

康哲药业 (00867.HK)

创新化+国际化助力商业化龙头迈入新阶段

康哲是一家以商业化能力为特色的聚焦药品全生命周期的平台型药企，2018年起开启“新康哲”转型，并逐步消化核心产品集采影响，创新化和国际化成为带动公司增长的核心动力；2024年进入创新产品商业化元年，多个重磅创新药陆续上市，并通过产业国际化公司康联达布局东南亚等新兴市场业务。

- 消化集采影响，由“中国最大CSO”向“Pharma”转型，并迈向“全链条发展创新药企”。从业绩端看，随着2023年三大核心产品陆续纳入集采，公司短期业绩有所波动，但2024年起创新产品陆续上市商业化及独家药品快速增长给公司业绩带来拐点，2025H1收入和利润增速均实现转正。从产品端看，早期公司以代理进口原研药的CSO经营模式为主，但随着2018年启动转型以来，以海外授权+国内合作+自主研发方式快速丰富产品结构，同时聚焦专科，独立运营皮肤健康、眼科和东南亚业务，成为全链条发展创新药企。
- 创新化：主要独家/品牌及创新产品收入占比超60%，聚焦FIC和BIC创新药品。依托“海外授权+国内合作+自主研发”机制，公司在短时间内布局多个全球FIC及BIC创新产品，截至2025H1公司拥有近40项创新药管线，包括5款上市处于商业化阶段的创新药，6款处于NDA阶段以及数十项处于注册性临床阶段的产品。此外，公司已布局约20款自主研发品种，其中有5款自研品种已进入临床开发阶段，另有约15款自研品种处于临床前阶段。
- 国际化：布局东南亚及中东市场，出海成第二增长曲线。公司海外业务聚焦东南亚、中东等具有庞大人口基数和未满足医疗需求的新兴市场，具备产品生产、引进、开发及注册和营销推广的全链条能力。截至2025H1在东南亚、中东及港澳台市场累计提交近20款药品和医疗器械上市申请，覆盖皮肤科、眼科、肿瘤和免疫等领域，实现芦可替尼乳膏等产品在港澳等区域商业化。
- 孵化德镁医药，皮肤健康公司将单独上市。聚焦专科，2021年起陆续将皮肤和眼科业务独立运营，德镁在皮肤病领域构建了全面、差异化的产品组合，拥有三款已上市药品（益路取、喜辽妥、安束喜）和包括芦可替尼乳膏在内的多款重磅研发管线；2025年公司宣布拟分拆德镁医药于联交所单独上市，将成为康哲集团首个单独上市的业务板块。
- 盈利预测与投资建议。我们认为集采对公司业绩影响基本出清，将进入创新药和国际化驱动增长的新阶段。预计2025-2027年归母净利润16.5/19.6/22.7亿元，同比增长1.5%/18.9%/15.8%，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：政策风险、研发失败、推广不及预期、供应风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	8013	7469	8248	10061	11467
同比增长	-12%	-7%	10%	22%	14%
营业利润(百万元)	2746	1651	1774	2091	2439
同比增长	-23%	-40%	7%	18%	17%
归母净利润(百万元)	2401	1620	1645	1955	2265
同比增长	-26%	-33%	2%	19%	16%
每股收益(元)	0.98	0.66	0.67	0.80	0.93
PE	12.6	18.6	18.3	15.4	13.3
PB	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (首次)

消费品/生物医药

目标估值：NA

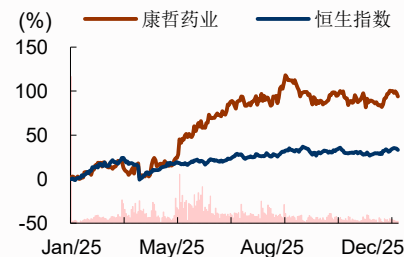
当前股价：13.74 港元

基础数据

总股本(百万股)	2440
香港股(百万股)	2440
总市值(十亿港元)	33.5
香港股市值(十亿港元)	33.5
每股净资产(港元)	7.0
ROE(TTM)	9.5
资产负债率	9.4%
主要股东	林刚
主要股东持股比例	44.46%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	13	114
相对表现	-1	3	77



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 梁广楷 S1090524010001
liangguangkai@cmschina.com.cn
- 许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
- 欧阳京 S1090524070012
ouyangjing@cmschina.com.cn

正文目录

一、康哲药业：中国领先的新药商业化平台型企业	4
二、创新化+国际化双布局，转型成功迈入新阶段	7
2.1 创新管线兑现上市，产品力+商业化优势助力放量	7
2.2 皮肤和眼科独立运营成效显著，国际化带来新增长	16
三、盈利预测与投资建议	21
四、风险提示	22

图表目录

图 1：康哲药业发展历程	4
图 2：公司营业收入及增速（亿元）	5
图 3：公司净利润及增速（亿元）	5
图 4：公司毛利率及净利率	5
图 5：公司三费率	5
图 6：公司核心在售产品管线	6
图 7：康哲商业化体系	7
图 8：不同业务占比	7
图 9：康哲药业创新药在研管线	7
图 10：心脑血管相关业务销售收入及增速（亿元）	8
图 11：维福瑞降磷疗效与司维拉姆相当	9
图 12：相比司维拉姆，维福瑞降低 52% 的片剂负荷	9
图 13：中国透析治疗患者人数（万人）	9
图 14：中国高磷血症药物市场规模预计	9
图 15：2022 年中国在透患者药物使用情况	10
图 16：注射用 Y-3 作用机制	10
图 17：注射用 Y-3 II 期临床试验结果	11
图 18：中国狂犬病发病情况	11
图 19：样本医院 HRIG 和 rhRIG 销售额（亿元）	11
图 20：2018-2024 年中国破伤风被动免疫制剂市场规模（亿元）	12
图 21：2024 年中国破伤风被动免疫制剂竞争格局	12

图 22: 消化/自免疾病产品收入及增速 (亿元)	13
图 23: 中国样本医院 MTX 制剂销售额稳定增长 (亿元)	14
图 24: 皮下注射 MTX 生物利用度高于口服.....	15
图 25: 皮下注射 MTX 起效更快.....	15
图 26: 2016-2030 年全球高尿酸血症患者人数 (亿人)	15
图 27: 2016-2030 年中国高尿酸血症患者人数 (百万人)	15
图 28: 2020 年全球不同区域痛风疾病发病率	16
图 29: ABP-671 II 期临床试验有效性结果.....	16
图 30: 康哲药业业务结构	17
图 31: 德镁药业产品矩阵	18
图 32: 眼科业务销售收入及增速 (亿元)	18
图 33: 康哲维盛产品矩阵	19
图 34: 全球抗 VEGF 眼科药物市场规模 (亿美元)	19
图 35: 康联达海外产品矩阵.....	20
图 36: PharmaGend 产能建设	20
表 1: 心脑血管及相关疾病产品线.....	8
表 2: 中国抗狂犬病单抗产品	12
表 3: 中国抗破伤风毒素单抗竞争格局	13
表 4: 消化及自免相关疾病产品线.....	14
表 5: 康哲药业主营业务收入拆分 (百万元, 全按药品销售收入口径)	21
附: 财务预测表.....	23

一、康哲药业：中国领先的新药商业化平台型企业

康哲药业是一家链接医药创新与商业化，把控药品全生命周期的开放式平台型企业。公司最初以引进产品并在国内从事营销、推广及销售业务为主，即提供CSO服务，自1997年公司授权引进第一款产品黛力新起，康哲在国内成功商业化了数十款药品使之成为细分治疗领域主打品种，包括黛力新、优思弗、莎尔福、施图伦、亿活、新活素等，2010年康哲在港交所上市，成为彼时中国最大的CSO企业。2018年起公司开启“新康哲”转型，坚定“产品创新、商业革新、国际拓展”三大战略，一方面我们看到公司通过科研+投资，以海外授权+国内合作+自主研发布局更多创新专利产品，实现产品创新；另一方面通过聚焦专科实现商业革新，独立运营皮肤健康、眼科和东南亚业务。2018起创新管线数量显著增长至约40款，并在2023年开始上市销售逐步对公司业绩产生正贡献，随着益路取、维图可、美泰形、维福瑞、莱芙兰等新产品陆续上市，公司顺利完成创新+国际化转型。另外，截至2025H1，康哲布局约20项自主研发项目，其中有5款自研品种进入临床开发阶段，另有约15款自研品种处于临床前阶段40款创新管线产品。康哲药业的创新研发和海外业务成为公司新的业绩增长点。

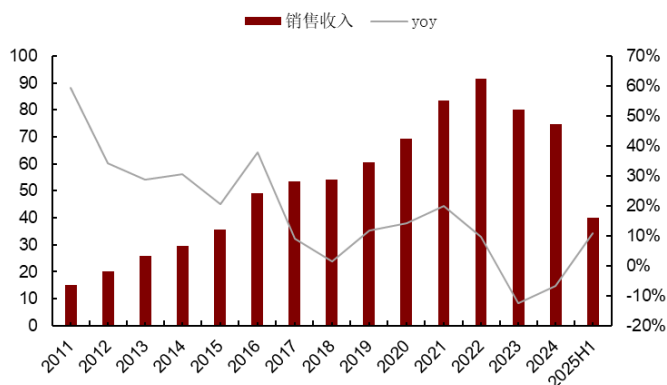
图 1：康哲药业发展历程



资料来源：公司公告、Wind、招商证券

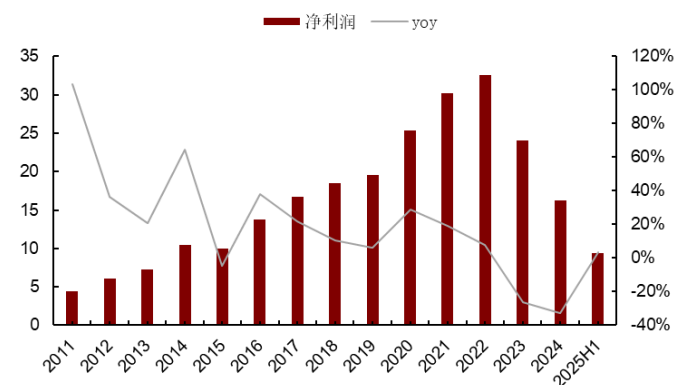
集采扰动见底，创新药带动业绩恢复正增长。2023年以前在公司强大商业网络推动下，业绩实现快速增长，2010-2022收入和利润复合增速分别为23.2%和25.9%，成为中国最大的CSO企业；而随着2023年公司三款主要产品陆续实施国采，公司业绩也受到连续两年下降；2024年随着益路取、维图可等创新药产品上市销售以及独家/品牌产品的稳健增长，2025H1开始公司业绩重回正增长，净利润率实现触底反转。

