

康哲藥業 (867.HK)

中國領先的醫藥流通企業

香港 | 醫藥 | 公司研報

24 November 2017

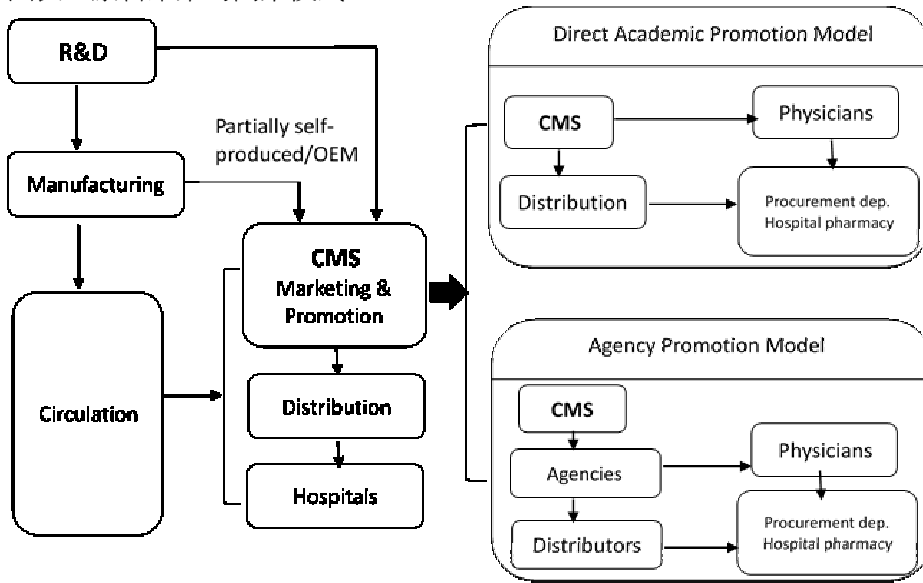
投資概要

- 強大的銷售網絡，直接學術推廣模式不斷發展；
- 管理和銷售團隊擁有專業的醫藥學背景，銷售費用控制良好；
- 在研產品前景光明，有望成為未來增長動力。

公司概況

康哲藥業是一家立足中國大陸的醫藥服務公司，從事國內外專業處方藥的推廣和銷售。康哲藥業成立於1995年，於2010在香港主機板上市。2002年康哲開始在中國推銷黛力新（用於治療輕度至中度抑鬱和焦慮）和優思弗（治療膽結石），截止至目前，康哲在中國市場生產銷售19個醫藥產品。2012-2016年公司銷售額與淨利潤分別實現年均複合增長率28.9%、26.6%。

圖表：康哲藥業的商業模式



Source: Company, Phillip Securities

康哲藥業專注於從國內外先進製藥公司獲得醫藥產品的獨家推廣和銷售權，特別是具有高增長潛力的獨家藥品。公司利用其優質的內外部資源，甄選毛利率相對較高、療效明顯、在中國市場潛力巨大或需求未得到滿足的藥品，引進中國市場。康哲引進藥品的方式包括權利引進、購買產品在中國的市場化權利、簽署獨家代理協議。公司建立了分層次的產品引入策略，為公司的可持續增長奠定了基礎。在短期，公司側重引入直接可以在市場上銷售的產品，而在中期公司傾向於選擇已在海外市場上市，但尚未獲得中國進口藥品許可證（IDL）的藥品。同時公司甄選處於研發後期的創新藥作為長期的產品儲備。收購處於研發後期的創新藥能夠節省研究成本，避免研究早期階段失敗的風險。

增持

現價: HKD 16.00

(現價截至 11 月 22 日)

目標價: HKD 17.93 (+12.1%)

