



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025 年 09 月 12 日

基础数据

09 月 11 日收盘价（港元）	14.94
总市值（亿港元）	364.47
总股本（亿股）	24.40

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证医药】康哲药业：2024 年业绩符合预期，创新战略稳步推进-2025.03.21

分析师：黄翰漾

S0190519020002

请注意：黄翰漾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：孙媛媛

S0190515090001

BUN498

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：董晓洁

S0190522080005

请注意：董晓洁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

dongxiaojie@xyzq.com.cn

康哲药业(00867.HK)

2025 年上半年业绩稳增，创新驱动未来可期

投资要点：

- **2025 年上半年业绩稳增，符合预期。**2025 年上半年公司营业收入为 40.02 亿元，同比增长 10.8%，若全按药品销售收入计算则营业额为 46.70 亿元，同比增长 8.9%，归母净利润为 9.41 亿元，同比增长 3.4%。若全按药品销售收入计算，公司毛利率为 61.7%，同比下降 1.0pct，销售费用率为 30.3%，同比下降 2.1pct，管理费用率为 9.2%，同比提升 0.8pct。公司决定派发中期股息每股 0.1555 元，合计人民币 3.76 亿元，约占公司 2025 年上半年归母净利润的 39.99%。
- **独家产品及创新产品成为增长新驱动。**国家采购产品对经营业绩的重大负面影响已经过去，主要独家、品牌产品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）的比例达到 62.1%，同比提升 6.0pct。分产品线看，若全按药品销售收入计算，心脑血管相关疾病线营收 22.16 亿元，同比增长 0.6%；消化/自免相关疾病线营收 14.11 亿元，同比增长 4.9%；皮肤健康线（德镁医药）营收 4.98 亿元，同比增长 104.3%；眼科疾病线营收 3.58 亿元，同比增长 17.7%；其他产品营收 1.87 亿元，同比下降 2.3%。
- **创新成果持续落地，重磅产品上市在即。**2025 年以来，公司创新布局加速发展，5 款已获批创新药（益路取、维福瑞、美泰彤、维图可、莱芙兰）加速释放商业化价值；3 款创新药（德昔度司他片、磷酸芦可替尼乳膏-白癜风适应症、ZUNVEYL）处于中国 NDA 审评中；2 项自研产品（CMS-D001 片、CMS-D003 胶囊）IND 申请获批；新增 2 款合作开发创新产品（ZUNVEYL、MG-K10）；1 款注射用聚左旋乳酸微球填充剂（丽真然）2025 年 7 月于中国获批。
- **皮肤健康业务拟分拆上市，充分释放高速发展的独立价值。**公司建议通过介绍上市及实物分派的方式分拆子公司德镁医药于联交所主板独立上市，至 2025 年上半年，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，覆盖主要皮肤疾病治疗领域。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。
- **盈利预测与估值：**我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 16.61 亿元、19.17 亿元、22.72 亿元，同比增长 2.54%、15.39%、18.57%，对应 2025 年 9 月 11 日收盘价，PE 为 20.06、17.39、14.66 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**集采影响超预期，在研产品上市进度低于预期，新产品商业化低于预期，海外拓展低于预期，费用投入超预期，行业政策变化等风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	7,469	8,344	9,430	10,847
同比增长	-6.79%	11.72%	13.01%	15.02%
归母净利润（百万元）	1,620	1,661	1,917	2,272
同比增长	-32.54%	2.54%	15.39%	18.57%
毛利率	72.60%	73.17%	74.05%	74.92%
ROE	9.93%	9.59%	10.38%	11.46%
每股收益（元）	0.66	0.68	0.79	0.93
市盈率	20.57	20.06	17.39	14.66

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算，按港币兑人民币汇率 0.9143 计算市盈率

附表

资产负债表		单位：百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	8,705	9,694	10,932	12,419	
现金	3,707	4,178	4,686	5,386	
应收账款及票据	1,705	1,873	2,129	2,444	
存货	768	810	896	992	
其他	2,525	2,834	3,221	3,597	
非流动资产	9,343	9,475	9,474	9,477	
固定资产	376	386	395	403	
无形资产	3,877	3,780	3,689	3,602	
其他	5,090	5,308	5,391	5,472	
资产总计	18,048	19,169	20,406	21,896	
流动负债	1,516	1,610	1,699	1,825	
短期借款	831	831	831	831	
应付账款及票据	142	159	173	193	
其他	542	619	695	801	
非流动负债	129	163	163	163	
长期债务	0	0	0	0	
其他	129	163	163	163	
负债合计	1,645	1,773	1,862	1,988	
普通股股本	84	84	84	84	
储备	16,321	17,322	18,476	19,844	
归属母公司股东权益	16,311	17,312	18,467	19,834	
少数股东权益	92	83	78	73	
股东权益合计	16,403	17,396	18,544	19,907	
负债和股东权益	18,048	19,169	20,406	21,896	

