



叶海燕, CFA, CESGA
电话: +852 2533 3723
电邮: evayip@sbichinacapital.com

建议	未评级
目标价(港元)	不适用
现价(港元)	2.74
52周最高价/最低价(港元)	3.10/0.85
市值(亿港元)	13.66

资料来源: 彭博及软库中华

开拓药业 - B (9939.HK) — 公司拜访纪要

开拓药业是专注于雄激素受体(AR)靶点的创新药研发公司, 管线主要涵盖皮肤科(如脱发、痤疮等)及肿瘤适应症。公司于 2023 年末进行转型, 现时策略集中研发外用创新药及延伸至功能性化妆品领域, 作为重要的补充作用。

美白祛斑功效性化妆品原料全球销售首次贡献营收

开拓药业自主研发的具有美白祛斑功能的功效性化妆品原料 KT-939 去年上半年正式启动全球销售业务, 以 B2B 模式销售。1H25 录得约 161 万元人民币营收。KT-939 为一种酪氨酸酶抑制剂, 可高效抑制黑色素生成, 兼具抗氧化和抗炎作用, 在人体皮肤外用时可安全有效实现美白祛斑功效。KT-939 对标的全球同靶点为由德国拜耳斯道夫多(Beiersdorf)研发的 Thiamidol 630(提安明多 630), 2024 年 11 月已获国家药监局批准作为美白剂化妆品新原料, 成为内地历史上第二个。拜耳斯道夫多不对外销售 Thiamidol, 产品主要应用于其自家品牌 Eucerin 优色林、Nivea 妮维雅等品牌的淡斑亮肤产品中, 2024 年全球销售达 4 亿欧元。此前, 国内获批同靶点化合物为苯乙基间苯二酚 377, 由原国家食品药品监督管理局 2012 年批准作为美白化妆品新原料。公司正在推进人体长期安全性试验, 预计 2026 年第三季完成试验, 计划于 2026 年年底前正式向中国药监局递交注册申请。

KX-826 或将实现重要进展

开拓药业将于今年 3 月宣布治疗男性雄激素性脱发(AGA)的 KX-826 国内 IIb/III 期临床的关键数据结果。2025 年 7 月公司公布 II 期已经达到临床终点, 数据显示具有有效性及安全性良好。现时雄激素性脱发的治疗药物主要为米诺地尔及非那雄胺。于 1988 年上市的米诺地尔是最常用的治疗 AGA 药物, 副作用包括初期脱发加重(狂脱期); 于 1997 年获批的非那雄胺则可能产生的副作用包括性功能障碍及仅适用于男性。国内 AGA 人群约为 1.63 亿人, 且现时治疗率亦相对较低。2024 年内地市场防脱药物规模约为 35 亿元人民币, 三生制药(1530.HK)附属公司蔓迪国际为中国脱发药物市场的龙头, 2024 年销售为 13.4 亿元人民币, 占米诺地尔内地销售 48%。KX-826 对标的全球同靶点的 Clascoterone 5%溶液的三期临床试验于 2025 年 12 月 3 日宣布取得积极的顶线结果, 说明通过阻断 AR 信号通路以达到治疗 AGA 目的的作用机理经过验证, 有望成为近 30 年 AGA 治疗领域机制突破。

点评

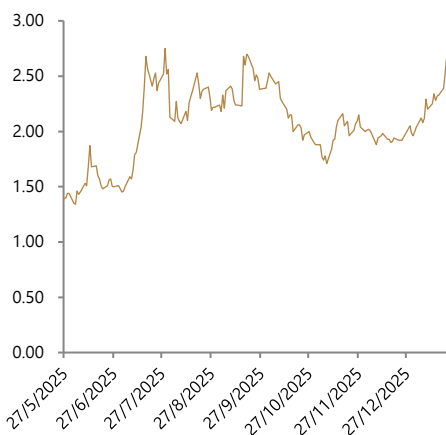
三生制药去年 11 月公布计划分拆蔓迪国际于港股上市, 蔓迪国际初步招股说明书披露蔓迪国际 2025 年 11 月 A 轮融资后估值达到 58 亿港元。KX-826 具有国内 FIC 潜力, 关键数据结果公布、成功商业化或海外地区商业化许可授权将成为公司估值催化剂。

风险提示

新药进展及数据不及预期, 影响研发管线兑现时间、新药上市后如销售推广效果逊于预期、政策监管风险

股价表现

(港元)



	1 个月	3 个月	12 个月
股价变动	42.7%	35.0%	204.4%
相对恒指	39.5%	31.7%	169.8%

资料来源: 彭博及软库中华

损益表

年结日：12月31日 (百万人民币)	2021 (A)	2022 (A)	2023 (A)	2024 (A)
收入	34.2	0.0	0.0	5.0
同比变动	不适用	不适用	不适用	不适用
销售成本	-	-	(42.2)	(9.7)
毛利	34.2	-	(42.2)	(4.7)
其他收入	20.5	11.9	9.8	18.0
经营开支	(885.5)	(946.8)	(1,034.7)	(158.1)
经营利润/亏损	(830.8)	(934.9)	(1,067.1)	(144.8)
融资成本	(6.9)	(10.6)	(12.4)	(9.3)
合营及联营企业损益	-	-	-	(1.4)
税前利润/亏损	(842.1)	(953.3)	(1,068.9)	(155.3)
所得税开支	-	(1.1)	8.0	(0.0)
净利润/亏损	(842.1)	(954.4)	(1,060.8)	(155.3)
少数股东损益	-	-	-	-
归属母公司净利润/亏损	(842.1)	(954.4)	(1,060.8)	(155.3)
同比变动	不适用	不适用	不适用	不适用
每股盈利/亏损(人民币)	(2.36)	(2.53)	(2.47)	(0.36)
同比变动	不适用	不适用	不适用	不适用
每股股利(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	(820.3)	(916.5)	(1,048.2)	(127.2)

资产负债表

年结日：12月31日 (百万人民币)	2021 (A)	2022 (A)	2023 (A)	2024 (A)
固定资产	262.3	282.5	221.8	174.2
无形资产	235.6	235.6	148.9	148.9
其他非流动资产	44.2	29.1	25.9	20.2
非流动资产	542.1	547.3	396.7	343.4
存货	-	603.5	-	2.2
贸易应收款项	-	-	-	-
现金或现金等物	930.1	865.1	445.5	147.4
其他	595.7	39.3	27.1	22.1
流动资产	1,525.9	1,507.9	472.6	171.7
总资产	2,068.0	2,055.1	869.2	515.1
长期借贷	150.3	183.1	135.7	20.0
其他非流动负债	42.8	58.8	50.7	34.4
非流动负债	193.1	241.8	186.4	54.4
应付款项	173.0	180.4	81.6	41.0
短期贷款	9.5	103.3	118.2	113.0
其他流动负债	37.3	34.4	24.9	12.7
流动负债	219.7	318.1	224.7	166.7
总负债	412.8	559.9	411.1	221.0
股东权益	1,655.2	1,495.2	458.1	294.1
非控股权益	-	-	-	-
总负债及总权益	2,068.0	2,055.1	869.2	515.1

资料来源：彭博、公司资料及软库中华

现金流量表

 年结日：12月31日
 (百万人民币)

	2021 (A)	2022 (A)	2023 (A)	2024 (A)
税前利润	(842.1)	(953.3)	(1,068.9)	(155.3)
折旧与摊销	10.5	18.4	19.0	17.6
营运资金变动	66.8	147.7	(96.2)	(45.4)
其他	(286.6)	(174.1)	758.5	(16.0)
经营活动现金流	(1,051.4)	(961.3)	(387.6)	(199.1)
资本开支	(105.7)	(27.6)	(2.7)	(1.7)
其他	197.7	94.8	6.0	21.7
投资活动现金流	92.0	67.2	3.3	20.0
权益变动	952.0	697.8	0.8	0.4
净借贷	(92.5)	117.0	-	-
股息支出	-	-	-	-
其他	(2.0)	1.0	(34.2)	(120.0)
融资活动现金流	857.4	815.8	(33.5)	(119.7)
净现金变动	(101.9)	(78.3)	(417.8)	(298.7)
公司自由现金流	(1,157.1)	(988.9)	(390.3)	(200.8)