公司資料

普通股股東 (百萬股):	2,487
市值 (港幣百萬元):	40,244
52 周 最高價/最低價 (港幣):	16.26 / 11.64

主要股東, %

Director Lam Kong	43.53
-------------------	-------

股價表現, %

	1 個月	3 個月	1 年
康哲藥業	6.67	8.84	21.4
恒生指數	5.34	9.51	34.3

股價 & 恒生指數



Source: Phillip Securities (HK) Research

財務資料

RMB mn	FY15	FY16	FY17E	FY18E
Net Sales	3,553.4	4,900.8	5,373.0	6,116.7
Net Profit	995.9	1,375.9	1,779.2	1,964.7
EPS, RMB	0.40	0.55	0.72	0.79
PER, x	33.63	24.55	18.98	17.19
BVPS, RMB	2.13	2.50	2.95	3.42
P/BV, x	6.38	5.43	4.60	3.97
ROE, %	18.95	22.13	24.26	23.08

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

研究分析員

周霖

(+852 2277 6515)

euruzhou@phillip.com.hk

這種分層次的引進策略促進了公司以往的快速發展。公司不斷引入新產品，豐富其產品組合，2012到2016年營收實現28.9%的年複合增長率。雖然中國的醫療改革在一定程度上對藥品價格形成壓力，但由於公司產品的廣泛使用和確切療效，公司仍有望保持相對較強的定價能力。此外，考慮到公司產品的毛利率相對較高，所以儘管藥品遭遇招標降價，但仍保有相當的利潤空間。

專業的管理銷售團隊，不斷擴張的銷售網絡

康哲藥業的員工普遍具有醫學或藥學的教育背景，並且大多擁有資深的臨床經驗。截至2016年底，公司已成立一支擁有2800名人員的銷售團隊，覆蓋中國44,000家醫療機構。康哲藥業主要通過直接的學術推廣網路和代理推廣網路來推廣其產品。

之前市場的一個擔憂是兩票制會影響從事醫藥流通的康哲藥業，然而事實上，康哲引進國外藥品，然後賣給國內醫院，開出的是“第一票”。同時，對於控制權少於50%的子公司生產的藥品，康哲藥業改傳統的購銷模式為收取推廣服務費或權利使用金（主要包括波依定、新活素、諾迪康、依姆多）。至於代理商管道，公司繼續推進以醫院為基礎的推廣服務模式，以謀求與代理商的長期合作。

圖表：兩種銷售模式

直接學術推廣	代理商推廣
覆蓋超過 44,000 家醫院及醫療機構； 進一步細化市場，不斷優化產品線的區域結構，使區域層次的資源配置更加合理；	覆蓋超過 7,900 家醫院及醫療機構； 調整戰略部署，積極應對日益激烈的行業競爭；
加強各種定期培訓，確保促銷人員更專業、更有效率、合法合規；	積極開展以業務為導向的培訓，注重培訓與代理商接觸的各個環節，強化內部管理，優化激勵機制
不斷優化 ERP 系統和激勵機制，加強銷售代表的市場創造能力	成功完成從傳統的區域代理模式轉變為基於醫院的推廣服務模式（以喜達康為試點）

*數據截止至2017年6月30日。

Source: Company, Phillip Securities

豐富的产品組合

公司目前有 19 種在售產品，其中 16 種是通過直接學術網路推廣的。其大部分主要產品已納入國家醫保目錄（NDRL）或省級醫保目錄（PDRL）。在 2017 年上半年，公司銷售排名前四的產品貢獻了總銷售額的 70%。

波依定是直接學術網路下推廣的新藥品，公司擁有波依定在中國市場的 20 年獨家商業化權利。波依定是一個獨家品種，用於治療高血壓和心絞痛，屬於非洛地平緩釋片釋放製劑，療效確切，能夠控制血壓平穩，副作用小。波依定在 2016 年、2017 年上半年分別實現營業收入 9.35 億元、6.43 億元，我們預計波依定將在 2017、2018 年實現 10%、9% 的同比增長。（2017 年的增長率是基於調整後的 2016 年銷售額，因為報告的 2016 年數據只包括 10 個月的銷售額。）

黛力新是用於治療輕度至中度抑鬱症和焦慮的藥物。根據 IMS 的數據，2016 年黛力新是中國境內處方量最大的抗抑鬱藥物。黛力新在 2016 年、2017 年上半年分別實現銷售額 9.1 億元、4.83 億元，同比增長 1.5%、18%。2016 年的低增長率是由於廣東市場招標價格太低，所以黛力新退出了廣東市場。考慮到黛力新在 2017 年 4 月重新進入廣東市場，我們預計黛力新的銷售將逐步恢復，並在 2017、2018 年實現 20%、10% 的同比增長。