现金流量表		单位：百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	1,269	1,347	1,360	1,657	
净利润	1,620	1,661	1,917	2,272	
少数股东权益	-7	-8	-6	-5	
折旧摊销	230	236	233	229	
营运资金变动及其他	-575	-542	-783	-840	
投资活动现金流	-615	-182	-56	-19	
资本支出	-200	-150	-150	-150	
其他投资	-415	-32	94	131	
筹资活动现金流	-1,261	-698	-800	-942	
借款增加	-438	0	0	0	
普通股增加	-238	0	0	0	
已付股利	-654	-698	-800	-942	
其他	70	0	0	0	
现金净增加额	-605	471	509	699	

利润表		单位：百万元			
	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	7,469	8,344	9,430	10,847	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	2,047	2,238	2,447	2,720	
销售费用	2,662	3,062	3,433	3,948	
管理费用	780	876	943	976	
研发费用	330	501	613	759	
财务费用	39	-96	-113	-131	
除税前溢利	2,010	2,066	2,389	2,835	
所得税	397	413	478	567	
净利润	1,613	1,653	1,911	2,268	
少数股东损益	-7	-8	-6	-5	
归属母公司净利润	1,620	1,661	1,917	2,272	
EBIT	2,049	1,969	2,276	2,704	
EBITDA	2,279	2,206	2,508	2,933	
EPS (元)	0.66	0.68	0.79	0.93	

主要财务比率		2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-6.79%	11.72%	13.01%	15.02%	
归属母公司净利润	-32.54%	2.54%	15.39%	18.57%	
获利能力					
毛利率	72.60%	73.17%	74.05%	74.92%	
销售净利率	21.69%	19.91%	20.32%	20.95%	
ROE	9.93%	9.59%	10.38%	11.46%	
ROIC	9.54%	8.64%	9.40%	10.43%	
偿债能力					
资产负债率	9.11%	9.25%	9.13%	9.08%	
净负债比率	-17.53%	-19.24%	-20.79%	-22.88%	
流动比率	5.74	6.02	6.43	6.80	
速动比率	5.24	5.52	5.91	6.26	
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.45	0.48	0.51	
应收账款周转率	4.34	4.66	4.71	4.74	
应付账款周转率	14.41	14.83	14.73	14.88	
每股指标 (元)					
每股收益	0.66	0.68	0.79	0.93	
每股经营现金流	0.52	0.55	0.56	0.68	
每股净资产	6.69	7.10	7.57	8.13	
估值比率					
P/E	20.57	20.06	17.39	14.66	
P/B	2.04	1.92	1.80	1.68	

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算，按港币兑人民币汇率 0.9143 计算市盈率

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与土耳其主权基金、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、南京浦口经济开发有限公司、博新源国际有限公司、徽商银行、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、运城发展投资集团有限公司、广州地铁集团有限公司、广州地铁投融资（香港）有限公司、广州地铁投融资（维京）有限公司、郑州建中建设开发集团有限责任公司、滨州智慧城市运营有限公司、沛县城市建设投资发展集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、河南水利投资集团有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、中国飞机租赁、新琪安集团股份有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、Turkey Wealth Fund、ZHENG DING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Nanjing Pukou Economic Development Co., Ltd.、Boxinyuan International Co., Ltd.、Huishang Bank Corporation Limited、ZHANGZHOU GAOXIN DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHANGZHOU YUANSHAN DEVELOPMENT CO., LTD.、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Investment Finance (HK) Limited、Guangzhou Metro Investment Finance (BVI) Limited、ZHENGZHOU JIANZHONG CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (GROUP) CO., LTD.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI'AN HOLDING GROUP CO., LTD.、Peixian Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd.、HENAN WATER CONSERVANCY INVESTMENT GROUP CO., LTD.、ORIENTAL CAPITAL COMPANY LIMITED、YANCHENG ORIENTAL INVESTMENT & DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、CALC、CALC Bonds Limited、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk