

买入

创新药将陆续上市，推动业绩持续增长

康哲药业 (0867.HK)

2022-09-02 星期五

目标价:	17.52 港元
现价:	11.64 港元
预计升幅:	50.55%

重要数据

日期	2022-09-01
收盘价 (港元)	11.64
总股本 (亿股)	24.53
总市值 (亿港元)	282
净资产 (亿元)	139.6
总资产 (亿元)	169.8
52周高低 (港元)	15.48/9.78
每股净资产 (元)	5.69

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Treasure Sea Limited (46.29%)

相关报告

深度报告:康哲药业(0867.HK)-20200626

更新报告:康哲药业(0867.HK)-20220323

业绩呈增长态势持续向好

截至2022年6月30日,公司营业额为44.48亿元人民币,同比增长15.7%;期间溢利为17.96亿元,同比增长10.1%。报告期内公司主要产品线收入均快速增长,其中皮肤线产品收入同比增长11.4%至1.47亿元;收入占比最大的心脑血管线产品收入同比增长19.7%至21.41亿元;眼科线和消化线产品收入增长水平分别为14.2%和17.4%。

公司积极扩展创新管线,多个重磅品种将陆续上市:

1) 地西洋鼻喷雾剂:或成为国内首个针对六岁及以上的癫痫患者的创新药,其中国桥接试验达到预期目标,中国NDA正处于CDE审评中。2) 替瑞奇珠单抗注射液:适用于中重度斑块状银屑病,于中国桥接试验结果积极,已于2022年4月在中国香港获批上市,中国NDA正处于CDE审评中。3) 甲氨蝶呤注射液:适应症为RA和银屑病,可皮下给药,其银屑病适应症的中国上市许可申请在2022年1月获得优先审评。黛力新于2022年进入集采,波依定、优思弗可能于2023年进入集采。但是鉴于公司即将有新产品上市,并且公司的在售产品有较高品牌力及公司强大的OTC渠道,因此公司业绩有望保持双位数增长。

业务发展国际化,着力构建东南亚“桥头堡”:

公司将聚焦东南亚市场对药物的巨大需求,以新加坡为管理中心、辐射印度尼西亚、菲律宾、越南等东盟国家,全面进军东南亚市场。拟搭建产品生产、制剂CDMO、营销推广为主的业务组织架构。

研发模式多元化,皮肤医美业务初具规模:

“康哲美丽”旗下“康乃馨”平台已布局三个系列产品,为FUBA聚焦超声减脂仪、LITU聚焦超声皮肤治疗仪和MEBA超声导入仪系列。此外,“康哲美丽”对禾零医药(广州)有限公司进行股权投资并获得其60%的股权。

维持买入评级,目标价17.52港元:

公司管理层在医药行业有30多年的经验,以创新药为基础,拓展医美及大健康。我们预计公司2022-2024年EPS分别为1.37、1.51、1.67元,我们给予公司目标价17.52港元,对应2022年PE为11.0倍,较现价有50.55%的上涨空间,给予“买入”评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	6946	8337	9620	10556	11642
同比增长	14.4%	20%	15%	9.7%	10.3%
净利润	2556	3025	3400	3730	4095
同比增长	30.4%	18.3%	12.4%	9.7%	9.8%
净利润率	36.8%	36.3%	35.3%	35.3%	35.2%
每股盈利	1.02	1.22	1.37	1.51	1.67
PE@11.64HKD	10.0	8.4	7.5	6.8	6.1

数据来源:wind、康哲药业年报、国元证券经纪(香港)整理

研究部

姓名:林兴秋

SFC: BLM040

电话: 0755-21519193

Email:linxq@gzyc.com.hk

報告正文

業績呈增長態勢持續向好

截至2022年6月30日，公司營業額為44.48億元人民幣，同比增長15.7%，若全部按藥品銷售收入計算，則收入為51.70億元，同比增長21.1%。營業額的增長主要歸因於報告期內公司四大產品領域整體的銷售收入雙位數增長。毛利為34.36億元，同比增長19.6%，期間溢利為17.96億元，同比增長10.1%，EPS為0.7325元，同比增長11.2%。銷售費用和行政費用分別增長22.5%和75.4%，銷售費用的增長主要是由於學術推廣會議增加和新業務發展需要投入較多資源，行政費用的提高主要是由於新業務發展維持費用的增加。公司產品主要覆蓋心腦血管、消化、眼科、皮膚四大領域。於報告期內，各產品線銷售情況如下：

