

买入

重磅产品今年起将陆续上市，业绩有望持续增长

康哲药业 (0867.HK)

2022-03-21 星期一

目标价:	21.90 港元
现价:	12.6 港元
预计升幅:	73.8%

重要数据

日期	2022-03-18
收盘价 (港元)	12.6
总股本 (亿股)	24.57
总市值 (亿港元)	310
净资产 (亿元)	128
总资产 (亿元)	158
52周高低 (港元)	22.35/10.04
每股净资产 (元)	5.21

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@gyzq.com.hk

▶ 利润快速增长超市场预期

公司2021年营业额为人民币83.37亿元,增幅为20%。净利润为30.25亿元,同比增长18.4%。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42.5%至3.1亿元;收入占比最大的心脑血管线产品收入同比增长19.3%至37.6亿;眼科线和消化线产品收入增长水平分别为28.7%和24.7%。

▶ 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,于2021年7月在中国递交上市申请。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2021年10月在中国递交上市申请。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。上述3个产品有望于2022年上市。黛力新将于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。

▶ 研发模式多元化,皮肤医美业务初具规模

公司还积极对国内Biotech公司进行产业化投资,2021年,公司股权投资拥有天然全人源单克隆抗体研发平台的泰诺麦博并与其成立合营公司,以丰富产品管线。在收购卢凯并进军皮肤医美行业后,又连续收购超声技术平台公司康乃馨、医美专业公司旭俐医疗,并于OVMEDI进行合作。一系列收购及合作提升了公司医美业务的广度与深度,目前公司医美团队达到600人,产品涉及轻医美、光电医美器械、皮肤学级护肤品。

▶ 维持买入评级,目标价21.90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21.9港元,对应2022年PE为13.01倍,较现价有73.8%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@12.6HKD	10.33	8.4	7.49	6.79	5.2

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

業績呈增長態勢持續向好

截至 2021 年 12 月 31 日，公司營業額為 83.37 億元人民幣，較去年同比增長 20%，若全部按藥品銷售收入計算，則收入為 92.30 億元，較去年同比增長 24.8%。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 62.47 億元，較去年同比增長 21.7%，年度溢利為 30.25 億元，較去年同比增長 18.4%，EPS 為 1.2228 元，較去年同比增長 19.4%。銷售費用和研發費用分別增長 23.7% 和 72.5%，銷售費用的增長主要是由於 2021 年公司開展了一些新業務，前期費用增加明顯，研發費用的提高主要是由於在海內外創新產品投資、相關人力成本投入增多。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 37.58 億，較去年同期增長 19.3%，若全按藥品收入計算，錄得收入 48.54 億元，同比增長 25.1%，約占藥品銷售總收入的 52.6%；

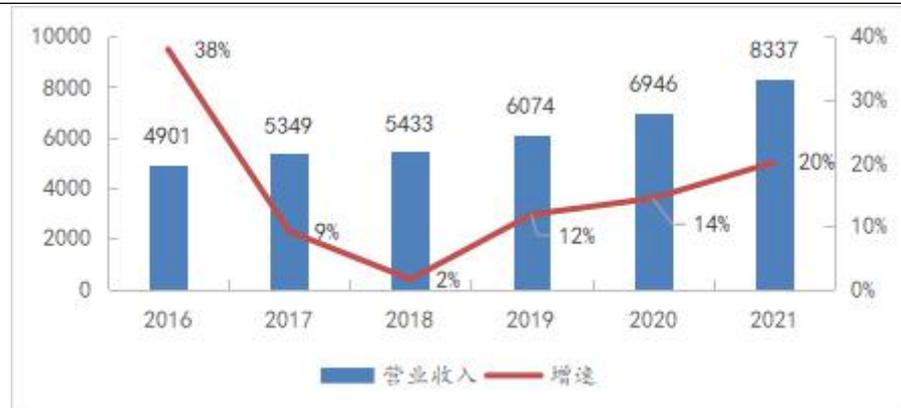
消化線實現收入人民幣 32.29 億元，較去年同期增長 24.7%，占集團藥品銷售總收入的 35%。