图 2: 公司营业收入及增速 (亿元)



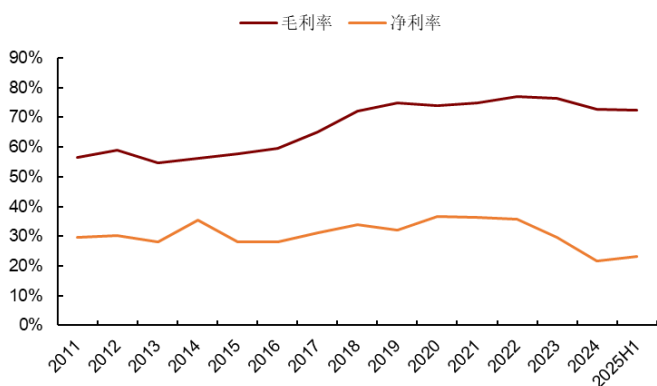
资料来源: Wind、招商证券

图 3: 公司净利润及增速 (亿元)



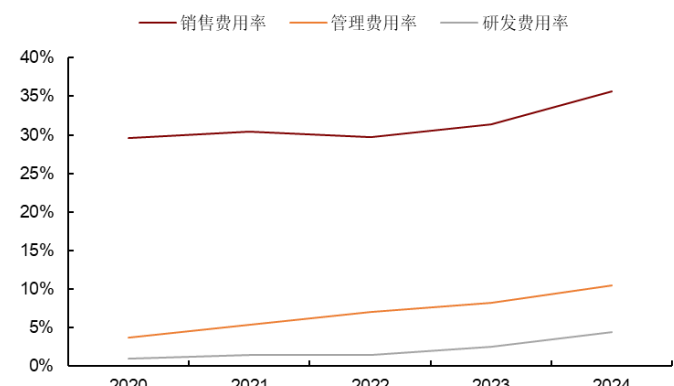
资料来源: Wind、招商证券

图 4: 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind、招商证券

图 5: 公司三费率



资料来源: Wind、招商证券

完成由 CSO 向 Pharma 转型升级，并向全链发展的创新药企迈进。梳理公司产品结构，2023 年是关键时间点，一方面主力三大品种执行国采影响短期业绩，另一方面 2018 年起公司布局的创新战略起效，迈入由创新药和独家产品带动公司业绩增长的新时期。2025H1 主要独家/品牌及创新药实现收入 29.0 亿元，同比增长 20.66%，占当期药品销售收入比例达到 62.1%，环比 2024 年提升 9.3pct。展望未来，三大存量国采产品对公司业绩影响基本出清，凭借原研药品的品牌和学术优势有望保持稳健；存量独家产品，包括亿活、施图伦、慷彼申、希笛尼等产品预计将继续保持稳健增长；2023 年以来上市的创新药成为短期业绩增长的重要来源，通过引进+自研构建的研发管线则为中长期成长提供潜力。

图 6: 公司核心在售产品管线

	产品名称	适应症	独家/品牌药	创新药中国上市时间
创新产品	替瑞奇珠单抗注射液（益路取）	适合系统治疗或光疗的中度至重度斑块状银屑病成人患者	创新药	2023年5月
	蔗糖羟基氧化铁咀嚼片（维福瑞）	用于控制接受血液透析或腹膜透析的慢性肾脏病（CKD）成人患者的血清磷水平，同时用于控制12岁及以上CKD 4-5期或接受透析的CKD儿科患者的血清磷水平	创新药	2023年2月
	甲氨蝶呤注射液（美泰彤）	对其他治疗方法（光疗法、PUVA和维A酸）无充分治疗反应的成人严重、顽固、致残性银屑病；成人活动性类风湿关节炎	创新药	2023年3月 2024年7月
	地西洋鼻喷雾剂（维图可）	六岁及以上儿童和成人癫痫患者的丛集性癫痫发作/急性反复性癫痫发作的急性治疗	创新药	2023年6月
	亚甲蓝肠溶缓释片（莱芙兰）	作为一种诊断剂，适用于在接受结肠镜检查筛查或监测的成人患者中增强结肠病变的可视化	创新药	2024年6月
	布西珠单抗注射液（倍优适）	糖尿病性黄斑水肿(DME)	创新药	2025年5月
存量独家/品牌产品	布拉氏酵母菌散（亿活）	成人和儿童腹泻及肠道菌群失调所引起的腹泻症状	独家药	-
	七叶洋地黄双苷滴眼液（施图伦）	眼底黄斑变性和所有类型的视疲劳	独家药	-
	多磺酸粘多糖乳膏（喜辽妥）	形成和没有形成血肿的钝器挫伤，以及无法通过按压治疗的浅表性静脉炎	独家药	-
	米曲菌胰酶片（慷彼申）	消化酶减少引起的消化不良	独家药	-
	酒石酸西尼必利片（希笛尼）	改善轻度至中度功能性消化不良的早饱、餐后饱胀不适、腹胀症状	独家药	-
	复方枸橼酸阿罗维林软胶囊（乐健素）	成人治疗胃肠道胀气（腹胀）和疼痛等症状	独家药	-
	EyeOP1（青光眼治疗仪）	药物和手术不能控制眼压的青光眼	独家药	-
	雷珠单抗注射液（诺适得）	nAMD、DME、RVO、DR、ROP	品牌药	-
	注射用重组人脑利钠肽（新活素）	急性失代偿心力衰竭	品牌药	-
	依降钙素注射液（益盖宁）	骨质疏松症引起的疼痛	品牌药	-
美沙拉秦肠溶片（莎尔福）	溃疡性结肠炎，包括急性发作期和防止复发的维持治疗，和克罗恩病急性发作期的治疗	品牌药	-	
存量国采产品	非洛地平缓释片（波依定）	高血压及稳定性心绞痛	-	-
	氟哌噻吨美利曲辛片（黛力新）	轻中度抑郁、焦虑及心身疾病	-	-
	熊去氧胆酸胶囊（优思弗）	胆囊胆固醇结石、胆汁淤积性肝病及胆汁反流性胃炎	-	-
消费属性产品	注射用聚左旋乳酸微球填充剂（丽真然®童颜针）	用于注射到鼻唇沟部位真皮深层及皮下浅层，以纠正中重度鼻唇沟皱纹	-	-
	禾零舒缓产品系列	保湿舒缓，洗润结合，适用敏感性皮肤	-	-
	喜辽妥®壬二酸产品系列	痘肌护理，预防及改善痤疮	-	-
	Vmonalisa莫娜丽莎	用于面部真皮组织中层及深层注射，以纠正中重度鼻唇沟皱纹（中大分子）；用于面部真皮组织深层至皮下组织注射，以纠正中重度鼻唇沟（小分子）	-	-

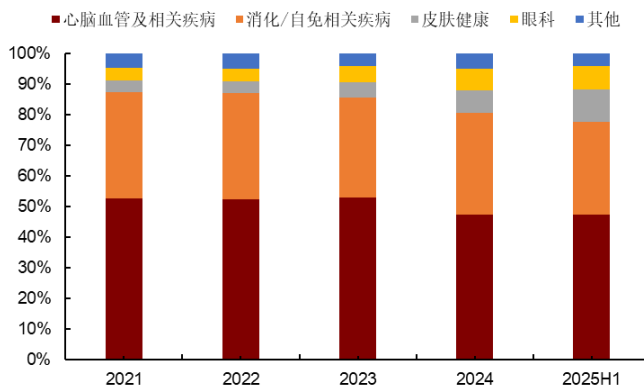
资料来源：公司公告、招商证券

具备商业化优势和经验，聚焦专科。作为运营超三十年的平台型企业，商业化能力是公司核心竞争力，借助覆盖全国的商业化体系和临床资源及学术专家优势，康哲帮助多个产品实现了商业化的成功。截至 2025H1，康哲在全国拥有约 4700 名市场及推广人员，覆盖中国超 5 万家医院及 30 万家零售药店。在产品端，公司聚焦专科疾病领域做深，在覆盖心脑血管、消化、中枢神经和肾科等传统优势疾病领域基础上，2021 年起公司独立运营皮肤健康、眼科和东南亚三大业务，打造细分领域龙头。

图 7: 康哲商业化体系



图 8: 不同业务占比



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

二、创新化+国际化双布局, 转型成功迈入新阶段

2.1 创新管线兑现上市, 产品力+商业化优势助力放量

在研管线有序推进, 创新化战略成效显著。“创新驱动”战略是公司三大战略之首, 依托“海外授权+国内合作+自主研发”的三维创新机制, 布局全球 FIC 及 BIC 创新产品, 目前公司拥有近 40 项创新药管线, 包括 5 款上市处于商业化阶段的创新药(益路取、维福瑞、美泰彤、维图可和莱芙兰), 6 款处于 NDA 阶段以及数 10 项处于注册性临床阶段的产品, 为公司短中长期不同阶段增长奠定基础。

