

业绩符合预期，开启创新“新征程”

投资要点

- **事件：**公司披露 2024 年年报，2024 年公司营业额为 74.7 亿元（-6.8%），按药品销售收入为 86.2 亿元（-9%）。年度溢利为 16.1 亿元（-32.3%），剔除相关资产减值损失后的年度溢利为 17.1 亿元（-36.7%），业绩符合预期。
- **非国采独家产品及创新产品占营业额超 50%，皮肤/医美线和眼科疾病线增长明显。**2024 年，公司非国采独家产品及创新产品全按药品销售收入合计为 45.5 亿元，占全按药品销售收入计算营业额的 52.8%。具体收入情况，**心脑血管线：**2024 年实现收入 29.2 亿元（-17.1%），按药品销售收入计算实现收入 40.9 亿元（-18.8%）；**消化/自免相关疾病线：**2024 年实现收入 28.8 亿元（-6.7%）；**皮肤和医美线：**2024 年实现收入 6.7 亿元（+18.2%）；**眼科疾病线：**2024 年实现收入 6.3 亿元（+24.3%）；**其他产品：**2024 年实现收入 3.8 亿元（+10.9%）。
- **创新研发持续突破，开启创新产品新纪元。**2024 年莱芙兰获批上市，美泰彤新增 RA 适应症，德昔度司他和芦可替尼乳膏递交上市申请。新增三款创新药合作、三款医美产品合作，超 10 项临床试验顺利推进。此外，公司在自主创新上亦取得了一定进展，约二十项自主研发项目稳步推进中，四款创新药已进入临床开发阶段，包括 VEGFRA+ANG2 四价双特异性抗体、CMS-D001（TYK2 抑制剂）、CMS-D002（GnRH 受体拮抗剂）、CMS-D005（GLP-1R/GCGR 双重激动剂）。
- **开拓东南亚业务，致力于成为全球药企进军东南亚市场的“桥头堡”。**公司在东南亚设立聚焦新兴市场的新型 Pharma“康联达健康”，并通过联营公司 PharmaGend Global Medical Services Pte. Ltd.收购了新加坡生产工厂，全面覆盖‘研产销’各环节。康联达健康持续推进新产品布局，已拥有十余款差异化品种，覆盖肿瘤、皮肤、中枢神经、消化、自免、眼科等疾病领域。
- **盈利预测：**公司创新转型迈入收获期，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 83.1、105.2 和 121.6 亿元。
- **风险提示：**研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险，药品降价风险，医药行业政策风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7468.99	8307.53	10515.18	12155.48
增长率	-6.79%	11.23%	26.57%	15.60%
归属母公司净利润(百万元)	1619.79	1633.59	2244.99	2715.93
增长率	-32.54%	0.85%	37.43%	20.98%
每股收益 EPS	0.66	0.67	0.92	1.11
净资产收益率	9.93%	8.83%	10.44%	10.80%
PE	12.71	12.60	9.17	7.58

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

分析师：汤泰萌
执业证号：S1250522120001
电话：021-68416017
邮箱：ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	6.24-12.6
3 个月平均成交量(百万)	5.67
流通股数(亿)	24.40
市值(亿)	205.94

相关研究

1. 康哲药业 (0867.HK)：链接医药创新与商业化，新康哲新崛起 (2024-10-14)

盈利预测

假设 1: 参考 2024 年增速, 假设 2025 年集采影响边际减弱, 波依定、黛力新等产品仍受到一定的集采影响, 心脑血管业务下滑 5%, 消化/自免线业务增速为 15%, 眼科产品持续放量, 眼科增速为 40%, 假设芦可替尼乳膏于 2025 年上市, 带来皮肤线的快速增长, 皮肤线增速为 45%;

假设 2: 基于 2025 年增速, 鉴于 2026 年公司集采影响逐步出清, 波依定、黛力新等集采产品销售额趋于稳定, 创新产品维图可、维福瑞等陆续贡献收入增量, 芦可替尼乳膏销售额逐步提升, 假设 2026 年心脑血管增速为 8%, 消化线业务增速为 20%, 眼科增速为 40%, 皮肤科增速为 100%;

