

進入新一輪增長期

- 現有產品線增幅仍達 30%
- 更多直接導入市場的產品將很快做出貢獻
- 招標價下調對其的影響溫和
- 每股盈利三年複合增長預計為 29%

維持買入

2015 年 4 月 1 日

Kevin Tam CFA 譚思晉

Tel: 852 2826 0007

Kevin.tam@cpy.com.hk



預期修訂 (%)

年結 31/12	15F	16F
收入變動	5.3	8.1
純利變動	4.0	8.4
每股收益變動	1.7	5.2

股票資料

12 個月高/低位 (港元)	15/8.46
1 個月日均成交 (百萬股)	11.04
發行股份 (百萬)	2,414.75
市值 (百萬港元)	28,784
主要股東 (%佔比)	林剛 (46.04%)

財務數據

年結 31/12	2014	2015F	2016F	2017F
營業額 (百萬人民幣)	2,945	4,066	5,313	6,577
增幅 (%)	31	38	31	24
純利* (百萬人民幣)	828	1,091	1,457	1,828
增幅 (%)	30	32	34	25
每股收益* (元人民幣)	0.343	0.442	0.586	0.735
增幅 (%)	30	29	33	25
市盈率* (倍)	27.6	21.6	16.3	13.0
每股派息 (元人民幣)	0.137	0.177	0.234	0.294
息率 (%)	1.4	1.9	2.5	3.1

* 不包括投資西藏藥業的公允價值收益 2.15 億元人民幣

資料來源: 京華山一預測

最新發展

康哲藥業公佈 14 年度核心純利增長 30% 至 8.28 億元人民幣, 收入增長 31% 至 29.45 億元人民幣。若果計入投資西藏諾迪康藥業 (西藏藥業) 的公允價值收益 2.15 億元人民幣, 期內純利增長 64% 至 10.43 億元人民幣。

催化劑

現有產品線增幅仍達 30%。透過向更低級別醫院的滲透, 旗艦藥品黛力新和優思弗在 14 年度仍錄得 30% 的增長。我們預計這兩產品將在今明兩年保持 20% 以上的增長。同時, 因為比較基數低、銷售模式調整以及供應瓶頸問題解決, 我們預期更年輕產品線中的大部份可以實現 40% 以上的增長。

新收購的全面產品權利可即刻做出貢獻。康哲微調了全面產品權益組合的擴張策略, 以專注發展直接導入市場產品。我們預測這些產品在 15 至 17 年度的合計收入貢獻為 2.4 億/4.5 億/6 億元人民幣, 而顯著盈利貢獻將從 16 年度開始。我們認為康哲仍可利用其市場推廣網絡及財務實力, 收購具潛力的新興產品。最近配股所籌的 8.5 億港元將有助解決今後收購藥品的資金需求。

招標價下調對其的影響溫和。由於產品具獨家性, 管理層指黛力新和優思弗的招標價僅下調中單位數, 而其餘主要產品大部份到目前為止的招標價下調幅度亦在 10% 以內。此外, 公司 30% 的供應以歐元報價, 年初以來歐元貶值 10% 將有助其抵銷一部分利潤率壓力。我們在財務模型中預計 15/16 年度毛利率降低 0.68 及 1.00 個百分點。

投資觀點

康哲在銷售網絡擴張和全面產品權收購方面的進展令我們印象深刻。我們決定將 15/16 年度純利預測調高 4.0%/8.4%, 主要計入現有產品強勁增長和新收購產品的貢獻。調整後的模型顯示到 17 年度的三年每股盈利複合增長 29%。目標價調整至 16.80 港元, 相等於 15/16 年度市盈率 30.4/22.9 倍以及 15-17 年度市盈增長率 1.05 倍。

進入新一輪增長期

現有產品線增幅仍達 30%。雖然旗艦藥品黛力新和優思弗的上市時間已經超過 10 年，但透過向更低級別醫院的滲透，兩產品在 14 年度仍錄得 30% 的增長。管理層指兩產品的醫院覆蓋面中（黛力新 1.2 萬家，優思弗 6,900 家），尚有一半以上仍未充分開發。我們預計這兩產品將在今明兩年保持 20% 以上的增長。同時，我們預期更年輕產品線中的大部份可以實現 40% 以上的增長，依據為：（1）比較基數低，因醫院覆蓋面仍很低，且上市時間大多不夠 7 年；（2）銷售模式調整，如肝復樂和喜達康；及（3）供應瓶頸問題解決，如沙多力卡和依諾舒。

