

## 买入

## 进入医美赛道，产品线丰富协同效应明显

**康哲药业 (0867.HK)**

2021-02-04 星期四

目标价:	<b>19.20 港元</b>
现价:	13.22 港元
预计升幅:	45.23%

### 重要数据

日期	2021-02-04
收盘价 (港元)	13.22
总股本 (亿股)	24.71
总市值 (亿港元)	327
净资产 (亿元)	103.98
总资产 (亿元)	120.29
52 周高低 (港元)	14.28/6.73
每股净资产 (元)	4.18

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

Treasure Sea Limited (44.46%)

### 相关报告

深度报告: 康哲药业(0867.HK)-20200626

### 研究部

姓名: 林兴秋

SFC: BLM040

电话: 0755-21519193

Email: linxq@gzyq.com.hk

#### ➤ 并购卢凯，进入医美行业

卢凯处方药重点产品包括安束喜、施得美、施可复、卓兰。安束喜是临床应用多年治疗静脉曲张硬化药物的领先品牌，高工艺水平确保了药物的疗效及安全性，目前国内下肢浅静脉曲张有近 1 亿患者，市场前景广阔。医美产品中，美斯蒂克系列的美塑优、密可莱以及诺美雅玻尿酸系列备受关注。美塑优包含多样化水光针系列，由符合药品质量标准的玻尿酸基和疗效认可的精选活性成分的独家配方制成，同类产品竞争优势在于美塑优能够提供多种治疗选择，突破单一产品现状。诺美雅玻尿酸系列在瑞士拥有极高的知名度，是新一代面部填充类产品，具有优秀的流变比。中国医美行业 2014-2019 年复合增长率为 22.5%，是全球增速最快的国家之一，预计未来几年仍能维持 20% 以上的高增速。

#### ➤ 卢凯产品和公司皮肤科产品协同效应明显

卢凯拥有覆盖皮肤线处方药、医疗器械及医学美容护肤系列产品，提供兼顾安全性与疗效的皮肤状况解决方案，同时还拥有丰富的海外医美产品渠道资源及国内医美机构、经销网络布局。新产品线将与康哲现有皮肤线产生协同效应，填补医美专业产品线，助力康哲实现在皮肤管理与医美领域的纵深发展。预计 2021-2023 年卢凯产品带来的销售增量分别为 2 亿、4-5 亿、10 亿元。毛利率较高，和公司现有产品持平。

#### ➤ 维持买入评级，目标价 19.20 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。公司在引进环孢素、替拉珠单抗、地西洋鼻喷雾剂等重磅药的布局的同时，引入体重管理产品 Plenity，开始在跨境电商线上进行销售。公司通过并购卢凯进入医美赛道，将推动公司业绩持续快速增长。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.96、1.10、1.35 元，我们给予公司 2021 年 14.8 倍目标 PE，对应目标价为 19.20 港元，较现价有 45.23% 的上涨空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	5,433.45	6,073.62	6,864.53	8282.8	10670.8
同比增长	1.58%	11.78%	13.02%	20.7%	28.8%
净利润	1,845	1,956	2,378	2725	3351
同比增长	10.5%	6.0%	21.6%	14.6%	23.0%
净利润率	33.9%	32.2%	34.6%	32.9%	31.4%
每股盈利	0.74	0.79	0.96	1.10	1.35
PE@13.22HKD	15.65	14.99	11.59	10.02	8.16

数据来源: wind、康哲药业年报、国元证券经纪(香港)整理

## 報告正文

康哲药业于2月宣布收购皮肤线专业公司 Luqa Ventures (卢凯)的全部已发行股份,收购完成后卢凯成为集团的全资附属公司,其业绩及资产与负债将合并入集团的账目内。卢凯拥有覆盖皮肤线处方药、医疗器械及医学美容护肤系列产品,提供兼顾安全性与疗效的皮肤状况解决方案,同时还拥有丰富的海外医美产品渠道资源及国内医美机构、经销网络布局。新产品线将与康哲现有皮肤线产生协同效应,填补医美专业产品线,助力康哲实现在皮肤管理与医美领域的纵深发展。

