

康哲药业 (00867.HK)

买入 (首次评级)

创新平台扬帆起航，第二增长曲线有望开启

当前价格: 6.77 港元

投资要点:

➤ **高速成长的平台型商业化企业，创新转型加速中。**

公司发展分为3阶段，早期业务以进口原研药代理销售为主，期间先后获得了黛力新、优思弗等核心单品在中国大陆的独家推广及销售权。中期公司通过收购产品中国资产或长期商业化权利，以及参股/控股产品所在企业股权等方式实现由“产品独家代理”到“产品权利控制”的转型，后期公司持续重视与全球生物科技公司合作开发创新产品，布局处于临床中后期或已欧美获批上市的创新产品。

➤ **商业化能力经过长期验证，有望赋能创新药推广。**

临床开发与注册方面，公司亚甲蓝肠溶缓释片、替瑞奇珠单抗注射液从IND到NDA申报仅分别耗时1年半和1年2个月，凸显其高效临床开发能力；商业化推广方面，公司已覆盖超过5万家中国医院及医疗机构、约25万家中国终端零售药店，建设了团队规模约4400位的学术推广专员队伍，公司高效的临床开发与商业化推广能力有望持续赋能公司创新管线发展。

➤ **差异化布局创新药业务，创新管线步入兑现期。**

公司目前已拥有约30款创新管线，其中约13款为创新等级较高、市场潜力大的差异化管线，其中地西洋鼻喷雾剂、替瑞奇珠单抗注射液、甲氨蝶呤注射液（银屑病适应症）、蔗糖羟基氧化铁咀嚼片共4款创新药已进入规模化临床应用，均纳入国家医保；全球首个口服亚甲蓝肠溶缓释片（莱芙兰）于2024年成功上市，重磅单品芦可替尼乳膏有望于2025-2026年实现中国大规模上市销售。创新管线的成功兑现有望打开公司第二增长曲线。

➤ **集采利空落地，在售产品后续集采风险低。**

随着公司既往核心品种黛力新、波依定、优思弗先后经历第七批、第八批集采，主要影响2023年下半年和2024年上半年经营业绩，自2024年下半年起，公司集采利空已释放。预计后续上述3个产品销售规模将保持稳定。其余核心品种如新活素，由于其独家品种优势，后续纳入集采可能性较小。随着公司多个创新品种陆续实现上市销售，以及集采外品种有望放量延续，我们判断未来集采影响有望出清。

➤ **盈利预测与投资建议**

我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为17.0/20.4/24.9亿元，同比增长-29%/20%/22%。采用可比公司估值法，2024-2026年可比公司平均PE分别为14/13/11X。我们认为公司为创新转型的平台型药企，商业化能力经过长期验证，创新管线步入兑现期，在售产品集采利空落地，首次覆盖给予“买入”评级。

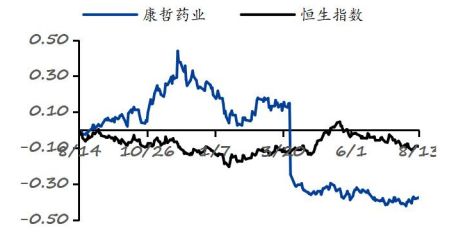
➤ **风险提示**

在研产品研发进度不及预期；产品销售不及预期；产品价格及毛利率下降风险；

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,439.53/2,439.53
流通市值(百万港元)	16,515.61
每股净资产(港元)	6.98
资产负债率(%)	12.26
一年内最高/最低价(港元)	15.86/6.23

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)
SLH30021@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	9,150	8,013	7,947	9,240	10,643
增长率	10%	-12%	-1%	16%	15%
归母净利润(百万元)	3,259	2,401	1,702	2,037	2,494
增长率	8%	-26%	-29%	20%	22%
EPS(元/股)	1.34	0.98	0.70	0.83	1.02
市盈率(P/E)	4.6	6.3	8.9	7.4	6.1
市净率(P/B)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

币种: 人民币



正文目录

1 创新平台扬帆起航，第二增长曲线有望开启	4
1.1 链接医药创新与商业化的平台型药企，把控产品全生命周期管理	4
1.2 业绩短期波动，业务结构多元化	7
2 打造开放式创新孵化平台，创新管线步入兑现期	8
2.1 携手全球创新力量，差异化布局创新业务	8
2.2 重磅药物芦可替尼乳膏上市在即，有望填补国内白癜风市场空白	11
2.2.1 白癜风面临“无药可医”局面，严重影响患者生活	11
2.2.2 特应性皮炎患者基数大，现有药物或多或少存在缺陷	12
2.2.3 公司取得芦可替尼乳膏长期商业化权益，有望成为公司核心大单品	13
3 在售产品矩阵丰富，四大产品线共同发力	14
3.1 现有产品矩阵丰富，多个产品市占率居前	14
3.2 核心品种集采利空落地，集采影响有望逐步出清	17
4 盈利预测及估值	20
4.1 盈利预测	20
4.2 投资建议	22
5 风险提示	22

图表目录

图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司管理层人员经验丰富	6
图表 3: 2017-2023 年公司营业收入 (亿元)	7
图表 4: 2017-2023 年公司归母净利润 (亿元)	7
图表 5: 2019-2023 年公司主营产品构成 (%)	7
图表 6: 2023 年公司主营产品构成 (亿元)	7
图表 7: 2017-2023 年公司毛利率及净利率 (%)	8
图表 8: 2017-2023 年公司四费率 (%)	8
图表 9: 公司创新管线布局策略及创新发展效率	9
图表 10: 公司 13 款重磅创新管线列表	10
图表 11: 公司已构建成熟的院内院外渠道销售网络及商业化团队	11
图表 12: 白癜风可能的免疫相关发病机制	12
图表 13: 中国特应性皮炎患者或将持续增加 (万人)	12
图表 14: 特应性皮炎常用治疗药物梳理	13
图表 15: 芦可替尼乳膏产品图片	14
图表 16: 芦可替尼乳膏销售额 (亿美元)	14
图表 17: 芦可替尼乳膏临床开发进展	14
图表 18: 公司各板块收入及增速情况 (亿元, %)	15
图表 19: 公司现有产品线	16
图表 20: 氟哌噻吨美利曲辛片第七批集采情况	17
图表 21: 黛力新样本医药销售额 (百万元)	17
图表 22: 2022 年氟哌噻吨美利曲辛片竞争格局	17
图表 23: 2023 年氟哌噻吨美利曲辛片竞争格局	17
图表 24: 非洛地平缓释片第八批集采情况	18
图表 25: 波依定样本医药销售额 (百万元)	19
图表 26: 2022 年非洛地平缓释片竞争格局	19
图表 27: 2024Q1 非洛地平缓释片竞争格局	19
图表 28: 非洛地平缓释片第八批集采情况	19
图表 29: 优思弗样本医药销售额 (百万元)	20
图表 30: 2022 年熊去氧胆酸胶囊竞争格局	20
图表 31: 2024Q1 年熊去氧胆酸胶囊竞争格局	20
图表 32: 公司业绩拆分预测表	22



图表 33: 可比公司估值表	22
图表 34: 财务预测摘要	24



1 创新平台扬帆起航，第二增长曲线有望开启

1.1 链接医药创新与商业化的平台型药企，把控产品全生命周期管理

公司为链接医药创新与商业化，把控产品全生命周期管理的开放式平台型企业。康哲药业创立于1992年，是一家平台型医药商业化企业。公司前期专注于进口原研药代理销售，1997-1998年间先后获得了黛力新和优思弗在中国大陆的独家推广及销售权，2008年获得新活素等产品在中国大陆的独家推广及销售权。2011年后公司由“产品独家代理”转型“产品权利控制”，通过收购产品资产/长期权利/企业股权等方式，获得多款有差异性优势的药品资产或长期权利产品控制，近年来，在原有心脑血管、消化等优势产品的基础上，公司携手全球创新力量持续扩容满足临床需求的创新产品。

图表 1：公司发展历程

时间	事件
1992	康哲药业创立
1997-1998	获得黛力新、优思弗在中国大陆的独家推广及销售权
2006	获得施图伦滴眼液和肝复乐在中国大陆的独家推广及销售权
2008	获得新活素、西施泰、莎尔福在中国大陆的独家推广及销售权
2010	获得亿活在中国大陆的独家推广及销售权
2011	收购天津普瑞森(2011年10月更名为天津康哲)全部股份
2014	获得施图伦滴眼液、默维可、澳隐亭和兰美抒在中国大陆及(或)其他国家或地区的资产 购得西藏药业约26.61%的股份，成为其最大股东
2015	获得喜辽妥及慷彼申在中国大陆及(或)其他国家或地区的资产 收购希力药业股份，并获得了丹参酮在中国大陆的独家代理经销及推广权
2016	获得波依定在中国大陆进行商业化的独家权利
2017	参股Destiny Pharma；获得XF-73等抗菌产品组合在中国大陆及(或)其他国家或地区的资产； 完成对西藏药业的增资，共持有其36.8%股份，为其最大股东。
2018	参股Neurelis等四家海外Biotech，且获得地西洋鼻喷雾剂、抗血小板人源化单抗ACT017、纳米特比萘芬喷雾剂BB2603、口服T细胞免疫激动剂VXM01共四个创新产品在中国大陆及(或)其他国家或地区的资产或产品权利
2019	获得0.09%环孢素滴眼液、替瑞奇珠单抗注射液等共七个创新产品在中国大陆及(或)其他国家或地区的产品权利
2020	获得德度司他片、甲氨蝶呤注射液(预充式)、亚甲蓝肠溶缓释片等共四个创新产品在中国大陆及(或)其他国家或地区的产品权利
2021	皮肤医美公司“康哲美丽”正式成立；眼科业务独立运营 收购禾零医药60%股权，并获得“禾零舒缓系列”皮肤学级护肤品独家权利
2022	开启东南亚业务；获得胰岛素系列产品东南亚11国独家权利 购得靶向VEGF+ANG2四价双抗全球资产 携手康龙化成共同推动新加坡生产工厂收购和东南亚CDMO业务布局
2023	创新药维图可(地西洋鼻喷雾剂)和益路取(替瑞奇珠单抗注射液)、罕见病用药丁苯那嗪片 新纳入国家医保目录，新活素(注射用重组人脑利钠肽)继续纳入国家医保目录 芦可替尼乳膏在博鳌乐城开出国内首张处方
2024	创新药亚甲蓝肠溶缓释片(莱芙兰)中国获批上市