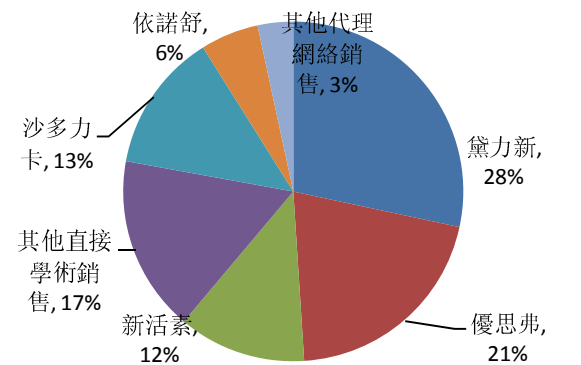
新收購的全面產品權利可即刻做出貢獻。為取得即時收入貢獻，康哲微調了全面產品權益組合的擴張策略，以專注發展直接導入市場產品。我們預測新收購的直接導入產品（如丹參酮和諾迪康）在 15 至 17 年度的合計收入貢獻為 2.4 億/4.5 億/6 億元人民幣。由於收購後首年需投資於市場推廣，故預計 15 年度盈利貢獻微小，而顯著盈利貢獻將從 16 年度開始。

在行業整合和競爭加劇的環境中，我們認為康哲將處於有利地位，利用其市場推廣網絡及財務實力，收購具潛力的新興產品。最近配股所籌得的 8.5 億港元將有助解決今後收購藥品的資金需求。長期而言，收購全面產品權可擴大其利潤率。

招標價下調對其的影響溫和。由於產品具獨家性，管理層指黛力新和優思弗的招標價僅錄得中單位數跌幅，而其餘大部份主要產品到目前為止的招標價下調幅度亦在 10% 以內。此外，公司 30% 的供應以歐元報價，年初以來歐元貶值 10% 將有助其抵銷部分利潤率下調壓力（雖然匯兌收益需與供應商均攤）。我們在財務模型中預計 15/16 年度毛利率降低 0.68 及 1.00 個百分點。

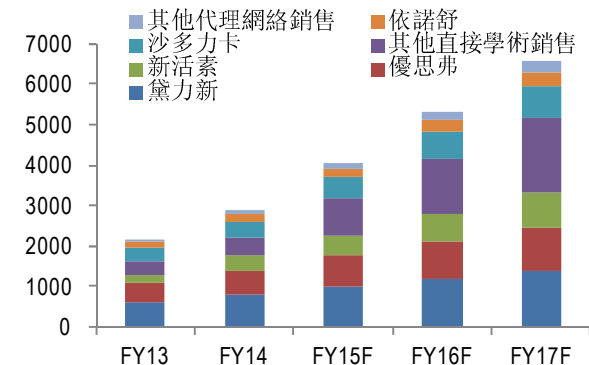
在母公司層面進行研發。為保障長期可持續增長，管理層將加大研發投入，但僅會在母公司層面進行，並在成功商業化後注入上市公司。酪絲亮肽(CMS024)即將啓動新的 III 期擴大化臨床試驗。另外，管理層或考慮收購處於臨床試驗末期的海外研發項目。我們認為這種做法有助保障上市公司的股東利益。

圖 1：FY14 收入構成：黛力新和優思弗合計仍佔 50%



資料來源：公司及京華山一

圖 2：各產品線收入預測（百萬人民幣）：直接學術銷售將推動三年復合增長達 31%



資料來源：公司及京華山一預測

綜合損益表 (百萬人民幣)

年結 31/12	2013	2014	2015F	2016F	2017F
收入	2,249	2,945	4,066	5,313	6,577
黛力新	628	813	1,008	1,200	1,380
優思弗	453	590	744	908	1,071
新活素	227	348	502	687	886
其他直接學術銷售	312	479	920	1,374	1,829
沙多力卡	324	380	520	645	761
依諾舒	183	158	231	303	384
其他代理網絡銷售	27	97	142	197	266
毛利	1,226	1,655	2,257	2,896	3,585
其他收入，淨值	49	240	38	40	42
經營開支	(613)	(783)	(1,125)	(1,397)	(1,707)
銷售及市場推廣開支	(468)	(631)	(922)	(1,137)	(1,388)
行政開支	(146)	(152)	(203)	(260)	(319)
經營溢利	662	1,112	1,169	1,538	1,920
核心經營溢利*	662	897	1,169	1,538	1,920
聯營公司	1	(1)	28	44	51
財務收入，淨值	23	18	6	26	49
稅前盈利	685	1,130	1,204	1,609	2,020
核心稅前盈利*	685	914	1,204	1,609	2,020
稅項開支	(50)	(87)	(114)	(153)	(192)
少數股東權益	1	3	2	1	-
純利	636	1,046	1,091	1,457	1,828
核心純利*	636	828	1,091	1,457	1,828

綜合資產負債表 (百萬人民幣)