心腦血管線實現收入人民幣21.41億，較去年同期增長19.7%，若全按藥品收入計算，錄得收入29.24億元，同比增長26.0%，約占藥品銷售總收入的56.6%；

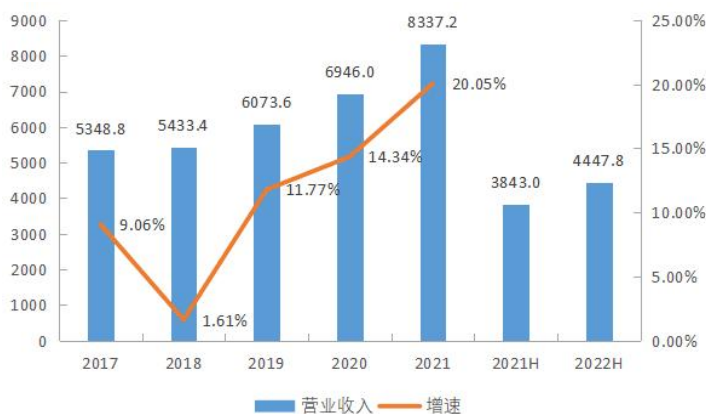
消化線實現收入人民幣17.08億元，較去年同期增長17.4%，占集團藥品銷售總收入的33.0%。

眼科線實現收入人民幣1.90億元，較去年同期增長14.2%，占集團藥品總銷售總收入的3.7%；

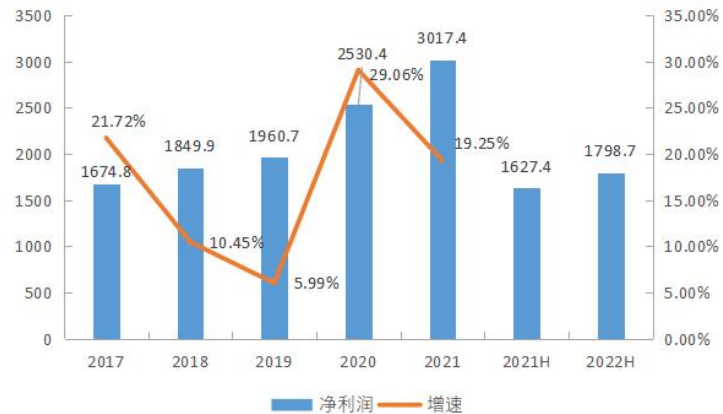
皮膚線實現收入人民幣1.47億元，較去年同期增長11.4%，占集團藥品銷售收入的2.8%；

其他產品實現收入人民幣2.63億元，較去年同期下降12.8%，若全按藥品收入計算，錄得收入人民幣2.02億元，較去年同期增長3.2%，占集團藥品銷售收入的3.9%。

