

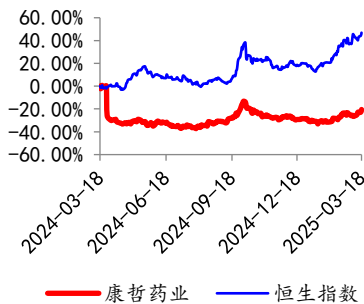
产研销综合能力，海内外平台布局，创新价值亟待重估

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-3-18

收盘价（港元）	8.44
近12个月最高/最低（港元）	12.49/6.07
总股本（百万股）	2440
流通股本（百万股）	2440
流通股比例（%）	100%
总市值（亿港元）	206
流通市值（亿港元）	206

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002
邮箱：tangc@hazq.com

联系人：任婉莹

执业证书号：S0010123060034
邮箱：renwanying@hazq.com

主要观点：

● 事件

2024年3月17日，康哲药业发布2024年年报，公司实现营收74.69亿元，同比-6.79%；归母净利润16.13亿元，同比-32.54%。

● 点评

✓ 创新研发投入，新产品上市加大销售推广

报告期内，公司期间费用率为55.41%，同比+10.45 pct；毛利率为72.60%，同比-3.64 pct；研发费用为3.30亿元，同比+69.1%，研发费用率为4.42%，同比+1.98 pct；销售费用率为35.64%，同比+4.30 pct；管理费用率14.83%，同比+4.23 pct；财务费用率0.52%，同比-0.06 pct。公司毛利率降低、费用率提升主要由于产品结构变化，新产品占比提升，上市初期推广费用加大所致，同时公司研发投入加大，总体费用率升高。

✓ 存量业务逐步企稳，眼科皮肤线持续增长

报告期内，传统业务中心脑血管相关疾病线销售额为40.87亿元，同比下降18.8%，占比47.4%；消化/自免相关疾病线销售额为28.75亿元，同比下降6.7%，占比33.3%，集采产品对存量业务特别是消化自免线的影响基本出清；新业务方面，皮肤/医美线销售额为6.73亿元，同比增长18.2%，占比7.8%；眼科疾病线销售额为6.27亿元，同比增长24.3%，占比7.3%，新业务占比逐步增长；其他产品销售额为3.60亿元，同比增长26.5%，占比4.2%。创新药方面，公司已累计有5款创新药进入商业化，包括莱芙兰、美泰彤、维福瑞、益路取和维图可，商业化进程迅速。

✓ 创新管线临床稳步推进，专注优势疾病领域

公司在研创新药围绕既有优势疾病领域，德昔度司他片和磷酸芦可替尼乳膏已递交中国NDA申请。在研项目中，正在稳步推进10多个项目的中国临床进展。注射用Y-3，用于卒中治疗的新型脑保护剂，目前已完成中国2期临床；VEGFA+ANG2四价双特异性抗体，拟用于新生血管性年龄相关黄斑变性，目前正在推进中国2期临床；CMS-D001（高选择性TYK2抑制剂）拟用于银屑病、AD适应症的IND申请已于2025年1月获批，即将开展1期临床；CMS-D005（GLP-1R/GCGR双激动剂）拟用于肥胖/超重及代谢相关脂肪性肝炎、T2DM等，正在筹备1期临床试验。自研新增4款合作开发创新产品，Povorcitinib（JAK1抑制剂）、ABP-671（URAT1抑制剂）、ZUNVEYL和MG-K10（长效IL-4R α ），进一步丰富了公司的产品管线。

✓ 康联达健康平台化运营架构，积极开展东南亚地区注册

公司海外架构平台康联达健康，完善了集“产品引进、开发、营销推广”于一体的平台化运营架构，产品组合覆盖皮肤科、中枢神经、消化、自

免、眼科等。2025年3月，公司获得 povorcitinib 东南亚十一国的独家许可权利；积极推进芦可替尼乳膏在新加坡、台湾市场的注册申请；首获 FDA 批准的国产 PD-1 特瑞普利单抗已向马来西亚、菲律宾、印尼、泰国、越南市场的注册申请。另外康联达下的 CDMO 业务主体 PharmaGend 于新加坡大士的生产工厂已取得美国 FDA 的 GMP 认证，并顺利完成新加坡 HSA 现场审计。东南亚业务稳步推进，公司致力成为全球药企进军东南亚的“桥头堡”。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年康哲药业营业收入分别为 83.20/94.54/110.43 亿元，同比增长分别为 11%/14%/17%；预计 2025-2027 年归母净利润为 16.28/18.95/22.55 亿元，同比增长分别为 0%/16%/19%，对应估值分别为 13X/11X/9X。我们看好公司作为老牌商业化 pharma 长期稳固的商业化平台，创新产品集中上市后业绩修复有望带来价值重估，海外东南亚业务多年积累即将收获。维持“买入”评级。