与 Incyte 宣布就口服 JAK1 抑制剂 Povorcitinib 在中国大陆、香港、澳门、台湾及东南亚订立合作和许可协议

澳门政府药物监督管理局 (ISAF) 批准磷酸芦可替尼乳膏新药上市申请
获得一线降磷创新药“维福瑞®”独家许可权利

数据来源：康哲药业官网，华福证券研究所

公司从成立至今的发展可大致划分为以下三个阶段：

1) 代理销售期 (1992-2010)：公司成立之初主要业务为进口原研药代理销售，逐渐形成了覆盖全面的推广网络及高效的运营体系。期间先后获得了黛力新、优思弗在中国大陆的独家推广及销售权 (1997-1998)、施图伦滴眼液和肝复乐在中国大陆的独家推广及销售权 (2006)、新活素、西施泰、莎尔福在中国大陆的独家推广及销售权 (2008)、亿活在中国大陆的独家推广及销售权 (2010)，商业化能力初显。

2) 代理销售向产品权利控制转型期 (2011-2017)：公司 2010 年于港交所上市，依托上市后的资本助力，公司通过收购产品资产或长期商业化权利，以及参股/控股产品所在企业股权等方式实现由“产品独家代理”到“产品权利控制”的转型，期间公司收购西藏药业股份并完成增资，共持有其 36.8% 股份，成为其最大股东；参股 Neurelis 等生物科技公司，获得地西洋鼻喷雾剂等创新药在中国大陆及(或)其他国家或地区的资产等。

3) 创新开拓期 (2018-至今)：随着国家带量采购的推行，中央《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》文件发布，公司发展战略也做出相应调整，持续重视股与全球生物科技公司战略合作，布局处于临床中后期或已获批上市的创新产品，同时对拥有创新技术平台的中国 Biotech 股权投资/战略合作，已布局约 30 款差异化创新产品。

股权结构稳定集中，实控人及管理层经验丰富。林刚先生为公司创始人、实际控制人。截至 2023 年末，公司第一大股东为 Treasure Sea Limited 公司，其单一董事林刚共持有 46.39% 的股份，股权结构稳定清晰。公司管理层在产品研发、营销、推广及其他增值服务方面拥有丰富的经验及临床经历，为公司在产品引进及公司未来发展策略等重要决策方面提供保障。

图表 2: 公司管理层人员经验丰富

姓名	职务	主要经历
林刚	总裁, 行政总裁	二零零六年十二月十八日获委任为执行董事。林先生负责策划、推行及管理本集团的发展及增长策略。林先生拥有临床医生经验, 并对中国医药行业有深刻的理解和认识, 在产品研发、营销、推广及其他增值服务方面拥有独特的见解和丰富的经验。他于一九八六年取得湛江医学院 (已易名为广东医科大学) 的临床医学学士学位。林先生为本公司的提名委员会成员, 亦为本公司控股股东 Treasure Sea Limited 的单一董事。
陈洪兵	首席运营官, 副总裁	二零零六年十二月十八日获委任为执行董事。他于一九九五年加入本集团, 自此, 一直留任本集团。陈先生负责本集团的业务运营工作, 包括营销、市场推广、供应链、药品生产及人力资源管理。陈先生在医药企业业务运营及企业管理方面拥有丰富经验。于一九九零年至一九九四年, 陈先生任南京市鼓楼医院的临床医师, 拥有约 4 年的公立医院医生经验。他于一九九零年毕业于南京医学院 (已易名为南京医科大学) 并获得临床医学学士学位。
陈燕玲	首席财务官, 副总裁	二零零六年十二月十八日获委任为执行董事。她于一九九五年加入本集团, 自此, 一直留任本集团。陈女士负责本集团的财经、审计、投资者关系、政府事务以及行政管理工作。她持有 EMBA 学位, 并为资深会计师, 在财经管理、融资、审计及投资关系等方面拥有丰富经验。截至二零二三年底, 陈女士八次荣获由《机构投资者》杂志评选出的医疗保健及制药行业‘最佳首席财务官’荣誉称号。陈女士为本公司环境、社会及管治委员会主席。
彭怀政	首席商务官	二零一零年五月四日至二零一三年十月九日获委任为本公司的独立非执行董事, 此后一直于本集团任职。在加入本集团前, 彭博士曾在英国和加拿大担任数家跨国金融公司的合伙人、董事或高级投资组合经理职务, 主要参与全球生命科学投资。彭博士拥有逾 18 年的投资经验。彭博士分别于一九八四年及一九八九年取得湖南医科大学的临床医学学士学位及临床医学硕士学位, 并于一九九八年取得英国 University College London Medical School (伦敦大学学院医学院) 的分子病理学博士学位。在进入金融投资和制药行业之前, 彭博士曾任伦敦大学学院医学院组织病理学的临床讲师。
James Stearns	首席投资官 (欧美)	Stearns 先生于二零二一年四月加入本集团。在加入本集团前, 他曾分别于一家英国投资银行担任董事职务及于一家独立私募股权投资公司担任投资总监职务, 拥有逾二十年的欧美医疗行业投资及财务经验。Stearns 先生于二零零零年取得布里斯托大学的经济会计学学士学位。
姜非	首席投资官 (大中华)	二零二二年一月加入本集团。在加入本集团前, 姜先生曾在国内医药企业从事研发及业务拓展工作, 及于多家创业投资公司、私募基金担任过执行董事、董事总经理等职务, 其拥有逾 10 年的中国医药行业工作经验及约 6 年的投资经验。姜先生于一九九八年取得华东理工大学化学工程专业的学士学位, 于二零零六年取得美国 Syracuse University (雪城大学) 化学工程专业的博士学位。
蒋庆富	心脑血管 / 消化业务 (深圳康哲) 总经理	一九九九年本科毕业后即加入本集团, 自此, 一直留任本集团, 并于基础岗位历练后快速走向管理岗位, 期间创造了优秀的销售业绩。蒋先生目前负责深圳康哲的整体运营及管理工作, 其拥有逾 20 年的营销和市场推广经验, 及丰富的运营管理经验。蒋先生于一九九九年取得安徽医科大学临床医学学士学位。
黄安军	皮肤医美业务 (康哲美丽) 总经理	黄先生于二零零五年硕士毕业后即加入本集团, 自此, 一直留任本集团。黄先生目前负责康哲美丽的整体运营及管理工作, 其拥有逾 10 年的营销和市场推广经验, 及丰富的运营管理经验。在加入本集团前, 黄先生拥有约 3 年的公立医院医生经验。黄先生于二零零五年取得山东中医药大学中医儿科专业的硕士研究生学位。
王琳琅	眼科业务 (康)	二零零四年硕士毕业后即加入本集团, 自此, 一直留任本集团。王女士目前负责康哲维盛的整体运营及管理工作, 其拥有逾 10 年的营销和市场推广经验, 及丰富的运营管理经验。



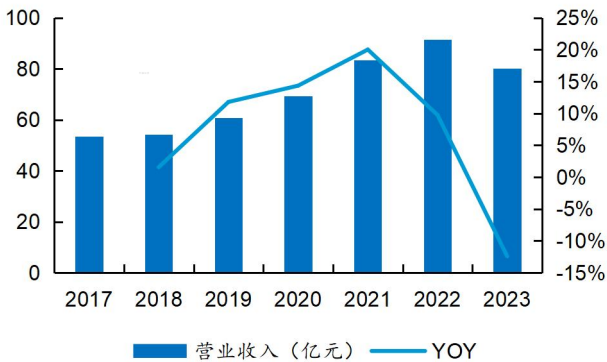
	哲维盛) 总经理	王女士分别于二零零一年及二零零四年取得四川大学华西医学院预防医学学士学位及流行病学与卫生统计学硕士学位
马列一	业务运营中心 总经理	一九九五年加入本集团，自此，一直留任本集团。马先生先于本集团从事营销管理相关工作，拥有逾 20 年的营销管理经验。马先生于一九九零年毕业于深圳大学工商管理专业，并于二零二二年取得澳门大学高级管理人员工商管理硕士 (EMBA) 学位
李玉芳	财经中心 总经理	二零零三年加入本集团，自此，一直留任本集团。李女士曾担任本集团合规部总监职务。李女士拥有逾 10 年的财务及税务、医药企业合规经验。李女士于二零零一年取得吉林财经大学会计电算化专业管理学学士学位。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.2 业绩短期波动，业务结构多元化