圖1：公司營收變化及增速（百萬元）



資料來源：公司公告、國元證券經紀（香港）整理

图 2：公司净利润变化及增速（百万元）


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

创新管线丰富，重磅药品将陆续上市

公司已布局近 30 款以全球首创（FIC）、同类最优（BIC）为主的创新产品，覆盖心脑血管、中枢神经、消化、眼科、皮肤、儿科等多个专科疾病领域，其中 9 款创新产品已在美国/欧洲获批上市。报告期内，3 款创新产品处于中国注册上市许可申请（NDA）审评中，1 款创新产品已于中国香港获批上市，1 款创新产品中国 NDA 被药品审评中心（CDE）纳入优先审评程序，3 款创新产品中国桥接试验完成首例受试者给药并稳步推进中。在国内研发进程较快的有：1) 地西洋鼻喷雾剂，或成为中国首个针对六岁及以上癫痫患者的间歇性发作的创新药，该产品的优势是给药方式边界、起效快、可针对急性反复性发作。PK 研究结果表明，该药具有较高的生物利用度和安全性。其用于治疗 6 岁及以上癫痫患者间歇性、刻板性癫痫频繁发作活动的中国 NDA 正处于 CDE 审评中。2) 替瑞奇珠单抗注射液，特异性靶向 IL-23 的全人源 IgG1/K 单克隆抗体，用于治疗中重度斑块状银屑病，该药品的优势是注射次数少、依从性更佳。该产品的中国 III 期桥接试验取得积极结果。替瑞奇珠单抗注射液已于 2022 年 4 月在中国香港获批上市，中国 NDA 正处于 CDE 审评中。3) 甲氨蝶呤注射液（预充式），甲氨蝶呤是治疗严重、顽固、致残性银屑病和其他自身免疫性疾病的传统药物，而公司的这款产品为多种规格的小容量甲氨蝶呤产品，并且为注射式给药，能够在满足银屑病患者基础用药需求的同时，有效避免胃肠道副作用。已于 2021 年 12 月递交国内的上市申请，并于 2022 年 1 月获得优先审评资格，适应症为银屑病。另外，甲氨蝶呤注射液（预充式）中国 III 期桥接试验已于 2022 年 4 月完成首例受试者给药。4) 针对慢性肾性贫血的德度司他片已在中国完成了药代动力学及安全性和药效学研究，在中国的 III 期桥接试验已于 2022 年 1 月完成首例受试者给药。5) 亚甲蓝肠溶缓释片，可增强结直肠癌或癌前病变诊断敏感性的口服制剂，可增强结肠镜检查的可视化，提高结直肠癌或癌前病变的病灶的检测能力，并及

时清理从而降低直肠癌导致的死亡率。在中国的桥接试验已于2022年1月完成首例受试者给药，于2022年7月完成全部1800例受试者入组。6) 0.09%环孢素滴眼液，适用于干眼症，一种基于全球纳米技术专利保护的创新制剂，通过使用微小结构“胶束”为载体，来提高药品的组织渗透性。公司正在与合作伙伴 Sun Pharmaceutical Industries Ltd.积极协商，待收到符合质量要求的新批次临床试验用产品后，将重启0.09%环孢素滴眼液的中国III期桥接试验。

现售产品黛力新将已进入2022年第七批集采，波依定、优思弗有可能在2023年进入集采。但是鉴于公司即将有新产品上市，并且公司的在售产品有较高品牌力及公司强大的OTC渠道，因此公司业绩有望保持双位数增长。

研发模式多元化，皮肤医美业务初具规模

报告期内，“康哲美丽”在加强内部系统性整合的同时，也在积极评估差异化皮肤疾病产品、轻医美产品、光电类医美器械、皮肤学级护肤品等，不断丰富产品组合，以满足客户的多元化需求。“康哲美丽”旗下聚焦超声技术研发平台——“康乃馨”，利用超声技术已布局以下三个主要产品系列：FUBA 聚焦超声减脂仪系列、LITU 聚焦超声皮肤治疗仪系列、MEBA 超声导入仪系列。此外，“康哲美丽”对禾零医药（广州）有限公司进行股权投资并获得其60%的股权。

业务发展国际化，着力构建东南亚“桥头堡”

海外市场需求旺盛，而东南亚市场基于自身快速发展的经济水平、稳步增长的人口基数、系列利好政策支持等，为医药科研、生产和销售提供了优渥环境，成为中国制药企业国际化发展的重要支点之一。公司将聚焦东南亚市场对药物的巨大需求，以新加坡为管理中心、辐射印度尼西亚、菲律宾、越南等东盟国家，全面进军东南亚市场。

