

芦可替尼乳膏 NDA 获受理， 创新产品潜力十足

核心观点

公司磷酸芦可替尼乳膏上市申请获受理，未来上市有望填补国内白癜风市场空白，凭借中国及东亚 2050 万的白癜风患者，芦可替尼乳膏未来放量可期，有望成为公司的核心产品。截至目前公司总共获批 5 款创新药，覆盖 6 个适应症，其中四款已获纳入国家医保目录，创新转型成效逐步兑现，同时拥有十余款创新等级较高、市场潜力较大的重磅管线，我们持续看好公司未来创新产品放量潜力。

事件

磷酸芦可替尼乳膏上市申请获受理

9 月 24 日，公司宣布磷酸芦可替尼乳膏白癜风适应症新药上市申请（NDA）获得 NMPA 受理。

简评

真实世界研究结果优秀，白癜风适应症 NDA 获受理

9 月 24 日，公司宣布磷酸芦可替尼乳膏白癜风适应症 NDA 获得中国国家药品监督管理局（NMPA）受理。这是产品继白癜风适应症获海南省药监局批准临床急需进口，及在澳门获批上市等系列里程碑事件之后的又一重磅进展。芦可替尼乳膏在中国真实世界研究中取得了积极结果。产品能够有效治疗非节段型白癜

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,150.35	8,013.29	7,785.84	8,922.02	10,438.02
YOY(%)	9.75	-12.43	-2.84	14.59	16.99
净利润(百万元)	3,258.99	2,400.94	1,789.80	2,123.25	2,615.37
YOY(%)	8.01	-26.33	-25.45	18.63	23.18
毛利率(%)	76.89	76.24	74.00	74.00	74.00
净利率(%)	35.80	29.76	22.99	23.81	25.06
ROE(%)	22.34	15.47	10.85	12.03	13.72
EPS(元/股，摊薄)	1.34	0.98	0.73	0.87	1.07
P/E(倍)	5.50	7.47	10.02	8.44	6.85
P/B(倍)	1.23	1.15	1.09	1.02	0.94

资料来源：iFinD，中信建投证券

康哲药业 (0867.HK)

首次评级

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

王云鹏

wangyunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070020

发布日期：2024 年 10 月 07 日

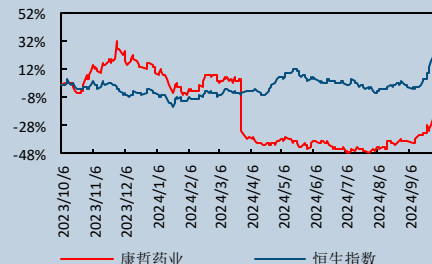
当前股价：10.02 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
40.93/12.12	52.05/25.58	-12.11/-43.30
12 月最高/最低价 (港元)		15.70/6.24
总股本 (万股)		243,952.85
流通 H 股 (万股)		243,952.85
总市值 (亿港元)		244.44
流通市值 (亿港元)		244.44
近 3 月日均成交量 (万)		622.35
主要股东		
Treasure Sea Limited		47.45%

股价表现



相关研究报告

风患者，缩小皮损面积，恢复肤色，且不良反应大部分均为 1 级或 2 级，未发生导致停药或退出的不良事件（AE），未发生研究药物相关的严重不良事件（SAE）。

白癜风患者基数大，国内针对性药物有所缺失

白癜风是一种慢性自身免疫性疾病，其特征是皮肤色素脱失，发病原因产生色素的黑素细胞的缺失。据估算，中国白癜风患者约 1400 万，东南亚 11 国 650 万患者，其中约 85% 为非节段型白癜风。外用皮质类固醇（TCS）及钙调神经磷酸酶抑制剂（CI）均为非节段型白癜风的标签外用药，但现有外用药物疗法有长期用药的不良反应或疗效有限的临床痛点。国内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(适应症为寻常型银屑病)等，缺少针对白癜风适应症的外用药物获批上市。公司芦可替尼乳膏的上市能够填补国内白癜风市场空白。

