

# 24 年业绩符合预期，创新品种积极推进

## 核心观点

康哲药业 24 年营业额受集采产品下降影响，全年同比有所降低。三款集采药与 2022 年最高峰相比销售额维持在 50% 左右，符合公司预期，集采影响基本出清。公司创新管线推进顺利，目前已有 5 款创新药成功上市，24 年独家和创新产品占比达 52.8%，未来占比有望持续提高。24 年公司德度司他片与芦可替尼乳膏成功提交 NDA，通过合作研发方式引入 povorcitinib、ABP-671 等产品，同时加大自研投入，临床管线持续推进。多举措促进创新转型持续落地，我们看好公司未来持续健康发展。

## 事件

### 公司公布 24 年年度业绩

3 月 17 日，公司公布 24 年年度报告，24 年实现营业收入 74.7 亿元，同比下降 6.8%，全按药品销售口径计算为 86.2 亿元，同比下降 9.0%。实现年度溢利 16.1 亿元，同比下降 32.3%，剔除相关资产减值损失后 17.1 亿元，同比下降 36.7%。每股基本盈利 0.67 元，同比下降 31.9%。计划派息 6.5 亿元，派息比例 40%。

## 简评

### 业绩符合预期，集采影响基本出清

公司 24 年实现营业收入 74.7 亿元，同比下降 6.8%，全按药品销售口径计算为 86.2 亿元，同比下降 9.0%。其中三款集采品

### 重要财务指标

|             | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E     |
|-------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 8,013.29 | 7,468.99 | 8,308.30 | 9,478.58 | 11,348.73 |
| YOY(%)      | -12.43   | -6.79    | 11.24    | 14.09    | 19.73     |
| 净利润(百万元)    | 2,400.94 | 1,619.79 | 1,635.41 | 1,890.59 | 2,529.80  |
| YOY(%)      | -26.33   | -32.54   | 0.96     | 15.60    | 33.81     |
| 毛利率(%)      | 76.24    | 72.60    | 70.00    | 72.00    | 74.00     |
| 净利率(%)      | 29.76    | 21.60    | 19.65    | 19.91    | 22.25     |
| ROE(%)      | 15.47    | 9.93     | 9.39     | 10.12    | 12.42     |
| EPS(元/股，摊薄) | 0.98     | 0.66     | 0.67     | 0.77     | 1.04      |
| P/E(倍)      | 7.92     | 11.74    | 11.62    | 10.05    | 7.51      |
| P/B(倍)      | 1.22     | 1.17     | 1.09     | 1.02     | 0.93      |

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 康哲药业 (0867.HK)

维持

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：2025 年 03 月 22 日

当前股价：8.46 港元

### 主要数据

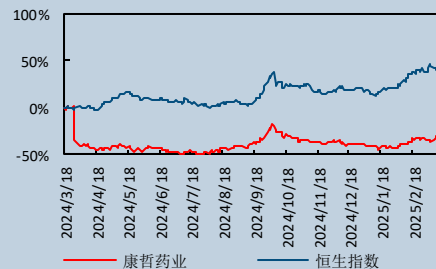
#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月            | 3 个月        | 12 个月         |
|-----------------|-------------|---------------|
| 9.59/2.84       | 15.42/-6.56 | -31.22/-75.62 |
| 12 月最高/最低价 (港元) |             | 12.60/6.24    |
| 总股本 (万股)        |             | 243,952.85    |
| 流通 H 股 (万股)     |             | 243,952.85    |
| 总市值 (亿港元)       |             | 206.38        |
| 流通市值 (亿港元)      |             | 206.38        |
| 近 3 月日均成交量 (万)  |             | 491.60        |

#### 主要股东

|                      |        |
|----------------------|--------|
| Treasure Sea Limited | 47.45% |
|----------------------|--------|

### 股价表现



### 相关研究报告

【中信建投医药生物】康哲药业(0867):  
24.10.07 芦可替尼乳膏 NDA 获受理，创新产品  
潜力十足

种按药品收入口径实现销售约 26.9 亿，与 2022 年最高峰相比维持在 50%左右，符合公司此前预期，集采影响基本出清，24H2 营收同比实现约 10%增长，环比同样保持增长。24 年实现年度溢利 16.1 亿元，同比下降 32.3%，剔除相关资产减值损失后 17.1 亿元，同比下降 36.7%。利润下降较多主要受集采带来的毛利下降、新产品销售投入增加以及研发投入持续增加等原因。