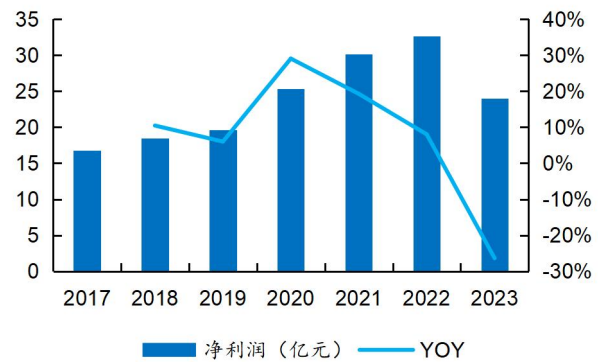
公司近年来营业收入及利润稳健增长，2023 年业绩短期波动。近年来公司营收及利润均保持稳定增长，2017-2022 年公司营收及归母净利润 CAGR 分别为 11.3% 和 14.2%。2023 年公司实现营业收入 80.1 亿元，同比-12.4%，实现净利润 24.0 亿，同比-26.3%。公司业绩波动的主要原因是 2023 年核心品种波依定、黛力新、优思弗受集采影响市场份额被挤占，导致销售额下降。

图表 3：2017-2023 年公司营业收入（亿元）



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 4：2017-2023 年公司归母净利润（亿元）

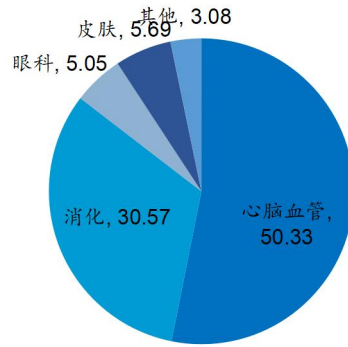
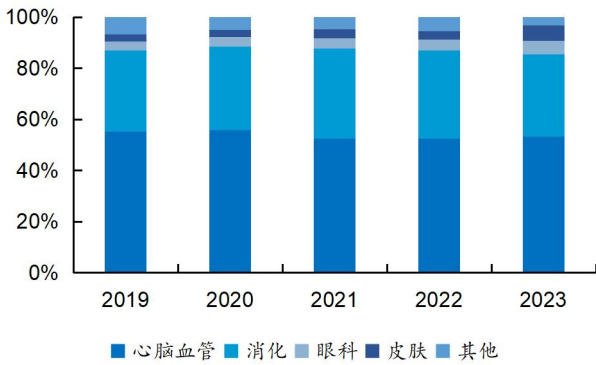


数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

现有业务聚焦心脑血管、消化、眼科和皮肤四大领域。收入结构上看，公司目前营收来源主要包括心脑血管、消化、眼科和皮肤四大业务管线。心脑血管线主要包括波依定、新活素等产品，是公司核心收入来源，2023 年实现若全按药品销售收入的营收 50.3 亿元；消化线主要包括优思弗、莎尔福、亿活等产品，2023 年实现营收 30.6 亿元；眼科线主要包括施图伦滴眼液、EyeOP1®青光眼治疗仪等，2023 年收入 5.1 亿元；皮肤线主要包括喜辽妥、安索喜等，2023 年收入 5.7 亿元。

图表 5：2019-2023 年公司主营产品构成 (%)

图表 6：2023 年公司主营产品构成 (亿元)

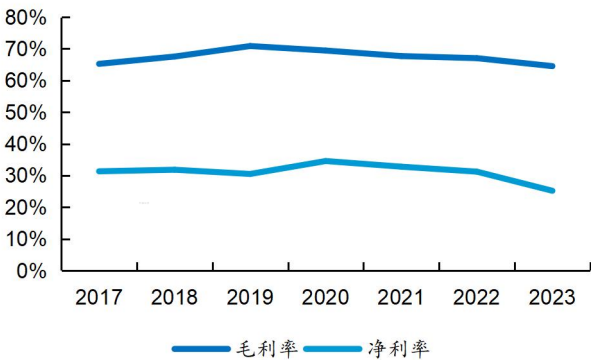


数据来源：公司公告，投资者演示材料，华福证券研究所

数据来源：公司公告，投资者演示材料，华福证券研究所

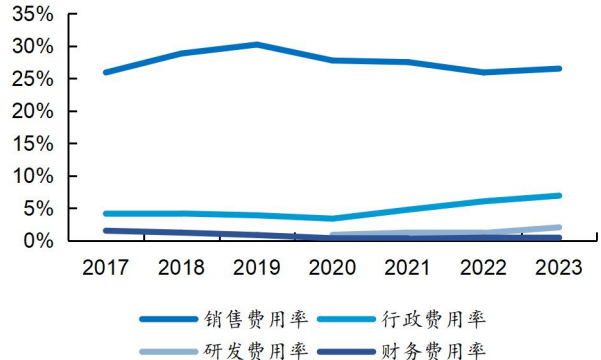
毛利率及净利率受集采影响略有下降，期间费用率控制良好。2017-2023 公司毛利率及净利率保持相对稳定，全按药品销售收入口径计算，2023 年公司毛利率和净利率分别为 64.5%和 25.2%，较 2022 年略有下降，主要系受集采影响公司产品出现降价。费用率看，公司近年来费用率较为稳定，全按药品销售收入口径计算，2023 年公司销售费用率为 26.5%。

图表 7：2017-2023 公司毛利率及净利率 (%)



数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

图表 8：2017-2023 年公司四费率 (%)



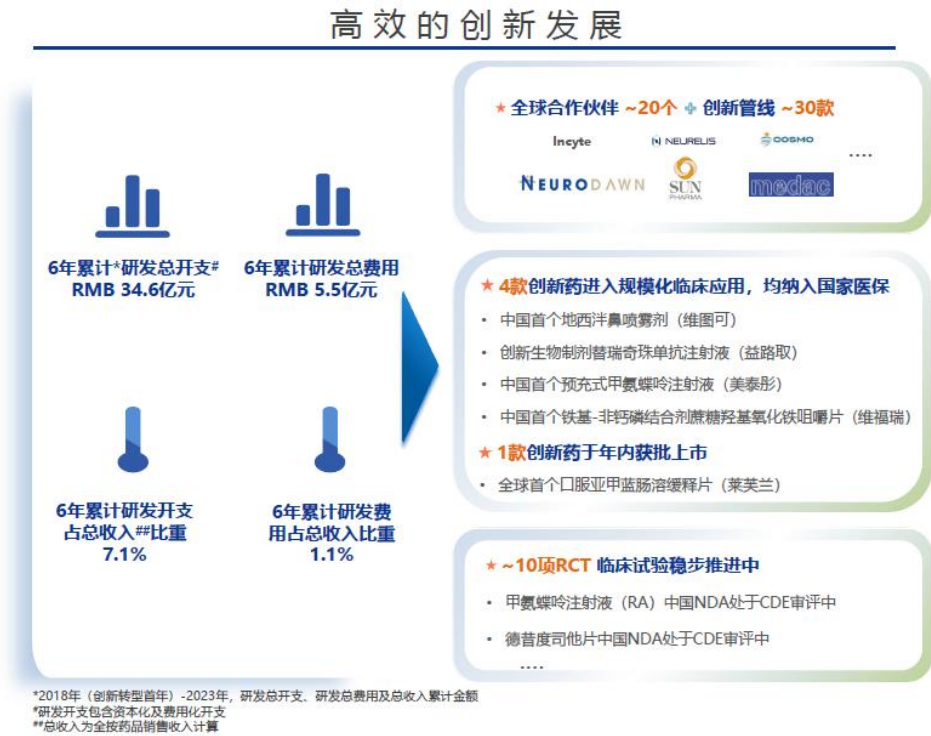
数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

2 打造开放式创新孵化平台，创新管线步入兑现期

2.1 携手全球创新力量，差异化布局创新业务

挖掘未满足临床需求，差异化布局创新业务。公司聚焦未被满足的临床需求,携手全球创新力量，打造开放共赢的医疗创新生态圈，持续为患者开发差异化创新产品。公司凭借广泛的渠道销售网络和成熟商业化队伍敏锐捕捉行业动态，依托行业内深耕取得的广泛专家资源获取一线临床需求，在全球范围内深度挖掘市场潜力大、竞争格局好，具有学术价值差异化优势，投资回报率高的“三好”品种，并通过中国桥接试验快速完成创新药临床研发与注册上市，实现产品中国及/或东南亚市场商业化目标。

图表 9: 公司创新管线布局策略及创新发展效率



14

数据来源: 投资者演示材料, 华福证券研究所

公司通过三种创新模式取得创新药物在中国及其他授权国家的独家权利:

1) 股权投资全球 Biotech 及与 Biopharma 战略合作: 布局处于临床中后期或已获批上市的创新产品, 公司负责产品在中国及其它授权国家/地区的临床开发、注册上市及商业化, 提升患者对海内外创新药的可及性。

2) 对拥有创新技术平台的中国 Biotech 股权投资/战略合作: Biotech 负责新药发现、临床前研究, 公司负责产品在中国及其它授权国家/地区的临床开发、注册上市及商业化, 提升中国创新药研发效率, 加速本土创新成果落地。

3) 自主定制开发创新产品: 针对自身优势科室, 围绕新靶点、热门靶点, 委托合作伙伴产品临床前研究服务, 公司自主推进创新药全生命周期管控, 并拥有产品的全球权利。