表 1: 白癜风研发进展（上市及 III 期）

药品成分	主要研发机构	靶点	适应症	境外研发内地研发		数据临床阶段	疗效数据	
				状态	状态		试验药物	试验结果
芦可替尼	Incyte Corporation, 康哲药业	JAK1 JAK2	非节段型白癜风/白癜风	批准上市	上市申请	中国真实世界研究 III 期	芦可替尼乳膏 试验组: 芦可替尼乳膏 对照组: Vehicle	积极结果 F-VASI ($\geq 75\%$ improvement): 29.9% VS 12.9% F-VASI ($\geq 90\%$ improvement): 15.4% VS 1.9%
二甲聚硅氧烷	Applied Biology, Jupiter Wellness	-	白癜风	批准上市	-	/	/	/
甲氧沙林	Bausch Health	-	白癜风	批准上市	-	/	/	/
利特昔替尼	辉瑞制药	-	非节段型白癜风/白癜风	临床 III 期	临床 III 期	II 期	试验组 1、2、3: 利特昔替尼 对照组: 安慰剂	F-VASI (24-week): -21.2% VS -18.5% VS -14.6% VS 2.1%
氘可来昔替尼	百时美施贵宝制药	TYK2	白癜风	临床 III 期	-	/	/	/
阿法诺肽	Clinuvel, 维健医药	MC1R	白癜风	临床 III 期	-	II 期	试验组: 阿法诺肽 NB-UVB 对照组: 安慰剂	Change in Pigmentation (Feet Day 196): 0.00
乌帕替尼	艾伯维	JAK1	非节段型白癜风	临床 III 期	批准临床	II 期	试验组 1, 2, 3: 乌帕替尼; 对照组 1: 安慰剂; 试验组 4, 5, 6: 乌帕替尼	F-VASI (%CFB, 52-week): -52.3 VS -62.8 VS -59.2 VS NA VS 38 VS -64.8 VS -60.8 F-VASI (75%, 52-week): 28.6 VS 51.1 VS 25.6 VS NA VS 36.8 VS 63.2 VS 37.9 T-VASI 50%, 52-week: 24.5 VS 31.9 VS 27.9 VS NA VS 31.6 VS 39.5 VS 41.4
Povorcitinib	Incyte Corporation, 康哲药业	JAK1	非节段型白癜风	临床 III 期	-	II 期	试验组 1: Povorcitinib	T-VASI, 52-week: 40.7% VS 42.7% VS 41.3% VS 18.1%

试验组	F-VASI, 52-week: 63.6% VS 63.8% VS 64.4% VS
2:Povorcitinib	54.8%
试验组	T-VASI50, 52-week: 45.2% VS 37.0% VS 37.9%
3:Povorcitinib	VS 15.2%
对照组:安慰剂	

资料来源: insight, 中信建投证券

商业化有序推进，国内生产积极布局

芦可替尼乳膏（Opzelura）是 Incyte 的 JAK1/JAK2 选择性抑制剂芦可替尼的创新乳膏制剂，2022 年 7 月获得 FDA 批准用于 12 岁及以上非节段型白癜风患者局部治疗。截至目前，芦可替尼乳膏是首个也是唯一一种在美国获批使用的白癜风复色产品。此外，Opzelura 2021 年 9 月在美国获批用于传统外用处方方法不可取或不能充分控制病情的 12 岁及以上非免疫功能低下的轻中度 AD 患者的局部短期和非持续性慢性治疗。Opzelura 也于 2023 年 4 月在欧洲获批用于 12 岁及以上青少年及成人患者伴面部受累的非节段型白癜风的治疗。2021 年芦可替尼乳膏销售额为 470 万美元，之后快速放量并于 2023 年达到 3.4 亿美元。

公司于 2022 年 12 月 2 日通过附属公司康哲美丽与 Incyte 达成合作，得在中国大陆地区及东南亚十一国开发、注册及商业化产品的独家许可权利，以及在区域内生产产品的非独家许可权利。协议授权期限为 10 年，授权期限届满后，根据许可协议约定的特定条件，许可协议期限可延长 10 年。公司对芦可替尼乳膏的境外生产药品转移至境内生产（地产业化技术转移）工作正在委托 CDMO 有序推进中，目前已完成小试和中试研究，正在进行放大生产。