假设 3: 随着业务体量的逐步提升, 假设 2027 年心脑血管增速为 5%, 消化线业务增速为 10%, 眼科增速为 25%, 皮肤科增速为 40%。

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 83.1、105.2 和 121.6 亿元。

表：公司收入预测（按营业额口径，亿元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计	74.7	83.1	105.2	121.6
增速	-6.8%	10.9%	25.8%	15.1%
毛利率	72.6%	72.5%	73.0%	73.5%
心脑血管业务	29.2	27.7	29.9	31.4
增速	-17.1%	-5.0%	8.0%	5.0%
消化/自免业务	28.8	33.1	39.7	43.6
增速	-6.7%	15.0%	20.0%	10.0%
眼科业务	6.3	8.8	12.3	15.4
增速	24.3%	40.0%	40.0%	25.0%
皮肤和医美线	6.7	9.8	19.5	27.3
增速	18.2%	45.0%	100.0%	40.0%
其他	3.7	3.8	3.8	3.8

数据来源: wind, 西南证券

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3706.50	5486.55	8218.46	11717.6	营业额	7468.99	8307.53	10515.18	12155.48
应收账款	1421.28	1503.75	1903.36	2200.27	销售成本	2046.80	2103.88	2608.82	2953.17
预付款项	359.20	350.65	443.83	513.07	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	284.09	345.66	437.52	505.77	销售费用	2661.65	2820.41	3365.91	3655.15
存货	768.14	656.30	813.81	921.24	管理费用及研发费用	1110.08	1611.66	2039.94	2476.07
其他流动资产	2165.65	2175.22	2179.24	2182.23	财务费用	38.61	1.99	-23.98	-34.89
流动资产总计	8704.86	10518.14	13996.2	18040.2	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3571.63	3771.63	3971.63	4171.63	投资收益	341.30	200.00	200.00	200.00
固定资产	375.89	317.00	258.11	199.22	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	1953.16	1969.59	2724.49	3305.97
无形资产	2373.54	1977.95	1582.36	1186.77	其他非经营损益	57.14	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	2010.31	1969.59	2724.49	3305.97
其他非流动资产	3021.86	3021.86	3021.86	3021.86	所得税	397.23	339.17	483.86	595.31
非流动资产合计	9342.93	9088.45	8833.97	8579.49	税后利润	1613.08	1630.42	2240.63	2710.66
资产总计	18047.7	19606.59	22830.2	26619.7	归属于非控制股东利润	-6.71	-3.17	-4.36	-5.27
应付账款	142.43	160.02	198.42	224.61	归属于母公司股东利润	1619.79	1633.59	2244.99	2715.93
其他流动负债	542.33	729.75	912.04	1042.51	EBITDA	2048.92	2426.06	3154.99	3725.56
流动负债合计	1516.06	889.76	1110.46	1267.12	NOPLAT	1598.21	1632.03	2221.24	2682.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS(元)	0.66	0.67	0.92	1.11
其他非流动负债	128.62	128.62	128.62	128.62					
非流动负债合计	128.62	128.62	128.62	128.62	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	1644.68	1018.38	1239.08	1395.74	成长能力				
股本	83.56	83.56	83.56	83.56	营收额增长率	-6.79%	11.23%	26.57%	15.60%
留存收益	0.00	2188.27	5195.53	8833.65	EBIT 增长率	-29.83%	-3.77%	36.97%	21.13%
归属于母公司股东权益	16311.4	18499.74	21507	25145.1	EBITDA 增长率	-34.95%	18.41%	30.05%	18.08%
归属于非控制股东权益	91.64	88.47	84.11	78.84	税后利润增长率	-32.35%	1.07%	37.43%	20.98%
权益合计	16403.1	18588.21	21591.1	25223.9	盈利能力				
负债和权益合计	18047.7	19606.59	22830.2	26619.7	毛利率	72.60%	74.68%	75.19%	75.71%
					净利率	21.60%	19.63%	21.31%	22.30%
					ROE	9.93%	8.83%	10.44%	10.80%
					ROA	8.97%	8.33%	9.83%	10.20%
					ROIC	14.32%	13.81%	19.42%	22.65%
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	估值倍数				
税后经营利润	1293.37	1430.42	2040.63	2510.66	P/E	12.71	12.60	9.17	7.58
折旧与摊销	0.00	454.48	454.48	454.48	P/S	2.76	2.48	1.96	1.69
财务费用	38.61	1.99	-23.98	-34.89	P/B	1.26	1.11	0.96	0.82
其他经营资金	-63.43	171.77	-525.48	-388.14	股息率	0.00	-0.03	-0.04	-0.04
经营性现金净流量	1268.55	2058.66	1945.65	2542.10	EV/EBIT	-1.85	-3.22	-3.32	-3.78
投资性现金净流量	-615.10	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	-1.85	-2.62	-2.84	-3.32
筹资性现金净流量	-1261.0	-278.61	786.26	957.08	EV/NOPLAT	-2.37	-3.89	-4.03	-4.61
现金流量净额	-607.60	1780.05	2731.91	3499.18					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn