

# 科兴制药 (688136.SH)

## 迈入海外发展新阶段，新兴市场大有可为

买入 (首次评级)

当前价格: 19.89 元

### 投资要点:

► **三大产品中标联盟集采，影响整体可控，传统业务有望企稳：**公司目前收入主要由依普定、赛若金、白特喜和常乐康四大产品贡献（占比超95%）。其中依普定和白特喜自2022年以来已经纳入广东、浙江等省联盟集采。由于集采影响，2023年依普定、白特喜收入分别下滑15.7%和18.9%，集采负面影响已经有所体现，由于此前集采涵盖了较多省份，后续产品收入预期趋于稳定可控。赛若金于23年以第一顺位纳入江西29省干扰素省级联盟集采，由于产品在儿童应用领域的优势，且一定程度上有望实现以价换量，整体预期较为稳定。此外，2021年引进的英夫利西单抗已经在国内实现商业化销售，国内自有产品克瘕胶囊、恩替卡韦片也处于增长态势，我们判断国内业务后续有望企稳，为公司贡献稳定现金流。

► **公司20年出海经验构建海外商业化护城河，新兴市场出海潜力巨大：**公司拥有20多年生物药海外商业化经验，建立了相对完善的海外商业化体系，具备丰富的产品注册、市场拓展、生产质量体系现场审计等多方面综合能力。目前公司海外销售网络已100%覆盖人口过亿和GDP排名前30的新兴市场，已建立稳固且长期合作的客户超过100个。公司目前出海战略聚焦新兴市场，我们认为新兴市场仍然具有巨大的医药市场潜力，新兴市场庞大的人口基数和高速增长的GDP有望带动新兴市场的医药消费需求持续增长。近年来公司海外收入始终保持在较高水平，2023年海外收入达1.4亿元，2022年新兴国家中，巴西收入达6331万元，墨西哥、菲律宾、埃及等国销售也突破千万元。随着公司引进产品海外逐步上市销售，我们认为新兴国家销售有望带来巨大增量。

► **24年引进品种出海商业化元年，白紫有望突破法规市场带来新增量：**截至2024年4月底，科兴制药从外部引进了包括白蛋白紫杉醇、英夫利西单抗等13个品种，产品可商业化地区涵盖了全球主流新兴市场和部分法规市场。白蛋白紫杉醇是公司引进的首款产品，同时也是公司向高标准法规市场延伸的重大“突破口”。白紫在今年5月5日通过欧盟GMP认证，年内有望实现销售。我们认为白紫欧盟上市后有望实现快速放量，主要基于（1）较好的竞争格局：白紫在欧盟目前仅原研厂家BMS和仿制药企业TEVA在销；（2）在欧盟市场白紫使用率远低于美国、日本；（3）且近年来欧盟白紫多次出现需求短缺的情况。

### 盈利预测与投资建议

我们预计24-26年收入增速分别为14%/22%/34%，归母净利润增速分别为115%/296%/78%，EPS分别为0.13元、0.52元、1.02元。采用可比公司估值法，24-26年可比公司平均PE为26X/28X/16X。我们认为公司24年为业绩反转年和出海逻辑兑现元年，后续公司的业绩成长性强，海外新品25-26年有望翻倍增长，首次覆盖给予“买入”评级。

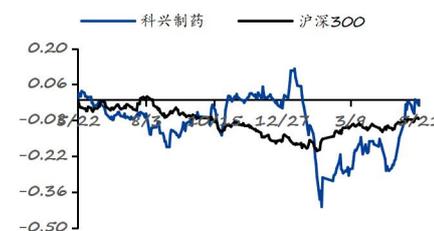
### 风险提示

国内集采政策不及预期的风险；海外销售不及预期的风险；核心竞争力风险；经营风险

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	199.20/199.20
流通A股市值(百万元)	3,962.06
每股净资产(元)	8.13
资产负债率(%)	47.00
一年内最高/最低价(元)	22.82/10.61

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)  
SLH30021@hfzq.com.cn  
联系人: 吴沛柯(S0210124040012)  
wpk30483@hfzq.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,316	1,259	1,438	1,753	2,351
增长率	2%	-4%	14%	22%	34%
净利润(百万元)	-90	-190	26	104	203
增长率	-194%	-111%	114%	302%	96%
EPS(元/股)	-0.45	-0.96	0.13	0.52	1.02
市盈率(P/E)	-43.9	-20.9	153.4	38.2	19.5
市净率(P/B)	2.2	2.4	2.4	2.3	2.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



## 正文目录

1 科兴制药：重组蛋白领军者，海外市场打开成长天花板	3
1.1 科兴制药：“创新+国际化”驱动公司发展	3
1.2 24Q1 业绩回正，经营有望稳步向好	4
2 重组蛋白领军者，国内存量业务有望企稳	5
2.1 四大核心产品市场地位领先，有望贡献稳定现金流	5
2.2 持续高研发投入，在研项目高效推进	7
3 深耕新兴市场，海外业务进入快速兑现期	8
3.1 20 年海外商业化经验，新兴市场具备想象空间	8
3.2 海外引进品种丰富，白紫有望成为法规市场“突破口”	10
4 盈利预测与投资建议	12
4.1 盈利预测	12
4.2 投资建议	14
5 风险提示	14

## 图表目录

图表 1：公司发展历程	3
图表 2：公司股权结构图（截至 2024Q1）	4
图表 3：2017-2024Q1 公司营收及增速	4
图表 4：2017-2024Q1 公司归母净利润及增速	4
图表 5：2017-2024Q1 公司毛利率和净利率情况	4
图表 6：2017-2024Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率	4
图表 7：公司已上市的核心自有产品	6
图表 8：2019-2023 年四大产品收入情况	6
图表 9：2019-2023 年四大产品毛利率情况	6
图表 10：2018-2023 年依普定（促红素）市占率维持第二	6
图表 11：2018-2023 年赛若金（干扰素）市占率占据第一	6
图表 12：2023 年江西干扰素专项集采药品目录	7
图表 13：依普定和白特喜集采情况	7
图表 14：2019-2023 年研发费用持续升高	7
图表 15：公司四大研发中心	7
图表 16：公司在研项目情况	8
图表 17：2019-2023 年海外业务收入	9
图表 18：海外主要国家收入	9
图表 19：部分新兴市场人口数量（单位：亿人）	9
图表 20：新兴市场 GDP 较快增长	9
图表 21：拉美、东欧、印度等地医药支出未来预期增速较快	10
图表 22：公司主要引进产品总览	11
图表 23：白蛋白紫杉醇具备明显优势	11
图表 24：欧盟白紫使用率远低于美国日本	11
图表 25：白紫市占率快速提升	11
图表 26：欧盟目前白紫紧缺	12
图表 27：公司业务拆分预测表	13
图表 28：可比公司估值表	14
图表 29：财务预测摘要	16