按医疗领域划分，公司产品包括心脑血管、消化、眼科和皮肤等。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，2024 收入 40.87 亿元，同比-18.8%，占全药品销售收入 47.4%；消化线主要包括优思弗、莎尔福、亿活等产品，2024 收入 28.75 亿元，同比-6.7%，占全药品销售收入 33.3%；眼科线主要包括施图伦滴眼液、EyeOP1®青光眼治疗仪等，2024 收入 6.27 亿元，同比+24.3%，占全药品销售收入 7.3%；皮肤线主要包括喜辽妥、安束喜等，2024 收入 6.73 亿元，同比+18.2%，占全药品销售收入 7.8%。其他产品包括依降钙素注射液等，24 年实现营收 3.6 亿元，同比+26.5%。

### 创新转型稳步推进，有望推动长期增长

按药品销售入口口径计算，2024 年公司非国采独家产品以及创新产品合计销售额为 45.5 亿元，占营业额的 52.8%。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，创新转型稳步推进。24 年公司创新型口服 HIF-PHI 德昔度司他片 NDA 24 年 4 月获得受理，芦可替尼乳膏白癜风适应症 NDA 24 年 9 月获得受理，全年推进超过 10 项临床试验顺利进行。24 年以来新增 4 款合作开发的创新品种以及 3 款轻医美产品，包括用于非节段型白癜风、化脓性汗腺炎等疾病的选择性口服小分子 JAK1 抑制剂 povorcitinib、用于治疗痛风及高尿酸血症的 1 类新药 URAT1 抑制剂 ABP-671、用于治疗轻度至中度阿尔茨海默型痴呆症状的改良型新药 ZUNVEYL 以及一款长效抗 IL-4R $\alpha$  人源化单抗注射液 MG-K10 等。随着公司 NDA 品种的逐步获批以及合作品种的顺利推进，有望进一步打开公司长期增长空间。

随着公司自研管线的布局和合作产品不断引入，目前公司已布局约 40 款创新管线产品，其中用于卒中治疗的新型脑细胞保护剂 Y-3 注射液已顺利完成 II 期临床研究，正稳步推进中国 III 期临床研究。VEGFA+ANG2 四价双特异性抗体已完成用于新生血管性年龄相关性黄斑变性（nAMD）适应症的 I 期临床试验，II 期临床试验已完成首例受试者给药。高选择性 TYK2 抑制剂 CMS-D001、GnRH 受体拮抗剂 CMS-D002 胶囊 I 期临床试验正在有序推进中，GLP-1R/GCGR 双重激动剂 CMS-D005 注射液即将进入 I 期临床。公司自研管线储备丰富，研发思路明确，和现有治疗领域产品有望形成良好互补。

### 25 年展望：创新品种持续放量，芦可替尼有望获批上市

24 年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口径计算，合计收入 26.9 亿元，与 22 年峰值销售相比保留约 50%销售额，集采影响基本出清。公司非国采独家产品以及创新产品 24 年全年销售占比已超过 50%，凭借公司专业销售团队及创新产品入院工作积极推进，25 年独家产品以及创新产品销售有望持续提升。磷酸芦可替尼乳膏是目前首个也是唯一一个获美国 FDA 及欧洲 EMA 批准用于非节段型白癜风治疗的 JAK1 抑制剂，目前已经在香港、澳门获批，公司预计其白癜风适应症有望 25 年国内获批，并在 26 年开始迅速放量。

### 期间费用分析：短期利润率承压，经营活动现金流有所降低

以营业额口径计算，2024 年公司实现毛利 54.2 亿元，毛利率 72.6%，同比下降 3.6 个百分点，毛利率下降主要受集采品种销售下滑影响较多。公司 24 年销售费用率、管理费用率及研发费用率分别为 35.6%、10.4%以及 4.4%，同比分别+4.3 百分点，+2.2 百分点以及+2.0 百分点，期间费用率同比提高超过 8 个百分

点，预计主要与公司收入受集采品种影响影响下滑，同时公司持续加大对以上市创新品种的销售投入和在研品种的研发投入有关。净利率 21.6%，同比减少 8.2 个百分点，预计随着公司创新品种销售逐渐爬坡，前期投入逐步兑现，公司利润率有望逐渐修复。24 年公司经营活动现金流净额 12.7 亿元，同比下降 49%，主要由于集采品种带来的经营利润减少以及公司营运资金的增加。截止 24 年底，公司银行结余现金约 37 亿元，资产负债率为 4.6，相比 23 年下降 2.6 个百分点。

**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 25-27 年实现营业收入 83.1、94.8 以及 113.5 亿元，同比增长 11%、14%以及 20%。实现归母净利润 16.4、18.9 以及 25.3 亿元，同比增长 1%、16%以及 34%，对应 PE 11.6、10.1 以及 7.5 倍，维持“买入”评级。

## 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。

## 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，覆盖创新药及医药外包产业链、原料药等领域。

## 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