公司的东南亚业务通过东南亚本土高素质人才引进，陆续组建具有领域内专业经验、快速渗透并扎根当地市场的核心管理团队；拟搭建产品开发、生产、制剂CDMO（合同定制研发生产）、营销推广为主的业务组织架构；借助集团化资源整合与共享，打造覆盖产品核心运营环节的开放式平台，以合作共赢、战略互补，推动可满足当地需求的优质产品于东南亚市场开发注册和商业化落地，为欧美、日本及中国的Biotech和制药企业快速进入东南亚市场赋能。

维持“买入”评级，目标价17.52港元：

公司管理层在医药行业有30多年的经验，对医药行业发展趋势极具战略眼光及执行力。公司在引进地西洋鼻喷雾剂、替拉珠单抗、甲氨蝶呤注射液等重磅药的布局的同时，积极建立可持续的创新药品孵化平台，并通过并购卢凯等进入医美赛道，

推动公司业绩持续快速增长。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.37、1.51、1.67 元，我们给予公司目标价 17.52 港元，对应 2022 年 PE 为 11.0 倍，较现价有 50.55% 的上涨空间，给予“买入”评级。

风险提示：

- 1) 行业政策风险，医保控费超预期；
- 2) 药品价格的下降超预期；
- 3) 新产品研发进度低于预期。

财务报表摘要
损益表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	5433.5	6073.6	6946.0	8337.2	9620.1	10555.5	11641.8
销售成本	1516.6	1527.3	1812.0	2090.3	2405.0	2638.9	2910.4
毛利	3916.9	4546.3	5134.0	6246.9	7215.1	7916.6	8731.3
其他收入	(5.6)	73.8	20.0	258.5	0.0	0.0	0.0
分销开支	(1,672.6)	(1,939.2)	(2,053.2)	(2,540.2)	(2,886.0)	(3,166.6)	(3,515.8)
行政费用	(243.3)	(251.3)	(251.0)	(441.0)	(384.8)	(422.2)	(465.7)
经营盈利	2,078.3	2,543.9	2,842.8	3,409.5	3,944.2	4,327.7	4,749.8
财务开支	(71.9)	(56.3)	(27.0)	(28.3)	(31.1)	(34.2)	(37.6)
应占联营公司利润							
其他开支	82.9	114.3	(7.0)	(114.8)	0.0	0.0	0.0
税前盈利	2,006.4	2,487.7	2,815.8	3,456.6	3,914.1	4,293.5	4,712.2
所得税	(161.8)	(532.0)	(260.0)	(431.3)	(508.8)	(558.2)	(612.6)
少数股东应占利润	(5.3)	(5.0)	(25.3)	(7.9)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
其他全面收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	1,849.9	1,960.7	2,555.8	3,017.4	3,400.3	3,730.4	4,094.6
折旧及摊销	199.0	204.1	208.3	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	2,277.3	2,748.0	3,051.1	3,409.5	3,944.2	4,327.7	4,749.8
增长							
总收入 (%)	1.6%	11.8%	14.4%	20.0%	15.4%	9.7%	10.3%
EBITDA (%)	10.9%	20.7%	11.0%	11.7%	15.7%	9.7%	9.8%
净利润 (%)	10.5%	6.0%	30.4%	18.1%	12.7%	9.7%	9.8%