## 1 科兴制药：重组蛋白领军者，海外市场打开成长天花板

### 1.1 科兴制药：“创新+国际化”驱动公司发展

科兴制药是一家主要从事重组蛋白药物和微生态制剂的研发、生产、销售一体化的创新型生物制药企业，专注于抗病毒、肿瘤与免疫、血液、消化、退行性疾病等治疗领域，打造新型蛋白、新型抗体、核酸药物等前沿生物技术平台，坚持“创新+国际化”双轮驱动的平台型发展模式，同时探索生物技术在大健康领域的广泛应用，积极培育孵化新产业，目前公司已投资动物疫苗、合成生物等前沿领域，致力于成为高品质生物药领导者，服务全球患者。

公司成立于1989年，35年时间内公司主要布局了赛若金、依普定、白特喜和常乐康四大产品，并于2021年加大了商品合作并持续拓展海外市场。近年来，科兴制药业务持续高速增长，已成为重组蛋白药物的领军企业。核心产品稳居国内同类产品前列，覆盖全国各省市地区近22700家终端，其中等级医院近7500家，并通过巴西、菲律宾、印度尼西亚等全球近40个国家和地区的市场准入并实现销售。

**图表 1：公司发展历程**

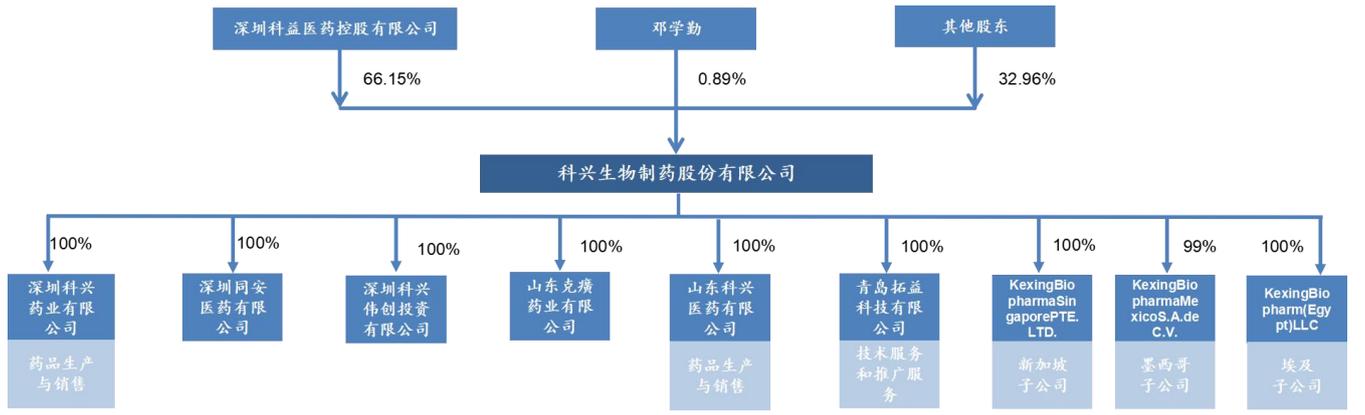
时间	里程碑事件
1989	深圳科兴成立，作为干扰素产业化基地
1996	注射用干扰素α1b（赛若金）获得正式生产批准文号
1997	山东科兴（现科兴制药）成立，作为人促红素产业化平台
1998	人促红素注射液（依普定）获得正式生产批准文号
2001	人粒细胞刺激因子注射液（白特喜）获得批准文号
2002	酪酸梭菌二联活菌散/胶囊（常乐康）获得批准文号
2014	围绕肝病领域，整合主要从事克癍胶囊的中药业务板块
2020	公司成功登陆A股科创板
2021	公司与海昶生物签署了《药品合作协议》，获得HC007（一种广谱抗肿瘤药的剂仿制药）的除美国市场外商业化权益
2022	公司与国内药企开展包括贝伐珠单抗、SHEN26、英夫利西单抗、阿达木单抗、拉鲁肽等海外商业化推广合作

数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司股权结构集中，实控人为董事长邓学勤先生。邓学勤直接持有科兴生物制药股份有限公司0.89%股权，通过深圳科益医药控股公司66.15%股权，合计持股比例达67.04%，上市公司科兴药业下属科兴药业主要负责药品生产与销售工作，拓益科技主要负责技术服务和推广服务工作。



图表 2：公司股权结构图（截至 2024Q1）

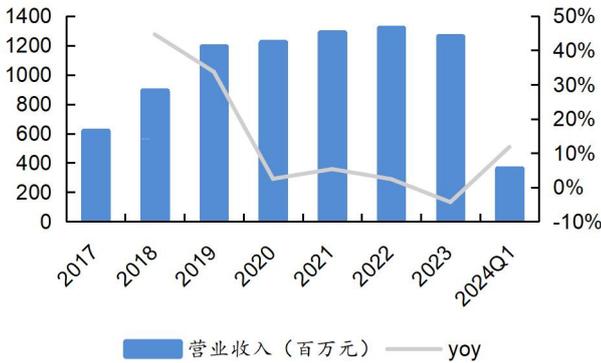


数据来源：Wind，华福证券研究所

### 1.2 24Q1 业绩回正，经营有望稳步向好

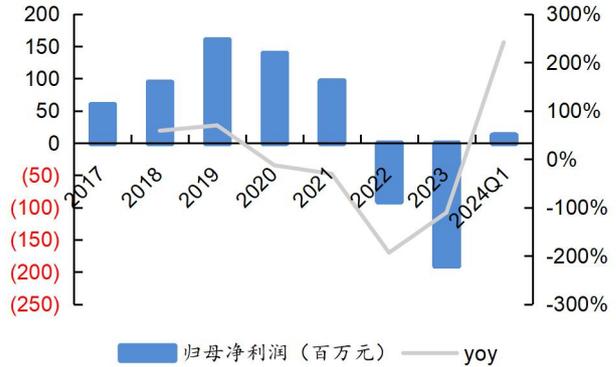
公司 2023 年实现营业收入 12.6 亿元，同比下滑 4.3%，归母净利润-1.9 亿元，同比下滑 110.7%，营收下滑主要系部分产品受集采影响，归母净利润大幅下滑主要系研发费用和财务费用增加所致。2024Q1 实现营收和归母净利润双增长，同时归母净利润经历 7 个季度为负后，再次实现正收益，标志着公司经营状况逐渐向好。

