.4%
管理费用率	10.6%	12.1%	13.3%	12.9%	12.3%
研发费用率	13.0%	11.6%	12.4%	12.0%	11.5%
财务费用率	-1.4%	-1.2%	-1.3%	-1.3%	-1.3%
四费/营业收入	59.2%	60.1%	60.9%	59.6%	57.9%
偿债能力					
资产负债率	7.4%	6.5%	6.9%	6.7%	6.6%
负债权益比	8.0%	7.0%	7.5%	7.2%	7.1%
流动比率	9.60	11.77	11.24	11.95	12.42
速动比率	9.01	11.10	10.57	11.29	11.71
利息保障倍数	-20.45	-24.42	-19.49	-20.35	-21.30
分红指标					
DPS(元)	0.60	0.70	0.56	0.63	0.72
分红比率	46.4%	55.5%	50.0%	50.0%	50.0%
股息收益率	3.0%	3.4%	2.8%	3.1%	3.6%

业绩和估值指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS(元)	1.29	1.26	1.12	1.27	1.44
BVPS(元)	9.39	10.09	10.66	11.29	12.01
PE(X)	15.7	16.1	18.1	16.0	14.1
PB(X)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7
P/FCF	15.1	16.2	19.3	15.4	14.1
P/S	4.2	4.1	4.2	3.9	3.7
CAGR(%)	-0.7%	4.6%	-0.4%	-0.7%	4.6%
PEG	-21.0	3.5	-49.9	-21.4	3.1
ROIC/WACC	4.0	4.0	3.5	3.9	4.5
REP	1.1	2.0	1.2	1.1	0.9

资料来源：Wind 资讯，国投证券证券研究所预测

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

仅供内部参考，请勿外传！

公司评级体系

收益评级：
买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；
增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；
中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；
减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；
卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；
风险评级：
A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。



仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市
地　址：深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层
邮　编：518046

上海市
地　址：上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层
邮　编：200082

北京市
地　址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层
邮　编：100034