於 12 月 31 日	2013	2014	2015F	2016F	2017F
總資產	3,918	4,905	6,703	7,909	9,344
流動資產	1,963	1,546	2,772	3,952	5,358
現金	936	453	1,263	1,986	2,924
應收賬款	859	876	1,220	1,594	1,973
存貨	167	189	264	345	428
其他流動資產	1	27	24	27	33
非流動資產	1,955	3,360	3,931	3,957	3,987
物業廠房及設備淨值	1,707	1,930	2,473	2,473	2,474
聯營公司權益	6	1,308	1,308	1,308	1,308
其他非流動資產	242	121	150	175	204
負債總額	641	914	1,094	1,281	1,471
流動負債	591	789	923	1,058	1,195
應付賬款	245	253	366	478	592
其他應付	32	52	73	96	118
短期債務	314	484	484	484	484
其他流動負債	(0)	-	-	-	-
非流動負債	50	126	171	223	276
長期債務	-	-	-	-	-
其他非流動負債	50	126	171	223	276
總股本	3,277	3,991	5,609	6,628	7,873
股東權益	3,264	3,991	5,942	6,962	8,207
股本	83	83	83	83	83
儲備	3,181	3,908	5,422	6,297	7,393
擬派股息	-	-	436	583	731
少數股東權益	13	-	(333)	(334)	(334)
總負債及權益	3,918	4,905	6,703	7,909	9,344

綜合現金流量表 (百萬人民幣)

年結 31/12	2013	2014	2015F	2016F	2017F
營運現金流	335	843	839	1,158	1,499
稅前利潤	N.A.	N.A.	1,204	1,609	2,020
折舊攤銷	N.A.	N.A.	58	74	74
運營及資金變動	N.A.	N.A.	(303)	(345)	(354)
利息收入	N.A.	N.A.	(6)	(26)	(49)
稅項支出	N.A.	N.A.	(114)	(153)	(192)
其他	N.A.	N.A.	-	-	-
投資現金流	(175)	(936)	(557)	1	21
資本支出	N.A.	N.A.	(600)	(75)	(75)
利息收入	N.A.	N.A.	6	26	49
其他	N.A.	N.A.	37	50	47
自由現金流	N.A.	N.A.	239	1,083	1,424
融資現金流	(345)	(150)	529	(436)	(583)
債務變動	N.A.	N.A.	-	-	-
派息	N.A.	N.A.	(331)	(436)	(583)
募集資金	N.A.	N.A.	860	-	-
淨現金流量	(185)	(243)	810	723	937

財務摘要

年結 31/12	2013	2014	2015F	2016F	2017F
增幅 (%)					
營業額	28.9	31.0	38.1	30.7	23.8
調整後息稅前利潤*	17.1	35.5	30.4	31.6	24.8
調整後稅前利潤*	17.2	33.4	31.6	33.7	25.5
調整後純利*	20.9	30.1	31.8	33.5	25.5
報告純利	20.9	64.4	4.4	33.5	25.5
利潤率 (%)					
毛利率	54.5	56.2	55.5	54.5	54.5
調整後息稅前利潤率*	29.4	30.4	28.8	29.0	29.2
調整後稅前利潤率*	30.5	31.0	29.6	30.3	30.7
調整後純利潤率*	28.3	28.1	26.8	27.4	27.8
報告純利潤率*	28.3	35.5	26.8	27.4	27.8
其他 (%)					
實際稅率	7.3	7.7	9.5	9.5	9.5
派息比率	58.1	31.7	40.0	40.0	40.0
平均股本回報率	21.2	27.6	22.0	22.6	24.1
平均資產回報率	17.4	23.7	18.8	19.9	21.2

關鍵假設

年結 31/12	2013	2014	2015F	2016F	2017F
產品線增幅 (%)					
黛力新	13.4	29.4	24.0	19.0	15.0
優思弗	18.4	30.5	26.0	22.0	18.0
新活素	34.4	53.5	44.0	37.0	29.0
其他直接學術銷售	27.2	53.5	42.0	36.0	33.0
沙多力卡	132.4	17.2	37.0	24.0	18.0
依諾舒	12.8	(13.4)	46.0	31.0	27.0
其他代理網絡銷售	25.7	266	46.0	39.0	35.0

* 不包括投資西藏藥業的公允價值收益 2.15 億元人民幣

資料來源：公司數據及京華山一

推薦定義：

對於股票建議：

買入：未來 12 個月預期回報達 15% 或以上。

觀望：未來 12 個月預期回報於 15% 和 5% 之間。

沽售：未來 12 個月潛在下行空間超過 5%。

本人，Kevin Tam，譚思晉，為該研究報告之作者及香港證券及期貨事務監察委員會（“證監會”）之第四類受規管活動持牌人士。本人在此聲明，該研究報告中的觀點均為本人對提及的證券及發行者的真正看法，而本人所得之補償與該研究報告中所述之觀點無任何直接或間接的關係。除此之外，本人在此確認 (a) 本人或本人之有聯繫者，並非本人在該研究報告中所評論的上市法團的高級人員；及 (b) 本人或本人之有聯繫者，對本人在該研究報告中所評論的股票無任何財務權益。