图 9: 康哲药业创新药在研管线

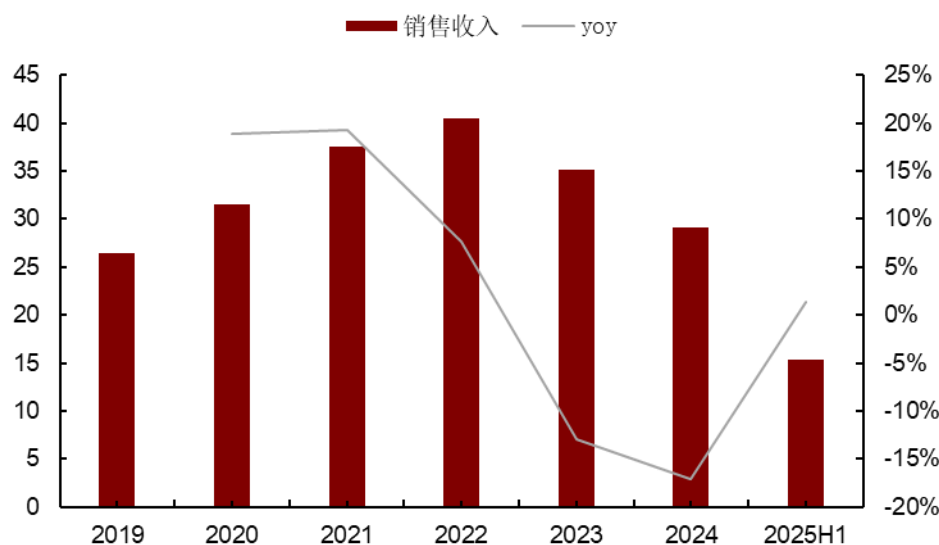
产品名称	靶点	适应症	中国临床进展					合作方
			IND	I 期	II 期	III 期	NDA	
德昔度司他片	HIF-PHI	肾性贫血	→	→	→	→	→	Zydus Lifesciences Limited
唯康度塔单抗注射液	TeNT-Hc	破伤风的被动免疫	→	→	→	→	→	智翔金泰
斯乐韦米单抗注射液	狂犬病病毒G蛋白表位 I 和表位 III	成人疑似狂犬病病毒暴露后的被动免疫 2岁至18岁以下儿童和青少年疑似狂犬病病毒暴露后的被动免疫	→	→	→	→	→	智翔金泰
ZUNVEYL葡萄糖酸苯加兰他敏肠溶片	乙酰胆碱酯酶	阿尔茨海默病	→	→	→	→	→	Alpha Cognition
注射用Y-3	PSD-95/nNOS	急性缺血性脑卒中	→	→	→	→	→	宁丹新药
MG-K10	IL-4Rα	成人中重度特应性皮炎	→	→	→	→	→	麦济生物
		哮喘	→	→	→	→		
		季节性过敏性鼻炎	→	→	→	→		
ABP-671	URAT1	痛风	→	→	→	→	新元素药业	
芦可替尼乳膏	JAK1/JAK2	非节段型白癜风	→	→	→	→	→	Incyte
		轻中度特应性皮炎	→	→	→	→		
povorcitinib	JAK1	非节段型白癜风	→	→				Incyte
		化脓性汗腺炎	→	→				
CMS-D001	TYK2	银屑病	→	→				自主研发
		特应性皮炎	→	→				
CMS-D002	GnRH受体	子宫肌瘤	→	→				自主研发
CMS-D005	GLP-1R/GCGR	超重/肥胖	→	→				自主研发
CMS-D003	心肌肌球蛋白三磷酸腺苷(ATP)酶	肥厚型心肌病	→	→				自主研发

资料来源: 公司公告、招商证券

● 心脑血管相关疾病线：消化集采影响，潜力品种陆续上市

心脑血管相关产品是公司营收占比最高的专科领域，核心在售产品包括新活素、波依定、黛力新和 2 款创新药维福瑞以及维图可等，受波依定和黛力新集采影响，2023-2024 年收入有所下降，而随着维福瑞等创新药开始放量，2025 年 H1 心脑血管相关疾病收入 15.4 亿元，同比增长 1.4%，实现增速同比转正。研发管线中，处于 NDA 审评阶段的狂犬病被动免疫单抗斯乐韦米单抗注射液和破伤风被动免疫单抗唯康度塔单抗注射液均聚焦于急诊救治场景，可与现有在售产品新活素形成急诊科协同效应；此外，公司还有用于肾性贫血的德昔度司他片、脑卒中的注射用 Y-3，用于 AD 的 Zunveyl 和肥厚性心肌病的 CMS-D003 等创新产品处于 NDA 或者临床试验阶段，是心脑血管业务未来增长的核心动力。

图 10：心脑血管相关业务销售收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

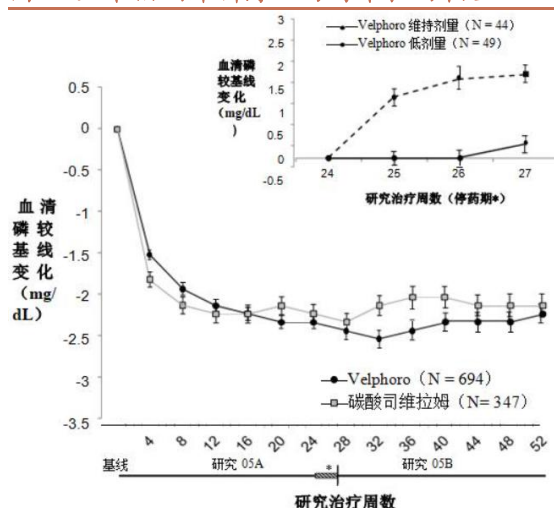
表 1：心脑血管及相关疾病产品线

产品名称	适应症	产品优势/所处阶段	医保目录	独家产品
蔗糖羟基氧化铁咀嚼片（维福瑞）	用于控制接受血液透析或腹膜透析的慢性肾脏病（CKD）成人患者的血清磷水平，同时用于控制 12 岁及以上 CKD4-5 期或接受透析的 CKD 儿科患者的血清磷水平	中国首个铁基非钙磷结合剂，并改善患者营养状况	是	是
地西洋鼻喷雾剂（维图可）	六岁及以上儿童和成人癫痫患者的丛集性癫痫发作/急性反复性癫痫发作的急性治疗，其与患者通常的癫痫发作模式不同，表现为间歇、刻板、频繁的癫痫发作特点	中国首个地西洋鼻喷雾剂，满足癫痫患者丛集性发作时无便利、可随时随地治疗的临床需求	是	是
注射用重组人脑利钠肽（新活素）	急性失代偿心力衰竭	中国批准上市的首个重组人脑利钠肽	是	否
非洛地平缓释片（波依定）	高血压及稳定性心绞痛	原研参比制剂	是	否
氟哌噻吨美利曲辛片（黛力新）	轻中度抑郁、焦虑及身心疾病	原研参比制剂	是	否
德昔度司他片	肾性贫血	NDA	-	是
唯康度塔单抗注射液	破伤风的被动免疫	NDA	-	是
斯乐韦米单抗注射液	成人疑似狂犬病病毒暴露后的被动免疫	NDA	-	是
ZUNVEYL 葡萄糖酸苯加兰他敏肠溶片	2 岁至 18 岁以下儿童和青少年疑似狂犬病	III 期	-	是
注射用 Y-3	阿尔茨海默病	NDA	-	是
	急性缺血性脑卒中	III 期	-	是

资料来源：公司公告、招商证券

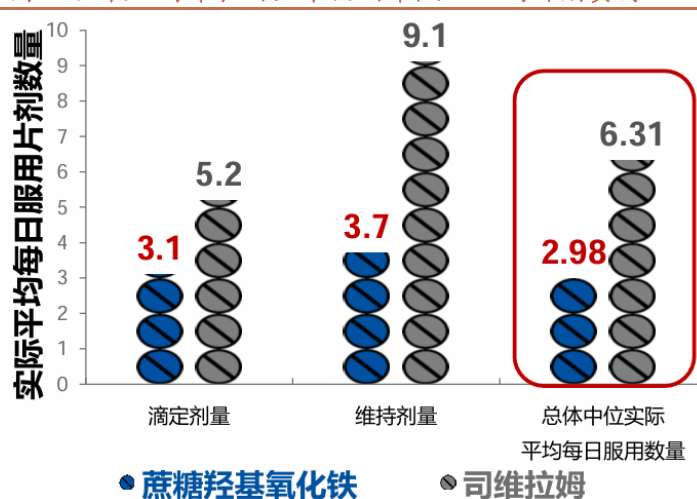
➤ **蔗糖羟基氧化铁咀嚼片（维福瑞）**：维福瑞是中国上市的首个铁基-非钙磷结合剂，2023年2月以优先审评路径在中国获批，为中国CKD透析患者的降磷治疗带来新的用药选择，同时填补了中国12岁至18岁CKD4-5期或接受透析治疗的CKD患儿的降磷治疗用药空白。2024年2月康哲获得维福瑞在中国大陆及港澳台地区的注册、进口、经销、使用和独家销售许可权。凭借公司在肾科领域积累的渠道和学术优势，加上维福瑞国谈药品和儿童药的身份，销售收入快速增长。