图表 3：2017-2024Q1 公司营收及增速



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 4：2017-2024Q1 公司归母净利润及增速

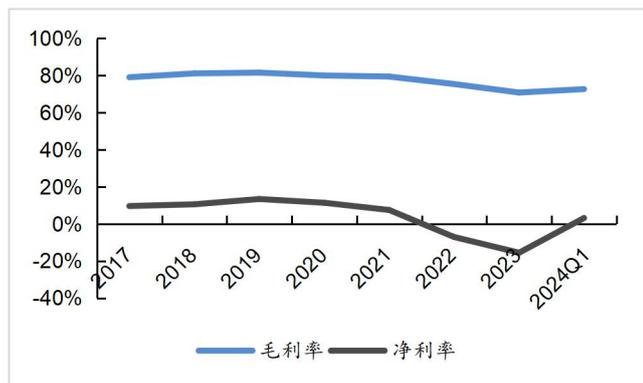


数据来源：Wind，华福证券研究所

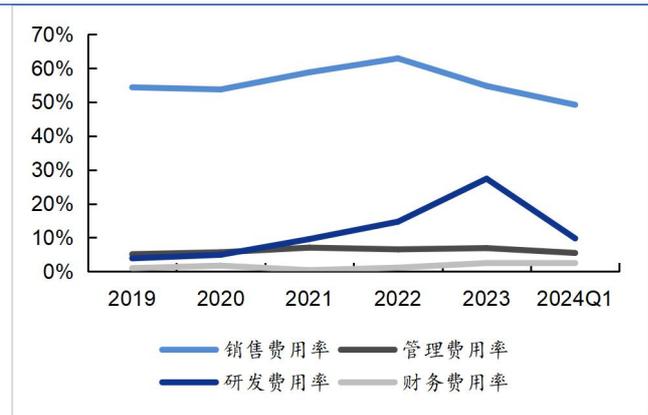
2017-2024Q1 公司毛利率整体维持在 70%-80%左右较高水平，净利率受到较高的销售费用率和研发费用率影响，2024Q1 公司毛利率和净利率分别为 72.6%和 3.2%。由于公司持续加大海外市场拓展以及新品引入，2017-2024Q1 公司销售费用率维持在 50%+水平，2023 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别为 54.8%、6.9%、27.4%和 2.5%。

图表 5：2017-2024Q1 公司毛利率和净利率情况

图表 6：2017-2024Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率



数据来源：Wind，华福证券研究所



数据来源：Wind，华福证券研究所

## 2 重组蛋白领军者，国内存量业务有望企稳

### 2.1 四大核心产品市场地位领先，有望贡献稳定现金流

公司目前上市的自有产品有六个，主要产品包括重组蛋白药物人促红素（依普定）、人干扰素 $\alpha$ 1b（赛若金）、人粒细胞刺激因子（白特喜）、微生物制剂药物酪酸梭菌二联活菌（常乐康）、独家中成药克癍胶囊、化学药恩替卡韦（赛昔苏），其中收入基本由赛若金、依普定、白特喜、常乐康四大产品贡献，人促红素（依普定）、人干扰素 $\alpha$ 1b（赛若金）为一线临床用药，行业龙头产品。

人促红素（依普定）适应症为“肾功能不全所致贫血、外科围手术期的红细胞动员”及“治疗非骨髓恶性肿瘤患者应用化疗引起的贫血”，其中用于治疗肿瘤贫血的36000IU规格是国内仅有的两家生产厂家之一，具备先发优势。

人干扰素 $\alpha$ 1b（赛若金）是我国首个基因工程创新药物，目前临床中广泛用于手足口病、毛细支气管炎、疱疹性咽峡炎等病毒性疾病，具有较高临床认可度，连续多年国内市场占有率排名第一，该产品是天然干扰素系统中主要的抗病毒亚型，适应症广，且说明书对儿童用药安全性表述相对更完整。

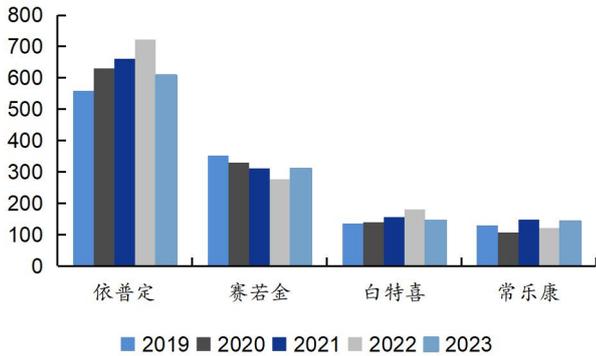
图表 7: 公司已上市的核心自有产品

产品名称	适应症	特色
赛若金®注射用人干扰素α1b	适用于治疗病毒性疾病和某些恶性肿瘤。已批准用于治疗慢性乙型肝炎、丙型肝炎和毛细胞白血病。已有临床试验结果和文献报告用于治疗病毒性疾病如带状疱疹、尖锐湿疣、流行性出血热和小儿呼吸道合胞病毒肺炎等有效,可用于治疗恶性肿瘤如慢性粒细胞白血病、黑色素瘤、淋巴瘤等。	广谱抗病毒药,是临床治疗重要的抗病毒药物之一。我国首个基因工程创新药物,具有较高临床认可度、知名度。天然干扰素系统中主要的抗病毒亚型,适应症广,且说明书对儿童用药安全性表述相对更完整。
依普定®人促红素注射液(CHO 细胞)	1、肾功能不全所致贫血,包括透析及非透析病人。 2、外科手术术期的红细胞动员。 3、非骨髓恶性肿瘤化疗引起的贫血。	国内同类产品首批立项研发、率先获得新药证书和批准文号的产品。拥有不含人血白蛋白专利配方,可以减少血源性污染及过敏反应。国内仅有的2家“治疗非骨髓恶性肿瘤化疗引起贫血”的人促红素36000IU规格生产厂家之一。
白特喜®人粒细胞刺激因子注射液	癌症化疗等原因导致的中性粒细胞减少症;癌症患者使用骨髓抑制性化疗药物,特别在强烈的骨髓剥夺性化学药物治疗后,注射本品有助于预防中性粒细胞减少症的发生,减轻中性粒细胞减少的程度,缩短粒细胞缺乏症的持续时间,加速粒细胞数的恢复,从而减少合并感染发热的危险性。	临床应用 20 年,有着相对广泛的循证应用。
常乐康®酪酸杆菌二联活菌散/胶囊	适用于急性非特异性感染引起的急、慢性腹泻,抗生素、慢性肝病等多种原因引起的肠道菌群失调及相关的急性慢性腹泻和消化不良。	说明书中明确老幼孕产妇均可使用的益生菌。
克痲胶囊中成药	清热解毒,化痰散结。适用于肋肋胀痛或刺痛,肋下痞块,口苦口粘,纳呆腹胀,面目黄染,小便短赤,舌质黯红或紫斑、紫点,舌苔黄腻,脉弦滑或涩等湿热带邪内蕴、瘀血阻络证及急、慢性肝炎。	组方含麝香、三七、蛇胆等名贵中药。国家二级中药保护品种。已获得香港中成药注册证明书。
赛甘苏®恩替卡韦片	适用于病毒复制活跃,血清丙氨酸氨基转移酶(ALT)持续升高或肝脏组织学显示有活动性病变的慢性成人乙型肝炎的治疗(包括代偿及失代偿期肝病患者)。	具有良好安全性和耐受性的优势,全世界多个权威乙肝诊疗指南推荐为一线抗病毒药物。