卢凯从2010年创立至今在医药保健市场始终保持创新力和前瞻性。2013年,卢凯在中国上市了来自瑞士的新一代疤痕护理硅凝胶“施可复”。2016年,卢凯成立医疗美容事业部,标志着公司全面进军中国医疗美容市场。卢凯凭借全球战略合作伙伴平台的庞大资源,将全球医疗美容界创新的产品率先引进中国。2017年成功引进西班牙权威医美集团美斯蒂克以及菲尔若制药集团的医学护肤系列,带给中国消费者专业的日常护肤产品,实现安全性与疗效性为一体的护肤效果。

### 丰富公司皮肤线产品

公司已拥有近二十个市场潜力大、有竞争差异性优势的创新产品,创新产品管线覆盖眼科、皮肤科、神经系统、肿瘤科、免疫系统、消化系统、抗感染、内分泌系统等多个治疗领域。本次收购可实现公司皮肤线产品的多样化,成立独立的皮肤及医美事业部,创造业绩增长新动能。

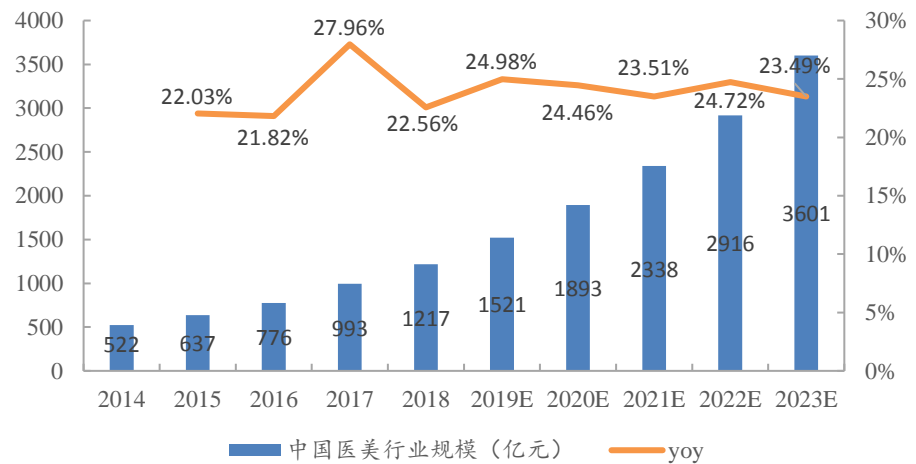
卢凯处方药及医疗器械的重点产品包括安束喜、施得美、施可复、卓兰。安束喜是临床应用多年治疗静脉曲张硬化药物的领先品牌,取得了国内外的一致认可,高工艺水平确保了药物的疗效及安全性,目前国内下肢浅静脉曲张有近1亿患者,患病率达8.56%,市场前景广阔。施得美是通过临床验证的预防和治疗妊娠纹的外用硅凝胶,临床试验证明该药物可减少70.2%的妊娠纹产生,治疗妊娠纹的有效率高达80%,据统计中国每年约有1500万孕妇,妊娠纹的发病率为50-90%,用药需求大。同系列产品施可复是可广泛用于改善各种人新旧疤痕和预防增生的硅凝胶,能显著增强疤痕的弹性和顺应性,使皮肤恢复自然色泽且更快地恢复平滑,硅胶是目前疤痕治疗的一线治疗选择。卓兰是高抗菌活性和低耐药性的浅表皮肤癣菌感染的首选治疗原研药品,属于一类新型、广谱、高效的咪唑类外用抗真菌药物,表皮真菌流行病在国内十分常见,中国浅表真菌感染患者约为7.5亿人,其中足癣为2.5亿人,药物需求量大。



### 助力公司进军医学美容领域

据弗若斯特沙利文报告，2019年中国医美市场规模为1769亿元人民币，2014-2019年复合增长率为22.5%，是全球增速最快的国家之一，预计未来几年仍能维持20%以上的高增速，中国也有望在2021年超越美国成为全球第一大医美市场。目前我国医疗美容市场渗透率仅为2%，韩国、美国等较为成熟的医美市场渗透率则达到10%，预计未来中国医美行业市场规模将进一步扩大。

图3：中国医学美容服务市场规模及趋势



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券经纪（香港）整理

公司在未来还将整合双方海外资源优势，投资并引进全球领先的皮肤线和医美产品；同时整合双方销售渠道资源，将医院、医美机构、零售及互联网等相互融合为立体化销售网络，打造具有一流竞争力的中国领先的皮肤管理及高端医美线，构筑未来新的发展空间。