● 风险提示

审批准入不及预期风险；成本上升风险；销售不及预期风险；行业政策风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7469	8320	9454	11043
收入同比 (%)	-7%	11%	14%	17%
归属母公司净利润	1620	1628	1895	2255
净利润同比 (%)	-33%	0%	16%	19%
毛利率 (%)	72.60%	73.00%	74.00%	74.50%
ROE (%)	9.93%	9.07%	9.55%	10.20%
每股收益 (元)	0.67	0.67	0.78	0.92
P/E	11.31	12.68	10.89	9.15
P/B	1.13	1.15	1.04	0.93
EV/EBITDA	7.59	8.17	6.63	5.16

资料来源：Wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,705	10,217	11,869	14,410	营业收入	7,469	8,320	9,454	11,043
现金	3,707	4,869	5,856	7,586	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	1,421	1,652	1,879	2,179	营业成本	2,047	2,246	2,458	2,816
存货	768	757	859	984	销售费用	2,662	2,912	3,262	3,755
其他	2,809	2,939	3,275	3,661	管理费用	780	998	1,097	1,215
非流动资产	9,343	9,282	9,216	9,152	研发费用	330	499	690	939
固定资产	376	318	261	205	财务费用	39	-87	-133	-167
无形资产	3,921	3,741	3,570	3,407	除税前溢利	2,010	1,868	2,186	2,561
其他	5,046	5,222	5,385	5,540	所得税	397	224	278	294
资产总计	18,048	19,499	21,085	23,562	净利润	1,613	1,644	1,908	2,266
流动负债	1,516	1,320	995	1,203	少数股东损益	-7	16	13	11
短期借款	831	554	184	284	归属母公司净利润	1,620	1,628	1,895	2,255
应付账款及票据	142	165	178	204	EBIT	2,049	1,781	2,052	2,393
其他	542	600	633	715	EBITDA	2,049	1,997	2,256	2,585
非流动负债	129	129	129	129	EPS (元)	0.67	0.67	0.78	0.92
长期债务	0	0	0	0	主要财务比率				
其他	129	129	129	129	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	1,645	1,449	1,124	1,332	成长能力				
普通股股本	84	84	84	84	营业收入	-6.79%	11.40%	13.62%	16.81%
储备	16,228	17,859	19,756	22,014	归属母公司净利润	-32.54%	0.48%	16.40%	19.01%
归属母公司股东权	16,311	17,942	19,840	22,098	获利能力				
少数股东权益	92	108	121	133	毛利率	72.60%	73.00%	74.00%	74.50%
股东权益合计	16,403	18,050	19,961	22,230	销售净利率	21.69%	19.56%	20.04%	20.42%
负债和股东权益	18,048	19,499	21,085	23,562	ROE	9.93%	9.07%	9.55%	10.20%
					ROIC	9.54%	8.43%	8.89%	9.41%
					偿债能力				
					资产负债率	9.11%	7.43%	5.33%	5.65%
					净负债比率	-17.53%	-23.91%	-28.42%	-32.85%
					流动比率	5.74	7.74	11.93	11.98
					速动比率	5.24	7.17	11.06	11.16
					营运能力				
					总资产周转率	0.42	0.44	0.47	0.49
					应收账款周转率	4.73	5.41	5.35	5.44
					应付账款周转率	14.41	14.60	14.32	14.76
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.67	0.67	0.78	0.92
					每股经营现金流	0.52	0.73	0.68	0.81
					每股净资产	6.69	7.35	8.13	9.06
					估值比率				
					P/E	11.31	12.68	10.89	9.15
					P/B	1.13	1.15	1.04	0.93
					EV/EBITDA	7.59	8.17	6.63	5.16

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，所长助理，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人：任婉莹，研究助理，负责创新药及制剂。武汉大学药理学本科，香港大学药理硕士，6 年心血管药理科研经历，曾任医药行业一级投资经理及产业 BD 战略经理。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。