数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

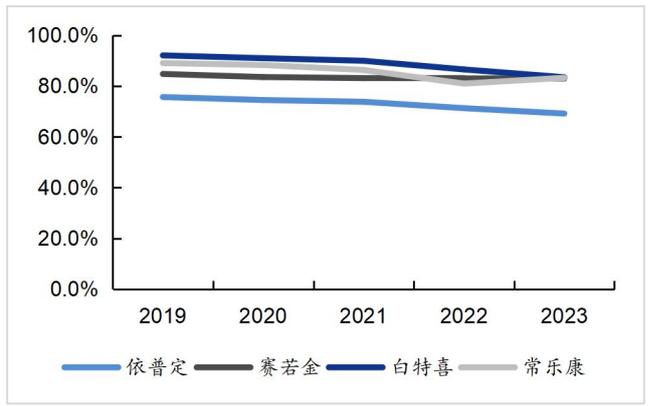
公司四大产品中依普定收入贡献占比最大,占比达到 45%+,其次为赛若金,占比 20%+。近几年由于集采等因素影响,四大核心产品毛利率有所下降,但是赛若金、白特喜、常乐康目前毛利率仍维持在 80%以上,依普定毛利率维持在 70%附近。

图表 8: 2019-2023 年四大产品收入情况



数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 9: 2019-2023 年四大产品毛利率情况

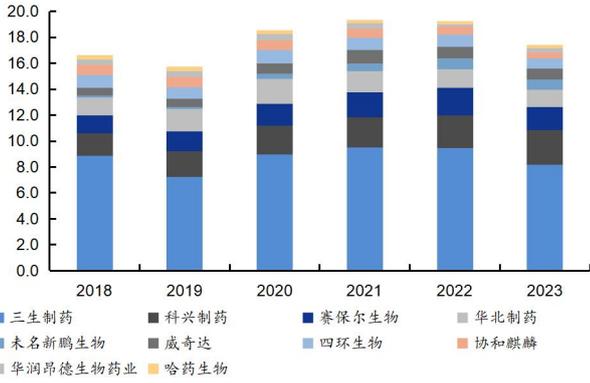


数据来源: Wind, 华福证券研究所

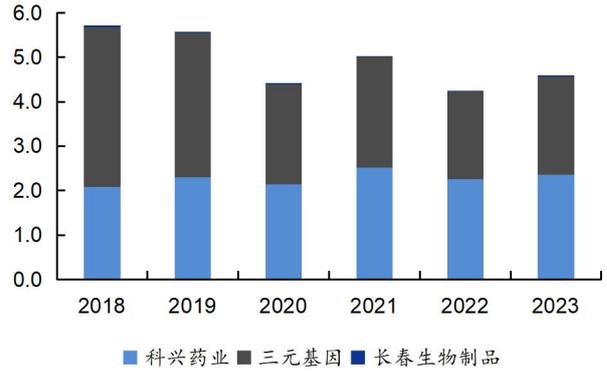
四大核心产品仍然处于行业领先地位。根据米内网城市公立医院数据结果显示,2023 年公司赛若金国内短效干扰素的市场占有率保持排名第一;依普定在国内人促红素的市场占有率排名第二,市场占有率进一步提升。白特喜市占率位居第五位。

图表 10: 2018-2023 年依普定(促红素)市占率维持第二

图表 11: 2018-2023 年赛若金(干扰素)市占率占据第一



数据来源：米内网，华福证券研究所



数据来源：米内网，华福证券研究所

依普定, 白特喜受 2022-2023 年浙江、广东联盟等区域联盟集采影响冲击, 收入和毛利均有所影响, 但是长久看有望实现以价换量, 相关产品利润水平仍有望维持在较为平稳状态。赛若金拟纳入江西干扰素集采, 该产品后续有望通过集采实现以价换量, 具体对于收入和利润端的影响需要观察 2024 年下半年集采实际执行情况。

图表 12: 2023 年江西干扰素专项集采药品目录

药品名称	剂型	治疗大类	医保分类	获批企业
聚乙二醇干扰素 a-2b 注射剂	注射剂	抗肿瘤和免疫调节剂	乙类	特报生物
人干扰素 a-1b 注射剂	注射剂	抗肿瘤和免疫调节剂	乙类	三元基因、科兴药业
人干扰素 a-2a 注射剂		抗肿瘤和免疫调节剂	乙类	三生制药、海南欣明达生物等3家
人干扰素 a-2b 注射剂		抗肿瘤和免疫调节剂	乙类	海伯尔生物、北生药业等9家
人干扰素 a-2b 阴道泡腾片/胶囊	泡腾片/胶囊	抗肿瘤和免疫调节剂	非医保	北京凯因、上海华新生物
人干扰素 a-2a 软膏剂	软膏剂	抗肿瘤和免疫调节剂	非医保	长春生物
人干扰素 a-2b 软膏剂		抗肿瘤和免疫调节剂	非医保	哈药集团
人干扰素 a-2a 栓剂	栓剂	抗肿瘤和免疫调节剂	非医保	长春生物、维奥制药
人干扰素 a-2b 栓剂		抗肿瘤和免疫调节剂	非医保	长春生物、安科生物
人干扰素 a-2b 凝胶剂	凝胶剂	抗肿瘤和免疫调节剂	非医保	兆科药业
人干扰素 a-1b 喷雾剂	喷雾剂	抗肿瘤和免疫调节剂	非医保	三元基因、科兴药业
人干扰素 a-2b 喷雾剂		抗肿瘤和免疫调节剂	非医保	未名生物
人干扰素 a-1b 滴眼剂	滴眼剂	感觉系统药物	非医保	三元基因、长春生物
人干扰素 a-2b 滴眼剂		感觉系统药物	非医保	安科生物

数据来源：米内网，华福证券研究所

图表 13: 依普定和白特喜集采情况

集采产品	集采省份
人粒细胞刺激因子	浙江省、广东联盟等
人促红素注射液	广东联盟、安徽省、浙江省、京津冀联盟等

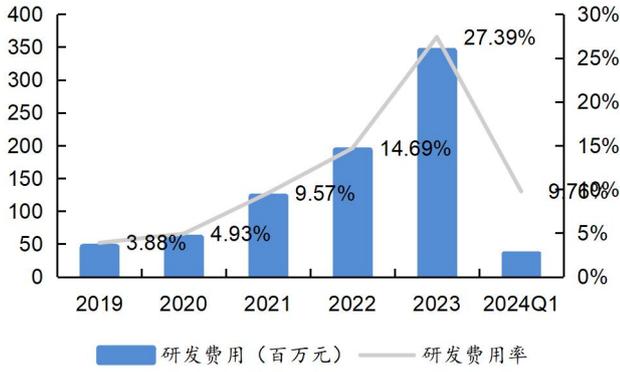
数据来源：米内网，华福证券研究所

## 2.2 持续高研发投入, 在研项目高效推进

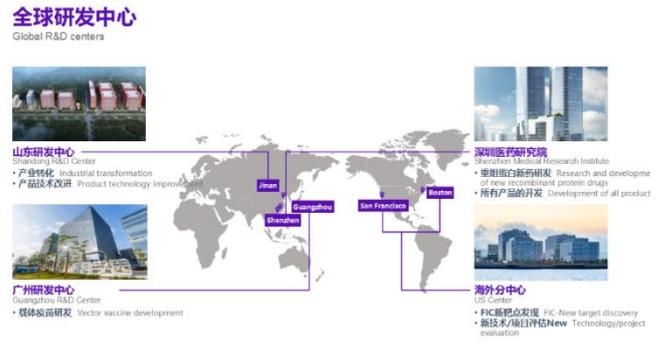
公司研发聚焦抗病毒、肿瘤、免疫和退行性疾病等领域, 不断完善、均衡公司管线布局, 创新型研发管线占比逐渐提升。2023 年公司研发费用达 3.4 亿元, 研发费用率高达 27.4%, 同比增长 78.38%。

图表 14: 2019-2023 年研发费用持续升高

图表 15: 公司四大研发中心



数据来源：公司年报，华福证券研究所



数据来源：公司官网，华福证券研究所

2023 年公司持续高效推进在研项目，全年完成四个项目临床 I 期/III 期试验，分别是人干扰素 α2b 喷雾剂 I 期、人干扰素 α1b 吸入溶液 I 期、聚乙二醇化人粒细胞刺激因子注射液 I 期、SHEN26 胶囊 III 期等项目临床试验。此外还取得人生长激素项目的《药物临床试验批准通知书》。截至 2023 年 4 月，人干扰素 α1b 吸入溶液 III 期临床试验受试者已陆续入组，长效人生长激素项目的临床试验注册申请已获得 CDE 受理。

图表 16：公司在研项目情况

分领域	研发管线	临床研究			NDA申报
		I期	II期	III期	
抗病毒	GB03-人干扰素α2b喷雾剂	█			
	GB04-人干扰素α2b泡腾胶囊	█			
	GB05-人干扰素α1b吸入溶液	█			
	SHEN26胶囊			█	
肿瘤与免疫	GB-K02-长效人粒细胞刺激因子	█			
	GB18-肿瘤恶病质	█			
	GB21-实体瘤	█			
	GB22-消化道肿瘤	█			
退行性疾病	GB23-实体瘤	█			
	GB10-眼底疾病	█			
	GB12-特异性皮炎	█			
	GB19-红斑狼疮	█			
其他 Others	GB20-炎症性肠病	█			
	GB06-生长激素	█			
	GB08-长效生长激素	█			
	GB13-外泌体载药	█			
	GB14-胶原蛋白	█			

数据来源：公司年报，华福证券研究所

### 3 深耕新兴市场，海外业务进入快速兑现期

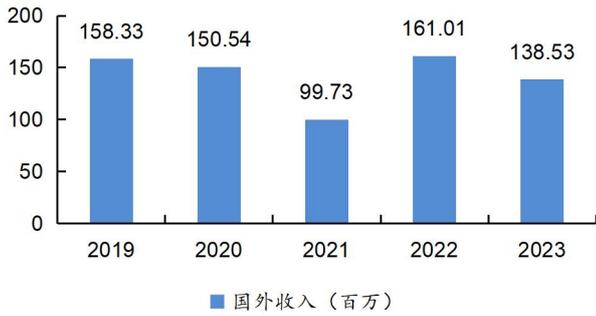
#### 3.1 20 年海外商业化经验，新兴市场具备想象空间

海外商业化时间超 20 年，覆盖全球主流市场。自成立以来，科兴制药就开始探索与布局海外市场，公司拥有 20 多年生物药海外商业化经验，建立了相对完善的海



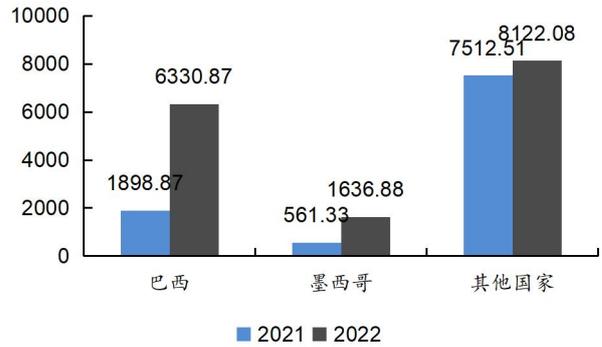
外商业化体系，具备丰富的产品注册、市场拓展、生产质量体系现场审计等多方面综合能力。目前公司海外销售网络已 100%覆盖人口过亿和 GDP 排名前 30 的新兴市场，已建立稳固且长期合作的客户超过 100 个，公司的人促红素产品在巴西、菲律宾、埃及等国家已成为当地 EPO 领先品牌。近年来公司海外收入始终保持在较高水平，2023 年海外收入达 1.4 亿元。

图表 17: 2019-2023 年海外业务收入



数据来源: Wind, 华福证券研究所

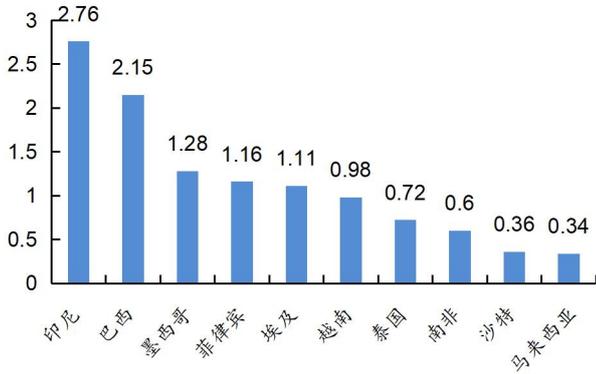
图表 18: 海外主要国家收入



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

新兴国家药品市场同样具备较大潜力。新兴市场拥有庞大人口和高增长的 GDP，随着经济持续发展，医药消费需求有望持续增加，我们看好国内药企出海新兴市场。此外根据 IQVIA 报告显示，2024-2028 全球医药平均支出增长率 6%-9%，新兴市场中拉美、东欧印度等地的医药支出未来预期都会有较高的增长速率。

图表 19: 部分新兴市场人口数量 (单位: 亿人)



数据来源: 世界银行 (2022 年数据), 华福证券研究所

图表 20: 新兴市场 GDP 较快增长

(实际GDP, 年百分比变化)	2023	2024	2025
世界产出	3.2	3.2	3.2
发达经济体	1.6	1.7	1.8
美国	2.5	2.7	1.9
欧元区	0.4	0.8	1.5
德国	-0.3	0.2	1.3
法国	0.9	0.7	1.4
意大利	0.9	0.7	0.7
西班牙	2.5	1.9	2.1
日本	1.9	0.9	1.0
英国	0.1	0.5	1.5
加拿大	1.1	1.2	2.3
其他发达经济体	1.8	2.0	2.4
新兴市场和发展中经济体	4.3	4.2	4.2
亚洲新兴市场和发展中经济体	5.6	5.2	4.9
中国	5.2	4.6	4.1
印度	7.8	6.8	6.5
欧洲新兴市场和发展中经济体	3.2	3.1	2.8
俄罗斯	3.6	3.2	1.8
拉丁美洲和加勒比地区	2.3	2.0	2.5
巴西	2.9	2.2	2.1
墨西哥	3.2	2.4	1.4
中东和中亚	2.0	2.8	4.2
沙特阿拉伯	-0.8	2.6	6.0
撒哈拉以南非洲	3.4	3.8	4.0
尼日利亚	2.9	3.3	3.0
南非	0.6	0.9	1.2
备选项			
新兴市场和中等收入经济体	4.4	4.1	4.1
低收入发展中国家	4.0	4.7	5.2

数据来源: IMF, 华福证券研究所

图表 21: 拉美、东欧、印度等地医药支出未来预期增速较快



Source: IQVIA Market Prognosis, Sep 2023; IQVIA Institute, Dec 2023.

数据来源: IQVIA, 华福证券研究所

### 3.2 海外引进品种丰富，白紫有望成为法规市场“突破口”

科兴制药在 2023 年及以前引进了白蛋白紫杉醇、英夫利西单抗、贝伐珠单抗、阿达木单抗、利拉鲁肽、曲妥珠单抗、马来酸奈拉替尼片、来那度胺胶囊、碳酸司维拉姆片、甲磺酸艾立布林注射液等 10 大品种。2024 年以来科兴制药已先后与西岭源药业、亚宝生物、正大天晴药业、青峰医药签署合作协议，分别获得甲磺酸艾立布林注射液 36 个国家独家商业化权益、甲苯磺酸索拉非尼片首批 10 个国家的独家代理资格、哌柏西利胶囊首批海外 11 个国家的商业化权益、奥拉帕利片海外首批 10 个国家的商业化权益。截至 2024 年 4 月底，公司已累计引进 13 款产品，涵盖抗肿瘤、自身免疫、代谢等治疗领域，主要面向海外新兴市场国家，并依托白蛋白紫杉醇向欧盟成熟市场延伸。

公司产品重点布局肿瘤、自免等领域，核心产品“白紫”有望进入收获期。(1) 在乳腺癌领域，科兴制药致力于打造一流乳腺癌海外市场品牌，目前引进了白蛋白紫杉醇、曲妥珠单抗、贝伐珠单抗、奈拉替尼、艾立布林、哌柏西利等多款重磅产品。其中，白蛋白紫杉醇是公司引进的首款产品，同时也是公司向高标准法规市场延伸的重大“突破口”。该产品于今年 2 月顺利完成欧盟 GMP 批准前现场检查，目前已完成欧洲、中东北非及南美洲等 35 个国家的合作客户签约，在 5 月 5 日通过欧盟 GMP 认证。在欧盟市场，白蛋白紫杉醇目前仅原研厂家 BMS 和仿制药企业 TEVA 在销，具有较好的竞争格局。贝伐珠单抗已取得印尼、埃及的 GMP 认证。(2) 在自身免疫领域，科兴制药引进了英夫利西单抗、阿达木单抗。2023 年以来，英夫利西单抗先后迎来印尼卫生部 BPOM、巴西 ANVISA、埃及药监局等 GMP 现场审计，目前已实现了首单出海销售，阿达木单抗已接受埃及药监局现场 GMP 审计。(3) 在糖尿病领域，公司引进了明星药利拉鲁肽。(4) 在肾病方面，自有产品人促红素已在巴西、菲律宾、印尼等 40 余个国家和地区实现了市场准入及销售，此外引进用于治疗慢性肾脏病患者高磷血症的碳酸司维拉姆片。

图表 22: 公司主要引进产品总览

引进产品	合作伙伴	商业化授权区域
白蛋白紫杉醇	海昶生物	除美国市场外的商业化权益
贝伐珠单抗	东曜药业	除中国、欧盟、英国、日本意外全球所有国家和地区
英夫利西单抗	迈博太科药业	中国大陆地区及除日本、欧洲、北美洲外的其他 33 个国家和地区
阿达木单抗	海正生物	巴西、阿根廷、泰国、菲律宾、沙特等 14 个国家
利拉鲁肽注射液	通化东宝	拉丁美洲等新兴市场 17 个国家
曲妥珠单抗	正大天晴	海外 12 国
马来酸奈拉替尼片	甫康药业	海外 6 国
来那度胺胶囊	常州制药厂	巴西
甲磺酸艾立布林注射液	西岭源药业	36 个国家
碳酸司维拉姆片	新华制药	巴西、印尼、哈萨克斯坦等十五个国家
甲苯磺酸索拉非尼片	亚宝生物	秘鲁、新加坡、马来西亚在内首批 10 个国家
依柏西利胶囊	正大天晴	首批海外 11 国
奥拉帕利片	青峰医药	首批 10 个国家

数据来源: 公司年报, 公司官方公众号, 华福证券研究所

白蛋白紫杉醇在全球紫杉醇制剂中逐渐成为主流。紫杉醇制剂在过去近 30 年中, 不断有改良剂型上市, 白蛋白紫杉醇相对普通紫杉醇注射液和紫杉醇脂质体副作用更小, 且安全性、有效性获得提升, 因而白紫的适应症范围和适用患者人群不断扩大, 市场空间不断扩大, 产品的生命周期也不断延长。

图表 23: 白蛋白紫杉醇具备明显优势

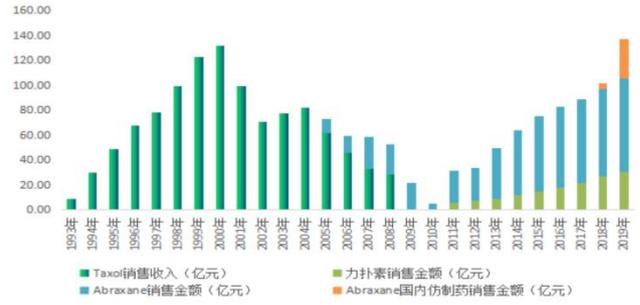
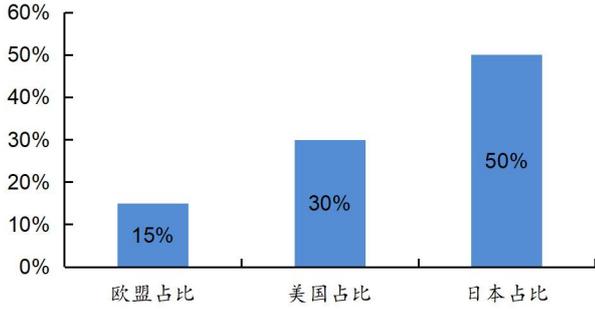
产品	上市时间	理论适应症范围	是否需要超敏处理	患者依从性	ORR
紫杉醇胶束	samyang2007 年, 上海谊众 2021 年	非小细胞肺癌、胰腺癌、乳腺癌、胃癌、小细胞肺癌、卵巢癌	原研需要, 上海谊众不需要	上海谊众较好, 原研一般	原研 37.7%, 上海谊众 50.33%
普通紫杉醇	1992 年	非小细胞肺癌、乳腺癌、卵巢癌、卡氏肉瘤等	需要	较差	25%
紫杉醇脂质体	2003 年	非小细胞肺癌、乳腺癌、卵巢癌、卡氏肉瘤等	需要	一般	26%
白蛋白紫杉醇	2010 年(原研)2018 年(国内仿制)	非小细胞肺癌、乳腺癌、卵巢癌、卡氏肉瘤、胃癌等	不需要	较好	33%