创新转型迎来收获期, 5 款产品成功上市有望迎来加速放量。 公司自 2018 年创新转型以来, 历经五年多的创新布局, 截至 2024H1, 公司已拥有约 30 款创新管线, 其中约 13 款为创新等级较高、市场潜力大的差异化管线, 其中地西洋鼻喷雾剂、替瑞奇珠单抗注射液、甲氨蝶呤注射液 (银屑病适应症)、蔗糖羟基氧化铁咀嚼片共 4 款创新药已进入规模化临床应用, 均纳入国家医保; 全球首个口服亚甲蓝肠溶缓释片 (莱芙兰) 于 2024 年成功上市, 成为中国首个口服亚甲蓝肠溶缓释片。五款新上市的创新药有望与公司现有心血管、中枢神经、皮肤、消化科等优势科室产品协同增效, 实现快速放量。



图表 10: 公司 13 款重磅创新管线列表

产品	适应症/功能	中国临床进展	2023	2024	2025	2026	2027
地西洋鼻喷雾剂 (维图可)	六岁及以上儿童和成人癫痫患者的丛集性癫痫发作/急性反复性癫痫发作的急性治疗	已上市	★ 2023.6				
替瑞奇珠单抗注射液 (益路取)	适合系统治疗或光疗的中度至重度斑块状银屑病成人患者	已上市	★ 2023.5				
甲氨蝶呤注射液 (美泰彭)	对其他治疗方法 (光疗方法、PUVA和维A酸) 无充分治疗反应的成人严重、顽固、致残性银屑病 成人活动性类风湿关节炎	已上市 上市申请审评中	★	银屑病: 2023.3 已上市; RA: 预计2024-2025 上市			
蔗糖羟基氧化铁咀嚼片 (维福瑞)	用于控制接受血液透析或腹膜透析的慢性肾脏病 (CKD) 成人患者的血清磷水平, 同时用于控制12岁及以上CKD 4-5期或接受透析的CKD儿科患者的血清磷水平	已上市	★ 2023.2				
亚甲蓝肠溶缓释片 (莱美兰)	作为诊断剂, 用于在接受筛查或结肠镜检查监测的成人患者中增强结肠病变的可视化	已上市	★	2024.6			
德普度司他片	用于非透析的成人CKD患者的贫血治疗	上市申请审评中			2025		
童颜针		上市申请审评中					
少女针 微晶瓷 脱细胞基质植入剂	用于皮下层或面部真皮组织注射以纠正鼻唇沟皱纹	注册性临床				2025 - 2027	
芦可替尼乳膏	12岁及以上成人和儿童非节段型白癜风患者的局部治疗 传统外用处方方法不可取或不能充分控制病情之12岁及以上成人和儿童非免疫功能低下的轻中度湿疹 (特应性皮炎) 患者的外用局部短期和非持续性慢性治疗	注册性临床 注册性临床				2025 - 2026	
Y-3注射液	改善急性缺血性脑卒中所致的神经症状、日常生活活动能力和功能障碍	II 期					2027
Povorcitinib	非节段型白癜风 化脓性汗腺炎	- -					2027-2028

数据来源: 投资者演示材料, 华福证券研究所

渠道优势+成熟商业化团队, 有望持续赋能公司创新药推广。公司拥有合规高效、资源共享、成熟的开放式商业化平台, 包含强执行力、高素质的专业推广团队、广泛的渠道覆盖及多专科治疗领域专家资源, 并在市场准入、政府事务、品牌打造等方面拥有丰富的经验, 主要在售产品已获得领先市场地位。截至 2023 年 12 月 31 日, 公司销售已覆盖超 5 万家中国医院及医疗机构、约 25 万家中国终端零售药店, 建设了团队规模约 4400 位的学术推广专员队伍, 商业化实力强大, 竞争优势明显。

图 表 11：公司已构建成熟的院内院外渠道销售网络及商业化团队



数据来源：投资者演示材料，华福证券研究所

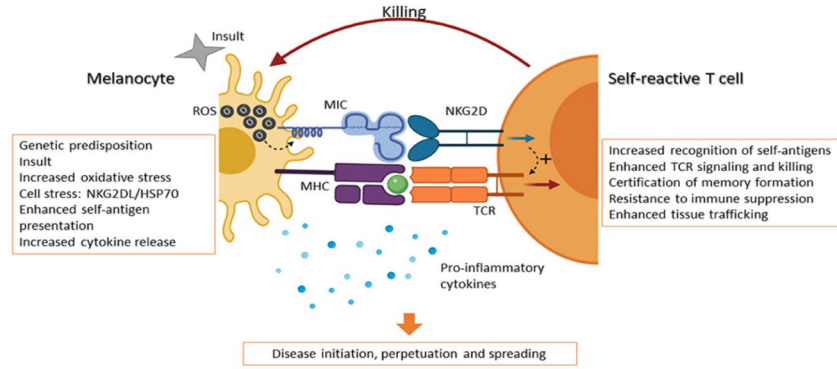
临床开发+注册上市+商业化能力经过长期验证。公司与全球生物科技、制药企业强强联合，打造合作共赢的医药创新生态圈，“临床开发+注册上市+商业化”实力经过长期验证，亚甲蓝肠溶缓释片从IND到NDA仅耗时1年半，6个月完成1,802例受试者入组，替瑞奇珠单抗注射液从IND到NDA，仅耗时1年2个月;2.5个月完成220例受试者入组，凸显其高效临床开发能力；替瑞奇珠单抗注射液2023年成功纳入中华医学会皮肤性病学会发布的《中国银屑病诊疗指南（2023版）》推荐，凸显其卓越商业化能力。

2.2 重磅药物芦可替尼乳膏上市在即，有望填补国内白癜风市场空白

2.2.1 白癜风面临“无药可医”局面，严重影响患者生活

白癜风发病机制复杂，85%患者为非节段型白癜风。白癜风是一种临床常见皮肤病，易发于青少年，临床表现为局限性或泛发性的黑素缺失造成的皮肤白斑。白癜风发病机制（即黑色素细胞丢失机制）尚不清楚，目前提出的白癜风发病机制包括遗传因素、自身免疫反应、氧化应激、炎症介质产生和黑色素细胞脱离等。在分型上，白癜风分为节段型（SV）、非节段型（NSV）、混合型及未定类型，其中非节段型白癜风占白癜风总患者的85%左右，为主要的白癜风类型。

图表 12: 白癜风可能的免疫相关发病机制



数据来源: Lourdes Plaza-Rojas|José et al. 《The Role of NKG2D in Vitiligo》, 华福证券研究所

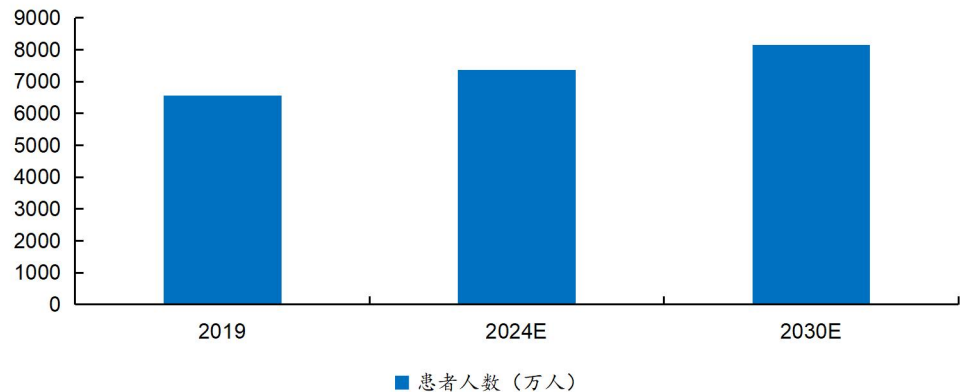
白癜风患者人数庞大,对患者日常生活造成较大影响。中国大约有 1,400 万患者,其中约 85% 为非节段型。白癜风好发于青中年人群。白癜风除了对患者外观造成影响外,还可能对患者造成较大的生活困扰和心理负担,同时白癜风患者的皮肤敏感性增加,更容易被阳光灼伤,自身免疫疾病的易感性亦有可能上升。

国内目前常用的白癜风治疗化药尚未获批白癜风适应症,白癜风处于无对症药物可用的状态。目前常用于白癜风治疗的化学药物均尚未获批白癜风适应症,如外用免疫抑制剂他克莫司软膏(适应症为特应性皮炎)、糖皮质激素地塞米松乳膏(适应症为神经性皮炎)、卡泊三醇软膏(适应症为牛皮癣)等,亟待对症药物上市。

2.2.2 特应性皮炎患者基数大,现有药物或多或少存在缺陷

中国特应性皮炎患者超 6000 万人,婴幼儿及青少年高发。特应性皮炎(AD)是一种慢性、复发性、炎症性皮肤病,婴幼儿及青少年是易感人群。根据新浪财经,2019 年中国特应性皮炎患者人数已达到 6570 万人,其中轻症患者约 4750 万人,中重症患者约 1820 万人,未来中国特应性皮炎患者人数或将持续增加,并于 2030 年达到 8170 万人。

图表 13: 中国特应性皮炎患者或将持续增加(万人)



数据来源: 新浪财经, 弗若斯特沙利文, 华福证券研究所

特应性皮炎药物治疗分为外用药物和系统药物,现有药物在安全性与有效性层



面或多或少存在一定缺陷。根据中华医学期刊网《特应性皮炎基层治疗指南(2022)》，特应性皮炎治疗药物主要分为外用药物和系统治疗药物，其中外用药物包括外用糖皮质激素、外用钙调磷酸酶抑制剂等类别，系统治疗药物包括口服抗组胺药物、免疫抑制剂、糖皮质激素、生物制剂等，现有药物在安全性与有效性层面或多或少存在一定缺陷，如口服抗组胺药物对睡眠质量（快速动眼相延迟并减少）及学习认知能力或产生影响，糖皮质激素药物长期应用可能导致感染、血糖升高、向心性肥胖和骨质疏松等不良反应。

图表 14：特应性皮炎常用治疗药物梳理

治疗手段	药物类别	说明	不良反应
外用药物治疗	外用糖皮质激素	外用糖皮质激素目前仍然是我国治疗特应性皮炎的一线药物。根据患者的年龄、皮损性质、部位选择不同剂型和强度的糖皮质激素制剂，以快速有效地控制炎症、减轻症状。	长期大面积外用糖皮质激素可能导致皮肤和系统不良反应。
	外用钙调磷酸酶抑制剂	此类药物是治疗特应性皮炎重要的非激素类抗炎药物，更适用于面颈部、乳房等皮肤娇嫩部位	不良反应主要为局部烧灼和刺激感，此类药物长期使用不会破坏皮肤屏障、引起皮肤萎缩等反应。
	其他外用药	氧化锌油（糊）剂、黑豆馏油软膏、克立硼罗软膏等	-
系统治疗	口服抗组胺药物	对于伴有荨麻疹、过敏性鼻炎等过敏合并症的患者，推荐使用第二代非镇静抗组胺药；对于瘙痒明显或伴有睡眠障碍患者可尝试选用第一代抗组胺药	第一代抗组胺药对睡眠质量（快速动眼相延迟并减少）及学习认知能力的影响，不推荐长期使用，特别是儿童。
	免疫抑制剂	适用于重度特应性皮炎且常规疗法不易控制的患者，需要在皮肤科医生的指导下用药，严格掌握其适应证和禁忌证，并且应密切监测不良反应	皮肤科常使用环孢素、甲氨蝶呤、硫唑嘌呤等，需监测血压和肾功能
	糖皮质激素	原则上尽量不用或少用糖皮质激素系统用药。对病情严重、其他药物难以控制的急性发作期患者可短期应用	感染、血糖升高、向心性肥胖和骨质疏松等不良反应。
	生物制剂	度普利尤单抗是针对白细胞介素（IL）-4受体的全人源单克隆抗体，可阻断参与特应性皮炎发病的主要炎症介质（IL-4和IL-13）的生物学作用，对成人和儿童中重度患者具有良好疗效，在我国较大范围使用。	最常见的不良反应为结膜炎

数据来源：《特应性皮炎基层治疗指南（2022）》，中华医学期刊网公众号，华福证券研究所

2.2.3 公司取得芦可替尼乳膏长期商业化权益，有望成为公司核心大单品

芦可替尼乳膏是唯一一款 FDA 获批用于治疗白癜风进行皮损复色的药物，国外上市后实现快速放量。Incyte 公司的芦可替尼乳膏（商品名 Opzelura）是 FDA 唯一获批的外用 JAK1/JAK2 抑制剂，特异性皮炎适应症于 2021 年 9 月获批，白癜风适应症于 2022 年 7 月获批，也是目前唯一一款 FDA 获批用于治疗白癜风进行皮损复色的药物，可用于 12 岁及以上非节段型白癜风患者局部治疗；2023 年 4 月，芦可替尼白癜风适应症被欧盟批准并实现上市销售。销售额看，2021 年芦可替尼乳膏营收仅 470 万美元，2022 年开始迅速放量，2023 年销售额达到 3.4 亿美元。

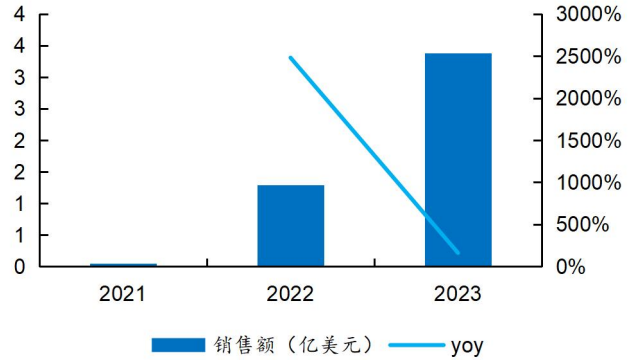


图表 15: 芦可替尼乳膏产品图片



数据来源: Drugs.com, 华福证券研究所

图表 16: 芦可替尼乳膏销售额 (亿美元)



数据来源: 医药魔方, 华福证券研究所

取得芦可替尼乳膏中国独家商业化许可, 海南医疗先行区实现上市销售。公司 2022 年 12 月公告与原研公司 Incyte 达成合作, 获得了芦可替尼乳膏产品在中国各地区及东南亚十一国的研发、注册及商业化产品的独家许可权利, 以及在上述区域内生产产品的非独家许可权利, 许可协议期限为协议生效日起至产品首次商业化销售之日满十年。2023 年 8 月, 康哲药业在芦可替尼乳膏海南先行先试启动会上宣布, 经海南省卫健委和海南省药监局批准, 芦可替尼乳膏正式落地海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区。

图表 17: 芦可替尼乳膏临床开发进展



数据来源: 投资者演示材料, 华福证券研究所

芦可替尼乳膏有望于 2025-2026 年在中国获批上市。芦可替尼乳膏已于 2023 年 8 月获海南药监局批准临床急需进口, 落地博鳌超级医院, 并于 2024 年 4 月于中国澳门批准上市。特应性皮炎适应症亦在 2024 年 3 月获中国 III 期临床试验并于 2024 年 6 月入组, 我们判断, 芦可替尼乳膏有望于 2025-2026 年实现上市销售。

3 在售产品矩阵丰富, 四大产品线共同发力

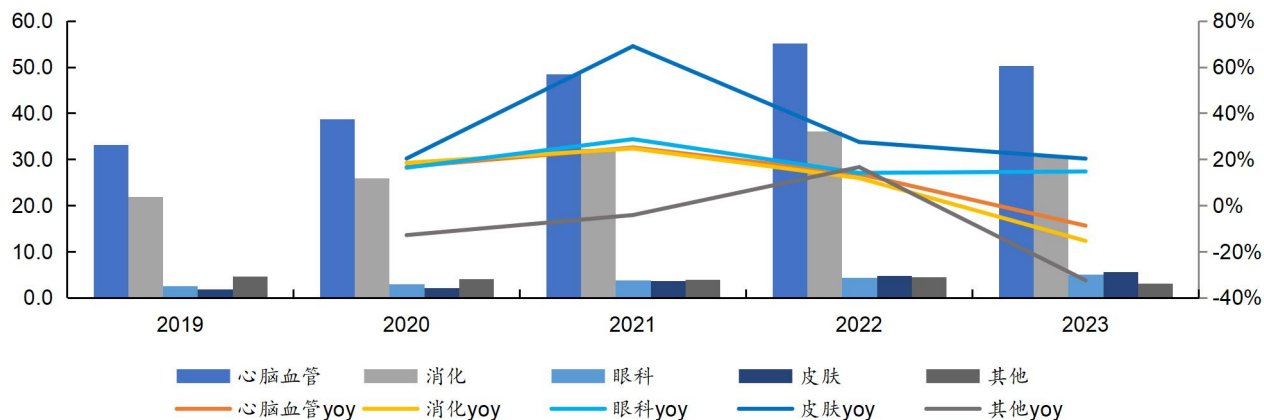
3.1 现有产品矩阵丰富, 多个产品市占率居前

现有在售产品矩阵丰富, 四大产品线共同发力。公司在售产品主要分为四大板块: 心脑血管、消化、眼科、皮肤及医美。2023 年营收情况分板块看: 心脑血管线实现若全按药品销售收入 50.3 亿元, 同比-8.8%, 消化线收入 30.6 亿元, 同比-15.4%, 眼科线收入 5.1 亿元, +14.7%, 皮肤及医美线收入 5.7 亿元, +20.3%。2023 年公司心脑血管及消化线营收下滑的主要原因是三款核心产品受到集采影响。公司心脑血管



管线主要产品包括波依定、新活素等，消化线主要产品包括优思弗、莎尔福、亿活等品种，心脑血管线和消化线是公司收入的核心来源。

图表 18: 公司各板块收入及增速情况 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 19: 公司现有产品线

