

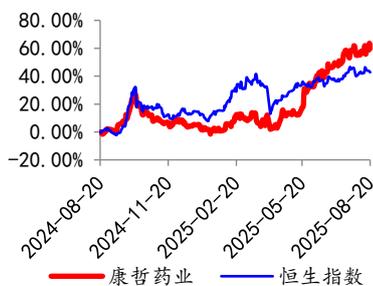
蛰伏两年利润企稳转正，静待下半年密集催化

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-8-24

收盘价（港元）	13.44
近12个月最高/最低（港元）	14.16/6.58
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）	328
流通市值（亿港元）	328

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

分析师：任婉莹

执业证书号：S0010525060003

邮箱：renwanying@hazq.com

相关报告

1. 【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
2. 【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
3. 【华安医药】公司点评康哲药业 (0867.HK)：德镁健康分拆上市，皮肤线高增走出自身价值体系 2025-8-20

主要观点：

● 事件

2025年8月18日，康哲药业发布2025年半年度业绩，公司实现营业收入40.02亿元，同比+10.83%；归母净利润9.41亿元，同比+3.38%。实现营业收入利润双正增长。主要独家/品牌及创新产品销售持续增长，且占总营业额（全按药品销售收入计算）的比例达62.1%（上年同期占56.1%）。

● 点评

✓ 加大创新研发投入，财务状况整体稳健

报告期内，公司期间费用率为56.75%，同比+1.52 pct；毛利率为72.26%，同比-2.41 pct；研发费用为2.02亿元，同比+91.79%，研发费用率为5.06%，同比+2.14 pct；销售费用率为35.59%，同比-3.19 pct；管理费用率15.82%，同比+2.89 pct；财务费用率0.28%，同比-0.32 pct。公司毛利率降低主要由于产品结构变化，创新药收入占比提升，并且公司继续加大研发投入，总体费用率升高。

✓ 存量业务企稳回升，德镁医药增长迅速

报告期内，传统业务中心脑血管相关疾病线销售额为22.16亿元，同比+0.6%，占比47.5%；消化/自免相关疾病线销售额为14.11亿元，同比+4.9%，占比30.2%，存量业务已然企稳且出现回升趋势；新业务方面，皮肤/医美线（德镁医药）销售额为4.98亿元，同比+104.3%，占比10.7%；眼科疾病线销售额为3.58亿元，同比+17.7%，占比7.7%，新业务占比逐步增长；其他产品销售额为1.87亿元，同比-2.3%，占比3.9%。创新药方面，公司已累计有5款创新药进入商业化，包括莱芙兰、美泰形、维福瑞、益路取和维图可，商业化进程迅速。

✓ 多款产品NDA/IND审评阶段，下半年催化密集

公司共三款产品正在NDA审评待获批阶段——

- 德昔度司他片（口服HIF-PHI），用于非透析的成人CKD患者的贫血治疗，中国NDA处于审评中；
- 芦可替尼乳膏（JAK抑制剂），美国FDA及欧洲EMA批准的首个且唯一局部JAK抑制剂非节段型白癜风复色产品，其白癜风适应症的中国NDA处于审评；
- ZUNVEYL近十年来美国FDA批准的第二个阿尔茨海默病口服疗法的药品，具有潜在更优的胃肠道安全性，二零二五年七月，产品中国NDA获NMPA受理。

两款自研创新药已获得IND批准，即将开展临床试验——

- CMS-D001片（高选择性TYK2抑制剂），拟用于银屑病及AD，其AD适应症的中国IND申请于2025年7月获批（银屑病适应症的中国IND于2024年1月获批）；

- **CMS-D003 胶囊** (心肌肌球蛋白抑制剂), 拟用于治疗成人梗阻性肥厚型心肌病, 其中国 IND 申请于 2025 年 3 月获批。

另外, 注射用 Y-3 已完成缺血性卒中及预防卒中后抑郁焦虑的 3 期临床试验, 将在下半年递交 NDA 申请; ABP-671 (URAT1 抑制剂) 的 2b/3 期临床正在有效推进, 有望成为痛风及高尿酸患者疗效更有、安全性更高的治疗选择。

✓ **德镁健康拆分进行时, 国际化商业体系陆续完善**

今年 4 月, 公司公告建议分拆德镁健康于香港联交所主板独立上市, 目前正在推进阶段。自 2021 年康哲药业皮肤健康业务独立运营以来, 德镁健康已经成为皮肤疾病领域适应症覆盖广度、处方药收入规模均行业领先的皮肤专科创新药企, 目前推广团队已超过 650 人, 深度覆盖皮肤科公立医院及医疗机构等终端。

报告期内, 公司持续推进其商业体系国际化, 以新加坡为区域中心, 推动新兴市场全生态链的布局发展, 公司完成在新交所二次上市, 深化亚太市场产业国际化布局, 立足新加坡, 进一步提升集团全球知名度。产品方面, 目前已在新加坡、中国台湾地区递交芦可替尼软膏用于白癜风的上市申请、已在马来西亚、菲律宾、印尼、越南、泰国递交特瑞普利单抗的注册申请, 国际化商业体系陆续完善。

● **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 16.28/18.92/22.52 亿元, 同比增长分别为 0%/16%/19%, 对应估值分别为 20X/17X/15X。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	1892	2252
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%	9.54%	10.20%
每股收益 (元)	0.67	0.67	0.78	0.92
P/E	11.31	20.14	17.33	14.56
P/B	1.13	1.83	1.65	1.48
EV/EBITDA	6.73	14.31	12.07	9.91

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	10,111	11,757	14,292	营业收入	7,469	8,320	9,454	11,043
现金	3,707	4,763	5,744	7,468	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	9,420	9,354	9,290	研发费用	330	499	690	939
固定资产	376	318	261	205	财务费用	39	-87	-130	-164
无形资产	3,877	3,697	3,525	3,363	除税前溢利	2,010	1,868	2,182	2,557
其他	5,090	5,405	5,568	5,722	所得税	397	224	277	294
资产总计	18,048	19,530	21,111	23,582	净利润	1,613	1,644	1,905	2,263
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	1,892	2,252
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	163	163	163	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	163	163	163					
负债合计	1,645	1,483	1,158	1,366	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	17,948	19,840	22,092	成长能力				
归属母公司股东权	16,311	17,939	19,831	22,083	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%	16.23%	19.03%
股东权益合计	16,403	18,047	19,952	22,216	获利能力				
负债和股东权益	18,048	19,530	21,111	23,582	毛利率	72.60%	73.00%	74.00%	74.50%
					销售净利率	21.69%	19.56%	20.01%	20.39%
					ROE	9.93%	9.07%	9.54%	10.20%
					ROIC	9.54%	8.43%	8.90%	9.41%
					偿债能力				
					资产负债率	9.11%	7.59%	5.49%	5.79%
					净负债比率	-17.53%	-23.32%	-27.86%	-32.34%
					流动比率	5.74	7.66	11.81	11.88
					速动比率	5.24	7.09	10.95	11.06
					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	9.05
					估值比率				
					P/E	11.31	20.14	17.33	14.56
					P/B	1.13	1.83	1.65	1.48
					EV/EBITDA	6.73	14.31	12.07	9.91

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。

分析师: 任婉莹, 分析师, 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。