眼科線實現收入人民幣 3.86 億元，較去年同期增長 28.7%，占集團藥品總銷售總收入的 4.2%；

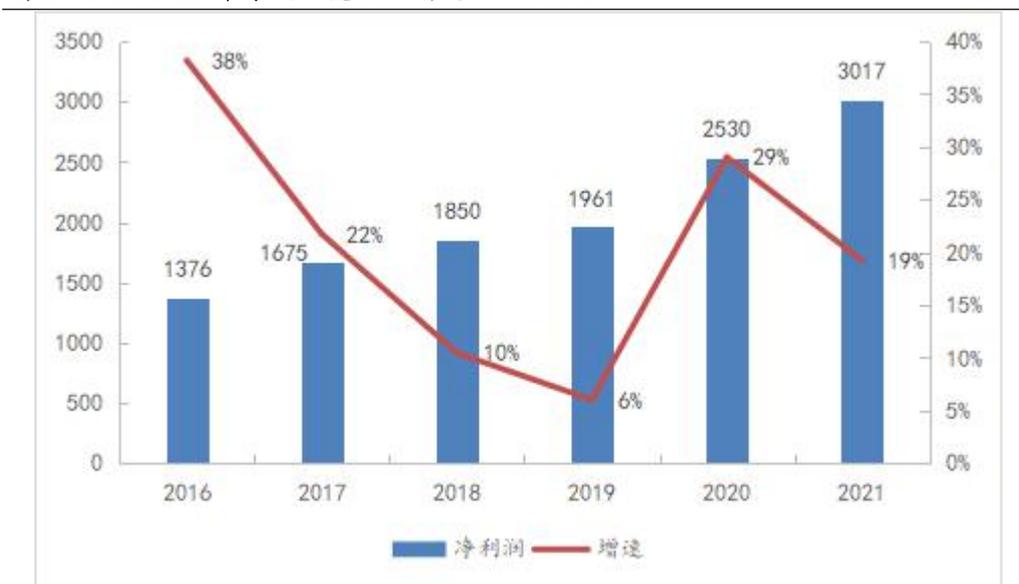
皮膚線實現收入人民幣 3.12 億元，較去年同期增長 42.5%，占集團藥品銷售收入的 3.4%；

其他產品實現收入人民幣 6.52 億元，較去年同期下降 5.1%，占集團藥品銷售收入的 4.9%，

圖 1：2016-2021 年營收變化及增速（百萬元）



資料來源：公司公告、國元證券經紀（香港）整理

图 2：2016-2021 年净利润变化及增速（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

公司在海外已经上市或正处于上市审核中的产品约有 13 个，在研阶段产品 16 个左右。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。近期的 PK 研究结果表明，该药具有较高的生物利用度和安全性。已于 2021 年 7 月在中国递交上市申请，预计于 2022 年底前上市。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，公司于 2021 年 7 月完成该产品的中国 III 期桥接试验，试验结果积极。公司已于 2021 年 10 月在中国递交上市申请。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，并于次年 1 月获得优先审评资格，适应症为银屑病。另外，公司正在进行甲氨蝶呤注射液针对 RA 的相关临床试验。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，目前正在进行关于治疗未接受透析的慢性肾脏病贫血 III 期多中心临床试验。5) 亚甲蓝肠溶缓释片，可增强结肠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，提高结肠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。已于 2022 年 1 月完成第一例入组。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。目前已完成 384 例入组，但由于合作公司 Sun Pharma 因药品出现颗粒物与含量异常，召回了一批 0.09% 环孢素滴眼液。预计公司在收到新批次药品后，将立即重新开启临床试验。

现售产品黛力新将于 2022 年进入集采，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

康哲药业 20 年来通过对全球创新研发公司进行产业化股权投资、或与全球领先药企建立战略合作，积累了丰富的产品拓展与投资经验。2021 年，公司开始构建可持续的创新药孵化平台，一方面，开启对中国生物科技公司进行产业化投资，报告期内，公司对珠海泰诺麦博公司进行股权投资，并与其成立合营公司以结合康哲的商业化能力与泰诺麦博的研发能力。该公司拥有第四代抗体技术平台 HitmAb，该平台开发的天然全人源单克隆抗体安全性高、对外来病原体具有广谱性，与病原靶点具有极强亲和力，另外泰诺麦博将对合营公司投入包括全人源抗金黄色葡萄球菌 (SA) α -溶血素 (HI α) 抗体新药、全人源抗人巨细胞病毒 (HCMV) 抗体新药、全人源抗新冠病毒抗体新药和全人源抗狂犬病毒抗体新药。另一方面，公司也开启了自主定制创新产品的研发模式，即围绕自身免疫系统、妇科、心脑血管、神经中枢疾病公司的优势领域，委托 CRO 公司进行创新技术和创新产品的开发。

公司在收购卢凯后，开始丰富其皮肤线产品并进军医美行业，后续又收购了聚焦超声技术平台公司康乃馨，以开启光电类医美器械的研发与生产；收购旭俐医疗，进一步地扩充了专业医美团队与医美渠道资源，并获得了透明质酸凝胶 Vmonalisa 的中国独家总经销权；与 OVMEDI 就高质量且规格齐全的埋植线产品订立独家合作协议，丰富了其产品种类。目前，经过一系列的收购活动、皮肤线业务的分拆以及皮肤医美渠道方面的整合协同，康哲美丽已经初具规模，其团队已达到 600 人左右，未来产品板块可大概分为轻医美、光电医美器械、皮肤学级护肤品三大领域。

維持“買入”評級，目標價 21.9 港元：

公司管理層在醫藥行業有 30 多年的經驗，對醫藥行業發展趨勢極具戰略眼光及執行力。公司在引進地西洋鼻噴霧劑、替拉珠單抗、甲氨蝶呤注射液等重磅藥的布局的同時，積極建立可持續的創新藥品孵化平台，並通過併購盧凱等進入醫美賽道，推動公司業績持續快速增長。我們預計公司 2022-2024 年 EPS 分別為 1.37、1.51、1.67 元，我們給予公司目標價 21.9 港元，對應 2022 年 PE 為 13.01 倍，較現價有 73.8% 的上漲空間，給予“買入”評級。

風險提示：

- 1) 行業政策風險，醫保控費超預期；
- 2) 藥品價格的下降超預期；
- 3) 新產品研發進度低於預期。

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>