心脑血管及相关疾病线	<p>维图可 (地西洋鼻喷雾剂) (创新药)</p> 	6岁及以上儿童和成人癫痫患者的丛集性癫痫发作/急性反复性癫痫发作的急性治疗	√	截至2023年12月31日, 经中国NMPA批准上市的首个地西洋鼻喷雾剂, 满足癫痫患者丛集性发作时无便利、可随时随地治疗的临床需求
	<p>维福瑞 (蔗糖羟基氧化铁咀嚼片) (创新药) (2024年2月新增)</p> 	用于控制接受血液透析或腹膜透析的慢性肾脏病 (CKD) 成人患者的血清磷水平, 同时用于控制12岁及以上CKD 4-5期或接受透析的CKD儿科患者的血清磷水平	√	中国上市的首个且唯一铁基-非钙磷结合剂, 可强效降磷, 显著提升血磷达标率, 并填补国内12-18岁CKD4-5期或接受透析治疗的CKD患儿的降磷治疗用药空白
	<p>新活素 (注射用重组人脑利钠肽)</p> 	急性失代偿心力衰竭	√	截至2023年12月31日, 经中国NMPA批准上市的重组人脑利钠肽 (rhBNP)
	<p>波依定 (非洛地平缓释片)</p> 	高血压及稳定性心绞痛	√	心脑血管保护、血管选择性高, 适合中国患者的钙通道阻滞剂 (CCB)
	<p>黛力新 (氟哌噻吨美利曲辛片)</p> 	轻中度抑郁、焦虑及心身疾病	√	原研参比制剂, 轻中度焦虑抑郁的优选用药
消化/自免相关疾病线	<p>美泰彤 (甲氨蝶呤注射液) (创新药)</p> 	对其他治疗方法 (光疗方法、PUVA和维A酸) 无充分治疗反应的成人严重、顽固、致残性银屑病	√	截至2023年12月31日, 经中国NMPA批准上市的首个皮下给药治疗银屑病的甲氨蝶呤预充式注射液
	<p>莱美兰 (亚甲蓝肠溶缓释片) (创新药) (2024年6月获批)</p> 	作为一种诊断剂, 适用于在接受结肠镜检查筛查或监测的成人患者中增强结肠镜病变的可视化		全球首个口服亚甲蓝肠溶缓释片, 提高结肠镜病变检出率的创新解决方案
	<p>莎尔福 (美沙拉秦)</p> 	溃疡性结肠炎, 包括急性发作期和防止复发的维持治疗, 和克罗恩病急性发作期的治疗	√	该产品在中国治疗炎症性肠病一线用药——氨基水杨酸市场占有率第一*
	<p>亿活 (布拉氏酵母菌散)</p> 	成人和儿童腹泻及肠道菌群失调所引起的腹泻症状		循证医学充分、获国内外权威指南高级别推荐的真菌益生菌药物制剂
	<p>慷彼申 (米曲菌胰酶片)</p> 	消化酶减少引起的消化不良	√	胃肠双效, 胰酶外分泌功能不全胰酶替代治疗推荐的消化酶制剂
皮肤线相关	<p>希笛尼 (酒石酸西尼必利片) (新产品)</p> 	改善轻度至中度功能性消化不良的早饱、餐后饱胀不适、腹胀症状		双靶点全动力药物, 治疗功能性消化不良的一线药物
	<p>优思弗 (熊去氧胆酸胶囊)</p> 	胆囊胆固醇结石、胆汁淤积性肝病及胆汁反流性胃炎	√	该产品在中国利胆药物市场占有率稳居第一*
	<p>益路取 (替瑞奇珠单抗注射液) (创新药)</p> 	适合系统治疗或光疗的中度至重度斑块状银屑病成人患者	√	特异性靶向IL-23的p19亚基单抗, 维持期一年仅需给药4次, 可能带来更高的患者依从性
	<p>喜辽妥 (多磺酸粘多糖乳膏)</p> 	形成和没有形成血肿的钝器挫伤及无法通过按压治疗的浅表性静脉炎	√	多重功效的皮肤屏障修复剂
	<p>安索喜 (聚多卡醇注射液) (新产品)</p> 	不同规格适用于各种静脉曲张的硬化治疗, 包括蜘蛛网状静脉及蜘蛛网状静脉的中心静脉、中等大小至大静脉		临床应用多年的静脉曲张硬化治疗德国原研品牌
皮肤学级护肤品	<p>禾零舒缓产品系列 (含三款产品) (新产品)</p> 	保湿舒缓, 洗润结合, 适用敏感性皮肤		四大核心成分, 保湿舒缓, 温和修护皮肤屏障
轻医美产品	<p>Vmonalisa莫娜丽莎 (注射用修饰透明质酸钠凝胶) (新产品)</p> 	用于面部真皮组织中层及深层注射, 以纠正中重度鼻唇沟皱纹 (中大分子) 用于面部真皮组织深层至皮下组织注射, 以纠正中重度鼻唇沟 (小分子)		拥有多种分子粒径的双向颗粒型玻尿酸, 含麻无痛、安全自然、年轻时尚的韩系轻奢玻尿酸
	<p>诺美雅玻尿酸产品系列* (含四款产品) (新产品)</p> 	浅表及深层皮肤填充、长效保湿		基于独特的SMART交联技术与聚乙二醇交联, 具有优秀的流变比、高度生物相容性与良好生物整合性
眼科线相关	<p>施图伦滴眼液 (七叶洋地黄双苷滴眼液)</p> 	眼底黄斑变性和各种类型的视疲劳		专业抗视疲劳的代表性药物, 治疗眼底黄斑变性的安全方便之选
	<p>EyeOP1青光眼治疗仪 (新产品)</p> 	药物和手术不能控制眼压的青光眼		应用高聚焦超声技术, 无刀微创、精准聚焦、操作便捷, 是一种安全有效的创新性青光眼治疗技术
其他产品	<p>益盖宁 (依降钙素注射液)</p> 	骨质疏松症引起的疼痛	√	起效快、可长期使用, 且安全性佳的骨质疏松性骨痛治疗药物

*诺美雅玻尿酸产品系列在中国香港进行销售

数据来源: 投资者演示材料, 华福证券研究所



3.2 核心品种集采利空落地，集采影响有望逐步出清

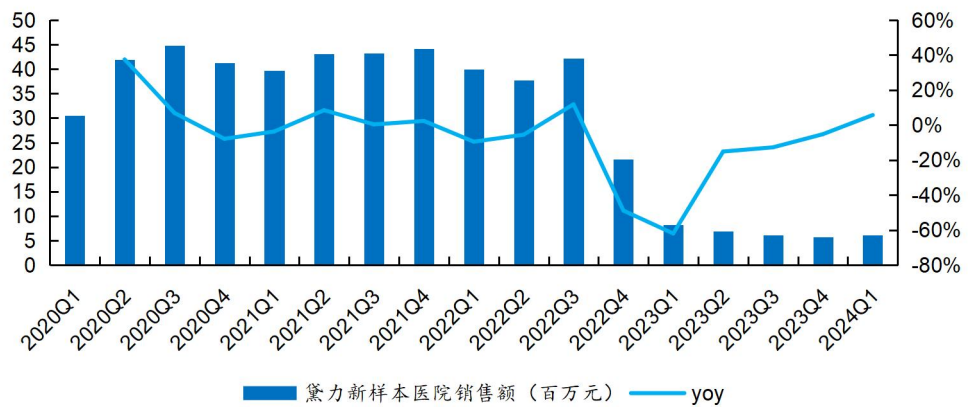
氟哌噻吨美利曲辛片纳入第七批集采，于2022年11月执行，对公司黛力新销售造成影响。氟哌噻吨美利曲辛片纳入全国第七批带量采购，公司代理原研药黛力新未中选。黛力新为原研药，由丹麦灵北制药（H Lundbeck A/S）生产，用于治疗轻度抑郁和焦虑。自22Q4第七批集采开始执行以来，黛力新样本医药销售额显著下滑，通过对比集采前后的市场竞争格局，黛力新院内份额由集采执行前（2022年）的84.0%下降至2023年的29.7%。

图表 20：氟哌噻吨美利曲辛片第七批集采情况

药品名称	剂型	规格包装	集采轮次	计价单位	中标企业	中标价格
氟哌噻吨美利曲辛片	片剂	氟哌噻吨 0.5mg 和美利曲辛 10mg*7 片/板*4 板/盒	全国第七批带量采购	盒	四川海思科制药有限公司(海思科制药(眉山)有限公司受托生产)	29.01
氟哌噻吨美利曲辛片	片剂	氟哌噻吨 0.5mg 和美利曲辛 10mg*15 片/板*2 板/盒	全国第七批带量采购	盒	重庆圣华曦药业股份有限公司	33.38
氟哌噻吨美利曲辛片	片剂	氟哌噻吨 0.5mg 和美利曲辛 10mg*10 片/板*2 板/盒	全国第七批带量采购	盒	海南辉能药业有限公司	23.66