图 11：维福瑞降磷疗效与司维拉姆相当



资料来源：维福瑞中国说明书、招商证券

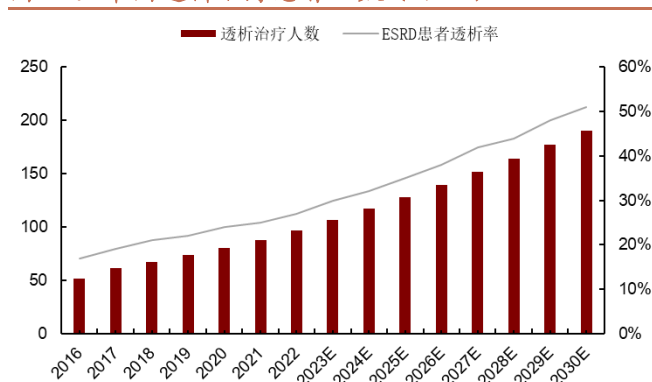
图 12：相比司维拉姆，维福瑞降低 52% 的片剂负荷



资料来源：《Nephron Clin Pract》、招商证券

高磷血症是末期肾病患者透析治疗最常见的并发症之一。根据灼识咨询统计，2022年中国约有356万ESRD患者，透析治疗渗透率仅为27%，透析治疗人数接近百万人，随着ESRD患者人数增加以及透析治疗渗透率的提升，预计到2035年中国透析治疗人数将超过250万人。透析患者磷摄入量和排出量不平衡导致的高磷血症成为透析治疗重要并发症，中国大陆在透患者血磷不达标率超75%，远高于其他国家及地区，中国高磷酸血症药物市场规模有望从2022年13亿元增长至2035年98亿元。

图 13：中国透析治疗患者人数（万人）



资料来源：灼识咨询、招商证券

图 14：中国高磷血症药物市场规模预计



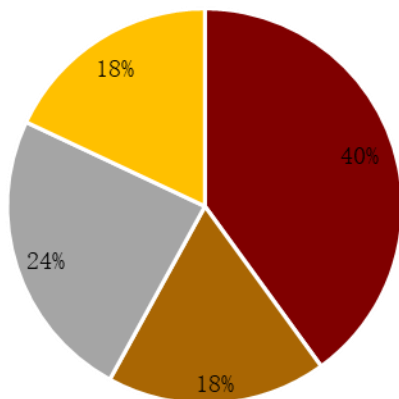
资料来源：灼识咨询、招商证券

目前，高磷酸血症治疗主要以使用磷结合剂为主，常用药物包括钙基磷结合剂、碳酸镧以及司维拉姆等，但存在口感差、用量大、患者依从性低，以及副作用大的问题。相比于其他磷结合剂，维福瑞磷结合效率高、片剂负荷低、患者依从性更好，相较司维拉姆平均每日用药降低52%；同时降磷效果更优，血磷达标率可

提升 95%。同时维福瑞作为含铁磷结合剂无钙和重金属蓄积风险，有望成为未来市场增长主力。

图 15: 2022 年中国在透患者药物使用情况

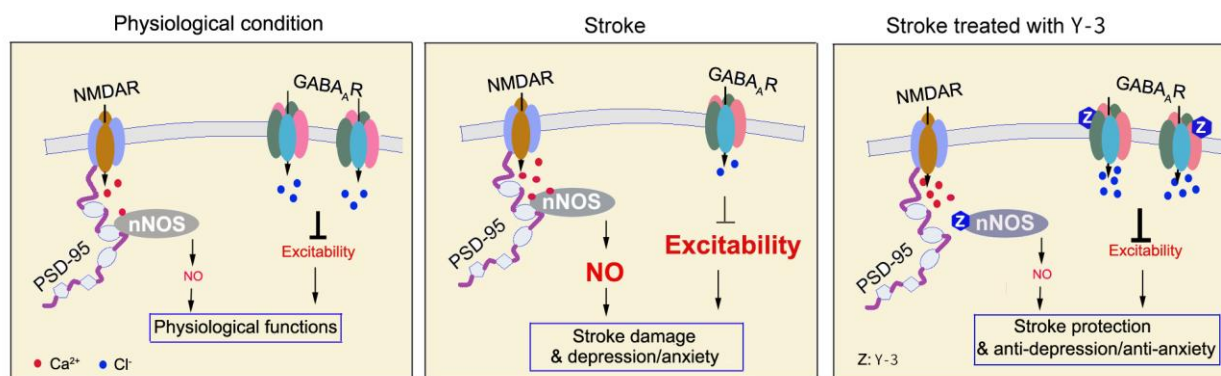
■ 未使用磷结合剂 ■ 使用钙基磷结合剂 ■ 使用司维拉姆 ■ 使用碳酸镧



资料来源: 灼识咨询、招商证券

➤ **注射用 Y-3:** 注射用 Y-3 是 1 类新药小分子化合物，2023 年 8 月康哲与宁丹新药达成合作获得注射液 Y-3 在中国大陆、香港和澳门的独家推广权。通过作用于 PSD-95/nNOS、MPO 和 $\alpha 2$ -GABAAR 多靶点，Y-3 具有治疗缺血性脑卒中并预防卒中后抑郁焦虑双功能，一方面 Y-3 能够解离 PSD-95 和 nNOS 偶联，可抑制兴奋性毒性，减轻氧化应激反应，减少神经元损伤，起到脑细胞保护作用，Y-3 也是全球唯一进入临床阶段的非肽类 PSD-95/nNOS 解偶联剂，同时通过抑制 MPO 活性减轻免疫炎症反应；另一方面，通过增强 $\alpha 2$ -GABA 受体活性，增强 GABA 介导的抑制性神经传递，减少大脑过度活跃，Y-3 有助于缓解焦虑情绪。通过双靶点的高选择性协同，注射用 Y-3 有望成为首个卒中和卒中后抑郁兼顾同治的新型脑保护剂。

图 16: 注射用 Y-3 作用机制

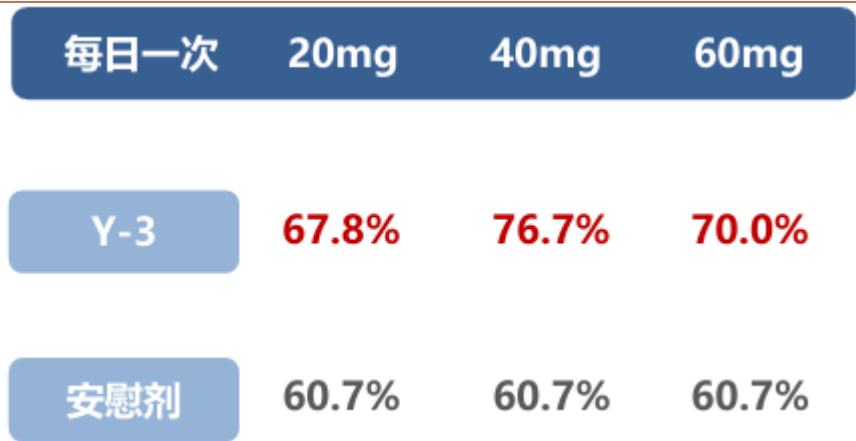


资料来源: 宁丹新药、招商证券

国家卫健委数据显示，2019 年我国脑卒中患者人数达 2876 万例，每年新发病例 394 万，脑卒中成为全球第二大致死和第三大致残原因，同时影响患者预后的卒中并发症发生也很普遍。根据统计，卒中后抑郁发病率约 30%，焦虑发病率约

25%，有近 2/3 伴抑郁脑卒中患者并未得到抗抑郁药物治疗。2024 年 5 月，Y-3 II 期临床试验结果在 ESOC 2024 发表，相比于安慰剂 Y-3 能够提高达到 90 天良好功能预后的患者比例，并在 2025 年 6 月完成中国 III 期临床试验，注射用 Y-3 作为同时具有治疗脑卒中和卒中后抑郁的药物，市场空间广阔。

图 17：注射用 Y-3 II 期临床试验结果



资料来源：公司官网、招商证券

➢ 2025 年 9 月，公司与智翔金泰达成 1 类创新药唯康度塔单抗注射液和斯乐韦单抗注射液的独家合作协议，进入破伤风和狂犬病被动免疫市场，拓展差异化的创新产品布局。

1) **狂犬病被动免疫市场：**狂犬病被动免疫是在狂犬病病毒暴露后，注射疫苗在机体内产生足量抗体前为机体提供被动抗体的即时免疫保护。根据《狂犬病预防控制技术指南》，中国每年疑似狂犬病暴露患者约为 4000 万人，90% 以上为 II 级和 III 级暴露，其中 III 级暴露占比约 40% 近 1600 万人。根据 WHO 和中国疾病预防控制中心推荐的狂犬病预防程序，III 级暴露患者应同时接种狂犬病疫苗和使用狂犬病被动免疫制剂，II 级暴露患者在必要时也需要使用狂犬病被动免疫制剂。而由于患者认知、价格和产品可及性等问题，中国 III 级暴露患者中仅有 15% 左右使用被动免疫制剂，尚有巨大的未开发空间。目前中国获批上市的狂犬病被动免疫制剂包括马抗狂犬病血清（ERA）、狂犬病人免疫球蛋白（HRIG）和重组抗狂犬病病毒单克隆抗体（rhRIG），由于 ERA 和 HRIG 存在不良反应较大、来源有限等问题，能够大规模制备、安全性好的 rhRIG 成为狂犬病 PEP 重要选择。