资产负债表

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	815.1	1365.0	2668.4	3385.7	4179.8	4512.6	4833.5
其他短期投资			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款	1572.3	1415.9	1925.0	2543.5	2494.7	2326.6	2181.2
存货	434.7	407.1	381.2	472.6	436.3	382.9	337.9
其他流动资产			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动资产	2822.1	3188.0	4974.6	7379.7	7110.7	7222.2	7352.6
固定资产	478.3	472.9	474.8	453.2	466.7	480.7	495.2
其他非流动资产	6881.8	7145.8	7247.0	7975.0	5144.9	5322.5	5506.9
非流动资产	7360.1	7618.7	7721.9	8428.2	5611.7	5803.2	6002.0
总资产	10506.5	11171.0	12700.4	15807.9	12722.4	13025.4	13354.6
流动负债	550.8	1547.7	912.0	2081.3	2072.9	2080.7	2114.7
应付账款	106.1	44.0	134.8	145.9	147.4	148.8	150.3
短期银行贷款	25.0	693.9	0.0	1103.8	1170.0	1240.2	1314.6
其他短期负债	419.7	809.8	777.1	831.6	755.5	691.6	649.8
非流动负债	1551.5	107.1	686.4	879.6	686.5	717.6	750.3
长期银行贷款	1440.2		587.2	573.8	602.5	632.6	664.3
其他负债	111.3	0.0	99.2	305.8	84.0	85.0	86.0
总负债	2102.4	1654.8	1598.4	2960.9	2759.4	2798.3	2865.0
少数股东权益	48.3	43.3	68.6	95.5	70.0	70.0	70.0
股东权益	8404.1	9516.1	11102.1	12847.0	9963.0	10227.1	10489.6

财务分析

百万人民币，财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力							
毛利率 (%)	72.1%	74.9%	73.9%	74.9%	75.0%	75.0%	75.0%
EBITDA 利率 (%)	41.9%	45.2%	43.9%	40.9%	41.0%	41.0%	40.8%
净利润率 (%)	34.0%	32.3%	36.8%	36.2%	35.3%	35.3%	35.2%
ROE	22.0%	20.6%	23.0%	23.5%	34.1%	36.5%	39.0%
ROA	17.6%	17.6%	20.1%	19.1%	26.7%	28.6%	30.7%
营运表现							
SG&A/收入 (%)	4.5%	4.1%	3.6%	5.3%	4.0%	4.0%	4.0%
实际税率 (%)	8.1%	21.4%	9.2%	12.5%	13.0%	13.0%	13.0%
股息支付率(%含优先)	39.4%	42.0%	32.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转天数	106.2	99.2	78.3	73.5	69.0	56.7	45.2
应付账款天数	(25.5)	(10.5)	(27.2)	(25.5)	(22.4)	0.0	0.0
应收账款天数	105.6	85.1	101.2	111.4	94.7	0.0	0.0
财务状况							
净负债/资产负债率	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
收入/总资产	0.5	0.5	0.5	0.5	0.8	0.8	0.9
总资产/股本	1.3	1.2	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3

现金流量表

百万人民币，财务年

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1849.9	1960.7	2555.8	3017.4	3400.3	3730.4	4094.6
折旧与摊销	199.0	204.1	208.3	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资本变动	(377.3)	156.2	88.4	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非现金调整	83.0	234.1	(135.1)	(523.6)	(62.8)	(7.5)	(0.9)
营运现金流	1754.6	2555.1	2692.0	2493.9	3337.5	3722.8	4093.7
资本开支	(62.0)	(340.5)	(341.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他投资活动	(177.7)	31.1	(144.2)	(1519.5)	(1565.1)	(1612.1)	(1660.4)
投资活动现金流	(239.7)	(309.4)	(353.8)	(1519.5)	(1565.1)	(1612.1)	(1660.4)
负债变化	(692.9)		(76.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
股本变化	0.0	0.0	(87.0)	0.0	4.0	0.0	0.0
股息	(728.5)	(822.8)	(834.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他融资活动	(132.9)	(872.4)	(37.0)	(258.4)	(261.0)	(263.6)	(266.2)
融资活动现金流	(1554.3)	(1695.1)	(1034.6)	(258.4)	(257.0)	(263.6)	(266.2)
汇率变动影响	0.0	1.0	(0.2)	1.4	4.0	5.0	6.0
现金变化	(39.4)	549.9	1303.7	717.3	1515.4	1847.2	2167.1
期初持有现金	855.6	815.1	1365.0	2668.4	3385.7	4901.1	6748.3
期末持有现金	815.1	1365.0	2668.4	3385.7	4901.1	6748.3	8915.4

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见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任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）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，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>