

芦可替尼乳膏国内上市，满足巨大临床需求

——康哲药业（0867.HK）事件点评



买入(维持)

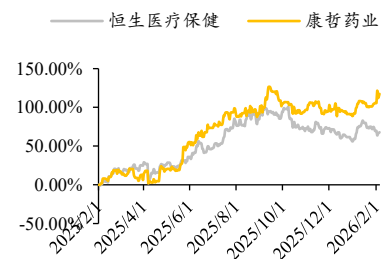
行业：医药生物
日期：2026年02月06日

分析师：彭波
E-mail：pengbo@yongxingsec.com
SAC 编号：S176052410001

基本数据

收盘价(元, HKD)	14.84
12mthH 股价格区间(元, HKD)	6.82-15.63
总股本(百万股)	2439.53
无限售 H 股/总股本(百万股)	100%
流通市值(HKD, 亿元)	362

最近一年股票与恒生医疗保健比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《业绩稳健增长，皮肤健康线表现亮眼》

——2025 年 08 月 28 日

■ 事件

据公司公告，德镁医药（康哲药业拟独立上市子公司）已于 2026 年 1 月 30 日获得中国国家药品监督管理局（NMPA）批准磷酸芦可替尼乳膏（白癜风适应症）新药上市许可申请（NDA）。产品用于治疗 12 岁及以上儿童和成人患者伴面部受累的非节段型白癜风，是中国批准的首款且唯一用于白癜风治疗的靶向药，满足巨大未被满足的临床需求。

■ 核心观点

境外 III 期数据优异，安全性良好

据公司公告，磷酸芦可替尼乳膏在境外临床研究与中国真实世界研究中均展现出积极结果：其在境外开展的两项相同设计的 III 期双盲、随机、安慰剂对照研究（TRuE-V1 和 TRuE-V2）中，产品治疗 24 周后达到主要疗效指标面部白癜风面积评分指数改善至少 75%（F-VASI 75）的患者比例均为 29.9%，显著高于安慰剂组的 7.5% 和 12.9%，持续使用至 52 周，复色效果持续。境内外临床研究中所有的次要疗效指标均显示出与主要疗效指标一致的获益趋势，且白癜风治疗效果随疗程延长持续改善。试验未发现新的安全性事件，未发生导致停药或退出的不良事件，未发生研究药物相关的严重不良事件。

从白癜风走向 AD，芦可替尼乳膏开启更大空间

芦可替尼乳膏的增长空间并不局限于已获批的白癜风，其向特应性皮炎（AD）拓展同样具备扎实的临床基础。产品已完成中国 III 期临床，8 周 IGA0 分（清除）或者 1 分（几乎清除）且基线改善 ≥ 2 分比例为 63.0%（对照 9.2%），EASI75 达 78.0%（对照 15.4%），疗效与海外 TRuE-AD 系列 III 期结果趋势一致；且产品已在美国获批 2 岁及以上非免疫力功能低下患者的轻度至中度特应性皮炎的局部短期和非连续性慢性治疗，为中国申报提供成熟循证依据。考虑到我国 2024 年 AD 患者规模 5,400+ 万人，其中轻中度占比高达 98%，而传统外用药物存在用药的不良不良反应或疗效有限等问题，芦可替尼乳膏有望成为更安全有效的外用替代方案。

■ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 25/26/27 年收入分别为 82.7/93.9/113.5 亿元，同比增长 11%/14%/21%；归母净利润为 16.7/19.2/23.2 亿元，同比增长 3%/15%/21%，对应 2026/2/5 PE 分别 20/17/14 倍。我们认为，公司产品芦可替尼乳膏在白癜风适应症快速放量的同时，特应性皮炎等其他适应症拓展路径清晰，有望实现快速达峰，持续覆盖，维持买入评级。

■ 风险提示

地缘政治风险；产品销售不达预期风险；核心产品降价风险。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7469	8267	9394	11348
年增长率 (%)	-7%	11%	14%	21%
归属于母公司的净利润	1620	1670	1918	2320
年增长率 (%)	-33%	3%	15%	21%
每股收益 (元)	0.67	0.68	0.79	0.95
市盈率 (X)	10.07	19.30	16.80	13.89

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2026 年 2 月 5 日收盘价）

资产负债表					现金流量表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,705	9,626	10,811	12,447	经营活动现金流	1,269	1,710	1,423	1,548
现金	3,707	4,250	4,657	5,238	净利润	1,620	1,670	1,918	2,320
应收账款及票据	1,705	1,607	1,827	2,207	少数股东权益	-7	-12	-13	-16
存货	768	795	897	1,076	折旧摊销	259	361	357	354
其他	2,525	2,973	3,430	3,928	营运资金变动及其他	-604	-309	-839	-1,109
非流动资产	9,343	9,550	9,623	9,699	投资活动现金流	-615	-378	-228	-153
固定资产	376	357	341	326	资本支出	-456	-320	-320	-320
无形资产	3,877	3,855	3,834	3,815	其他投资	-159	-58	92	167
其他	5,090	5,338	5,448	5,558	筹资活动现金流	-1,261	-793	-791	-820
资产总计	18,048	19,176	20,434	22,147	借款增加	-465	-100	-80	-60
流动负债	1,516	1,615	1,655	1,802	普通股增加	-238	0	0	0
短期借款	831	731	651	591	已付股利	-556	-693	-711	-760
应付账款及票据	142	140	158	189	其他	-1	0	0	0
其他	542	744	845	1,021	现金净增加额	-605	543	408	580
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	1,778	1,818	1,965					
普通股股本	84	84	84	84					
储备	16,321	17,327	18,559	20,140					
归属母公司股东权益	16,311	17,318	18,549	20,131					
少数股东权益	92	80	67	51					
股东权益合计	16,403	17,398	18,616	20,182					
负债和股东权益	18,048	19,176	20,434	22,147					

利润表					主要财务比率				
单位: 百万元					至 12 月 31 日				
至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	7,469	8,267	9,394	11,348	成长能力				
其他收入	0	0	0	0	营业收入	-6.79%	10.68%	13.63%	20.81%
营业成本	2,047	2,290	2,583	3,098	归属母公司净利润	-32.54%	3.09%	14.87%	20.94%
销售费用	2,662	2,918	3,288	3,949	获利能力				
管理费用	780	909	1,033	1,248	毛利率	72.60%	72.30%	72.50%	72.70%
研发费用	330	455	517	624	销售净利率	21.69%	20.20%	20.42%	20.44%
财务费用	39	25	21	17	ROE	9.93%	9.64%	10.34%	11.52%
除税前溢利	2,010	2,060	2,366	2,861	ROIC	9.54%	9.26%	9.97%	11.16%
所得税	397	402	461	558	偿债能力				
净利润	1,613	1,658	1,905	2,304	资产负债率	9.11%	9.27%	8.90%	8.87%
少数股东损益	-7	-12	-13	-16	净负债比率	-17.53%	-20.22%	-21.52%	-23.02%
归属母公司净利润	1,620	1,670	1,918	2,320	流动比率	5.74	5.96	6.53	6.91
					速动比率	5.24	5.47	5.99	6.31
EBIT	2,049	2,085	2,387	2,879	营运能力				
EBITDA	2,308	2,446	2,744	3,233	总资产周转率	0.42	0.44	0.47	0.53
EPS (元)	0.67	0.68	0.79	0.95	应收账款周转率	4.34	4.99	5.47	5.63
					应付账款周转率	14.41	16.22	17.35	17.85
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.67	0.68	0.79	0.95
					每股经营现金流	0.52	0.70	0.58	0.63
					每股净资产	6.69	7.10	7.60	8.25
					估值比率				
					P/E	10.07	19.30	16.80	13.89
					P/B	1.00	1.86	1.74	1.60
					EV/EBITDA	5.86	11.74	10.28	8.53

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。