優思弗是用於治療膽囊膽固醇結石、膽汁淤積性肝病和膽汁反流性胃炎的藥物。IMS 數據顯示，2016 年優思弗是最暢銷的熊去氧膽酸藥物，是中國利膽藥市場銷量第一的消化藥物。產品在 2016 年、2017 年上半年分別實現 7.72 億元、4.42 億元銷售額，同比增長率達到 16.7%、24.6%。我們預計優思弗將通過不斷提高醫院覆蓋從而在 2017、2018 年實現 25% / 20% 的同比增長。

新活素是國家一類生物製劑，主要用於治療急性心力衰竭。產品是中國首個《急性心力衰竭診療指南》的推薦藥品，正逐漸成為治療急性心力衰竭的標準藥物。新活素在去年及今年上半年實現銷售 5.37 億元、3.05 億元，並且於今年 7 月進入國家醫保目錄。隨著新醫保的落地，新活素的銷售額可能顯著增長，但醫保談判使產品價格出現 40% 的下降。鑒於其廣闊的增長潛力和進入醫保降價放量的影響，我們估計新活素在 2017 年、2018 年粉筆實現 38%、15% 的增長。

圖表：直接學術推廣網路下的產品

藥品	主治功能	引進年份	覆蓋醫院數量	銷售占比	是否進入國家醫保目錄
波依定	高血壓、穩定型心絞痛	2016	20,000	23.9%	是
黛力新	輕中度抑鬱、焦慮	1997	18,000	18.0%	是
優思弗	膽囊膽固醇結石、膽汁淤積性肝病和膽汁反流性胃炎	1998	8,000	16.5%	是
新活素	急性心力衰竭	2008	1,800	11.3%	是
莎爾福	潰瘍性結腸炎與克羅恩病	2008	3,600	5.2%	是
億活	成人腹瀉、兒童腹瀉	2010	2,500	4.5%	-
施圖倫	老年性黃斑變性、視疲勞	2007	6,000	3.9%	-
丹參酮	抗菌消炎	2015	3,500	2.8%	是
喜達妥	鈍性創傷	2015	5,300	2.3%	省級醫保
諾迪康	活血化瘀、止痛，冠心病、心絞痛	2015	3,600	2.1%	是
慷彼申	消化不良	2015	1,000	1.2%	是
肝復樂	肝癌、肝硬化和肝纖維化	2008	-	0.9%	是
依姆多	抗心肌缺血	2016	5,500	0.6%	是
溴隱亭	高泌乳素血症	2014	900	0.5%	是
蘭美抒	真菌感染	-	-	0.1%	是
默維可	便秘	-	-	-	-
Total	-	-	-	93.8%	-

圖表：代理商網路下的產品

藥品	主治功能	銷售占比	是否進入國家醫保
喜達康	低蛋白血症、營養不良	2.7%	PDRL
伊諾舒	呼吸系統疾病	2.7%	Yes
茵蓮清熱顆粒	清熱瀉肝	0.1%	Yes
Total	-	5.5%	-

*銷售數據為 2017 年上半年數據。覆蓋醫院數量截止至 2016 年 12 月底。

Source: Company, Phillip Securities

酪絲亮肽 (CMS024) 是國家一類新藥，用於治療肝癌。產品由公司主席林康先生控制的研究公司負責研發，上市公司將在產品研發成功後擁有生產及推廣銷售權。上市公司不會承擔所產生的研發費用，但會將銷售額的 13% 支付給研究公司。

2014 年，酪絲亮肽的 III 期臨床試驗揭盲，初步統計分析表明，試驗沒有達到在中國市場銷售的目標。揭盲後，研發公司繼續進行後續研究，並在治療組和安慰劑組的數據中，得到具有統計學意義的結果。這表明酪絲亮肽具有延長無腫瘤血栓肝癌患者生存時間的傾向。酪絲亮肽現在正處於擴大化的臨床 III 期試驗中，病人招募目前進展順利。

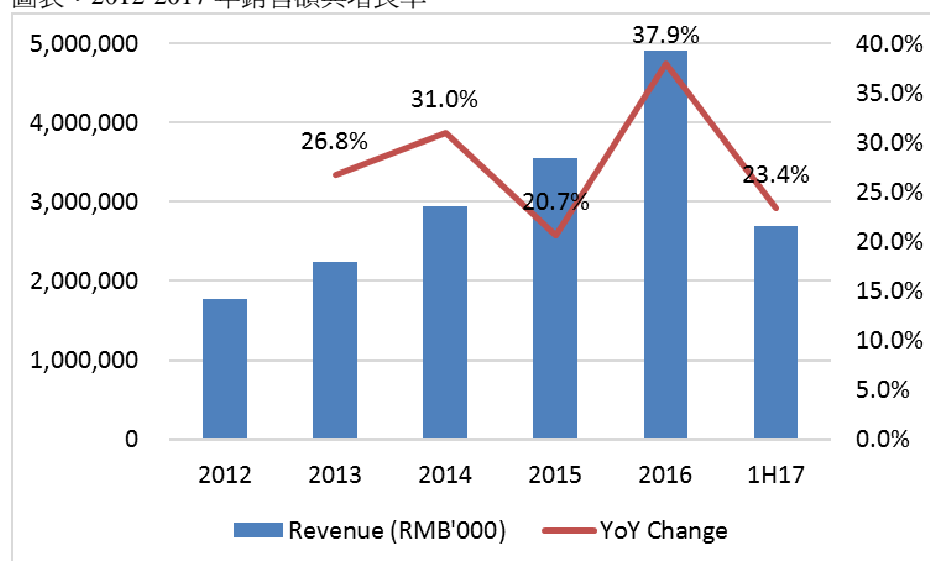
Traumakine 是用於治療急性呼吸窘迫綜合征 (ARDS) 的藥品。ARDS 是臨床上常見急性和危重病之一，目前尚無靶向治療藥物。ARDS 在中國的病發率大約為 59/100,000，病死率高 (中國 50%，歐洲和美國 35-45%)。Traumakine 由一間芬蘭公司開發，上市公司購入其中國資產。康哲藥業會在產品成功商業化後，將產品淨銷售額的一部分支付給研究機構作為權利使用金。Traumakine 已在英國完成臨床 I / II 期研究，III 期臨床試驗目前分為兩個獨立研究，正在有序推進。

我們預計，如果臨床試驗和後續的生產報批得以順利進行，這兩種藥物很可能在未來兩三年內實現商業化。這些新藥具有巨大的市場潛力以及獨家創新性，加之康哲卓越的推廣銷售能力，它們有望成為公司未來的增長動力。

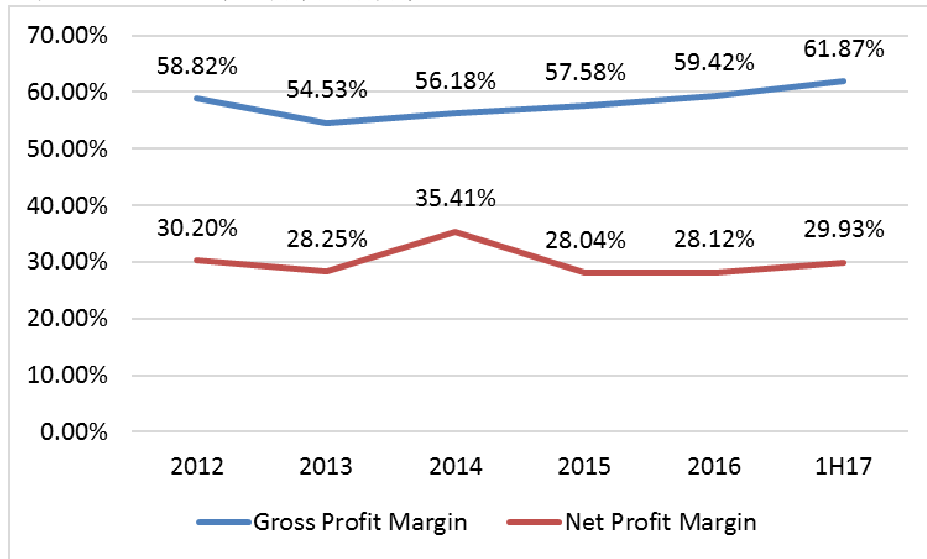
財務分析

排除兩票制的影響之後，公司在 2017 上半年分別實現收入和淨利潤 27 億元、9.25 億元，同比增長 35%、33.5%。從 2012 到 2016 年，康哲藥業的收入與淨利潤分別以年複合增長率 26.6%、28.9% 迅速增長。同時公司保持相對穩定的利潤率，並且從 2015 年開始，毛利率和淨利率持續改善，並在 2017 年上半年達到歷史新高。我們預測每一個產品的增長率從而得出對 2017、2018 年營業額的預測，並假設利潤率將大致保持穩定。

圖表：2012-2017 年銷售額與增長率



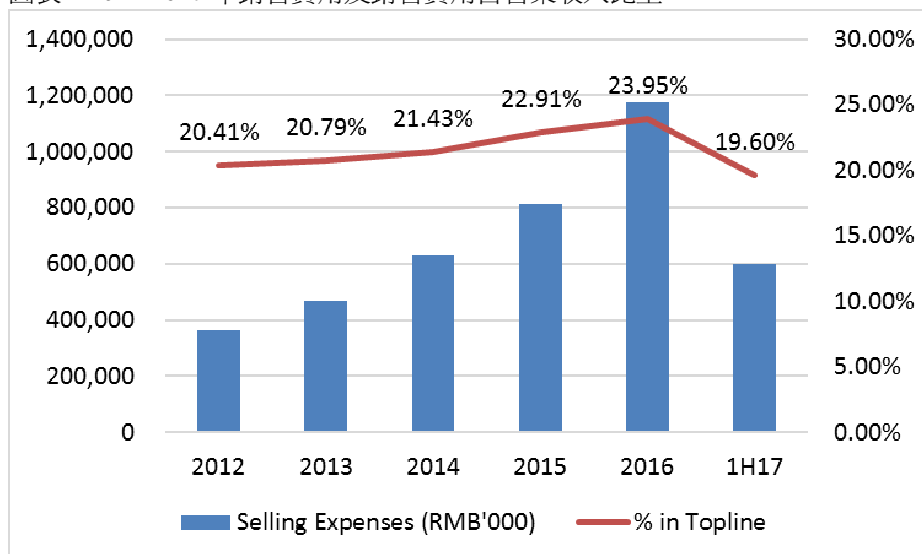
圖表：2012-2017 年毛利率與淨利率



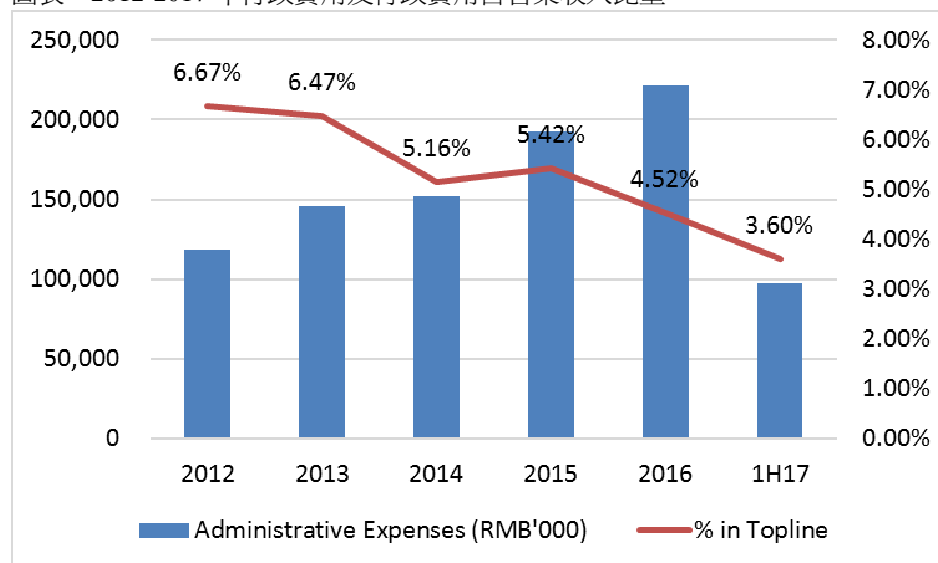
Source: Company, Phillip Securities

康哲藥業近五年的平均銷售費用率和行政費用率分別為 21.9%、5.65%，在 2017 上半年由於經營管理效率持續提高，規模經濟效益顯現，排除兩票制的影響後，這兩項費用率分別降至 19.6%、3.6%。我們預計未來兩年銷售和行政費用率分別為 20%和 3.5%。

圖表：2012-2017 年銷售費用及銷售費用占營業收入比重



圖表：2012-2017年行政費用及行政費用占營業收入比重

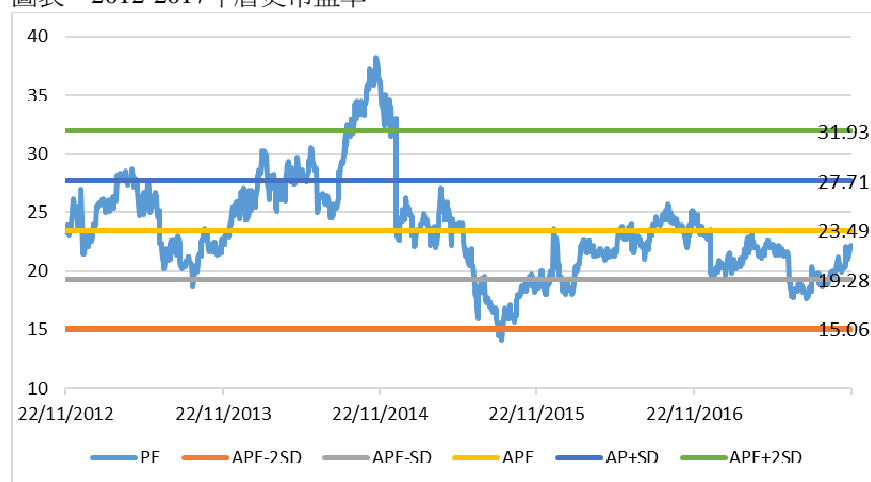


Source: Company, Phillip Securities

估值和風險

我們的估值模型顯示目標價為17.93港元：這是基於PE估值法以及預測每個產品未來兩年剔除兩票制影響後的增長率得到的結果。我們認為增長動能主要來自以下方面：1) 提高現有產品市場滲透率。以新活素為例，它在2017上半年的營收占比是11.3%，產品收入中60%來自於100家醫院，而產品總共覆蓋醫院數量達到1000家。由於康哲的產品普遍具有確切的療效，大部分產品也已進入國家或省級醫保目錄，若提高現有產品的市場滲透率，未來銷售增長將爆發巨大的潛力。2) 擴大醫院和城市的覆蓋範圍。隨著分級診療制度的進一步落地發展，大量縣級醫院及基層醫療機構的建立，將推動藥品市場的持續繁榮。我們期望康哲藥業抓住發展機遇，持續擴大銷售網絡覆蓋，實現發展提速。3) 前景光明的在研產品可能有助於提振市場信心，市場可能給予公司更樂觀的估值。(現價截至11月22日)

圖表：2012-2017年歷史市盈率



Source: Bloomberg, Phillip Securities

下行風險

- (1) 新藥品研發進展不利；
- (2) 未能獲得在中國市場推廣新產品的權利；
- (3) 未能在藥品採購招標中中標；
- (4) 主要產品降價影響銷售增長。

財務報告

FYE	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017E	FY2018E
Valuation Ratios					
Price to Earnings (P/E)	31.36	33.63	24.55	18.98	17.19
Price to Book (P/B)	8.23	6.38	5.43	4.60	3.97
Per Share Data					
EPS (RMB Cents)	43.30	40.37	55.32	71.53	78.99
Book Value Per Share (RMB)	1.65	2.13	2.50	2.95	3.42
Dividend Per Share (RMB Cents)	13.65	16.16	22.43	28.61	31.60
Growth (%)					
Revenue	30.95	20.65	37.92	9.63	13.84
Operating Income	41.89	21.32	48.11	24.97	10.72
Net Profit	64.17	-4.46	38.28	29.06	10.43
Margins (%)					
Gross Profit Margin	56.18	57.58	59.42	60.00	59.00
Operating Profit Margin	29.57	29.74	31.93	36.40	35.40
Net Profit Margin	35.41	28.04	28.12	33.10	32.11
Key Ratios					
ROE (%)	26.25	18.95	22.13	24.26	23.08
ROA (%)	23.89	17.62	16.99	9.70	9.23
Income Statement (RMB Mn)					
Revenue	2,945.1	3,553.4	4,900.8	5,373.0	6,116.7
- Cost of Goods Sold	1,290.5	1,507.3	1,988.9	2,149.2	2,507.9
Gross Income	1,654.6	2,046.1	2,911.9	3,223.8	3,608.9
- Operating Expenses	783.7	989.4	1,346.9	1,268.0	1,443.5
Operating Income	871.0	1,056.7	1,565.0	1,955.8	2,165.3
+ Net Non-Operating Gain/Loss	258.5	7.4	-64.6	-59.8	-65.0
Pretax Income	1,129.5	1,064.1	1,500.4	1,895.9	2,100.4
- Income Tax Expenses	86.5	67.6	122.5	117.5	136.5
- Minority Interest	-2.71	0.53	1.98	-0.87	-0.87
Net Profit	1,045.7	995.9	1,375.9	1,779.2	1,964.7

Source: Wind, Company, Phillip Securities (HK) Research Estimates
(財務資料截至 2017 年 11 月 22 日)

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm 5\%$ from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2017 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)

SINGAPORE

Phillip Securities Pte Ltd
Raffles City Tower
250, North Bridge Road #06-00
Singapore 179101
Tel : (65) 6533 6001
Fax : (65) 6535 6631
Website: www.poems.com.sg

HONG KONG

Phillip Securities (HK) Ltd
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong
11/F United Centre 95 Queensway
Hong Kong
Tel (852) 22776600
Fax (852) 28685307
Websites: www.phillip.com.hk

INDONESIA

PT Phillip Securities Indonesia
ANZ Tower Level 23B,
Jl Jend Sudirman Kav 33A
Jakarta 10220 – Indonesia
Tel (62-21) 57900800
Fax (62-21) 57900809
Website: www.phillip.co.id

THAILAND

Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd
15th Floor, Vorawat Building,
849 Silom Road, Silom, Bangrak,
Bangkok 10500 Thailand
Tel (66-2) 6351700 / 22680999
Fax (66-2) 22680921
Website: www.phillip.co.th

UNITED KINGDOM

King & Shaxson Capital Limited
6th Floor, Candlewick House,
120 Cannon Street,
London, EC4N 6AS
Tel (44-20) 7426 5950
Fax (44-20) 7626 1757
Website: www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA

PhillipCapital Australia
Level 12, 15 William Street,
Melbourne, Victoria 3000, Australia
Tel (613) 96188238
Fax (613) 92002272
Website: www.phillipcapital.com.au

MALAYSIA

Phillip Capital Management Sdn Bhd
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450
Kuala Lumpur
Tel (603) 21628841
Fax (603) 21665099
Website: www.poems.com.my

JAPAN

PhillipCapital Japan K.K.
Nagata-cho Bldg.,
8F, 2-4-3 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014
Tel (81-3) 35953631
Fax (81-3) 35953630
Website: www.phillip.co.jp

CHINA

Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd
No 436 Hengfeng Road,
Greentech Unit 604,
Postal code 200070
Tel (86-21) 51699400
Fax (86-21) 63532643
Website: www.phillip.com.cn

FRANCE

King & Shaxson Capital Limited
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008
Paris France
Tel (33-1) 45633100
Fax (33-1) 45636017
Website: www.kingandshaxson.com

UNITED STATES

Phillip Futures Inc
141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA
Tel +1.312.356.9000
Fax +1.312.356.9005