### 维持“买入”评级，目标价 19.20 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。公司在引进环孢素、替拉珠单抗、地西洋鼻喷雾剂等重磅药的布局的同时，引入体重管理产品Plenity，开始在跨境电商线上进行销售。公司通过并购卢凯进入医美赛道，将推动公司业绩持续快速增长。我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.96、1.10、1.35元，我们给予公司2021年14.8倍目标PE，对应目标价为19.20港元，较现价有45.23%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

百万港元，财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>收入</b>	4,900.8	5,348.8	5433.5	6073.6	6864.5	8282.8	10670.8
销售成本	1,988.9	1,870.5	1516.6	1527.3	1719.6	2091.4	2721.0
<b>毛利</b>	2,911.9	3,478.3	3916.9	4546.3	5145.0	6191.4	7949.7
其他收入	(22.1)	(61.2)	(5.6)	73.8	10.0	10.0	11.0
分销开支	(1,173.8)	(1,382.2)	(1,672.6)	(1,939.2)	(2,182.9)	(2,799.6)	(3,654.7)
行政费用	(221.7)	(222.0)	(243.3)	(251.3)	(281.4)	(322.2)	(417.2)
<b>经营盈利</b>	1,543.0	1,890.7	2,078.3	2,543.9	2,795.5	3,199.9	4,015.7
财务开支	(42.5)	(82.3)	(71.9)	(56.3)	(61.9)	(68.1)	(74.9)
应占联营公司利润							
其他开支	48.6	77.7	82.9	114.3	104.9	120.3	127.0
<b>税前盈利</b>	1,500.4	1,808.4	2,006.4	2,487.7	2,733.6	3,131.8	3,941.9
所得税	(122.5)	(138.5)	(161.8)	(532.0)	(355.4)	(407.1)	(591.3)
少数股东应占利润	2.0	(4.9)	(5.3)	(5.0)	(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
<b>净利润</b>	1,375.9	1,674.8	1,849.9	1,960.7	2,378.3	2,724.7	3,350.6
折旧及摊销	175.9	196.4	199.0	204.1	244.9	293.8	352.6
<b>EBITDA</b>	1,718.8	2,087.1	2,277.3	2,748.0	3,040.4	3,493.7	4,368.4
<b>增长</b>							
总收入 (%)	37.9%	9.1%	1.6%	11.8%	13.0%	20.7%	28.8%
EBITDA (%)	47.4%	21.4%	9.1%	20.7%	10.6%	14.9%	25.0%
净利润 (%)	38.2%	21.7%	10.5%	6.0%	21.3%	14.6%	23.0%

### 资产负债表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>现金</b>	482.5	855.6	815.1	1365.0	2695.3	4144.4	5986.6
其他短期投资					0.0	0.0	0.0
应收账款	1492.1	1343.4	1572.3	1415.9	1360.2	1395.1	1527.7
存货	509.0	460.4	434.7	407.1	276.0	199.8	154.5
其他流动资产					0.0	0.0	0.0
<b>流动资产</b>	2483.6	2659.5	2822.1	3188.0	4331.6	5739.3	7668.7
固定资产	361.7	479.1	478.3	472.9	487.1	501.7	516.8
贷款	5879.0	6710.2	6881.8	7145.8	4484.3	4649.8	4821.8
<b>非流动资产</b>	6240.7	7189.3	7360.1	7618.7	4971.4	5151.5	5338.5
<b>总资产</b>	<b>8724.2</b>	<b>9848.7</b>	<b>10182.2</b>	<b>10806.6</b>	<b>9303.0</b>	<b>10890.8</b>	<b>13007.2</b>
<b>流动负债</b>	3396.2	658.1	550.8	1547.7	1458.9	1427.9	1433.0
应付账款	137.6	130.0	106.1	44.0	44.5	44.9	45.4
短期银行贷款	1612.4	65.0	25.0	693.9	735.5	779.7	826.5
其他短期负债	1646.2	463.1	419.7	809.8	678.9	603.3	561.1
<b>非流动负债</b>	127.6	2162.4	1551.5	107.1	88.0	89.3	90.6
长期银行贷款		2040.1	1440.2		6.0	6.3	6.6
其他负债	#VALUE!	122.4	111.3	0.0	82.0	83.0	84.0
<b>总负债</b>	<b>3523.8</b>	<b>2820.6</b>	<b>2102.4</b>	<b>1654.8</b>	<b>1546.9</b>	<b>1517.2</b>	<b>1523.6</b>
少数股东权益	58.4	53.6	48.3	43.3	0.0	0.0	0.0
<b>股东权益</b>	<b>5200.5</b>	<b>7028.2</b>	<b>8079.8</b>	<b>9151.8</b>	<b>7756.1</b>	<b>9373.6</b>	<b>11483.7</b>

### 财务分析

百万港元，财务年度截至12月31日

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>盈利能力</b>								
毛利率 (%)	57.6%	59.4%	65.0%	72.1%	74.9%	75.0%	74.8%	74.5%
EBITDA 利率 (%)	32.8%	35.1%	39.0%	41.9%	45.2%	44.3%	42.2%	40.9%
净利率 (%)	28.0%	28.1%	31.3%	34.0%	32.3%	34.6%	32.9%	31.4%
RDE	19.5%	26.5%	23.8%	22.9%	21.4%	30.7%	29.1%	29.2%
ROA	16.2%	15.8%	17.0%	18.2%	18.1%	25.6%	25.0%	25.8%
<b>营运表现</b>								
S&A/收入 (%)	5.4%	4.5%	4.1%	4.5%	4.1%	4.1%	3.9%	3.9%
实际税率 (%)	6.4%	8.2%	7.7%	8.1%	21.4%	13.0%	13.0%	15.0%
股息支付率 (%含优)	37.1%	33.6%	36.5%	39.4%	42.0%	41.5%	43.5%	42.4%
库存周转天数	(46.6)	(82.0)	(94.6)	(107.7)	(100.6)	(72.5)	(41.5)	(23.8)
应付账款天数	(23.1)	(25.3)	(25.4)	(25.5)	(10.5)	(9.4)	(7.8)	(6.1)
应收账款天数	99.6	111.1	91.7	105.6	85.1	72.3	61.5	52.3
<b>财务状况</b>								
净负债资产负债率	0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
收入/总资产	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
总资产/股本	1.2	1.7	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1

### 现金流量表

百万港元，财务年

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	995.9	1375.9	1674.8	1849.9	1960.7	2378.3	2724.7	3350.6
折旧与摊销	77.8	175.9	196.4	199.0	204.1	244.9	293.8	352.6
营运资本变动	(424.0)	(561.0)	133.2	(377.3)	156.2	201.5	260.0	335.4
其他非现金调整	(35.2)	77.1	67.4	83.0	234.1	28.1	3.4	0.4
<b>营运现金流</b>	614.6	1067.9	2071.8	1754.6	2555.1	2852.8	3281.9	4039.0
资本开支	(580.7)	(1073.8)	(76.6)	(62.0)	(340.5)	(347.3)	(354.2)	(361.3)
其他投资活动	(271.9)	(387.6)	(277.5)	(177.7)	31.1	25.3	20.2	14.0
<b>投资活动现金流</b>	(852.5)	(1461.3)	(354.1)	(239.7)	(309.4)	(322.0)	(334.1)	(347.3)
负债变化	(57.8)	1154.9	418.5	(692.9)		(146.5)	(247.7)	(361.8)
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	3.0	4.0
股息	(369.6)	(462.9)	(611.1)	(728.5)	(822.8)	(987.3)	(1184.8)	(1421.7)
其他融资活动	647.2	(47.7)	(1152.4)	(132.9)	(872.4)	(63.6)	(64.3)	(64.9)
<b>融资活动现金流</b>	219.7	644.2	(1345.1)	#####	(1695.1)	(1195.4)	(1493.7)	(1844.5)
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0
<b>现金变化</b>	(18.2)	250.8	372.7	(39.4)	549.9	1335.3	1454.1	1847.2
期初持有现金	243.5	225.3	476.1	848.7	809.3	1359.2	2694.5	4148.6
期末持有现金	225.3	476.1	848.7	809.3	1359.2	2694.5	4148.6	5995.8



# 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

## 免责声明

### 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>