

2025年08月19日

证券研究报告·2025年半年报点评

康哲药业 (0867.HK) 医疗保健

当前价: 13.95 港元

目标价: —— 港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩符合预期，产品组合不断丰富

投资要点

- **事件:** 公司披露 2025 年半年报, 2024 年公司营业额为 40 亿元 (+10.8%), 按药品销售收入为 46.7 亿元 (+8.9%)。期间溢利为 9.3 亿元 (+3.1%), 业绩符合预期。
- **皮肤健康线和眼科疾病线增长明显。** 2025 年上半年, 公司经营业绩重回持续上升轨道, 营业额和期间溢利同比均实现增长。具体收入情况为, 心脑血管线: 2025 年上半年实现收入 15.4 亿元(+1.4%), 按药品销售收入计算实现收入 22.2 亿元 (+0.6%); 消化/自免相关疾病线: 2025 年上半年实现收入 14.1 亿元 (+4.9%); 皮肤健康线: 2025 年上半年实现收入 5 亿元 (+104.3%); 眼科疾病线: 2025 年上半年实现收入 3.6 亿元 (+17.7%); 其他产品: 2025 年上半年实现收入 2 亿元 (-1.9%)。
- **创新研发持续突破, 产品组合不断丰富。** 2025 年上半年, 公司产品组合不断丰富, 创新药阵容持续壮大。5 款创新药已在中国获批并开启商业化进程, 包括维福瑞、美泰形、莱芙兰、益路取和维图可。两款创新药 (德昔度司他片、磷酸芦可替尼乳膏) 处于中国 NDA 评审中; 约 10 个项目即将开展/正在推进以注册性随机对照试验 (RCT) 为主的临床试验, 约 20 项自主研发项目正在稳步推进中。拟上市重磅创新产品包括芦可替尼乳膏、德昔度司他片、ZUNVEYL、Y-3 注射液、ABP-671、povorcitinib 和 MG-K10 等。
- **皮肤健康业务拟分拆于联交所独立上市。** 德镁医药是一家中国领先、专业聚焦皮肤健康的创新型医药企业, 围绕皮肤处方药和皮肤学级护肤品的研、产、销一体化运营, 致力于提供从预防、治疗到长期护理的皮肤健康综合解决方案。康哲药业建议通过介绍上市及实物分派的方式分拆德镁医药于联交所主板独立上市, 目前, 德镁医药已布局三款已上市产品 (益路取、喜辽妥、安束喜), 四款处于临床阶段的管线产品 (芦可替尼乳膏、MG-K10、povorcitinib、CMS-D001) 以及多款临床前候选产品。此外, 在皮肤学级护肤品领域已上市两款用于皮肤疾病预防和护理的系列产品, 包括禾零舒缓系列产品与喜辽妥壬二酸祛痘产品系列。
- **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 83.3、93.5 和 108.1 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	8327.92	9352.26	10811.21
增长率	-6.79%	11.50%	12.30%	15.60%
归属母公司净利润(百万元)	1619.79	1657.61	1907.65	2286.26
增长率	-32.54%	2.34%	15.08%	19.85%
每股收益 EPS	0.66	0.68	0.78	0.94
净资产收益率	9.93%	9.22%	9.60%	10.32%
PE	18.42	18.00	15.64	13.05

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)	6.76-13.95
3 个月平均成交量(百万)	15.69
流通股数(亿)	24.40
市值(亿)	336.41

相关研究

1. 康哲药业 (0867.HK): 业绩符合预期, 开启创新“新征程” (2025-03-20)
2. 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 5%, 眼科产品持续放量, 眼科增速为 30%, 皮肤健康线全年增速 100%;

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, 假设 2026 年心脑血管增速为 35%, 消化线业务增速为 35%, 眼科增速为 40%, 考虑到皮肤健康线独立于联交所上市, 皮肤科收入归零;

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 15%, 消化线业务增速为 15%, 眼科增速为 25%。

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 83.3、93.5 和 108.1 亿元。

表: 公司收入预测 (按营业额口径)

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计 (亿元)	74.7	83.3	93.5	108.1
增速	-6.8%	11.5%	12.2%	15.6%
毛利率	72.6%	72.5%	73.0%	73.5%
心脑血管业务	29.2	27.7	37.4	43
增速	-17.1%	-5.0%	35%	15%
消化/自免业务	28.8	30.2	40.8	46.9
增速	-6.7%	+5%	35%	15%
眼科业务	6.3	8.2	11.5	14.4
增速	24.3%	30%	40.0%	25%
皮肤健康线	6.7	13.4	0	0
增速	18.2%	100%	-	-
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	3706.5	4915.4	6824.0	9003.5	营业额	7468.99	8327.92	9352.26	10811.21
应收账款	1421.3	1507.4	1692.9	1956.9	销售成本	2046.80	2290.18	2525.11	2919.03
预付款项	359.2	351.5	394.7	456.3	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	284.1	346.5	389.1	449.8	销售费用	2661.65	2998.05	3366.81	3783.92
存货	768.1	714.4	787.7	910.6	管理费用及研发费用	1110.08	1582.31	1776.93	2054.13
其他流动资产	2165.7	2175.3	2177.1	2179.8	财务费用	38.61	2.99	-20.54	-27.70
流动资产总计	8704.9	10010.5	12265.6	14957.0	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3571.6	3771.6	3971.6	4171.6	投资收益	341.30	200.00	200.00	200.00
固定资产	375.9	317.0	258.1	199.2	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	1953.16	1654.39	1903.95	2281.83
无形资产	2373.5	1982.1	1594.0	1204.3	其他非经营损益	57.14	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	0.0	15.0	15.0	15.0	税前利润	2010.31	1654.39	1903.95	2281.83
其他非流动资产	3021.9	3026.9	3026.9	3026.9	所得税	397.23	-0.00	-0.00	-0.00
非流动资产合计	9342.9	9112.6	8865.6	8617.0	税后利润	1613.08	1654.39	1903.95	2281.83
资产总计	18047.8	19123.2	21131.2	23574.0	归属于非控制股东利润	-6.71	-3.22	-3.70	-4.44
应付账款	142.4	174.2	192.1	222.0	归属于母公司股东利润	1619.79	1657.61	1907.65	2286.26
其他流动负债	542.3	762.9	849.1	980.0	EBITDA	2308.16	2127.70	2370.39	2742.78
流动负债合计	1516.1	937.0	1041.1	1202.1	NOPLAT	1594.55	1657.39	1883.41	2254.13
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EPS(元)	0.66	0.68	0.78	0.94
其他非流动负债	128.6	128.6	128.6	128.6					
非流动负债合计	128.6	128.6	128.6	128.6	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	1644.7	1065.7	1169.8	1330.7	成长能力				
股本	83.6	83.6	83.6	83.6	营收额增长率	-6.79%	11.50%	12.30%	15.60%
留存收益	0.0	1657.6	3565.3	5851.5	EBIT 增长率	-29.83%	-19.11%	13.64%	19.68%
归属于母公司股东权益	16311.5	17969.1	19876.7	22163.0	EBITDA 增长率	-26.72%	-7.82%	11.41%	15.71%
归属于非控制股东权益	91.6	88.4	84.7	80.3	税后利润增长率	-32.35%	2.56%	15.08%	19.85%
权益合计	16403.1	18057.5	19961.5	22243.3	盈利能力				
负债和权益合计	18047.8	19123.2	21131.2	23574.0	毛利率	72.60%	72.50%	73.00%	73.00%
					净利率	21.60%	19.87%	20.36%	21.11%
					ROE	9.93%	9.22%	9.60%	10.32%
					ROA	8.97%	8.67%	9.03%	9.70%
					ROIC	14.28%	14.03%	16.40%	19.54%
					估值倍数				
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	P/E	18.42	18.00	15.64	13.05
税后经营利润	1293.37	1454.39	1703.95	2081.83	P/S	3.99	3.58	3.19	2.76
折旧与摊销	259.24	470.31	486.98	488.65	P/B	1.83	1.66	1.50	1.35
财务费用	38.61	2.99	-20.54	-27.70	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营资金	-322.67	155.49	-242.31	-350.99	EV/EBIT	-1.70	-3.30	-3.88	-4.18
经营性现金净流量	1268.55	2083.19	1928.07	2191.78	EV/EBITDA	-1.50	-2.57	-3.09	-3.43
投资性现金净流量	-615.10	-40.00	-40.00	-40.00	EV/NOPLAT	-2.18	-3.30	-3.88	-4.18
筹资性现金净流量	-1261	-834.29	20.54	27.70					
现金流量净额	-607.60	1208.90	1908.62	2179.48					

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有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn	

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzl@swsc.com.cn