数据来源: 上海谊众招股书, 华福证券研究所

在欧盟市场白紫的使用率仍然处于较低状态, 远低于日本和美国, 而白紫在全球紫杉醇市场中使用占比持续提升, 逐渐成为主流产品, 因而我们看好白紫在欧盟国家的放量潜力。

图表 24: 欧盟白紫使用率远低于美国日本

图表 25: 白紫市占率快速提升



数据来源：IMS，华福证券研究所

数据来源：上海谊众招股书，华福证券研究所

**欧盟白紫出现短缺，欧盟白紫价格相较于国内仍然具备优势。**2023年11月21日EMA发文宣称白紫在欧盟出现短缺，主要系欧盟对于欧盟白紫需求增加，预计至少到2024年底白紫仍然会有短缺现象，目前欧盟国家奥地利、爱尔兰、荷兰、西班牙等多国都受到影响。价格方面，欧洲国家白紫价格虽然低于日本和美国地区价格，但整体高于中国市场价格，我们预计随着科兴制药白紫在欧洲市场的顺利销售，后续有望实现量价齐增。

图表 26：欧盟目前白紫紧缺

Shortage of Pazenir (paclitaxel) paclitaxel formulated as albumin-bound nanoparticles / 5 mg/ml powder for dispersion for infusion	
Indication	<p>Pazenir is used to treat:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>metastatic breast cancer, when the first treatment has stopped working and standard treatment including an anthracycline is not suitable;</li> <li>metastatic adenocarcinoma of the pancreas, as a first treatment in combination with another cancer medicine, gemcitabine;</li> <li>non-small cell lung cancer, as a first treatment in combination with the cancer medicine carboplatin when the patient cannot have surgery or radiotherapy.</li> </ul>
Reason for shortage	<p>There has been an increase in demand in Europe for albumin-bound nanoparticle paclitaxel throughout 2023, which has led to a limited supply or shortage of Pazenir in most EU Member States where it is marketed.</p> <p>The company that markets Pazenir has since made the commercial decision to stop marketing the medicine in the majority of EU Member States in order to redistribute supplies to countries outside the EU. This will last at least until the end of 2024.</p> <p>Member States affected by the decision will be notified by the company of the expected start date of the market withdrawal.</p>
Member States affected <sup>2</sup>	<p>Austria, Bulgaria, Croatia, Czechia, Estonia, Greece, Hungary, Ireland, Italy, Netherlands, Norway, Portugal, Romania, Slovakia, Slovenia and Spain.</p>

数据来源：EMA，华福证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们对公司传统业务和出海业务进行拆分：

(1) 依普定（人促红素注射液）：该产品由于区域联盟集采导致价格有所下滑，2023年同比下滑15.7%，但目前联盟集采已经覆盖较大区域，我们预计后续集采扩维影响区域可控，2024-2026年收入增速分别为-5%/-5%/-5%，毛利率分别为68.5%/68%/67.50%。



(2) 赛若金（注射用人干扰素 $\alpha 1\beta$ ）：受到江西干扰素集采影响，我们预计整体收入端有望实现以价换量，整体增速趋于平稳，我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 8%/5%/5%，毛利率分别为 82.5%/82%/81.5%。

(3) 白特喜（人粒细胞刺激因子注射液）：产品已纳入广东联盟、安徽省、浙江省、京津冀联盟集采，后续收入端影响趋于减小，我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 -5%/-5%/-5%，毛利率分别为 83%/82%/81%。

(4) 常乐康（醋酸梭菌二联活菌胶囊）：该产品暂无集采预期，我们预期后续随着市场逐渐开拓有望稳定增长，我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 15%/15%/15%，毛利率维持在 83%水平。

(5) 国内英夫利西单抗：该产品在国内市场 2023 年实现了快速增长，我们认为增长趋势有望延续，预计 2024-2026 年收入增速分别为 100%/80%/60%，参考国内药企生物类似药上市后几年毛利率变化情况，我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 84%/85%/86%。

(6) 新品出海收入：根据公司丰富的出海产品管线，以及新兴国家市场和欧盟市场巨大的出海潜力，我们预计 2024-2026 年收入增速分别为 -189%/117%，毛利率随着产品放量逐渐增长，分别为 60%/65%/70%。

(7) 费用率方面：销售费用率和管理费用率随着收入规模增加呈现逐渐下降趋势，2024-2026 年分别为 47%/44.5%/43%、6.5%/6%/6%，研发费用率由于委外投入以及收入规模增加，整体也呈现下降趋势，2024-2026 年分别为 16%/13%/12%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 14.2%、21.9%、34.1%，归母净利润增速分别为 114%、302%、96%，对应 EPS 分别为 0.13 元、0.52 元、1.02 元。

图表 27：公司业务拆分预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1315.88	1259.04	1438.15	1752.74	2350.91
yoy	2.39%	-4.32%	14.23%	21.87%	34.13%
毛利	991.78	891.27	1076.74	1302.58	1767.63
毛利率	75.37%	70.79%	74.87%	74.32%	75.19%
依普定收入	721.54	608.06	577.66	548.78	521.34
yoy	9.0%	-15.7%	-5%	-5%	-5%
毛利	514.10	420.35	395.70	373.17	351.90
毛利率	71.25%	69.13%	68.50%	68%	67.50%
赛若金收入	276.13	310.63	335.48	352.25	369.87
yoy	-11.1%	12.5%	8%	5%	5%
毛利	229.11	257.23	276.77	288.85	301.44
毛利率	82.97%	82.81%	82.50%	82%	82%
白特喜收入	180.11	146.10	138.80	131.86	125.26
yoy	15.7%	-18.9%	-5%	-5%	-5%

毛利	155.81	121.91	115.20	108.12	101.46
毛利率	86.51%	83.44%	83%	82%	81%
常乐康收入	122.15	142.80	164.22	188.85	217.18
yoy	-17.9%	16.9%	15%	15%	15%
毛利	98.87	118.84	136.30	156.75	180.26
毛利率	80.94%	83.22%	83%	83%	83%
类停国内收入	15.29	46.70	93.4	168.12	336.24
yoy		205.4%	100%	80%	60%
毛利		38.294	78.456	142.902	289.1664
毛利率	80%	82%	84%	85%	86%
其他业务收入	0.66	4.75	4.75	4.75	4.75
yoy			0%	0%	0%
24年出海新品收入		0	123.9	358.1	776.3
yoy			-	189%	117%
毛利			74.31	232.79	543.39
毛利率			60%	65%	70%

数据来源：wind，公司公告，华福证券研究所

#### 4.2 投资建议

科兴制药为重组蛋白行业领军者，核心产品包括抗病毒、抗肿瘤药物，我们选取同样为生物制品公司的安科生物（生长激素）、特宝生物（干扰素）、凯因科技（干扰素）以及拥有生物类似药出海逻辑的百奥泰公司，2024-2026年可比公司PE分别为26X/28X/16X，考虑到科兴制药出海可能带来的业绩增长潜力，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 28：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2024/5/17	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300009.SZ	安科生物	10.16	0.51	0.63	0.78	0.96	19.92	16.21	13.02	10.57
688278.SH	特宝生物	57.68	1.37	1.88	2.57	3.39	42.10	30.74	22.47	17.00
688687.SH	凯因科技	30.19	0.70	0.94	1.26	1.57	43.13	32.34	24.11	19.29
688177.SH	百奥泰	30.12	-0.95	-0.23	0.58	1.99	-31.71	-129.60	52.01	15.13
	平均值						35.05	26.43	27.90	15.50
688136.SH	科兴制药	19.92	-0.96	0.13	0.52	1.02	-21	153	38	20