2023 年 8 月 12 日，芦可替尼乳膏获得海南省药监局批准临床急需进口，并于 8 月 18 日正式落地海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区，用于 12 岁及以上青少年和成人患者伴面部受累的非节段型白癜风的局部治疗。2024 年 4 月 11 日获得澳门政府药物监督管理局（ISAF）批准新药上市申请，用于治疗 12 岁及以上青少年和成人患者伴面部受累的非节段型白癜风。目前针对轻中度特应性皮炎适应症也已于 2024 年 6 月进入三期临床。

图 1: 芦可替尼乳膏临床开发进展

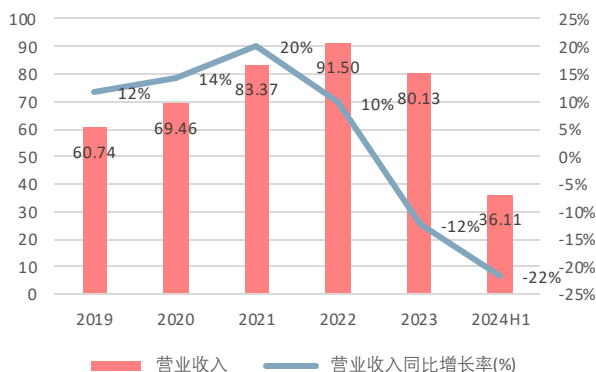


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

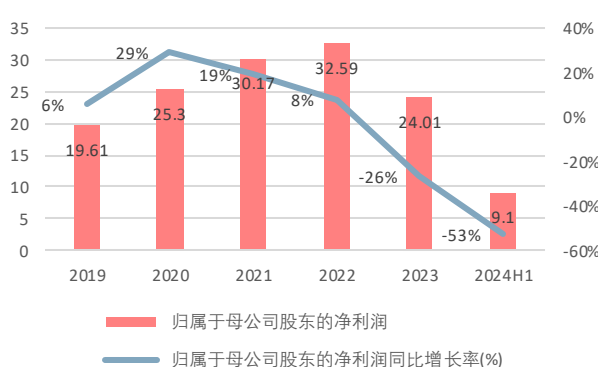
集采影响逐步出清，四大管线产品企稳

公司近年营业收入与利润稳健增长，2023 年由于集采的影响而有所下滑。2019-2022 公司营业收入及归母净利润 CAGR 分别为 14.6%和 18.5%。2023 年由于其核心原研品种黛力新、波依定、优思弗受到国家集采影响，市场份额出现较大幅度下降，营收 80.1 亿，同比下降 12.4%，归母净利润 24 亿，同比下降 26.3%。2024H1 公

司实现营收（全按药品销售收入计算）42.88 亿元，同比下降 22.6%，环比增长 8.9%；实现净利润 9.03 亿元，同比下降 52.8%，环比增长 92.8%；若剔除计提资产减值损失的影响，则净利润环比增长 16.4%。公司营收与利润环比改善，集采影响正在逐步出清。