图 18：中国狂犬病发病情况

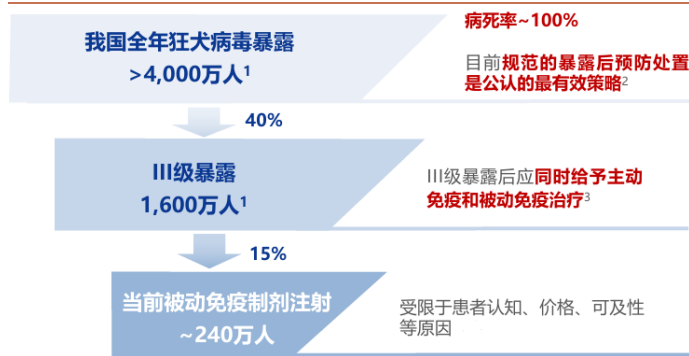
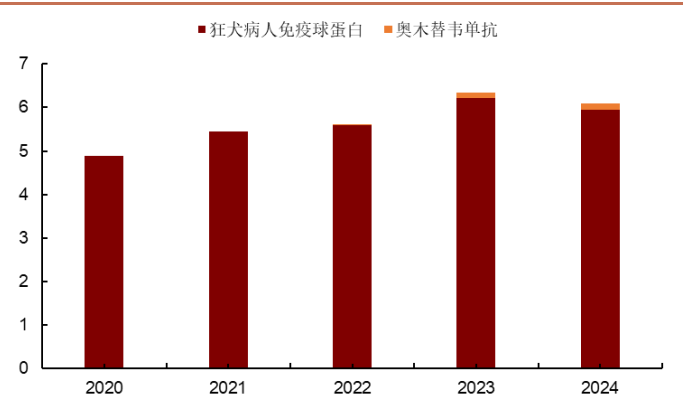


图 19：样本医院 HRIG 和 rhRIG 销售额（亿元）

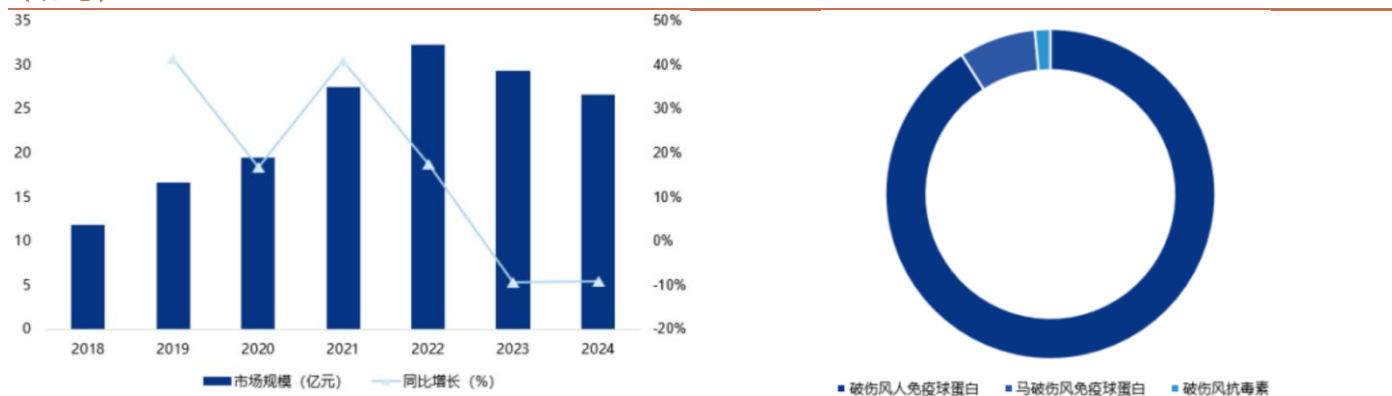


资料来源：《狂犬病预防控制技术指南（2016 版）》、智翔金泰招股书、招商证券

资料来源：药融云数据库、招商证券

2) 破伤风被动免疫市场: 根据江西生物招股书, 全球破伤风易发伤口病例从 2019 年 5.7 亿人增长至 2024 年 6.14 亿, CAGR 为 1.5%, 破伤风也是一种严重的潜在致命性疾病, 经过治疗后全球范围内的病死率仍有 30%-50%。破伤风被动免疫为暴露人群提供及时且有效保护, 目前我国常用的破伤风被动免疫制剂包括破伤风抗毒素 (TAT)、马破伤风免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白和单克隆抗体等。智研数据显示, 2022 年我国破伤风被动免疫制剂市场规模达 32.3 亿元, 随后有所下降; 从竞争格局看, 破伤风人免疫球蛋白占比超过 90%, 2025 年 2 月全球首个重组抗破伤风毒素单克隆抗体斯泰度塔单抗注射液获得 NMPA 批准上市, 为破伤风被动免疫疗法提供安全可及的新治疗选择。

图 20: 2018-2024 年中国破伤风被动免疫制剂市场规模 (亿元) 图 21: 2024 年中国破伤风被动免疫制剂竞争格局



资料来源: 智研咨询、招商证券

资料来源: 智研咨询、招商证券

斯乐米韦单抗注射液: 靶向 RABV 包膜糖蛋白的重组全人源抗狂犬病病毒双特异性抗体, 通过靶向 G 蛋白的关键表位 I 和/或 III, 保证对不同病毒株或病毒的不同基因型的有效性, 符合 WHO 建议的针对不同抗原位点的“鸡尾酒式”疗法。斯乐米韦单抗注射液是全球首个狂犬病被动免疫的双特异性抗体, 用于成人疑似狂犬病病毒暴露后被动免疫的中国 III 期临床试验达到主要疗效终点, 相比 HRIG 斯乐米韦单抗具有非劣的保护力。同时斯乐米韦单抗针对 2 岁至 18 岁以下儿童和青少年疑似狂犬病病毒暴露后的被动免疫适应症正在中国 III 期临床研究, 获批后将有望实现针对儿童以上全人群覆盖。

目前国内仅有 2 款抗狂犬病抗体药物获批上市, 斯乐米韦单抗是首个抗狂犬病双特异性抗体, 同时靶向狂犬病毒 G 蛋白表位 I (保守区) 和表位 III (易变区), 双通道阻断病毒侵入神经细胞, 可覆盖亚洲群 (Asian clade)、北极相关群 (Arctic-Related clade) 和世界群 (Cosmopolitan clade) 3 个狂犬病毒进化群, 并且具有产能稳定和成本优势。

表 2: 中国抗狂犬病单抗产品

药品名称	公司名称	药品类型	靶点	阶段	中国获批/临床时间	医保情况
奥木替韦单抗	华北制药	单抗	狂犬病毒 G 蛋白表位 I	已上市	2022.01	未纳入
泽美洛韦玛佐瑞韦单抗	兴盟生物	复方抗体	狂犬病毒 G 蛋白抗原表位 I 和高度不连续的保守残基	已上市	2024.06	未纳入

药品名称	公司名称	药品类型	靶点	阶段	中国获批/临床时间	医保情况
斯乐米韦单抗	智翔金泰	双特异性	狂犬病毒 G 蛋白表位 I /表位 III	NDA	2025.01	-
NM57S/NC08	华北制药	抗体组合	狂犬病毒 G 蛋白表位 I /表位 II	III 期	2025.04	-

资料来源：公司公告、医药魔方、招商证券

唯康度塔单抗注射液：靶向破伤风毒素（TeNT）重链 C 端的重组人源化单克隆抗体，2024 年 5 月唯康度塔单抗被 CDE 纳入突破性治疗品种名单，用于破伤风被动免疫适应症的中国 III 期临床试验达到主要疗效终点，2025 年 5 月 NDA 获得 CDE 受理，有望成为中国第二款获批上市的破伤风被动免疫单抗。

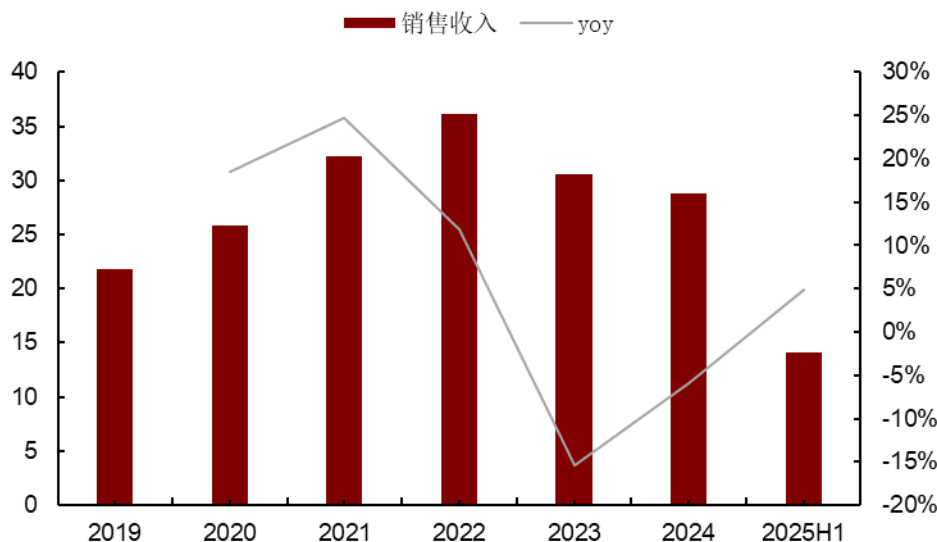
表 3：中国抗破伤风毒素单抗竞争格局

药品名称	公司名称	最新进度	最新进度时间
斯泰度塔单抗	泰诺麦博	批准上市	2025/2/11
唯康度塔单抗	智翔金泰/康哲药业	申请上市	2025/5/22
SNA02-48	科兴中维	II 期临床	2025/4/16
全人源抗破伤风毒素单克隆抗体	百克生物	II 期临床	2025/5/15
	兰州生物所	I 期临床	2025/8/8

资料来源：药融云数据、招商证券

- **消化/自免线：**是公司“专科聚焦”战略下的重要业务，深耕多年建立了强大的学术和渠道优势，2023-2024 年受原研药物优思弗纳入国家集采影响收入有所下降。2025 年起，集采影响已经消化，2025H1 实现收入 14.4 亿元，增速转正，实现同比增长 4.9%；目前拥有核心已上市产品包括莎尔福、亿活、慷彼申、希笛尼等，以及 2 款创新药产品美泰彤和莱芙兰，在研管线中还拥有 ABP-671 和 CMS-D005 等核心产品。

图 22：消化/自免疾病产品收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

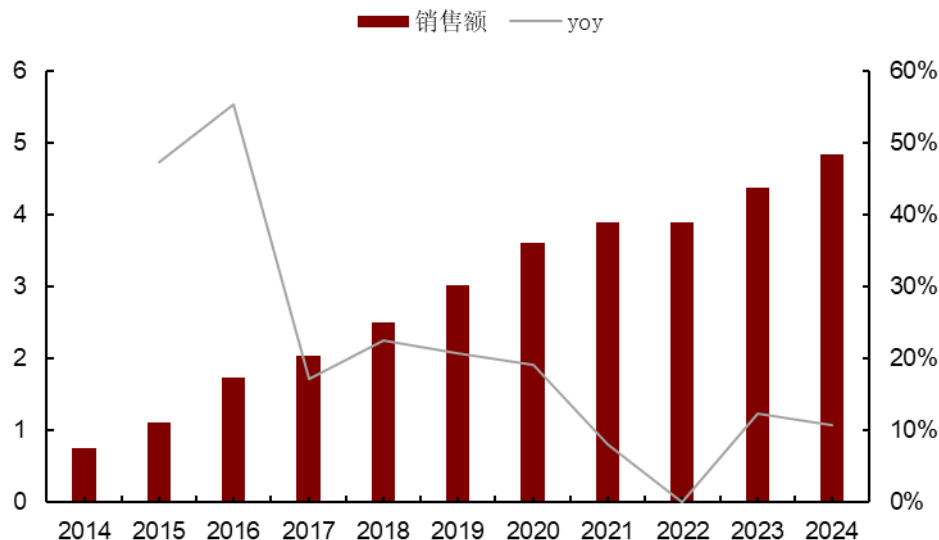
表 4: 消化及自免相关疾病产品线

产品名称	适应症	产品优势/所处阶段	医保目录	独家产品
甲氨蝶呤注射液 (美泰彤)	对其他治疗方法 (光疗法、PUVA 和维 A 酸) 无充分治疗反应的成人严重、顽固、致残性银屑病; 成人活动性类风湿关节炎	中国首个以皮下给药方式治疗银屑病和 RA 的预充式 MTX 注射液	是	是
亚甲蓝肠溶缓释片 (莱芙兰)	作为一种诊断剂, 适用于在接受结肠镜检查筛查或监测的成人患者中增强结肠病变的可视化	中国首个亚甲蓝肠溶缓释片, 为提高结肠镜病变检出率提高重新方案	否	是
熊去氧胆酸胶囊 (优思弗)	胆囊胆固醇结石、胆汁淤积性肝病及胆汁反流性胃炎	原研参比制剂, 胆汁淤积性肝病优选一线用药	是	否
美沙拉秦肠溶片 (莎尔福)	溃疡性结肠炎, 包括急性发作期和防止复发的维持治疗, 和克罗恩病急性发作期的治疗	原研参比制剂, 根据 2024 年 IQVIA 数据, 莎尔福在中国治疗炎症性肠病一线	是	否
布拉氏酵母菌散 (亿活)	成人和儿童腹泻及肠道菌群失调所引起的腹泻症状	循证医学充分、获国内外权威指南高级别推荐的真菌益生菌药物制剂	否	是
米曲菌胰酶片 (慷彼申)	消化酶减少引起的消化不良	胃肠双效, 胰腺外分泌功能不全胰酶替代治疗推荐的消化酶制剂	是	是
酒石酸西尼必利片 (希笛尼)	改善轻度至中度功能性消化不良的早饱、餐后饱胀不适、腹胀症状	双靶点全动力药物, 治疗功能性消化不良的一线药物	否	是
复方枸橼酸阿尔维林软胶囊 (乐健素)	成人治疗胃肠道胀气 (腹胀) 和疼痛等症状	国内上市同时缓解腹痛和腹胀的复方解痉剂, 实现一剂双效	否	是
MGK-10	季节性过敏性鼻炎	III 期	-	是
	哮喘	III 期	-	是
ABP-671	痛风	III 期		

资料来源: 公司公告、招商证券

➤ **甲氨蝶呤注射液 (美泰彤):** 美泰彤是中国首个以皮下给药治疗银屑病和成人活动性类风湿关节炎 (RA) 的预充式 MTX 注射液, 2020 年 9 月康哲与 medac 签署协议获得美泰彤长期独家许可权利, 2024 年 7 月 RA 适应症获得 NDA 批准, 也是目前中国唯一一个获批 RA 适应症的甲氨蝶呤注射液, 具有差异化优势。甲氨蝶呤 (MTX) 具有抗炎、抗增殖和免疫调节作用, 除了广泛用于抗肿瘤治疗和银屑病外, 也是国际和中国指南公认的治疗 RA 的一线首选用药和锚定药物。

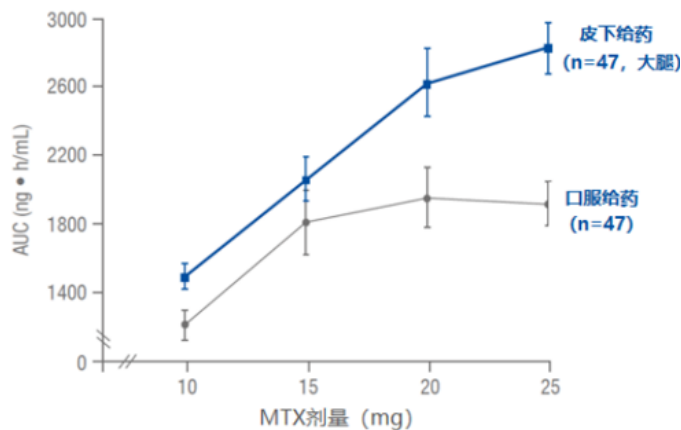
图 23: 中国样本医院 MTX 制剂销售额稳定增长 (亿元)



资料来源：药融云、招商证券

2021 年中国 RA 患者人数超过 500 万人，并且每年上涨，对应治疗药物市场规模 160 亿元。中国 III 期桥接试验结果显示，相较于口服 MTX，皮下给药方式具有副作用更低、生物利用度更高和临床应答更佳优势，同时美泰形提供多种规格和小容量设计，为中国患者提供更丰富治疗选择。

图 24：皮下注射 MTX 生物利用度高于口服



资料来源：梅斯医学、招商证券

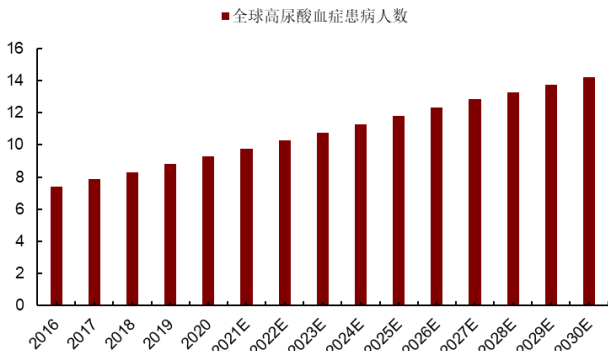
图 25：皮下注射 MTX 起效更快



资料来源：梅斯医学、招商证券

➤ **ABP-671**：用于治疗痛风及高尿酸血症的化药 1 类创新药，2024 年 12 月公司与新元素药业签署独家商业化协议，获得 ABP-671 在中国大陆、香港和澳门的独家商业化权利。由于发病率提升，痛风和高尿酸血症逐渐成为全球继“三高”后的第四高，根据统计，2020 年全球高尿酸血症（HUA）人数超 11 亿，其中中国患者达 1.7 亿，中国成人居民 HUA 患病率为 14.0%，成为我国仅次于糖尿病的第二大代谢性疾病，而由 HUA 引起的痛风发病率达到 1.1%，人数超过 1500 万。根据诊疗指南，降尿酸是 HUA 治疗的核心，常用治疗药物包括 XO 抑制剂、URAT1 抑制剂等，包括别嘌醇、非布司他和苯溴马隆等，但均存在一定不良反应，全球 HUA 和痛风治疗存在广阔的未满足临床需求。