数据来源：上海阳光医药采购网，赛柏蓝，华福证券研究所

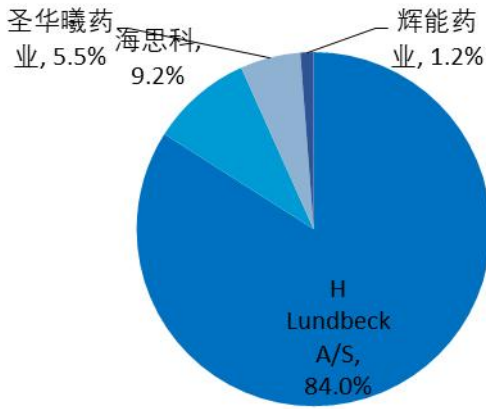
图表 21：黛力新样本医药销售额（百万元）



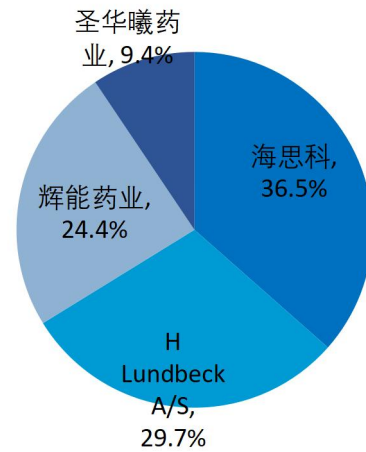
数据来源：PDB，华福证券研究所

图表 22：2022 年氟哌噻吨美利曲辛片竞争格局

图表 23：2023 年氟哌噻吨美利曲辛片竞争格局



数据来源：PDB，华福证券研究所



数据来源：PDB，华福证券研究所

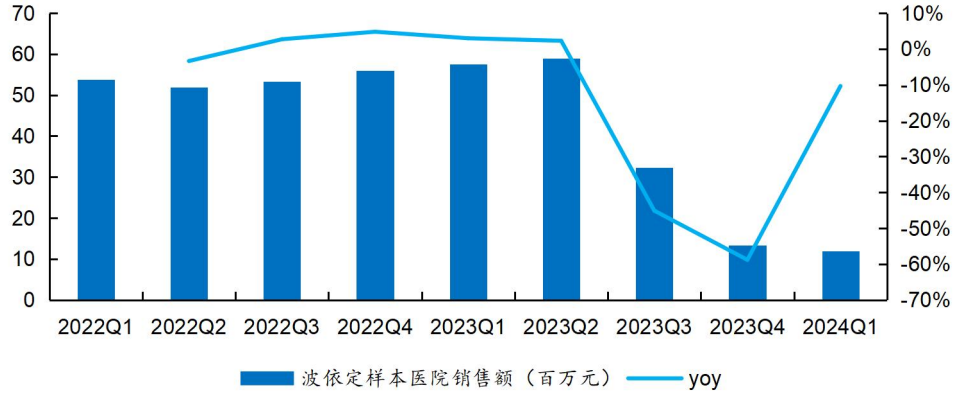
非洛地平缓释片纳入第八批集采，于2023年7月执行，对公司波依定销售造成影响。非洛地平缓释片纳入全国第八批带量采购，公司代理原研药阿斯利康波依定未中选。波依定用于治疗高血压、稳定性心绞痛。自23H2第八批集采开始执行以来，波依定样本医药销售额显著下滑，通过对比集采前后的市场竞争格局，波依定院内份额由集采执行前（2022年）的88.7%下降至24Q1的69.4%，目前看波依定院内竞争格局维持较好，考虑到波依定原研品牌的优势及患者粘性，我们认为波依定未来受集采影响或较为有限。

图表 24：非洛地平缓释片第八批集采情况

药品名称	剂型	规格包装	集采轮次	计价单位	中标企业	中标价格
非洛地平缓释片	片剂	5mg*30片/盒	全国第八批带量采购	盒	浙江华海药业股份有限公司	4.95
非洛地平缓释片	片剂	5mg*12片/板，4板/盒	全国第八批带量采购	盒	石家庄四药有限公司	9.98
非洛地平缓释片	片剂	5mg*10片/板×2板/盒	全国第八批带量采购	盒	常州四药制药有限公司	5.36
非洛地平缓释片	片剂	5mg*10片/板×3板/盒	全国第八批带量采购	盒	南京易亨制药有限公司	8.35
非洛地平缓释片	片剂	5mg*14片/板×2板/盒	全国第八批带量采购	盒	湖南九典制药股份有限公司	8.06
非洛地平缓释片	片剂	5mg*10片/板×3板/盒	全国第八批带量采购	盒	北京四环科宝制药股份有限公司	8.8
非洛地平缓释片	片剂	5mg*20片/盒	全国第八批带量采购	盒	上海安必生制药技术有限公司（天津天士力圣特制药有限公司受托生产）	7.15

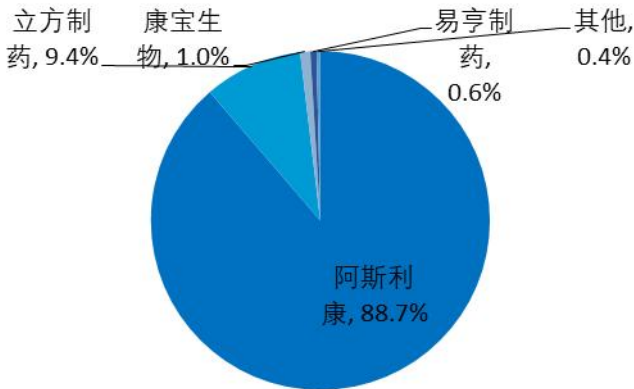
数据来源：上海阳光医药采购网，药事网，华福证券研究所

图表 25: 波依定样本医药销售额 (百万元)



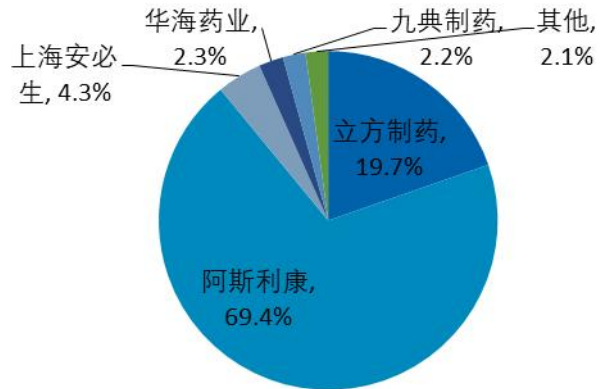
数据来源: PDB, 华福证券研究所

图表 26: 2022 年非洛地平缓释片竞争格局



数据来源: PDB, 华福证券研究所

图表 27: 2024Q1 非洛地平缓释片竞争格局



数据来源: PDB, 华福证券研究所

熊去氧胆酸胶囊纳入第八批集采, 于 2023 年 7 月执行, 对公司优思弗销售造成影响。熊去氧胆酸胶囊纳入全国第八批带量采购, 公司代理原研药优思弗未中选。德国福克制药 (Dr Falk Pharma GmbH) 优思弗用于治疗胆囊胆固醇结石、胆汁淤积性肝病及胆汁反流性胃炎, 根据公司公告, 2023 年优思弗在中国利胆药物市场占有率稳居第一。自 23H2 第八批集采开始执行以来, 波依定样本医药销售额显著下滑, 通过对比集采前后的市场竞争格局, 波依定院内份额由集采执行前(2022 年)的 99.7% 下降至 24Q1 的 44.6%。

图表 28: 非洛地平缓释片第八批集采情况

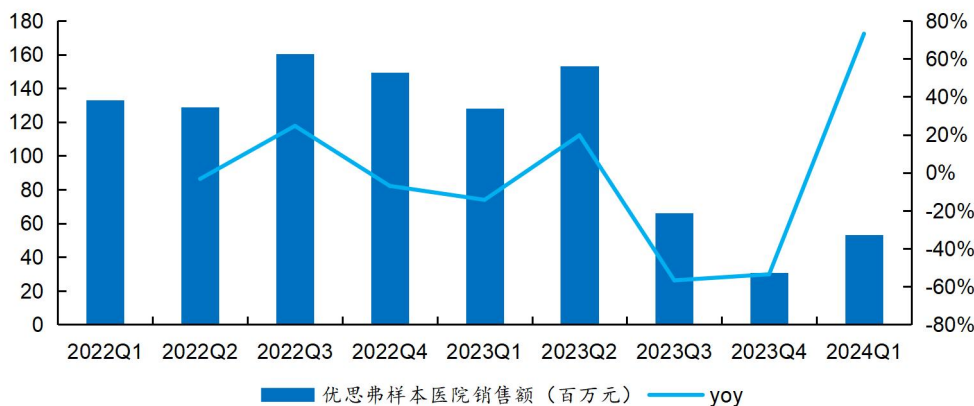
药品名称	剂型	规格包装	集采轮次	计价单位	中标企业	中标价格
熊去氧胆酸胶囊	胶囊剂	0.25g*12 粒/板 x2 板 /盒	全国第八批带量采购	盒	安士制药(中山)有限公司	75.38
熊去氧胆酸胶囊	胶囊剂	0.25g*12 粒/板, 24 粒/盒	全国第八批带量采购	盒	成都赛璟生物医药科技有限公司(成都奥邦药业有限公司受托生产)	75.86
熊去氧胆酸胶囊	胶囊剂	0.25g*25	全国第八批	盒	上海宣泰医药科技股份	81.23



囊		粒/盒	带量采购		有限公司(江苏宣泰药业 有限公司受托生产)	
---	--	-----	------	--	--------------------------	--

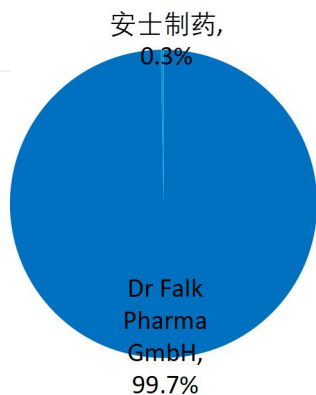
数据来源: 上海阳光医药采购网, 药事网, 华福证券研究所

图表 29: 优思弗样本医药销售额 (百万元)



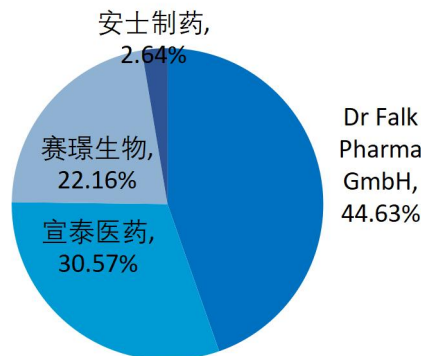
数据来源: PDB, 华福证券研究所

图表 30: 2022 年熊去氧胆酸胶囊竞争格局



数据来源: PDB, 华福证券研究所

图表 31: 2024Q1 年熊去氧胆酸胶囊竞争格局



数据来源: PDB, 华福证券研究所

核心品种集采利空落地, 集采影响有望逐步出清。随着公司核心品种黛力新、波依定、优思弗先后经历第七批、第八批集采, 公司核心品种集采利空落地, 其余核心品种如新活素, 由于其独家品种优势, 后续纳入集采可能性较小。随着未来公司多个创新品种有望陆续实现上市销售并放量, 以及集采外品种有望稳步增长, 有望抵消集采对公司收入造成的压力, 未来集采影响有望逐步出清。

4 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

核心假设:



1) 心脑血管线：公司心脑血管线核心产品黛力新、波依定受国内竞品中标集采影响销售额显著下滑，后续预计集采影响将逐步消化。新活素等其他非集采品种有望部分抵消集采对公司收入造成的影响。预计 24-26 年心脑血管线收入分别为 31.5/33.1/34.9 亿元，同比增长-10%/5%/5%；

2) 消化线：公司消化线核心产品优思弗国内竞品中标第八批国家集采，优思弗销售额显著下滑。公司消化线产品丰富，如亿活、慷彼申等独家产品品牌力强，市场认可度高。预计 24-26 年消化线收入分别为 27.8/30.0/32.1 亿元，同比增长-9%/8%/7%；

3) 眼科线：公司眼科线近年来收入增长迅速，眼科产品矩阵覆盖药品、器械和耗材等多领域。眼科子公司康哲维盛不断健全组织架构和运营体系，并持续强化眼科药械产品布局 and 商业化能力。预计 24-26 年眼科线收入分别为 5.6/6.2/6.8 亿元，同比增长 10%/12%/10%。

4) 皮肤及医美线：公司皮肤及医美线近年来收入增长迅速，2023 年替瑞奇珠单抗注射液获批上市，2022 年获得芦可替尼软膏商业化权利有望填补国内白癜风适应症化药空白（由于芦可替尼预计于 25-26 年全国获批，从上市到形成销售收入尚需一定时间，因此 24-26 年预测中未包含其收入贡献）。预计 24-26 年皮肤线收入分别为 6.3/7.0/7.7 亿元，同比增长 10%/12%/10%。

5) 创新管线：公司已拥有约 30 款创新管线，其中约 13 款为创新等级较高、市场潜力大的差异化管线，其中地西洋鼻喷雾剂、替瑞奇珠单抗注射液、甲氨蝶呤注射液（银屑病适应症）、蔗糖羟基氧化铁咀嚼片共 4 款创新药已进入规模化临床应用，均纳入国家医保；全球首个口服亚甲蓝肠溶缓释片（莱芙兰）于 2024 年成功上市。预计 24-26 年创新药收入分别为 4.5/11.8/20.0 亿元。

毛利端及费用端预测：

毛利率：24 年由于核心产品受集采影响，毛利率或出现小幅下降，25 年后随着受集采影响品种收入占比逐渐减小，且高毛利的创新药品种放量，毛利率有望回升。我们预计 24-26 年公司整体毛利率分别为 73%/74%/75%。

费用端：销售费用率：创新药推广预计会增加公司销售费用，预计 24-26 年销售费用率水平保持在 35%左右；管理费用：公司管理效能有望进一步提升，管理费用率有望下降，预计 24-26 年管理费用率分别为 8.0%/7.5%/6.9%；研发费用率：公司目前已拥有约 30 款创新管线，其中约 13 款为创新等级较高、市场潜力大的差异化管线，后续研发投入或将持续增加，预计 24-26 年研发费用率分别为 6.3%/7.0%/7.0%。



图表 32：公司业绩拆分预测表

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
心脑血管线							
销售收入（百万元）	3150.8	3758.1	4044.6	3,519.2	3152.3	3313.5	3490.8
收入 yoy	18.9%	19.3%	7.6%	-13.00%	-10%	5%	5%
消化线							
销售收入（百万元）	2589.2	3228.7	3611.6	3,057.0	2781.9	3004.4	3214.7
收入 yoy	18.5%	24.7%	11.9%	-15.4%	-9%	8%	7%
眼科线							
销售收入（百万元）	299.7	385.8	440.2	504.7	555.2	621.8	684.0
收入 yoy	16.3%	28.7%	14.1%	14.70%	10%	12%	10%
皮肤线							
销售收入（百万元）	219.5	312.8	344.3	569.0	625.9	701.0	771.1
收入 yoy	20.3%	42.5%	10.1%	20.20%	10%	12%	10%
创新药管线							
销售收入（百万元）					450.0	1180.0	2000.0
收入 yoy						162%	69%
其他							
销售收入（百万元）	686.8	651.8	709.7	363.4	381.6	419.7	482.7
收入 yoy	-14.1%	-5.1%	8.9%	-37.40%	5%	10%	15%

数据来源：wind，华福证券研究所

4.2 投资建议

公司为创新转型的平台型药企，商业化能力经过长期验证，创新管线步入兑现期，在售产品集采利空落地。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 17.0/20.4/24.9 亿元，同比增长-29%/20%/22%。选取与公司业务性质接近的百洋医药、石药集团、科伦药业、中国生物制药作为可比公司，可比公司 24-26 年平均 PE 分别为 14/13/11X，公司 24-26 年对应 PE 预计为 9/7/6X，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 33：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)				
		2024/8/14	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
301015.SZ	百洋医药	22.90	1.25	1.64	2.11	2.65	18.3	14.0	10.9	8.6	
002422.SZ	科伦药业	30.84	1.64	1.81	2.05	2.36	18.8	17.0	15.0	13.1	
1093.HK	石药集团	5.41	0.49	0.57	0.63	0.70	11.0	9.5	8.6	7.7	
1177.HK	中国生物制药	2.71	0.13	0.16	0.17	0.19	20.8	16.9	15.9	14.2	
			平均值					17.2	14.4	12.6	10.9
0867.HK	康哲药业	6.21	0.98	0.70	0.83	1.02	6.3	8.9	7.4	6.1	

数据来源：ifind，华福证券研究所 注：可比公司盈利预测取自 ifind 一致预期

5 风险提示

在研产品研发进度不及预期：公司目前已拥有约 30 款创新管线，其中约 13 款为创新等级较高、市场潜力大的差异化管线，若创新管线临床研发进度不及预期可



能影响公司业绩表现；

产品销售不及预期：公司在售产品种类丰富，若产品销售不及预期，则可能影响公司业绩表现。

产品价格及毛利率下降风险：若因集采等因素导致公司产品出现降价及毛利率下降，则有可能影响公司业绩表现。



图表 34：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4,311	6,933	7,313	8,429	营业总收入	8,013	7,947	9,240	10,643
应收款项合计	1,978	1,980	2,484	2,806	主营业务收入	8,013	7,947	9,240	10,643
存货	638	536	601	665	营业总支出	5,330	6,111	7,023	7,919
其他流动资产	1,867	2,140	2,245	2,253	营业成本	1,904	2,146	2,403	2,661
流动资产合计	8,794	11,589	12,643	14,153	营业开支	3,426	3,965	4,620	5,258
固定资产净额	398	419	429	415	营业利润	2,683	1,836	2,218	2,725
权益性投资	3,615	1,552	1,707	1,878	净利息支出	-100	-70	-94	-107
其他长期投资	0	0	0	0	权益性投资损益	234	84	86	124
商誉及无形资产	3,794	4,035	4,228	4,383	其他非经营性损益	-162	10	10	10
土地使用权	46	33	62	72	非经常项目前利润	2,855	2,000	2,408	2,966
其他非流动资产	1,084	1,101	1,101	1,100	非经常项目损益	19	100	100	100
非流动资产合计	8,937	7,140	7,527	7,848	除税前利润	2,874	2,100	2,508	3,066
资产总计	17,731	18,729	20,170	22,001	所得税	489	378	451	552
应付账款及票据	142	161	180	200	少数股东损益	-17	20	20	20
循环贷款	1,270	1,500	1,500	1,500	持续经营净利润	2,401	1,702	2,037	2,494
其他流动负债	636	618	718	811	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	2,048	2,279	2,398	2,511	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
长期借贷	0	50	100	150	归属普通股股东净利润	2,401	1,702	2,037	2,494
其他非流动负债	126	150	150	150	EPS (最新股本摊薄)	0.98	0.70	0.83	1.02
非流动负债合计	126	200	250	300					
负债总计	2,174	2,479	2,648	2,811					
归属母公司所有者权益	15,520	16,194	17,446	19,094					
少数股东权益	36	56	76	96					
股东权益总计	15,556	16,250	17,522	19,190					
负债及股东权益总计	17,731	18,729	20,170	22,001					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,503	2,593	2,429	3,054	成长能力				
净利润	2,401	1,702	2,037	2,494	营业收入增长率	-12.4%	-0.8%	16.3%	15.2%
折旧和摊销	230	959	1,017	1,062	归母公司净利润增长率	-26.3%	-29.1%	19.7%	22.5%
营运资本变动	31	108	-460	-284	获利能力				
其他非现金调整	-159	-175	-165	-218	毛利率	76.2%	73.0%	74.0%	75.0%
投资活动现金流	-442	683	-1,409	-1,249	净利率	30.0%	21.4%	22.0%	23.4%
资本支出	-318	-1,320	-1,320	-1,300	ROE	15.9%	10.7%	12.1%	13.7%
长期投资	-273	2,063	-155	-171	ROA	13.5%	9.3%	10.5%	11.8%
其他长期资产	149	-60	66	222	偿债能力				
融资活动现金流	-2,125	-654	-640	-689	资产负债率	12.3%	13.2%	13.1%	12.8%
借款增加	-514	280	50	50	流动比率	4.3	5.1	5.3	5.6
股利分配	-1,319	-963	-785	-846	速动比率	4.0	4.8	5.0	5.4
普通股增加	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他融资活动现金流	-292	29	95	107	每股收益	1.0	0.7	0.8	1.0
					每股经营现金流	1.0	1.1	1.0	1.3
					每股净资产	6.4	6.6	7.2	7.8
					估值比率				
					P/E	6	9	7	6
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	12	12	11	9

数据来源：公司公告、华福证券研究所

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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn