证券研究报告

医药行业

买入 （维持）

目标价：12.8 港元
现价：8.90 港元

预期升幅： 43.8%

市场数据

日期	2020.09.09
收盘价（港元）	8.90
总股本（百万股）	2,471
流通股本(百万股)	2,471
总市值（亿港元）	220
流通市值(亿港元)	220
净资产（亿元）	103.34
总资产（亿元）	120.29
每股净资产（元）	4.18

数据来源：Wind

相关报告

《现有组合稳健增长，引进管线推进顺利》2020-04-28
《摘星揽月逆时运，柳暗花明盼春来》2019-08-20
《传统业务贡献资金，合作创新铸就未来》2019-03-24

海外医药研究

分析师：
徐佳熹
兴业证券经济与金融研究院副院长
xujiaxi@xyzq.com.cn
SFC：BPU659
SAC：S0190513080003

联系人：
蔡莹琛
caiyingchen@xyzq.com.cn
SFC：BLT552

李伟
liwei19@xyzq.com.cn
SAC：S0190519110001

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

00867.HK 康哲药业 港股通（沪、深）

上半年整体平稳过渡，创新产品即将进入收获期

2020 年 09 月 10 日

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,074	6,722	7,382	8,178
同比增长(%)	11.8%	10.7%	9.8%	10.8%
归母净利润(百万元)	1,961	2,551	2,853	3,152
同比增长(%)	6.0%	30.1%	11.8%	10.5%
毛利率(%)	74.9%	74.9%	74.9%	74.9%
净利润率(%)	32.2%	37.9%	38.6%	38.5%
净资产收益率(%)	21.9%	24.8%	24.0%	23.0%
每股收益(元)	0.79	1.03	1.15	1.27

数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **上半年整体平稳过渡，营收、净利润双增长：**公司 2020 年上半年实现营业收入 31.08 亿元人民币（下同），同比增长 4.8%；还原“两票制”影响后，营业收入为 35.57 亿元，同比增长 4.6%。归母净利润 12.79 亿元，同比增长 9.4%。整体来看，在上半年疫情影响下，公司经营稳定，业绩仍然保持了平稳增长。
- **创新产品管线不断扩容，收获在即：**6 月，康哲药业与 Gelesis 公司签订合作协议，获得了 PLENITY 在中国、新加坡等国家的权利。PLENITY 是一款用于帮助肥胖人群进行体重管理的产品。根据此前的临床试验结果，使用 PLENITY 后，26%的受试者体重减轻 10%以上，近 60%的受试者体重减轻 5%以上，且试验组不良事件的总发生率与对照组无显著差异。PLENITY 已于 2019 年 4 月获美国 FDA 批准，并获得了 CE 认证。公司预计明年将通过跨境电商的方式率先推动该产品在国内的销售。1 月，康哲药业与 Zydus 公司签订合作协议，获得了德度司他在国内的许可权利。德度司他主要用于慢性肾病患者贫血的治疗。根据此前 II 期临床试验结果，德度司他给药组在主要有效性终点 Hb 水平的升高上显著优于对照组，且次要终点 Hb 反应率均超过 60%。目前德度司他正在进行海外 III 期临床试验，预计 2023 年在国内上市。公司此前引进的产品中，进展较快的是（1）地西泮鼻喷雾剂已于 2020 年 6 月获得研究中心伦理批件，预计 2021 年在国内获批。（2）0.09%环孢素滴眼液于 2020 年 6 月获得国内临床试验批件，预计 2022 年在国内上市。（3）替拉珠单抗的临床试验申请于 2020 年 5 月获 NMPA 受理，预计 2022 年在国内上市。
- **董事长持续增持，彰显长期发展信心：**今年 4 月以来，董事会主席林刚先生通过其 100%持股的公司 Treasure Sea Limited 持续增持公司股份，合计增持约 1850 万股，占公司总股本的 0.75%；合计增持金额约 1.63 亿港元。
- **盈利预测与估值：**上半年在疫情影响下公司业绩仍维持了增长，下半年若国内疫情不出现大的反复，预计公司经营将进一步恢复。我们维持之前的盈利预测，预计 2020-2022 年实现收入 67.22、73.82 和 81.78 亿元，同比增长 10.7%、9.8%和 10.8%；归母净利润 25.51、28.53 和 31.52 亿元，同比增长 30.1%、11.8%和 10.5%。维持目标价 12.8 港元，对应 2020-2022 年分别为 11.20、10.02 和 9.06 倍市盈率，20PEG 为 0.54，维持“买入”评级。

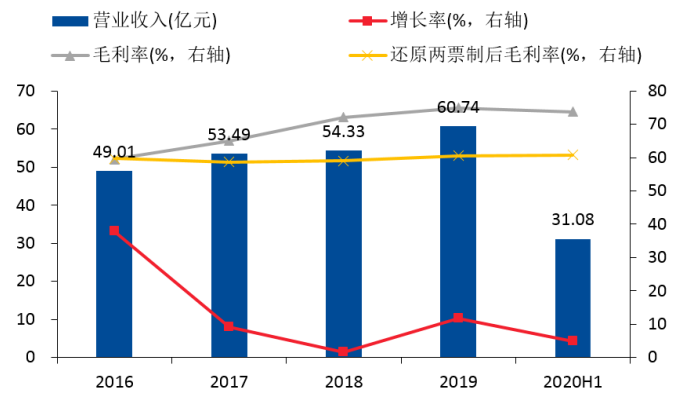
风险提示：疫情影响超预期，产品上市进度及销售不及预期，市场竞争加剧。

报告正文

- **上半年整体平稳过渡，营收、净利润双增长**

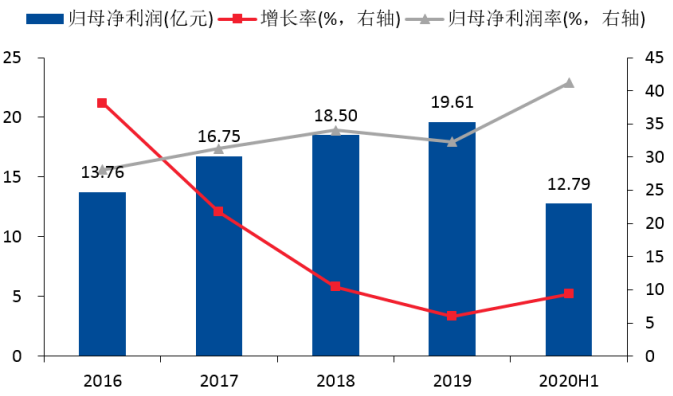
公司 2020 年上半年实现营业收入 31.08 亿元人民币（下同），同比增长 4.8%；还原“两票制”影响后，营业收入为 35.57 亿元，同比增长 4.6%。归母净利润 12.79 亿元，同比增长 9.4%。毛利率为 73.8%，还原“两票制”影响后为 60.8%，与近几年的毛利率水平基本持平。整体来看，在上半年疫情影响下，公司经营稳定，业绩仍然保持了平稳增长。

图 1、2016-2020H1 公司营业收入与毛利率



资料来源：公司年报、中报，兴业证券经济与金融研究院整理

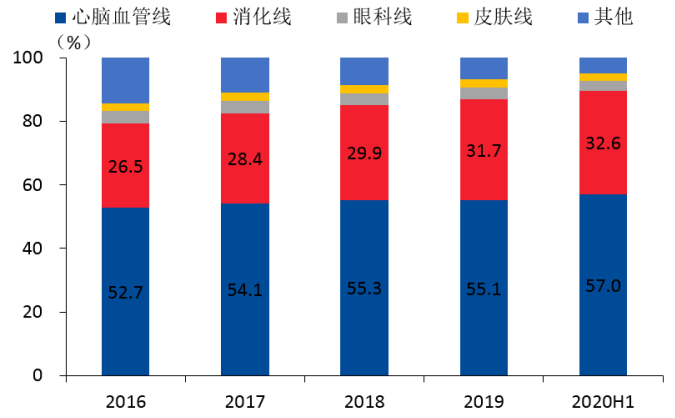
图 2、2016-2020H1 公司归母净利润



资料来源：公司年报、中报，兴业证券经济与金融研究院整理

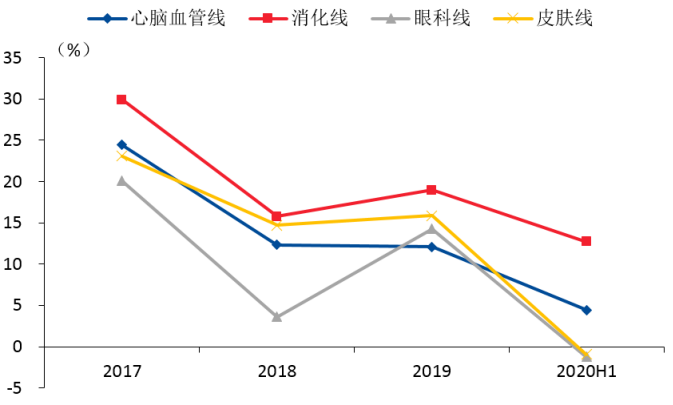
从收入端来看，以还原“两票制”影响后的数据进行统计，公司各条业务线一季度不同程度上受到了国内疫情的影响，但二季度起快速恢复，上半年均实现了平稳过渡。其中，收入占比较大的心脑血管线和消化线收入同比均有所增长，分别为 4.4%和 12.7%，眼科线和皮肤线收入同比基本持平。

图 3、2016-2020H1 公司收入构成（还原两票制后）



资料来源：公司年报、中报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2016-2020H1 公司各业务线收入增速（还原两票制后）

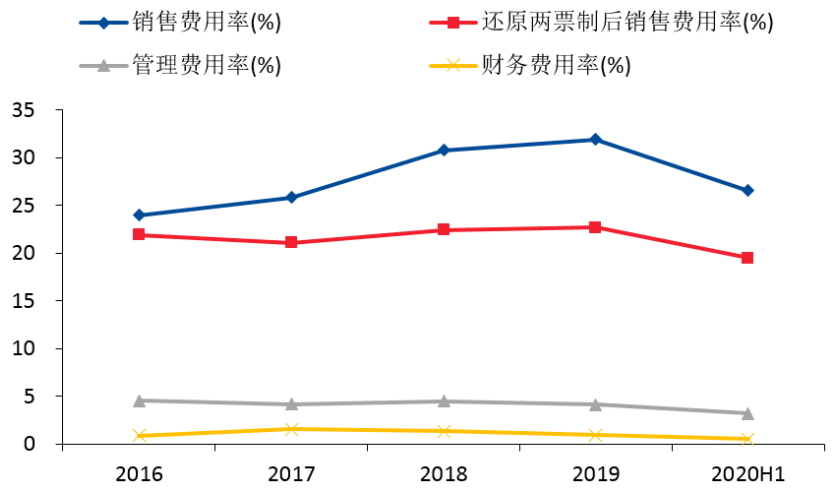


资料来源：公司年报、中报，兴业证券经济与金融研究院整理

从费用端来看，上半年公司整体费用控制良好。销售费用较去年同期下降

6.3%，主要原因是疫情期间线下会议和推广活动减少导致相关支出减少，还原两票制后的销售费用率亦同比降低 0.7pct 至 19.5%。管理费用率同比维持稳定。财务费用同比大幅下降 47.2%，主要原因是贷款使用减少以及贷款利率下降。

图 5、2016-2020H1 公司期间费用率



资料来源：公司年报、中报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **创新产品管线不断扩容，收获在即**

在产品方面，公司近年通过股权投资和战略合作的方式快速收获了大量的创新产品，产品管线快速扩容，今年上半年亦取得了积极的进展。

6 月，康哲药业与 Gelesis 公司签订合作协议，获得了 PLENITY 在中国、新加坡等国家的独家开发、生产及商业化等权利。PLENITY 是一款用于帮助肥胖人群进行体重管理的产品，由两种天然来源材料纤维素和柠檬酸组成。PLENITY 以胶囊的形式存在，经口服后可与其原始重量 100 倍的水分结合，膨胀占据胃和小肠的容量，从而产生饱腹感，达到体重管理的效果。根据此前 400 多人参与的临床试验结果，使用 PLENITY 后，26%的受试者体重减轻 10%以上，近 60%的受试者体重减轻 5%以上，且试验组不良事件的总发生率与对照组无显著差异，安全性较好。PLENITY 已于 2019 年 4 月获美国 FDA 批准，并获得了 CE 认证，可在欧洲经济区销售。公司预计明年将通过跨境电商的方式率先推动该产品在国内的销售。PLENITY 在国内正式销售以后将更好地满足国内市场对安全有效的减重和体重管理产品的需求，为患者提供有效性和安全性俱佳的治疗选择。

1 月，康哲药业与 Zydus 公司签订合作协议，获得了德度司他在国内的许可权利。德度司他属于口服低氧诱导因子脯氨酰羟化酶抑制剂（HIF-PHI），主要用于慢性肾病患者贫血的治疗。根据此前 117 人的 II 期临床试验结果，德度司他给药组在主要有效性终点 Hb 水平的升高上显著优于对照组，且次要

终点 Hb 反应率均超过 60%。目前德度司他正在进行海外 III 期临床试验，预计 2023 年在国内上市。

公司此前引进的产品中，进展较快的是（1）地西泮鼻喷雾剂已于 2020 年 6 月获得研究中心伦理批件，预计 2021 年在国内获批，上市后将为 6 岁及以上急性反复癫痫发作的人群提供更便捷有效的治疗方案，有望快速打开市场。（2）0.09%环孢素滴眼液于 2020 年 6 月获得国内临床试验批件，预计 2022 年在国内上市，将在巨大的干眼症治疗药物市场中分得一杯羹。（3）替拉珠单抗的临床试验申请于 2020 年 5 月获 NMPA 受理，预计 2022 年在国内上市，为银屑病患者的治疗提供新的选择。

在销售方面，公司继续推进零售网络建设，扩展连锁与终端门店覆盖，并加强与电商合作，推广网络的覆盖版图不断扩大。截至 2020 年 6 月 30 日，公司覆盖了约 57000 家医院及医疗机构，拥有约 3100 名专业学术推广人员，销售实力持续增强，为未来新产品上市后的销售推广提供了有力的保障。

- **董事长持续增持，彰显长期发展信心：**今年 4 月以来，董事会主席林刚先生通过其 100%持股的公司 Treasure Sea Limited 持续增持公司股份，合计增持约 1850 万股，占公司总股本的 0.75%；合计增持金额约 1.63 亿港元。截至 2020 年 9 月 9 日，Treasure Sea Limited 持有公司 45.39%的股份。高管的持续增持也彰显了其对公司长期发展的信心。

- **盈利预测与估值：**上半年在疫情影响下公司业绩仍维持了增长，下半年若国内疫情不出现大的反复，预计公司经营将进一步恢复。我们维持之前的盈利预测，预计 2020-2022 年实现收入 67.22、73.82 和 81.78 亿元，同比增长 10.7%、9.8%和 10.8%；归母净利润 25.51、28.53 和 31.52 亿元，同比增长 30.1%、11.8%和 10.5%。维持目标价 12.8 港元，对应 2020-2022 年分别为 11.20、10.02 和 9.06 倍市盈率，20PEG 为 0.54，维持“买入”评级。

- **风险提示：**疫情影响超预期，产品上市进度及销售不及预期，市场竞争加剧。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3552	4753	6064	7502
现金及现金等价物	1365	2400	3518	4738
交易用投资	1586	1744	1919	2111
应收款项	164	133	109	89
其他应收款	407	448	493	542
存货	31	28	26	23
非流动资产	7619	7799	8088	8457
可供出售投资	0	0	0	0
联营和共同控制实体投资	2590	2733	2912	3126
无形资产	2459	2357	2289	2215
固定资产	473	475	474	472
商誉	1385	1385	1385	1385
土地使用权	65	57	50	42
其他非流动资产	647	792	979	1218
总资产	11171	12552	14152	15959
流动负债	1548	1406	1296	1210
短期借款	703	563	450	360
应付款项	386	365	345	326
应付税项	448	470	494	518
其他	11	9	7	6
非流动负债	107	103	105	110
长期借款	10	2	0	0
其他	97	101	105	110
负债合计	1655	1509	1401	1320
股本	85	85	85	85
储备	9388	10921	12635	14529
母公司股东应占权益	9473	11006	12720	14614
非控制性股东权益	43	38	32	25
总权益	9516	11043	12752	14639
总负债和总权益	11171	12552	14152	15959

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
除所得税后溢利	1956	2545	2847	3146
折旧和摊销	194	218	226	234
营运资本的变动	156	-181	-207	-234
其他经营活动	249	-109	-143	-177
经营活动产生现金流量	2555	2474	2723	2970
资本性支出	-38	-38	-38	-38
其他投资活动	-272	-231	-312	-363
投资活动产生现金流量	-309	-269	-349	-400
借款变动	-809	-149	-115	-90
发行股份	-823	-1018	-1139	-1259
其他融资活动	-63	-3	-2	-2
融资活动产生现金流量	-1695	-1170	-1256	-1350
现金净变动	550	1035	1118	1219
现金的期初余额	815	1365	2400	3518
现金的期末余额	1365	2400	3518	4738

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	6074	6722	7382	8178
销售成本	1527	1690	1856	2056
毛利	4546	5032	5526	6122
其他收入	74	74	59	47
销售费用	1939	2124	2311	2560
管理费用	251	274	287	327
其他费用	0	0	0	0
经营溢利	2430	2708	2987	3282
财务费用	56	23	2	0
应占子公司溢利	114	143	179	214
除所得税前溢利	2488	2828	3163	3496
所得税开支	532	283	316	350
除所得税后溢利	1956	2545	2847	3146
少数股东权益	-5	-6	-6	-7
归属母公司净利润	1961	2551	2853	3153
EPS（元）	0.79	1.03	1.15	1.27

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业额增长率	11.8%	10.7%	9.8%	10.8%
净利润增长率	6.0%	30.1%	11.8%	10.5%
盈利能力				
EBITDA/营业额	44.4%	45.7%	45.9%	45.6%
毛利率	74.9%	74.9%	74.9%	74.9%
净利率	32.2%	37.9%	38.6%	38.5%
ROE	21.9%	24.8%	24.0%	23.0%
偿债能力				
资产负债率	14.8%	12.0%	9.9%	8.3%
流动比率	2.30	2.30	3.38	4.68
速动比率	2.03	3.06	4.30	5.75
营运能力				
资产周转率	0.56	0.57	0.55	0.54
应收帐款周转率	3.68	4.04	4.03	4.06
应付账款周转率	16.09	18.49	21.38	24.93
存货周转率	3.63	3.96	3.95	3.98
每股资料				
每股收益	0.79	1.03	1.15	1.27
每股经营现金流	1.03	1.00	1.10	1.20
每股净资产	3.82	4.44	5.13	5.89
估值比率（倍）				
PE	10.13	7.79	6.96	6.30
PB	2.10	1.81	1.56	1.36

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并注册为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。