图 26：2016-2030 年全球高尿酸血症患者人数（亿人）



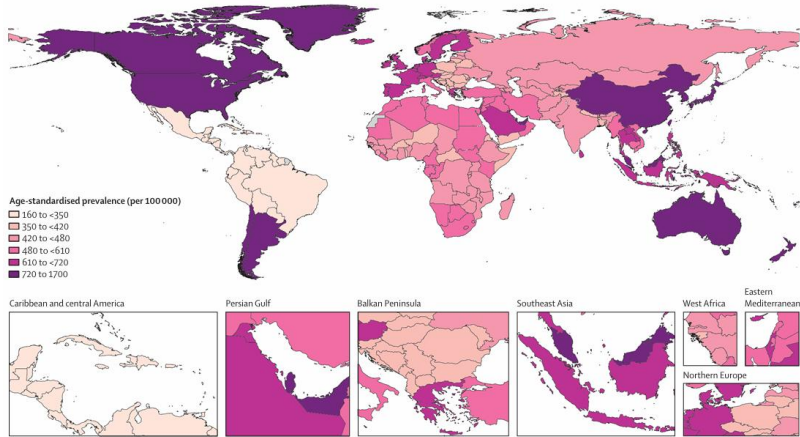
资料来源：Frost & Sullivan、招商证券

图 27：2016-2030 年中国高尿酸血症患者人数（百万人）



资料来源：Frost & Sullivan、招商证券

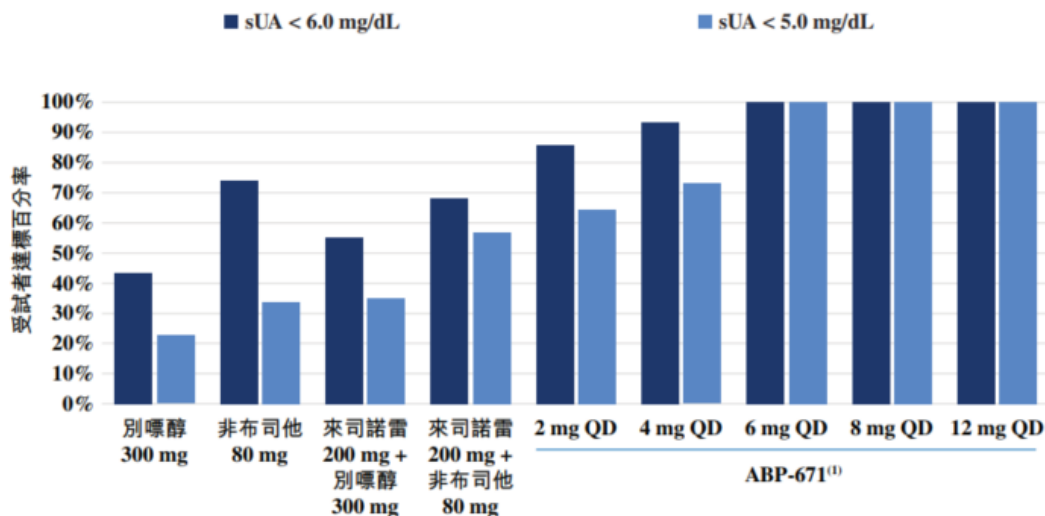
图 28: 2020 年全球不同区域痛风疾病发病率



资料来源: 《Lancet Rheumatology》、招商证券

ABP-671 通过抑制 URAT1 靶点, 降低肾脏对尿酸的重吸收, 从而增加尿液尿酸盐排泄, 起到降低血尿酸水平的效果, 目前同时在中国和全球开展 II b 及 III 期临床试验。2 项 II 期实验结果显示, ABP-671 多个剂量组均表现出了良好的疗效和安全性, 2mg 组每天给药药效相当或优于苯溴马隆和非布司他最高剂量 80mg 功效, 同时尿酸下降水平可以维持 24 小时, 且没有出现严重的安全性问题。相比于竞品, ABP-671 优势体现在使用剂量低、安全性好和疗效优, 具备溶解痛风石潜力。

图 29: ABP-671 II 期临床试验有效性结果



资料来源: 新元素药业招股书、招商证券

2.2 皮肤和眼科独立运营成效显著, 国际化带来新增长

为了践行专科聚焦战略, 2021 年起公司陆续将皮肤业务和眼科业务分拆独立运营, 打造细分领域内的龙头企业。1) 德镁医药: 2021 年独立运营, 2022 年收购禾零医药 60% 股权, 拓展皮肤学级护肤品, 2025 年公司宣布拟分拆德镁医药于联交所单独上市, 成为康哲集团首个单独上市的子业务板块; 2) 康哲维盛: 2022 年独立运营, 专注于眼科处方药、医疗器械及耗材的开发与商业化, 并拓展至耳鼻喉科领域, 覆盖眼疲劳、青光眼、眼底新生血管性疾病以及鼻炎等适应症, 致力于打造“中国眼科医药龙头企业”。

此外，公司将国际化战略作为第二增长曲线，2022 年开始拓展东南亚市场，建立了以新加坡为业务枢纽，覆盖全亚太市场的包括研发体系“CMS R&D”、生产体系“PharmaGend”和商业化体系“Rxilient”在内的医药研产销的全生态业务体系，建立创新药出海新兴市场闭环；2025 年公司完成在新交所第二次上市，进一步提升在亚太地区的市场影响力。

图 30：康哲药业业务结构



资料来源：公司官网、招商证券

➤ 德镁医药：专注于皮肤健康专科领域的创新平台

德镁建立了皮肤处方药和皮肤学级护理品两大业务布局，提供从预防、治疗到长期护理的皮肤健康综合解决方案。通过引进和自研，公司在皮肤病领域构建了全面、差异化的产品组合，覆盖银屑病、白癜风、特异性皮炎、皮肤痤疮等主要皮肤疾病。截至 2025H1，德镁在皮肤疾病领域拥有三款已上市药品（益路取、喜辽妥、安束喜），四款临床阶段管线（芦可替尼乳膏、MG-K10、povorcitinib 和 CMS-D001）以及多款临床前候选产品，不论是适应症覆盖还是产品收入均处于中国皮肤处方药领域领先地位。在皮肤消费品领域，公司核心产品包括禾零舒缓系列产品和喜辽妥壬二酸系列产品，为患有特异性皮炎和寻常痤疮患者提供消费级护肤产品。

图 31: 德镁药业产品矩阵

		银屑病	特应性皮炎	白癜风	寻常痤疮	浅表性静脉炎、钝器挫伤	静脉曲张	结节性痒疹	化脓性汗腺炎	慢性自发性荨麻疹
治疗	外用药物		芦可替尼乳膏 JAK1/2	芦可替尼乳膏 JAK1/2		多磺酸粘多糖乳膏				
	口服片剂	CMS-D001 TYK2	CMS-D001 TYK2	povorcitinib JAK1				povorcitinib JAK1	povorcitinib JAK1	povorcitinib JAK1
	注射液	替瑞奇珠单抗 IL-23	MG-K10 IL-4R α				聚多卡醇注射液	MG-K10 IL-4R α		
护肤	皮肤学级护肤品		禾零舒缓系列产品		壬二酸祛痘系列					

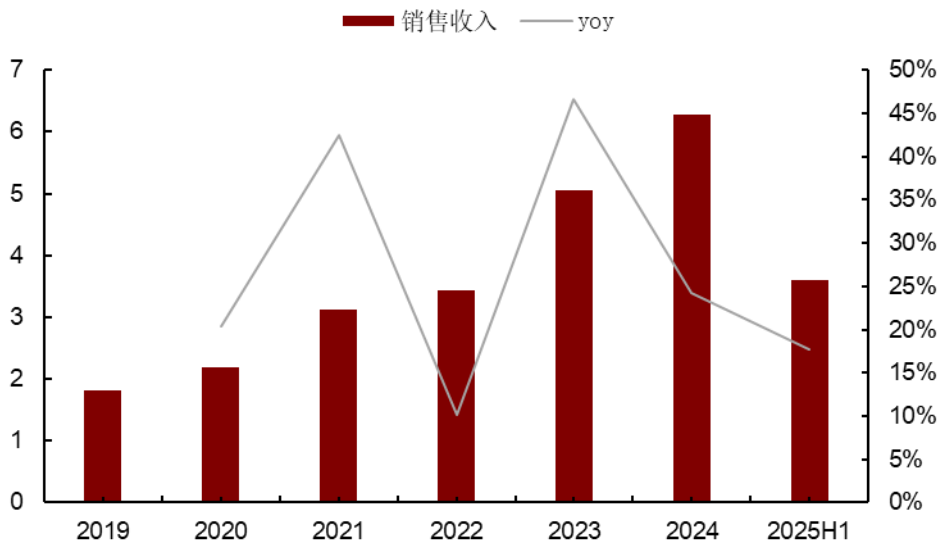
■ 在售 ■ 临床开发

资料来源: 公司官网、招商证券

➤ 康哲维盛: 致力于打造“中国眼科医药龙头”

康哲维盛为眼科以及耳鼻喉科提供全面的药械产品组合, 截至 2025H1 拥有两大核心在售产品施图伦滴眼液和创新器械 EyeOP1 青光眼治疗仪, 以及 VEGFA+ANG2 四价双抗等在研品种。2025 年上半年眼科业务实现收入 3.58 亿元, 同比增长 17.7%, 维持了连续高增长趋势。通过引进合作模式, 公司迅速扩充眼科产品线, 2025 年 7 月康哲维盛与景泽生物达成合作, 借助康哲渠道和学术优势, 加速眼科用药 JZB05 在国内外上市进程。

图 32: 眼科业务销售收入及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

➤ 2025 年 10 月, 公司与诺华达成重磅合作, 取得诺华眼科核心产品雷珠单抗 (诺适得) 和布西珠单抗 (倍优适) 在中国境内的独家经销权。诺适得是中国首个获批上市的抗 VEGF 眼科用药, 2011 年就在中国上市销售, 也是目

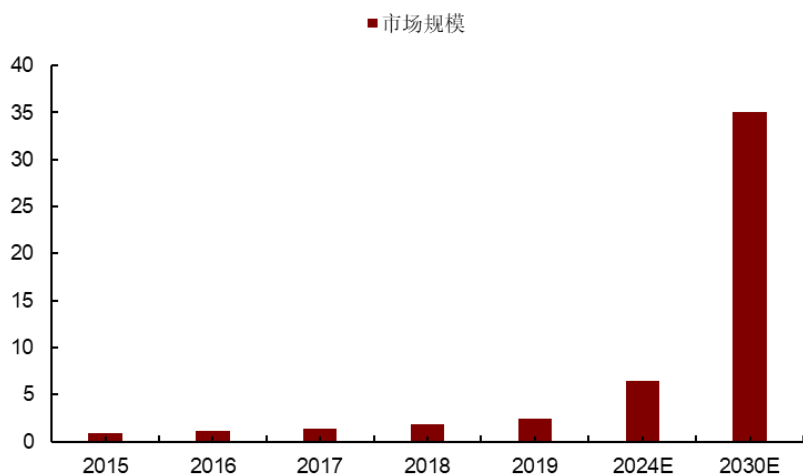
前中国覆盖年龄最广泛和适应症最多的抗 VEGF 药物。倍优适于 2025 年 5 月在中国获批上市，并通过国谈进入 2026 年医保目录，是目前分子量最小的抗 VEGF 药物，因此在长效化方面具有一定优势，是唯一可实现负荷期每 6 周给药一次的同类药物。诺适得和倍优适的加入不仅增加公司眼科管线在售产品数量，显著提升公司在眼底疾病领域竞争力，且在在客户、专家资源、渠道网络上能够产生高度协同，提升眼科团队整体效能，并为康哲维盛持续合作、开发临床急需的眼科创新产品带来正向推动作用。