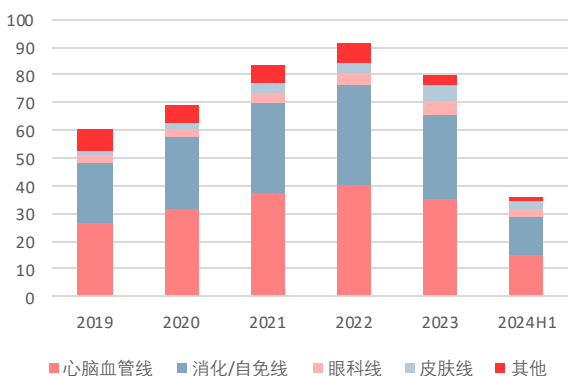
图 2:公司营业收入（亿元）


数据来源: iFind, 中信建投证券

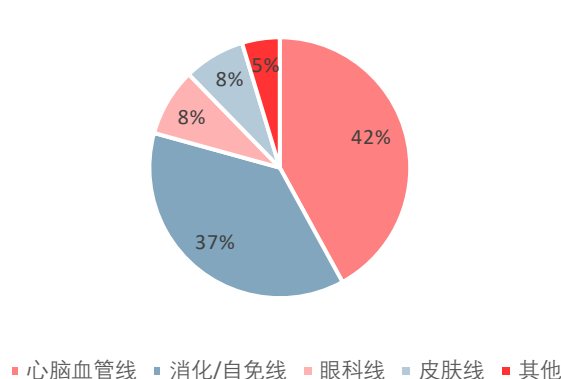
图 3:公司归母净利润（亿元）


数据来源: iFind, 中信建投证券

目前公司业务集中在四个医疗领域：心脑血管、消化、眼科和皮肤。在心脑血管治疗领域，公司推出了波依定、新活素等药物，是公司核心收入来源，2024H1 收入 15.2 亿元，同比-28.8%，占全药品销售收入 51.4%；消化线主要包括优思弗、莎尔福、亿活等产品，2024H1 收入 13.5 亿元，同比-25.0%，占全药品销售收入 31.4%；眼科线主要包括施图伦滴眼液、EyeOP1® 青光眼治疗仪等，2024H1 收入 3.0 亿元，同比+23.9%，占全药品销售收入 7.1%；皮肤线主要包括喜辽妥、安束喜等，2024H1 收入 2.8 亿元同比+11.9%，占全药品销售收入 3.7%。

图 4: 公司主营产品构成（亿元）


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

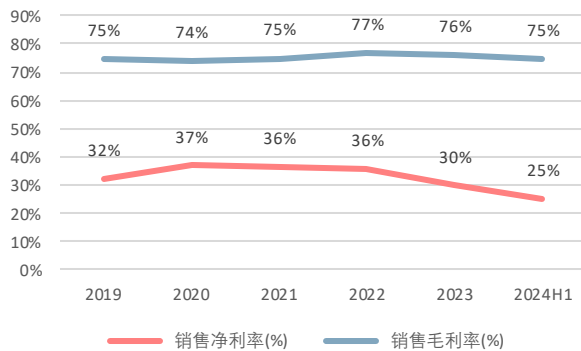
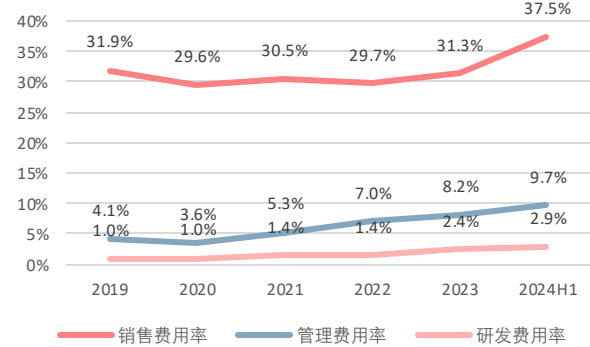
图 5: 2024H1 公司主营产品构成


数据来源: 公司公告, 中信建投证券

净利率受集采影响有所下降，新产品上市期间费用率有所上升

2019-2023H1，公司毛利率较为稳定，2023H2 之后由于集采降价和新产品上市的影响，公司净利率下降至 25%。自 2023 年 3 月起，康哲药业迎来了创新产品的密集上市期，2023 年共上市 3 款新药，而 2024 年至今也已有 1 款新药和 1 项新适应症获得批准。新品推广阶段市场公司费用投入较大，2023 年下半年至

今的销售费用增长显著，2024H1 销售费用率达到了 38.78%。由于公司在 2021 年进行了组织架构的调整，管理费用呈上升趋势，2024H1 管理费用率为 9.7%。同时，康哲药业近年来一直加快创新转型，提高自有产品销售比例，研发费用率由 2020 年的 0.96% 上升到 2023H1 的 1.6%，随着多个产品管线进入临床开发阶段，研发费用率在 2024 年上半年进一步提高至 2.9%。

图 6: 公司近年利润率

图 7: 公司近年期间费用率


数据来源: iFind, 中信建投证券

数据来源: iFind, 中信建投证券

创新转型稳步推进，有望推动长期增长

按药品销售收入口径计算，2024 年 H1 公司非国采独家产品以及创新产品合计销售额为 24.0 亿元，占全按药品销售收入计算营业额的 56.1%。康哲药业从 1992 年最开始的代理销售到 2011 年转向产品权力控制，到如今已获批 5 款创新药，覆盖 6 个适应症，目前公司获批创新药中四款产品（维图可、益路取、美泰彤、维福瑞）已纳入国家医保目录。创新转型稳步推进，创新品种有望打开公司长期增长潜力。

图 8: 中国/海外已上市或上市审核中管线

品种	权利区域	适应症	临床试验批准	注册性临床	上市申请	已上市	中国	主要获批地区	美国	欧洲	日本
地西洋鼻喷雾剂	中国	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	全球				√	2023.6.27	√		
替瑞奇珠单抗注射液	中国	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	全球				√	2023.5.26	√	√	√
甲氨蝶呤注射液	中国	对其他治疗方法（光疗法、PUVA 和维 A 酸）无充分治疗	全球				√	2023.3.24		√	
		成人活动性类风湿关节炎	全球				√	2024.7.30		√	√
亚甲蓝肠溶缓释片	中国	结肠镜检查筛查或监测	全球				√	2024.6.11		√	
			全球				√	2024.4.16(澳门)	√	√	
芦可替尼乳膏	中国/东亚	12 岁及以上儿童和成人患者的非节段型白癜风的局部治疗	全球						√		
		传统外用处方疗法不可取或不能充分控制病情之 12 岁及以上儿童和成人非免疫功能低下的轻中度特应性皮炎 (AD) 患者的短期和非持续性慢性治疗	全球								
德昔度司他片	中国	用于非透析的成人慢性肾脏病 (CKD) 患者的贫血治疗	全球								
0.09% 环孢素滴眼液	中国	增加干燥性角膜结膜炎 (干眼) 患者泪液分泌	全球						√	√	
拉坦前列素滴眼液	中国	降低开角型青光眼或高血压患者的眼内压升高	全球						√		
		癫痫病灶性发作的辅助治疗	全球						√		
膀胱灌注用卡介苗 PoNS	中国	非侵袭性尿路上皮膀胱癌	全球							√	
	中国	轻度至中度创伤性脑损伤	全球								

数据来源: 公司官网, 中信建投证券

截至 2024H1，公司拥有 30 款创新管线，其中 13 款创新等级较高、市场潜力较大，另有 10 余项注册性临床试验有序进行中。德昔度司他片和芦可替尼乳膏 NDA 处于 CDE 审评中；用于卒中治疗的新型脑细胞保护剂

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

——注射用 Y-3 已顺利完成 II 期临床研究，并于 7 月完成 III 期临床首例受试者入组；同时公司与 Incyte 再度达成合作，引进选择性小分子口服 JAK1 抑制剂 Povorcitinib，有望为相关自身免疫性和炎症性皮肤病患者带来新的治疗选择。

图 9：公司目前在研管线

品种	权利区域	适应症	临床前	临床试验批准	I 期	II 期	III 期	上市申请
SDN - 037	中国	白内障手术后的疼痛和炎症	全球					
PDP - 716	中国	降低开角型青光眼或高眼压患者的眼内压升高	全球					
CF101	中国	银屑病	全球					
ACT017	中国/亚洲指定区域	急性缺血性脑卒中	全球					
Povorcitinib	中国/亚洲指定区域	非节段型白癜风	全球					
		化脓性汗腺炎	全球					
		肝细胞癌	全球					
CF102	中国	非酒精性脂肪性肝病/非酒精性脂肪性肝炎	全球					
XF - 73	中国/亚洲指定区域	预防术后金黄色葡萄球菌感染	全球					
注射用 Y-3	中国	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	中国					
靶向 VEGFA+ANG2 四价双抗	全球	拟用于眼底新生血管疾病	中国					
TYK2 抑制剂	全球	拟用于银屑病	中国					
GnRH 受体拮抗剂	全球	拟用于子宫内异位症相关的中重度疼痛的治疗	中国					
自主研发创新药约 10 个	全球	含大分子、小分子、siRNA 等	中国					

数据来源：公司公告，中信建投证券

24 年展望：集采影响基本出清，创新品种持续增长

24H1，波依定及优思弗继续受到第八批集采影响，三个国采产品按药品销售入口径计算，合计收入 12.3 亿元，同比减少 49.2%，符合公司此前预期。此外优思弗在 24H2 预计还会降价 5%，整体影响有限，集采影响基本出清。公司非国采独家产品以及创新产品 24H1 销售占比已超过 50%，凭借公司专业销售团队及创新产品入院工作积极推进，24H2 独家产品以及创新产品销售有望环比持续提升。

盈利预测及投资评级：24 年公司存量产品集采影响逐步出清，独家产品稳定增长，目前已上市的 5 个创新药产品不断放量，增长可期。未来随着芦可替尼乳膏的获批上市及后续创新管线稳步推进，看好公司未来创新转型及发展潜力。我们预计公司 24-26 年实现营业收入 77.9、89.2 以及 104.4 亿元，同比增长-2.84%、14.59%以及 16.99%。实现归母净利润 17.9、21.2 以及 26.2 亿元，同比增长-25.45%、18.63%以及 23.18%，对应 PE 9.81、8.27 以及 6.71 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

收入拆分

表 2：康哲药业收入拆分（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
心脑血管线	3758.12	4044.55	3519.19	3281.51	3654.26	4112.28
yoy	19.30%	7.6%	-13.0%	-6.8%	11.4%	12.5%
消化/自免线	3,228.70	3,611.60	3,057.00	2928.4	3044.436	3197.025
yoy	24.7%	11.9%	-15.4%	-4.2%	4.0%	5.0%
眼科线	385.80	440.20	504.70	520.15	546.16	573.47

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

yoy	28.7%	14.1%	14.7%	3.1%	5.0%	5.0%
皮肤和医美线	312.80	344.30	569.00	902.99	1475.16	2248.56
yoy	42.3%	10.1%	65.3%	58.7%	63.4%	52.4%
其他产品	651.80	709.70	363.40	154.00	236.16	304.78
yoy	-5.1%	8.9%	-48.8%	-57.6%	53.4%	29.1%
营业收入	8337.20	9150.30	8013.30	7785.86	8922.04	10438.04
yoy	20.0%	9.8%	-12.4%	-2.8%	14.6%	17.0%

资料来源: iFind, 中信建投证券

风险分析: 存量品种降价风险: 公司存量产品氟哌噻吨美利曲辛片、非洛地平缓释片、熊去氧胆酸胶囊集采均未中标, 且相比仿制竞品溢价率较高, 未来价格存在较大下降风险; **研发不及预期分析:** 公司拥有 30 条在研产品管线, 若临床研发进度不及预期可能对公司业绩造成一定影响; **产品销售不及预期风险:** 公司产品矩阵丰富, 若因医保、集采等政策的影响, 以及随着未来竞争进一步加剧, 产品销售可能不及预期; **品种集采风险:** 目前国家药品集中带量采购以及医保谈判工作逐步常态化, 公司目前尚有部分品种未被纳入集采, 未来被集采后相关品种价格下降可能对该品种收入带来一定影响。

敏感性分析: 公司存量品种集采影响基本出清, 创新品种增长有望推动公司长期发展。假设公司未来主要贡献增量的创新产品销售不及预期, 销售额增速同比下降 20%, 则对应公司 24-26 年营收 76.9、86.1 以及 97.3 亿元, 同比当前盈利预测下降 1.2%, 3.5%, 以及 6.8%; 对应公司 24-26 年归母净利润 17.7、20.5 以及 24.5 亿元, 同比当前盈利预测下降 1.1%, 3.3% 以及 6.5%。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,829.38	8,794.44	9,082.03	10,812.67	12,854.04
现金	4,376.38	4,311.06	4,570.43	5,910.08	7,429.75
应收票据及应收账款合	1,711.61	1,327.70	1,491.08	1,708.67	1,999.00
其他应收款	328.07	408.17	324.87	372.27	435.53
预付账款	402.50	276.83	314.28	360.15	421.34
存货	477.21	637.64	530.81	608.27	711.62
其他流动资产	1,533.61	1,833.04	1,850.56	1,853.23	1,856.80
非流动资产	8,924.16	8,936.40	8,492.07	8,047.74	7,603.41
长期投资	3,044.82	3,450.98	3,450.98	3,450.98	3,450.98
固定资产	425.48	397.62	335.32	273.03	210.74
无形资产	2,136.40	2,292.22	1,910.18	1,528.14	1,146.11
其他非流动资产	3,317.46	2,795.59	2,795.59	2,795.59	2,795.59
资产总计	17,753.54	17,730.84	17,574.10	18,860.41	20,457.46
流动负债	2,877.10	2,048.79	920.05	1,053.28	1,229.98
短期借款	1,783.34	1,269.65	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	178.01	141.66	154.11	176.59	206.60
其他流动负债	915.76	637.47	765.95	876.69	1,023.38
非流动负债	139.36	125.64	125.64	125.64	125.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	139.36	125.64	125.64	125.64	125.64
负债合计	3,016.46	2,174.43	1,045.70	1,178.92	1,355.62
少数股东权益	148.01	36.20	36.75	37.41	38.21
股本	83.99	83.99	1,083.99	2,083.99	3,083.99
资本公积	14,505.08	15,436.22	14,436.22	13,436.22	12,436.22
留存收益	0.00	0.00	971.44	2,123.88	3,543.41
归属母公司股东权益	14,589.07	15,520.21	16,491.65	17,644.08	19,063.62
负债和股东权益	17,753.54	17,730.84	17,574.10	18,860.41	20,457.46

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3553.24	2502.85	2262.32	2195.01	2594.46
净利润	3,276.20	2,384.43	1,790.35	2,123.91	2,616.18
折旧摊销	227.23	229.57	444.33	444.33	444.33
财务费用	49.09	46.25	12.07	-18.34	-23.34
其他经营现金流	0.74	-157.39	15.57	-354.89	-442.71
投资活动现金流	-1,178.20	-442.28	97.12	97.12	97.71
资本支出	691.39	331.68	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-1,869.59	-773.95	97.12	97.12	97.71
筹资活动现金流	-1,399.91	-2,125.02	-2,100.08	-952.48	-1,172.49
短期借款	679.58	-513.69	-1,269.65	0.00	0.00
长期借款	-573.81	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1,505.68	-1,611.34	-830.43	-952.48	-1,172.49
现金净增加额	975.13	-64.45	259.37	1,339.65	1,519.67

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,150.35	8,013.29	7,785.84	8,922.02	10,438.02
营业成本	2,114.50	1,904.12	2,024.32	2,319.73	2,713.89
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	2,721.31	2,511.34	2,802.90	3,122.71	3,548.93
管理费用	762.04	851.76	918.73	1,070.64	1,200.37
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	65.06	277.87	0.00	0.00	0.00
营业利润	3,568.47	2,977.68	2,027.82	2,427.29	2,998.18
其他非经营损益	194.38	-103.91	116.32	116.32	116.32
利润总额	3,762.85	2,873.77	2,144.13	2,543.60	3,114.50
所得税	486.66	489.34	353.78	419.69	498.32
净利润	3,276.20	2,384.43	1,790.35	2,123.91	2,616.18
少数股东损益	17.20	-16.51	0.55	0.66	0.81
归属母公司净利润	3,258.99	2,400.94	1,789.80	2,123.25	2,615.37
EBITDA	4,039.16	3,149.59	2,600.54	2,969.59	3,535.48
EPS (元)	1.34	0.98	0.73	0.87	1.07

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	9.75	-12.43	-2.84	14.59	16.99
净利润(%)	8.29	-27.22	-24.91	18.63	23.18
获利能力					
毛利率(%)	76.89	76.24	74.00	74.00	74.00
净利率(%)	35.80	29.76	22.99	23.81	25.06
ROE(%)	22.34	15.47	10.85	12.03	13.72
ROIC(%)	28.65	21.84	14.83	18.45	23.07
偿债能力					
资产负债率(%)	16.99	12.26	5.95	6.25	6.63
净负债比率(%)	-17.60	-19.55	-27.65	-33.43	-38.90
流动比率	3.07	4.29	9.87	10.27	10.45
速动比率	2.89	3.98	9.27	9.67	9.85
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.45	0.44	0.47	0.51
应收账款周转率	5.35	6.04	5.22	5.22	5.22
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.34	0.98	0.73	0.87	1.07
每股经营现金流(最新)	1.46	1.03	0.93	0.90	1.06
每股净资产(最新摊薄)	5.98	6.36	6.76	7.23	7.81
估值比率					
P/E	5.39	7.31	9.81	8.27	6.71
P/B	1.20	1.13	1.06	1.00	0.92
EV/EBITDA	-0.60	-1.09	0.85	2.76	3.96

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

王云鹏

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖医药外包等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk