

买入

2023年12月15日

医保谈判成果丰硕，创新管线稳步向前，创新转型高歌猛进

多款药品纳入医保，放量前景可观：12月13日，2023版国家医保目录公布，康哲药业旗下两款创新药地西洋鼻喷雾剂（维图可）和替瑞奇珠单抗注射液（益路取），以及罕见病用药丁苯那嗪片皆成功纳入医保。而预充式甲氨蝶呤皮下注射液（美泰彤）则因为其银屑病适应症通用名，已在上市后自动纳入医保。至此，公司今年4款获批上市的药物成功纳入医保，为未来的销售放量打下了良好的基础。此外，新活素（注射用重组人脑利钠肽）也成功续约。

替瑞奇珠单抗后发制人，竞争对手医保价格处于高位：目前国内共有5款治疗银屑病的白介素单抗类药物进入医保，其年治疗费用从2.2万元至3.7万元不等。在银屑病领域，得益于上游机制的天赋，IL-23抑制剂相较于其下游的IL-17抑制剂，拥有效果更好、依从性更高的特点。而在IL-23抑制剂中，靶向p19亚基的药物选择性又优于靶向与IL-12共享的p40亚基的药物。目前仅杨森的古塞奇尤单抗与康哲药业的替瑞奇珠单抗两款IL-23p19单抗在国内获批上市。古塞奇尤单抗于今年3月纳入医保，降价幅度近84%，但仍处于医保银屑病单抗药物的顶端。从价格竞争角度来看，预计替瑞奇珠单抗此次纳入医保后，其维持期年治疗费用会低于杨森的古塞奇尤单抗。

创新药管线持续推进，未来增长潜力巨大：公司创新药管线近期又有多项新进展。磷酸芦可替尼乳膏白癜风适应症已获NMPA批准启动III期临床，向其在中国大陆正式获批又近一步。早在今年8月，芦可替尼乳膏已获准在海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区上市，其真实世界数据也有助于未来在中国大陆的上市申请。此外，甲氨蝶呤注射液针对类风湿关节炎的上市申请也已于12月4日获NMPA受理。类风湿关节炎具有庞大的患者人群。甲氨蝶呤本身作为类风湿关节炎最常用的药物，其预充式注射剂型若能获批，将大大改善患者依从性，并为公司带来可观的销售收入。

目标价 18.06 港元，买入评级：我们充分考虑黛力新、波依定、优思弗集采影响，保守考虑创新管线以及皮肤医美产品价值，且暂不考虑东南亚业务贡献，根据PE估值法测算得出目标价18.06港元，较现价有24.6%上升空间，对应2024年12倍市盈率，维持买入评级。

高小迪

852-25321960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk

但玉翠

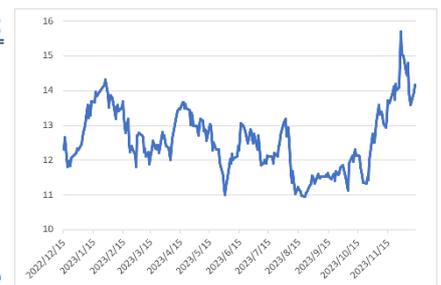
852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	医药
股价	14.50 港元
目标价	18.06 港元 (+24.6%)
股票代码	867
已发行股本	24.52 亿股
市值	355.5 亿港元
52 周高/低	15.86 港元/10.38 港元
每股净现值	6.52 港元
主要股东	林刚先生 (46.39%)

盈利摘要

截止12月31日财年	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
营业额(千人民币)	9,150,347	8,739,079	9,249,635	10,252,753	11,183,163
变动(%)	9.8%	-4.5%	5.8%	10.8%	9.1%
归母净利润(千人民币)	3,258,992	3,108,342	3,233,903	3,495,888	3,755,061
每股基本盈利(人民币分)	132.81	126.67	131.78	142.46	153.02
变动(%)	8.6%	-4.6%	4.0%	8.1%	7.4%
市盈率@14.5港元(倍)	10.15	10.65	10.23	9.47	8.81
每股股息(人民币分)	52.01	50.67	52.71	56.98	61.21
股息现价比率(%)	3.9%	3.8%	3.9%	4.2%	4.5%

股价表现


资料来源：公司资料，第一上海预测

资料来源：彭博

主要财务报表

财务报表摘要

损益表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测	2026预测
营业收入	9,150,347	8,739,079	9,249,635	10,252,753	11,183,163
毛利	7,035,847	6,755,308	7,168,467	7,956,136	8,689,318
销售及行政费用	-3,357,924	-3,224,720	-3,477,863	-3,947,310	-4,361,434
研发费用	-125,431	-139,825	-166,493	-205,055	-246,030
其他净收入	259,444	247,783	262,259	290,701	317,081
营运收益	3,811,936	3,638,546	3,786,370	4,094,472	4,398,936
财务开支	-49,086	-46,880	-49,619	-55,000	-59,991
税前盈利	3,762,850	3,591,666	3,736,752	4,039,473	4,338,945
所得税	-486,655	-466,917	-485,778	-525,131	-564,063
期间溢利	3,276,195	3,124,749	3,250,974	3,514,341	3,774,882
归母净利润	3,258,992	3,108,342	3,233,903	3,495,888	3,755,061
总收入增速 (%)	9.8%	-4.5%	5.8%	10.8%	9.1%
净利润增速 (%)	8.0%	-4.6%	4.0%	8.1%	7.4%

资产负债表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测	2026预测
现金	4,376,376	6,405,637	8,239,253	10,275,104	12,443,327
应收账款	2,043,944	2,080,090	2,284,879	2,553,468	2,723,946
存货	477,206	413,876	520,955	510,653	609,548
其他流动资产	1,931,850	1,931,850	1,931,850	1,931,850	1,931,850
总流动资产	8,829,376	10,831,453	12,976,938	15,271,075	17,708,670
固定资产	1,710,895	1,685,870	1,660,524	1,634,841	1,608,803
无形资产	3,732,416	3,566,251	3,400,086	3,233,921	3,067,756
其他非流动资产	3,480,852	3,278,295	3,344,062	3,416,961	3,496,476
总资产	17,753,539	19,361,870	21,381,610	23,556,798	25,881,706
应付帐款	563,194	555,806	618,133	677,335	729,386
短期借款	1,783,337	1,783,337	1,783,337	1,783,337	1,783,337
其他短期负债	530,572	327,819	327,819	327,819	327,819
总短期负债	2,877,103	2,666,962	2,729,289	2,788,491	2,840,542
其他长期负债	139,359	125,868	125,868	125,868	125,868
总负债	3,016,462	2,792,830	2,855,157	2,914,359	2,966,410
股东权益	14,737,077	16,569,040	18,526,452	20,642,438	22,915,296
每股权益 (人民币)	6.01	6.75	7.55	8.41	9.34

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

财务分析

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测	2026预测
盈利能力					
毛利率 (%)	76.9%	77.3%	77.5%	77.6%	77.7%
净利率 (%)	35.6%	35.6%	35.0%	34.1%	33.6%
营运表现					
SG&A收入 (%)	36.7%	36.9%	37.6%	38.5%	39.0%
实际税率 (%)	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
财务状况					
负债权益	0.20	0.17	0.15	0.14	0.13
收入/总资产	0.52	0.45	0.43	0.44	0.43
总资产/股本	7.23	7.89	8.71	9.60	10.55
盈利对利息倍数	77.66	77.61	76.31	74.45	73.33

现金流量表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>

	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测	2026预测
税前盈利	3,762,850	3,591,666	3,736,752	4,039,473	4,338,945
非现金项调整	150,814	148,306	145,959	140,175	134,975
营运资金变动	90,075	19,796	-249,541	-199,085	-217,323
支付所得税	-450,496	-466,917	-485,778	-525,131	-564,063
经营活动现金流	3,553,243	3,292,851	3,147,393	3,455,432	3,692,535
资本开支	-18,336	-19,253	-20,215	-21,226	-22,288
其他投资活动支付现金	-1,159,866	0	0	0	0
投资活动现金流	-1,178,202	-19,253	-20,215	-21,226	-22,288
负债变动现金流入 (出)	-75,293	-1,000	0	0	0
权益变动现金流入 (出)	-1,324,621	-1,243,337	-1,293,561	-1,398,355	-1,502,024
融资活动现金流	-1,399,914	-1,244,337	-1,293,561	-1,398,355	-1,502,024
现金变化	975,127	2,029,261	1,833,616	2,035,850	2,168,223
汇率影响	15,510	0	0	0	0
期初持有现金	3,385,739	4,376,376	6,405,637	8,239,253	10,275,104
期末持有现金	4,376,376	6,405,637	8,239,253	10,275,104	12,443,327

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話：(852) 2522-2101
傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。