财务指标

年结日：12月31日	2021 (A)	2022 (A)	2023 (A)	2024 (A)
收入同比变动	不适用	不适用	不适用	不适用
每股盈利同比变动	不适用	不适用	不适用	不适用
毛利率	不适用	不适用	不适用	不适用
经营利润率	不适用	不适用	不适用	不适用
净利润率	不适用	不适用	不适用	不适用
EBITDA 利润率	不适用	不适用	不适用	不适用
股本回报率	不适用	不适用	不适用	不适用
资产回报率	不适用	不适用	不适用	不适用
流动比率	694.4%	474.0%	210.3%	103.0%
速动比率	694.4%	284.3%	210.3%	101.7%
现金比率	423.3%	271.9%	198.2%	88.4%
负债权益比率	9.7%	19.2%	55.4%	45.2%
库存周转天数	不适用	不适用	不适用	不适用
应收款项周转天数	不适用	不适用	不适用	不适用
应付款项周转天数	不适用	不适用	不适用	不适用
营运资金周转天数	不适用	不适用	不适用	不适用
股息支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：彭博、公司资料及软库中华

軟庫中華是香港一家主要服務香港上市公司的投資銀行，如要獲取更多研究報告，請參考以下聯繫方式：
research@sbichinacapital.com, thomsononeanalytics.com, factset.com, S&P Capital IQ and multex.com.

SBI研究評級

軟庫中華金融的股票評級：

建議強烈買入：未來 12 個月絕對增長超過 50%

建議買入：未來 12 個月絕對增長超過 10%

建議持有：未來 12 個月絕對回報在 -10%至+10%

建議沽售：未來 12 個月絕對下降超過 10%

建議強烈沽售：未來 12 個月絕對下降超過 50%

披露：投資者應在閱讀本報告時假設軟庫中華金融服務有限公司或其同系附屬/關聯公司正在或將要和本報告中提到的公司建立投資銀行或其它主要的業務關係。

分析員聲明：本報告中給出之觀點準確反映了分析員對於該證券的個人見解。分析員就其在本報告中給出的特定建議或者見解，並沒有直接或間接地為之收受任何的經濟補償。

免責聲明：

本研究報告不得被視為任何股票售出之要約或股票購買或認購之要求。本報告中提到之股票可能在某些地區不具備公開出售資格。本報告中信息已經由軟庫中華金融服務有限公司(簡稱為“軟庫中華金融”)的研究部門根據其認為可靠之來源加以整理，但是軟庫中華金融或其他任何人都沒有就本報告的正確性或者完整性給出聲明、保證或擔保。所有本報告中的觀點和預測都是(除非特別注明)報告發布日時軟庫中華金融所發布，且可在不通知前提下予以變更。軟庫中華金融或任何其他人都不得為使用本報告或其內容或其它和本報告相關原因而發生的損失承擔任何責任。本報告之讀者應獨立負責考察本報告中所提到公司的業務、財務狀況和發展遠景。軟庫中華金融和其高級職員、董事和僱員，包括本報告準備和發布過程中涉及人員，可以在任何時候(1)在適用法律許可情況下，在本報告中提到公司(或其投資)中任職，或購買或售出其股票；(2)和本報告中提到的公司存在諮詢、投行或其它經紀業務關係；和(3)在適用法律許可情況下，在本報告發布之前或緊接之後，在其自己的針對本報告中某個公司的投資帳戶中使用本報告信息或者依據此信息行動(包括進行交易)。本報告可能無法在同樣時間被分發到每一位接受方手中。本報告僅可被分發給特定客戶、專業投資者或經紀商，供其參考。任何獲得本報告者無論出於什么原因，都不得複製、出版、重新生成、或者轉發(全文或部分)給任何其他方。本報告在香港由軟庫中華金融發布。獲得本報告者如需本報告中提到股票之更多信息，請聯繫軟庫中華金融在其當地所設立之分支機構。

軟庫中華金融服務有限公司版權所有©。保留所有權利。