

买入

2024年9月19日

24年上半年环比重回增长

►24年上半年公司收入环比增长 6.1%: 24年上半年公司收入同比-21.7%至36.1亿元, 环比+6.1%; 若全按药品销售收入计算则营业额为42.9亿元, 同比-22.6%, 环比+8.9%。其中三个国采产品(黛力新、波依定和优思弗)全按药品销售收入口径同比下降49.2%至12.3亿元, 收入占比29%。非国采独家产品及创新产品收入达24.1亿元, 占收入比56%。毛利率同比下降3.5个百分点至74.7%, 销售费用率、行政费用率和研发费用率同比上升9.7、3.1和1.3个百分点至38.8%、10.0%和2.9%, 所得税率同比上升4.4个百分点至20.5%, 综上所述公司年度溢利同比下降52.8%至9.0亿元, 环比增长92.8%。公司中期派息0.15元, 派息比率40%。年中银行结余及现金为人民币39.1亿元, 可随时变现的银行承兑汇票为人民币1.59亿元。

►集采产品销售基本企稳, 创新产品逐渐发力: 黛力新进入第7批集采目录(22年11月执行), 波依定、优思弗进入第8批集采目录(23年7月执行), 3大产品皆未中标, 这三大产品降价了10-30%维持其院外和非集采部分院内市场, 24年H1环比看来销售已基本企稳。其他重点成熟产品如新活素(治疗急性心力衰竭)、亿活(益生菌制剂)、喜辽妥(治疗钝器挫伤等)和施图伦(治疗视疲劳)等为独家产品, 差异化竞争优势明显。而近年获批及处于临床开发阶段的创新药将逐渐发力, 包括已上市的治疗急性反复性癫痫发作的维图可(地西洋鼻喷雾剂)、降磷药维福瑞(蔗糖羟基氧化铁咀嚼片)、治疗银屑病和成人活动性类风湿关节炎的美泰彤(甲氨蝶呤预充式注射液)、治疗中重度斑块状银屑病的益路取(替瑞奇珠单抗IL-23)、用于结直肠染色的莱芙兰(口服亚甲蓝肠溶缓释片), 以及未来2-3年内有望获批的治疗非节段性白癜风的芦可替尼乳膏、治疗慢性肾病贫血的德昔度司他片以及医美产品童颜针(聚左旋乳酸)等。我们预计24年是公司创新产品的商业化元年, 25-26年创新产品将逐渐贡献显著收入。公司计划25-27年将有10-12个新药上市, 并设置新产品上市和销售相关的股份激励计划。康哲药业的“康哲美丽”子公司覆盖其皮肤和医美线, “康哲维盛”负责眼科线, “康联达”负责东南亚市场。

►提升目标价至11.3港元, 买入评级: 我们预计公司业绩将从24年H2开始同比逐渐改善。公司计划回购不超过1亿股股份在业绩目标达成后以零对价授予和激励集团核心管理团队和骨干员工。24年H1公司以平均7.35港元的价格回购了1246万股, 公司主席林刚先生自5月以来累计增持2800万股, 涉资约2亿港元, 公司用真金白银向市场显示其业绩预期向好的信心。我们以12%的折现率和0%的永续增长率为公司估值, 得出目标价11.3港元, 较现价有50.4%的上升空间, 给予买入评级。

但玉翠

852-25321956

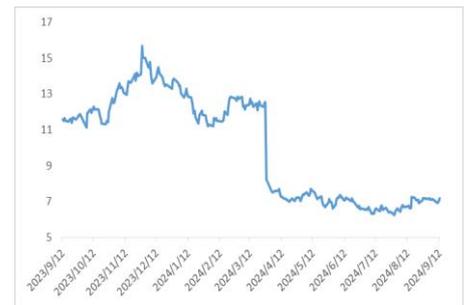
tracy.dan@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	医药
股价	7.54 港元
目标价	11.3 港元 (+50.4%)
股票代码	867
已发行股本	24.4 亿股
市值	183.94 亿港元
52 周高/低	15.6 港元/6.07 港元
每股净现值	7.17 港元
主要股东	林刚 (47.7%)

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	8,013,285	7,595,155	8,748,076	9,832,631
变动(%)	9.8%	-12.4%	-5.2%	15.2%	12.4%
归母净利润(千人民币)	3,258,992	2,400,940	1,751,119	2,144,701	2,457,676
每股基本盈利(人民币分)	132.81	97.92	71.42	87.47	100.23
变动(%)	8.6%	-26.3%	-27.1%	22.5%	14.6%
市盈率@7.54港元(倍)	5.28	7.16	9.82	8.02	7.00
每股股息(人民币分)	52.01	55.48	28.57	34.99	40.09
股息现价比率(%)	7.4%	7.9%	4.1%	5.0%	5.7%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现


资料来源: 彭博

主要财务报表

损益表						财务分析					
<千人民币>, 财务年度截至<十二月>						<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		2022实际	2023预测	2024预测	2025预测	2026预测
营业收入	9,150,347	8,013,285	7,595,155	8,748,076	9,832,631	盈利能力					
毛利	7,035,847	6,109,166	5,696,366	6,648,538	7,472,800	毛利率(%)	76.9%	76.2%	75.0%	76.0%	76.0%
销售及行政费用	-3,357,924	-3,167,969	-3,683,650	-4,111,596	-4,523,010	净利率(%)	35.6%	30.0%	23.1%	24.5%	25.0%
研发费用	-125,431	-195,134	-334,187	-481,144	-589,958	营运表现					
其他净收入	259,444	171,071	570,351	688,145	777,785	SG&A/收入(%)	36.7%	39.5%	48.5%	47.0%	46.0%
营运收益	3,811,936	2,917,134	2,248,881	2,743,943	3,137,617	实际税率(%)	12.9%	17.0%	20.5%	20.5%	20.5%
财务开支	-49,086	-46,251	-46,251	-46,251	-46,251	财务状况					
税前盈利	3,762,850	2,870,883	2,202,630	2,697,692	3,091,366	负债/权益	0.20	0.14	0.14	0.13	0.12
所得税	-486,655	-489,341	-451,510	-552,992	-633,690	收入/总资产	0.52	0.46	0.40	0.42	0.44
期间溢利	3,276,195	2,384,430	1,751,119	2,144,701	2,457,676	总资产/股本	7.23	7.16	7.82	8.44	9.11
归母净利润	3,258,992	2,400,940	1,751,119	2,144,701	2,457,676	盈利对利息倍数	77.66	63.07	48.62	59.33	67.84
总收入增速(%)	9.8%	-12.4%	-5.2%	15.2%	12.4%	现金流量表					
净利润增速(%)	8.0%	-26.3%	-27.1%	22.5%	14.6%	<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
资产负债表						税前盈利	3,762,850	2,873,771	2,202,630	2,697,692	3,091,366
<千人民币>, 财务年度截至<十二月>						非现金项调整	152,817	359,130	-192,935	-205,765	-292,289
	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测	2026预测	营运资金变动	90,075	2,970	1,025	-429,971	-203,697
现金	4,376,376	4,311,058	4,975,435	5,610,928	6,538,443	支付所得税	-450,496	-547,053	-451,530	-529,273	-633,690
应收账款	2,043,944	1,568,587	1,760,796	2,146,544	2,280,011	经营活动现金流	3,555,246	2,688,818	1,559,189	1,532,684	1,961,690
存货	477,206	637,636	714,926	799,545	836,744	资本开支	-18,336	-27,490	-30,239	-39,311	-51,104
其他流动资产	1,931,850	2,277,154	2,632,407	2,632,407	2,632,407	其他投资活动支付现金	-1,159,866	0	0	0	0
总流动资产	8,829,376	8,794,435	10,083,564	11,189,424	12,287,606	投资活动现金流	-1,178,202	-27,490	-30,239	-39,311	-51,104
固定资产	1,710,895	1,411,011	1,394,863	1,385,389	1,384,593	负债变动现金流入(出)	-75,293	-574,475	-164,125	0	0
无形资产	3,732,416	3,763,995	3,823,625	3,823,625	3,823,625	权益变动现金流入(出)	-1,324,621	-1,434,249	-700,448	-857,880	-983,071
其他非流动资产	3,480,852	3,582,347	3,869,904	4,307,304	4,834,344	融资活动现金流	-1,399,914	-2,008,724	-864,573	-857,880	-983,071
总资产	17,753,539	17,551,788	19,171,956	20,705,742	22,330,168	现金变化	977,130	652,604	664,377	635,493	927,516
应付帐款	563,194	436,976	707,499	747,895	714,865	汇率影响	15,510	-871	0	0	0
短期借款	1,783,337	1,269,650	1,106,525	1,106,525	1,106,525	期初持有现金	3,385,739	4,376,376	4,311,058	4,975,435	5,610,928
其他短期负债	530,572	342,160	329,763	329,763	329,763	期末持有现金	4,378,379	5,028,109	4,975,435	5,610,928	6,538,443
总短期负债	2,877,103	2,048,786	2,143,787	2,184,183	2,151,153						
其他长期负债	139,359	125,644	129,588	129,588	129,588						
总负债	3,016,462	2,174,430	2,273,375	2,313,771	2,280,741						
股东权益	14,737,077	15,556,407	16,606,652	17,893,472	19,368,078						
每股权益(人民币)	6.01	6.34	6.77	7.30	7.90						

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。