图 33: 康哲维盛产品矩阵

眼 科				耳鼻喉科
眼底疾病		视疲劳	青光眼	鼻炎
施图伦滴眼液 眼底黄斑变性	布西珠单抗注射液 糖尿病性黄斑水肿	施图伦滴眼液	EyeOP1 青光眼治疗仪	抗 IL-4R α 人源化单抗注射液 季节性过敏性鼻炎 (在研)
雷珠单抗注射液 湿性年龄相关性黄斑变性、糖尿病性黄斑水肿、视网膜静脉阻塞继发的黄斑水肿等	VEGFA+ANG2 四价双抗 眼底新生血管疾病 (在研)			

资料来源：公司官网、招商证券

图 34: 全球抗 VEGF 眼科药物市场规模 (亿美元)



资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券

➤ 康联达：构建覆盖亚太新兴市场的研产销一体化创新药平台

公司海外业务聚焦于东南亚、中东等具有庞大人口基数和未满足医疗需求的新兴市场，已经建立了包括产品引进、开发及注册和营销推广的全链条能力。1) **CMSR&D**: 推动自主研发国际化; 2) **PharmaGend**: 与康龙化成和君联资本共同创建的联营公司，康哲集团合计持股 45%，以新加坡为基地满足集团海外供应需求的同时为全球药企提供药物 CDMO 平台，在新加坡拥有三万平方米生产基地，目前口服制剂产能已经达到 10 亿片/年，并获得美国 FDA、新加坡 HSA 等多个权威机构认证，鼻喷剂、乳膏剂、注射剂等新产线有望在 2026-2027 年落地; 3) **Rxilient**: 深度布局新兴市场的新型 Pharm，截至 2025H1，Rxilient 在东南亚、中东及港澳台市场累计提交近 20 款药品和医疗器械上市申请，覆盖皮肤科、眼科、肿瘤和免疫等领域，其中芦可替尼乳膏已在澳门和香港获批，维福瑞、益路取已于香港获批，慷彼申已于香港和泰国获批。海外业务将成为公司未来第二增长曲线。

三、盈利预测与投资建议

经过 2022-2024 年调整，我们认为集采等因素对公司经营扰动影响基本出清，2025 年上半年业绩开始恢复正增长。随着公司布局的品牌药/创新药陆续上市销售，以及海外业务逐渐步入正轨，公司将进入由创新化+国际化双轮驱动的“新康哲，分拆德镁医药于联交所单独上市也印证了公司聚焦专科战略的有效性。

- **心脑血管相关疾病线：**波依定/黛力新集采影响逐渐出清，创新药维福瑞/维图可等新产品和品牌药仍然维持稳健增长，预计 2025-2027 年全按药品销售收入计算，公司心脑血管相关疾病线实现收入为 40.9/41.4/42.7 亿元，同比增长 0.1%/1.1%/3.2%；
- **消化/自免相关疾病线：**优思弗集采影响逐渐出清，美泰彤/莱芙兰/亿活/慷彼申/希笛尼等品牌药和创新药放量增长，预计 2025-2027 年全按药品销售收入计算，公司消化/自免相关疾病线实现收入为 30.6/33.0/36.0 亿元，同比增长 6.3%/7.9%/9.2%；
- **皮肤健康线（德镁医药）：**重磅品种芦可替尼乳膏上市后将打破国内白癜风无药可治局面，是未来增长的核心驱动力，预计 2025-2027 年，公司皮肤健康线实现收入为 10.4/20.9/33.5 亿元，同比增长 54.7%/101.3%/59.9%。

综上，我们预计 2025-2028 年，公司将实现营业收入 82.5/100.6/114.7 亿元，同比增长 10.4%/22.0%/14.0%，归母净利润 16.5/19.6/22.7 亿元，同比增长 1.5%/18.9%/15.8%，对应 PE 为 18/15/13 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐”投资评级。

表 5：康哲药业主营业务收入拆分（百万元，全按药品销售口径）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入合计	9472	8622	9348	11211	12667
yoy	-9.8%	-9.0%	8.4%	19.9%	13.0%
其中：					
心脑血管相关疾病线					
收入	5033	4087	4086	4151	4285
yoy	-8.8%	-18.8%	0.0%	1.6%	3.2%
消化/自免相关疾病线					
收入	3057	2875	3069	3258	3555
yoy	-15.4%	-6.0%	6.7%	6.2%	9.1%
皮肤健康线					
收入	569	673	1041	1997	2783
yoy	29.3%	18.2%	54.7%	91.9%	39.3%
眼科疾病线					
收入	505	739	1348	1543	1747
yoy	29.3%	17.8%	82.6%	14.4%	13.2%

资料来源：Wind、招商证券

四、风险提示

政策风险：医药行业受到多项行业政策监管，政策变动可能会对公司经营产生影响；

研发失败风险：创新药研发具有投入大周期长特点，具有一定的失败或者进度不及预期风险；

推广不及预期风险：药物销售推广具有不确定性，可能受到政策、市场环境等因素影响；

集采风险：若药品纳入集采可能出现价格下降，从而影响公司业绩；

供应风险：公司存在向上游供应商采购药品销售情况，可能会存在供应不及时或者断供等风险等。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8795	8705	9927	11153	12784
现金及现金等价物	4311	3707	4200	4500	5372
交易性金融资产	1832	2160	2600	2800	3000
其他短期投资	36	0	0	0	0
应收账款及票据	1736	1705	1883	2297	2618
其它应收款	242	365	403	491	560
存货	638	768	841	1064	1233
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	8936	9343	9663	10129	10517
长期投资	3615	3774	3972	4272	4572
固定资产	398	376	270	235	223
无形资产	3840	3921	3921	3921	3921
其他	1084	1272	1500	1700	1800
资产总计	17731	18048	19590	21281	23301
流动负债	2049	1516	2071	2066	2195
应付账款	142	142	167	212	245
应交税金	317	194	250	290	350
短期借款	1270	831	1245	1047	1000
其他	320	349	409	518	600
长期负债	126	129	150	180	220
长期借款	0	0	0	0	0
其他	126	129	150	180	220
负债合计	2174	1645	2221	2246	2415
股本	84	84	84	84	84
储备	15436	16544	17516	19191	21051
少数股东权益	36	92	85	77	67
归属于母公司所有者权益	15520	16312	17284	18959	20819
负债及权益合计	17731	18048	19590	21281	23301

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2503	1269	1464	1250	1641
净利润	2401	1620	1645	1955	2265
折旧与摊销	230	259	252	181	157
营运资本变动	3	(128)	(147)	(533)	(383)
其他非现金调整	(131)	(482)	(286)	(354)	(399)
投资活动现金流	(442)	(615)	(702)	(466)	(326)
资本性支出	(318)	(456)	(150)	(150)	(150)
出售资产净额	0	4	4	4	4
投资增减	511	488	639	500	500
其它	346	313	82	180	320
筹资活动现金流	(2125)	(1261)	(268)	(484)	(443)
债务增减	(528)	(465)	414	(199)	(47)
股本增减	0	(238)	0	0	0
股利支付	1360	556	672	281	405
其它筹资	(236)	(1)	(10)	(4)	9
其它调整	(2721)	(1112)	(1344)	(562)	(810)
现金净增加额	(65)	(605)	493	300	872

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	8013	7469	8248	10061	11467
主营业务收入	8013	7469	8248	10061	11467
营业成本	1904	2047	2402	3040	3524
毛利	6109	5422	5846	7021	7943
营业支出	3363	3772	4073	4930	5504
营业利润	2746	1651	1774	2091	2439
利息支出	46	39	31	34	31
利息收入	0	0	0	0	0
权益性投资损益	278	341	250	310	340
其他非经营性损益	(104)	57	60	70	80
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	2874	2010	2052	2436	2828
所得税	489	397	415	489	572
少数股东损益	(17)	(7)	(7)	(8)	(9)
归属普通股股东净利润	2401	1620	1645	1955	2265
EPS(元)	0.98	0.66	0.67	0.80	0.93

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-12%	-7%	10%	22%	14%
营业利润	-23%	-40%	7%	18%	17%
净利润	-26%	-33%	2%	19%	16%
获利能力					
毛利率	76.2%	72.6%	70.9%	69.8%	69.3%
净利率	30.0%	21.7%	19.9%	19.4%	19.8%
ROE	15.5%	9.9%	9.5%	10.3%	10.9%
ROIC	14.1%	9.1%	8.6%	9.5%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	12.3%	9.1%	11.3%	10.6%	10.4%
净负债比率	7.2%	4.6%	6.4%	4.9%	4.3%
流动比率	4.3	5.7	4.8	5.4	5.8
速动比率	4.0	5.2	4.4	4.9	5.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	3.4	2.9	3.0	3.2	3.1
应收账款周转率	4.0	3.7	3.8	4.0	3.8
应付账款周转率	11.9	14.4	15.5	16.1	15.4
每股资料(元)					
每股收益	0.98	0.66	0.67	0.80	0.93
每股经营现金	1.02	0.52	0.60	0.51	0.67
每股净资产	6.33	6.69	7.09	7.77	8.53
每股股利	0.39	0.27	0.27	0.32	0.37
估值比率					
PE	12.6	18.6	18.3	15.4	13.3
PB	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.9	12.2	12.1	10.6	9.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。