

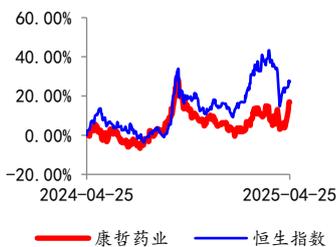
德镁健康分拆上市，皮肤线高增走出自身价值体系

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-4-25

收盘价（港元）	8.71
近 12 个月最高/最低（港元）	10.28/6.07
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）	212
流通市值（亿港元）	212

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

相关报告

- 【华安医药】康哲药业 (0867.HK) 首次覆盖报告：石以砥焉，化钝为利，老牌商业化龙头创新转型 2024-9-20
- 【华安医药】公司点评康哲药业 (0867.HK)：产研销综合能力，海内外平台布局，创新价值亟待重估 2025-03-18

主要观点：

● 事件

2025 年 4 月 22 日，康哲药业发布公告，建议分拆德镁医药有限公司并于香港联合交易所有限公司主板独立上市，建议分拆（倘进行）预计将透过由本公司以实物方式向股东分派其持有的所有德镁医药股份的方式实施。

● 点评

✓ 皮肤线子公司分拆，拥有独立融资平台及市场地位

为使公司皮肤健康业务子公司德镁医药更好地释放增长潜力，建议将德镁医药股份分拆，并于联交所主板独立上市。公司持有德镁健康 90.8% 权益，其余 9.2% 权益由两个雇员激励平台持有。分拆拟通过实物分派方式实施，康哲药业股东将直接持股德镁医药，享受德镁医药独立估值带来的潜在收益。该分拆完成后，余下集团和分拆集团都将受益，体现在各自拥有独立的上市地位和独立的融资平台、资源更聚焦、各自业务形象与市场地位提升、强化分拆集团员工股权激励等。德镁医药已设立两项股份计划，该等股份计划的部分目的为激励雇员为分拆集团的发展做出贡献。

✓ 稳定回馈老股东，提升对投资者的透明度

本次建议的介绍上市方式，不涉及德镁医药新股发行，股东享有的德镁医药股权不会被稀释。德镁医药上市后，须定期披露经营状况及财务状况，这将提高德镁医药的运营及财务透明度，使投资者能够在其运营表现、财务状况、管理、战略以及风险及回报方面基于更高的透明度作出投资决策。未来，分拆集团将能够直接从资本市场融资，并为其业务及未来扩张提供资金支持，而毋须依赖余下集团。此举将加速分拆集团的扩张，改善分拆集团的运营及财务业绩。

✓ 皮肤线业务潜力足，多剂型多靶点全面产品布局

皮肤医美业务公司‘康哲美丽’自 2021 年独立运营以来，紧随全球生物技术前沿趋势，通过内生发展与外延合作，广泛布局与开发全球首创‘FIC’及同类最优‘BIC’创新产品，以皮肤治疗产品为核心，逐步完善差异化产品矩阵。2024 年实现收入人民币 6.73 亿元，较去年同期增长 18.2%，占公司收入比 7.8%。截至 2024 年末，康哲美丽团队规模超 750 人。

公司下一代重磅产品磷酸芦可替尼乳膏的白癜风适应症已经于澳门及香港获批上市，中国 NDA 上市申请审评中，其 AD 适应症的中国 3 期桥接试验已完成全部受试者入组；2025 年 1 月，公司获得 MG-K10（长效 IL-4R α ），用于治疗 AD、结节性痒疹等 2 型炎症性疾病；公司自研的 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。再次与 Incyte 合

作的口服小分子 Povorcitinib (JAK1 抑制剂) 进一步丰富了公司的产品管线。

● **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	13.05	11.21	9.42
P/B	1.13	1.18	1.07	0.96
EV/EBITDA	6.73	8.48	6.90	5.40

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	1,705	1,810	2,089	2,441	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	2,525	2,781	3,065	3,399	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	3,877	3,697	3,525	3,363	除税前溢利	2,010	1,868	2,186	2,561
其他	5,090	5,267	5,430	5,584	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					
其他	542	600	633	715	EBIT	2,049	1,781	2,052	2,393
非流动负债	129	129	129	129	EBITDA	2,308	1,997	2,256	2,585
长期债务	0	0	0	0	EPS (元)	0.67	0.67	0.78	0.92
其他	129	129	129	129					
负债合计	1,645	1,449	1,124	1,332	主要财务比率				
普通股股本	84	84	84	84	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	16,321	17,951	19,849	22,107	成长能力				
归属母公司股东权	16,311	17,942	19,840	22,098	营业收入	-6.79%	11.40%	13.62%	16.81%
少数股东权益	92	108	121	133	归属母公司净利润	-32.54%	0.48%	16.40%	19.01%
股东权益合计	16,403	18,050	19,961	22,230	获利能力				
负债和股东权益	18,048	19,499	21,085	23,562	毛利率	72.60%	73.00%	74.00%	74.50%
					销售净利率	21.69%	19.56%	20.04%	20.42%
					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	4.34	4.73	4.85	4.88
					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	13.05	11.21	9.42
					P/B	1.13	1.18	1.07	0.96
					EV/EBITDA	6.73	8.48	6.90	5.40

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。