数据来源：Wind，华福证券研究所（23/24年剔除百奥泰计算，可比公司选取wind一致性预期数据）

## 5 风险提示

(1) 国内产品集采政策不及预期的风险：目前公司的国内有三个产品参与省级联盟集采，如若后续实际销售价格和报量下滑严重可能导致国内业务收入端下滑。

(2) 海外产品销售不及预期的风险：公司后续的成长来源于海外产品的放量，如果出海产品销售面临海外竞争加剧，海外政策变更，产品价格下滑，以及宏观环



境影响均可能导致海外销售不及预期。

(2) 核心竞争力风险：1) 核心技术人员流失的风险：公司业务开展对人力资本的依赖性较高，包括研发、生产、营销等业务链环节都需要核心人员去决策、执行和服务，拥有稳定、高素质的核心人才对公司的持续发展壮大至关重要。目前企业间技术人才的争夺十分激烈，如果公司的核心人员出现流失将对公司的经营稳定性带来一定的风险。2) 商业秘密和核心技术泄露的风险：公司销售的各类产品均依赖于公司长期以来研发与积累的各项核心技术与研发成果。公司通过规范研发管理流程、健全保密制度、申请相关知识产权等方式，实现对公司商业秘密和核心技术的保护。但上述措施仍无法完全避免公司商业秘密和核心技术泄密的风险。

(3) 经营风险：1) 物料供应风险：公司主要原材料培养基、牛血清、填料等主要向海外企业美国赛默飞世尔、德国默克、美国通用等采购。目前，培养基、牛血清、填料等的主要终端厂商集中在海外，因此短期之内预计公司仍将以海外供应商为主。在全球经济不确定性背景下，不排除可能出现由于海外供应商供应不及时或者抬高采购价格的情况，对公司的经营产生一定影响。2) 研发失败的风险：生物医药行业属于技术密集型行业，对技术创新和产品研发能力要求较高，产品研发周期相对较长，持续研发投入是生物医药企业保持市场竞争力的重要手段。在新产品研发的过程中，可能存在因研发技术路线出现偏差、临床试验结果不及预期等导致研发失败的风险。3) 药品质量控制的风险：药品是一种特殊的商品，关乎到人的生命健康。近年来，国家出台了一系列新制度、新规定，对药品的研发、生产、上市后研究均作出了严格的质量要求规定，要求进行全生命周期的质量管理。



图表 29：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	569	647	789	1,058	营业收入	1,259	1,438	1,753	2,351
应收票据及账款	286	305	358	474	营业成本	368	361	450	583
预付账款	25	5	7	9	税金及附加	12	11	14	19
存货	191	205	154	302	销售费用	689	676	780	1,011
合同资产	0	0	0	0	管理费用	87	93	105	141
其他流动资产	63	80	97	131	研发费用	345	230	228	282
流动资产合计	1,134	1,243	1,405	1,973	财务费用	31	41	43	47
长期股权投资	4	4	4	4	信用减值损失	3	1	1	2
固定资产	805	767	732	699	资产减值损失	-3	-1	-1	-2
在建工程	373	353	333	313	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	159	193	244	263	投资收益	7	6	5	6
商誉	0	0	0	0	其他收益	9	9	9	9
其他非流动资产	557	561	565	565	<b>营业利润</b>	<b>-256</b>	<b>39</b>	<b>146</b>	<b>282</b>
非流动资产合计	1,897	1,878	1,877	1,844	营业外收入	1	1	1	1
<b>资产合计</b>	<b>3,031</b>	<b>3,120</b>	<b>3,282</b>	<b>3,817</b>	营业外支出	5	5	5	5
短期借款	121	138	279	505	<b>利润总额</b>	<b>-260</b>	<b>35</b>	<b>142</b>	<b>278</b>
应付票据及账款	193	181	203	264	所得税	-65	9	35	69
预收款项	1	0	1	1	<b>净利润</b>	<b>-195</b>	<b>27</b>	<b>107</b>	<b>209</b>
合同负债	20	26	32	42	少数股东损益	-5	1	3	6
其他应付款	21	21	21	21	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-190</b>	<b>26</b>	<b>104</b>	<b>203</b>
其他流动负债	314	316	320	332	EPS (按最新股本摊薄)	-0.96	0.13	0.52	1.02
流动负债合计	670	682	856	1,165					
长期借款	696	746	676	756					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	34	34	34	34					
非流动负债合计	730	780	710	790					
<b>负债合计</b>	<b>1,400</b>	<b>1,463</b>	<b>1,566</b>	<b>1,956</b>					
归属母公司所有者权益	1,626	1,652	1,707	1,848					
少数股东权益	5	5	8	14					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,631</b>	<b>1,657</b>	<b>1,716</b>	<b>1,862</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,031</b>	<b>3,120</b>	<b>3,282</b>	<b>3,817</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-87</b>	<b>102</b>	<b>232</b>	<b>116</b>
现金收益	-80	142	226	335
存货影响	17	-14	52	-148
经营性应收影响	74	2	-53	-116
经营性应付影响	-23	-13	22	62
其他影响	-75	-15	-14	-18
<b>投资活动现金流</b>	<b>-156</b>	<b>-49</b>	<b>-71</b>	<b>-41</b>
资本支出	-239	-51	-71	-45
股权投资	-4	0	0	0
其他长期资产变化	87	2	1	4
<b>融资活动现金流</b>	<b>16</b>	<b>26</b>	<b>-20</b>	<b>195</b>
借款增加	85	67	71	305
股利及利息支付	-45	-48	-51	-59
股东融资	13	0	0	0
其他影响	-36	7	-40	-52

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-4.3%	14.2%	21.9%	34.1%
EBIT 增长率	-84.4%	133.5%	141.1%	75.9%
归母公司净利润增长率	-110.7%	113.6%	301.8%	95.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	70.8%	74.9%	74.3%	75.2%
净利率	-15.5%	1.8%	6.1%	8.9%
ROE	-11.7%	1.6%	6.1%	10.9%
ROIC	-10.2%	3.5%	7.8%	11.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	46.2%	46.9%	47.7%	51.2%
流动比率	1.7	1.8	1.6	1.7
速动比率	1.4	1.5	1.5	1.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转天数	87	73	68	64
存货周转天数	196	198	144	141
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.96	0.13	0.52	1.02
每股经营现金流	-0.44	0.51	1.17	0.58
每股净资产	8.16	8.29	8.57	9.28
<b>估值比率</b>				
P/E	-21	153	38	20
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	-194	186	108	70

数据来源：公司报告、华福证券研究所



## 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注册为证券分析师，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。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。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn