

科兴制药 (688136.SH) 高效赋能国产生物药出海, 海外业务进入加速兑现期

2024年09月19日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

余汝意 (分析师)

汪晋 (联系人)

yuruyi@kysec.cn

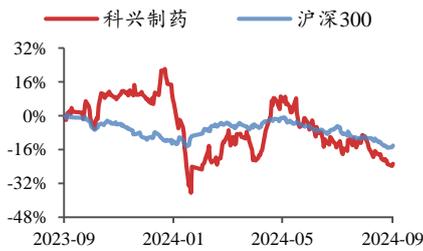
wangjin3@kysec.cn

证书编号: S0790523070002

证书编号: S0790123050021

日期	2024/9/19
当前股价(元)	14.10
一年最高最低(元)	22.82/10.61
总市值(亿元)	28.09
流通市值(亿元)	28.09
总股本(亿股)	1.99
流通股本(亿股)	1.99
近3个月换手率(%)	28.14

股价走势图



数据来源: 聚源

● “创新+海外商业化”双轮驱动, 致力于搭建国产高品质生物药出海平台

通过 20 多年的海外营销经验, 科兴制药已在全球范围内构建了广泛的业务网络, 通过“创新+海外商业化”双轮驱动的平台型发展模式, 高效赋能国产高品质生物药出海。凭借自研以及产品引进的方式, 公司已搭建丰富的产品矩阵, 现有产品线涵盖抗病毒、消化及自免、抗肿瘤和代谢病等多个领域。短期看, 存量品种受区域集采影响减弱, 依普定、白特喜等核心品种恢复稳健增长; 中长期维度看, 公司逐步完成产品引进规划并持续推进引进产品出海, 白紫已获得欧盟委员会上市批准并完成首批发货, 海外业务将迎来收获期。我们看好公司的长期发展, 预计 2024-2026 年公司的归母净利润为 0.41/1.04/2.28 亿元, EPS 为 0.20/0.52/1.15 元, 当前股价对应 PE 为 68.8/26.9/12.3 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 集采影响逐步减弱, 核心产品销售额恢复稳健增长

公司目前贡献收入的上市产品共有 5 个, 受区域集采影响, 依普定与白特喜 2023 年销售额略微下滑; 2024 年以来集采影响逐步减弱, 核心产品销售额已恢复稳健增长。同时, 公司不断推进自研管线布局, 首个自主研发的 1 类创新药 Fc 融合蛋白-长效生长激素已进入 I 期临床, 改良新药人干扰素 α 1b 吸入溶液与聚乙二醇化人粒细胞刺激因子注射液已进入 III 期临床, 具有较好的商业化潜力。

● 逐步完成产品引进规划, 高效赋能国产高品质生物药出海

公司逐步完成产品引进规划, 为海外商业化战略持续提供产品支持。截至 2024 年 6 月底, 公司已引进 13 种优势产品, 其中肿瘤领域 9 个、消化及免疫领域 2 个、代谢病领域 2 个, 预计 2024-2025 年累计将引入超 15/20 个产品。凭借 20 余年海外产品注册、开拓营销、合规审计方面丰富资源与经验能力, 公司目前正积极推进引进产品在发达市场及新兴市场共 60 余个国家 110 多项注册进程。引进产品白紫于 2024 年 7 月获得欧盟上市批准, 英夫利西单抗于 2024 年 6 月获得秘鲁上市批准, 贝伐珠单抗、利拉鲁肽等产品在海外市场预期将陆续迎来收获期。

● **风险提示:** 海外放量不及预期、集采带量采购风险、补缴税款影响当期利润等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,316	1,259	1,461	1,837	2,412
YOY(%)	2.4	-4.3	16.0	25.8	31.3
归母净利润(百万元)	-90	-190	41	104	228
YOY(%)	-193.6	-110.7	121.4	155.8	118.6
毛利率(%)	75.4	70.8	68.8	67.3	65.7
净利率(%)	-7.1	-15.5	2.8	5.8	9.7
ROE(%)	-5.1	-12.0	2.5	6.0	11.7
EPS(摊薄/元)	-0.45	-0.96	0.20	0.52	1.15
P/E(倍)	-31.1	-14.8	68.8	26.9	12.3
P/B(倍)	1.6	1.7	1.7	1.6	1.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、科兴制药：全力搭建国产高品质生物药出海平台.....	4
1.1、已搭建丰富产品矩阵，高效赋能国产高品质生物药出海.....	4
1.2、集采边际影响逐渐减弱，2024H1 利润端实现扭亏为盈.....	7
2、区域集采影响减弱，核心单品恢复稳健增长.....	9
3、高效赋能引进产品出海，海外市场即将迎来收获期.....	11
3.1、逐步完成产品引入计划，在特定疾病领域打造丰富产品矩阵.....	12
3.2、持续推进引进产品出海，2024 年下半年有望陆续迎来收获期.....	13
3.3、首批白紫已发货欧盟，海外市场放量可期.....	15
4、积极推进自研管线，核心产品已进入后期临床.....	18
5、盈利预测与投资建议.....	19
5.1、关键假设.....	19
5.2、盈利预测与估值.....	20
6、风险提示.....	21
附：财务预测摘要.....	22

图表目录

图 1：股权结构清晰、董事长为实际控制人.....	5
图 2：公司已搭建生物大分子、微生态制剂和高端复杂制剂产业化平台.....	7
图 3：2024H1 公司营收稳健增长.....	7
图 4：2024H1 公司扣非归母净利润扭亏为盈.....	7
图 5：受集采影响依普定 2023 年销售略有下滑（百万元）.....	8
图 6：依普定为公司目前收入的基本盘.....	8
图 7：2024H1 公司毛利率略有回升.....	8
图 8：2024H1 公司控费初显成效.....	8
图 9：2024H1 海外收入同比增速稳健（百万元）.....	9
图 10：2019-2024H1 中国大陆贡献公司营收主体.....	9
图 11：国内人促红素注射液市场规模较大（百万元）.....	10
图 12：公司人促红素注射液产品市占率保持全国第二.....	10
图 13：国内重组人粒细胞刺激因子市场较大（百万元）.....	11
图 14：公司产品白特喜目前市占率整体较低.....	11
图 15：注射用人干扰素 $\alpha 1b$ 市场规模整体稳定（百万元）.....	11
图 16：公司产品赛若金连续多年市占率排名第一.....	11
图 17：公司已拥有 20 余年出海历程，积累了深厚的出海优势.....	12
图 18：引入产品中肿瘤药物数量占比最大.....	13
图 19：公司预期 2025 年将累计引入超 20 个产品（个）.....	13
图 20：公司已搭建在重点肿瘤领域的产品矩阵.....	13
图 21：公司出海产品中重组人促红素目前收入占比较大.....	14
图 22：原研白紫全球销售额超 10 亿美元（百万美元）.....	16
图 23：Abraxane 除美国与日本外地区销售占比 23.9%.....	16
图 24：2022 年以来国内白紫市场规模持续下滑.....	16
图 25：2023 年国内白紫销售规模较大的共有 4 家企业.....	16

图 26: 白紫海外单价远高于中国市场 (美元)	17
图 27: 受供给影响, 欧盟白紫渗透率低于美国与日本	17
图 28: 公司获得海昶生物白紫除美国市场外的全球商业化权益	17
图 29: 公司研发团队实力雄厚	18
图 30: 2019-2023 年公司研发投入逐年增长	18
图 31: 公司 2 款核心产品已进入 III 期临床	19
表 1: 公司已搭建“创新+海外商业化”双轮驱动的平台型发展模式	4
表 2: 公司通过自研以及引进的方式搭建起了丰富的产品矩阵	4
表 3: 2024 限制性股票激励计划助力公司长远发展	5
表 4: 公司高管团队背景雄厚, 行业经验丰富	6
表 5: 公司目前贡献收入的单品共有 5 个	9
表 6: 2024 年以来集采影响逐步减弱, 销售额恢复稳健增长	10
表 7: 逐步完成产品引进规划, 致力于打造中国高品质药出海的最佳商业化平台	12
表 8: 持续推进产品出海, 2024 年下半年有望陆续迎来收获期	15
表 9: 国内目前白紫销售规模较大的共有 4 家企业	16
表 10: 公司利用已开发出了多个具有差异化和竞争力的创新 PCC 分子	19
表 11: 2024-2026 年公司海外业务预计持续高增长 (单位: 百万元)	20
表 12: 与可比公司平均估值相比, 公司估值相对较高, 2024-2026 年公司海外业务有望加速放量成长性较强	20

1、科兴制药：全力搭建国产高品质生物药出海平台

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。公司专注于多个关键医疗领域，包括抗病毒、肿瘤治疗、免疫系统疾病、血液病、消化系统疾病以及退行性疾病的治疗。通过 20 多年的全球营销经验，公司在全球范围内构建了广泛的业务网络，已实现欧盟、巴西、埃及、菲律宾、印尼等约 70 个国家的准入与销售；同时，公司持续引进高质量产品，通过“创新+海外商业化”双轮驱动的平台型发展模式，高效赋能国产高品质生物药出海。

表1：公司已搭建“创新+海外商业化”双轮驱动的平台型发展模式

时间	事件
1989	深圳科兴成立，作为干扰素产业化基地
1996	人干扰素 α1b（赛若金）获正式批文
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（依普定）获正式批文
2002	酪酸梭菌二联活菌（常乐康）获正式批文
2009	不含白蛋白的 EPO 处方制剂获得发明专利证书
2019	公司改制为“科兴生物制药股份有限公司”
2020	公司成功登陆 A 股科创板，股票代码 688136，致力于成为高品质生物药的领导者
2022	公司对外投资设立控股子公司深圳科兴动保生物科技有限公司，开展动物用疫苗相关研发活动
2023	科兴制药引进的白蛋白紫杉醇国内获批上市
	科兴制药全资子公司尚熹生物举办揭牌仪式 胶原蛋白护肤产品首发
2024	注射用紫杉醇（白蛋白结合型）产线正式获得欧盟 GMP 证书
	注射用英夫利西单抗正式获得秘鲁药品监管机构 Digemid 批准上市

资料来源：科兴制药官网、开源证券研究所

1.1、已搭建丰富产品矩阵，高效赋能国产高品质生物药出海

公司现有产品线涵盖抗病毒、消化及自免、抗肿瘤和代谢病等多个领域，通过自研以及引进的方式搭建起了丰富的产品矩阵。公司目前已上市的自有产品共有 6 个，其中人促红素（依普定）、人干扰素 α1b（赛若金）为一线临床用药，已成为行业龙头产品。凭借自身超过 20 年的出海经历及国际化市场经验，公司已引入多款产品并高效赋能产品出海，其中包括白蛋白紫杉醇、英夫利西单抗、贝伐珠单抗、利拉鲁肽等核心产品。

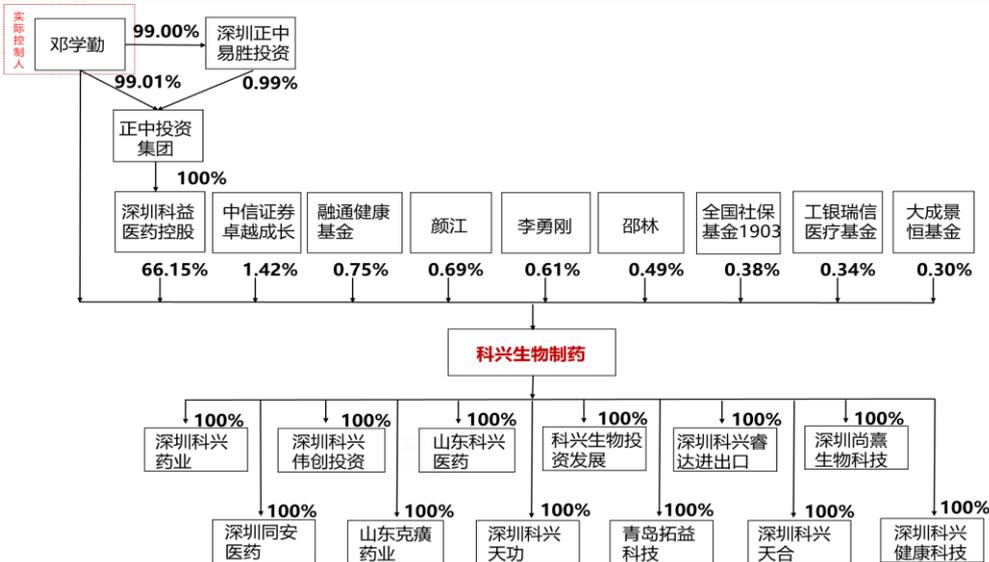
表2：公司通过自研以及引进的方式搭建起了丰富的产品矩阵

业务	产品
自有产品	赛若金（注射用人干扰素 α1b）、依普定（人促红素注射液）、白特喜（人粒细胞刺激因子注射液）、常乐康（酪酸梭菌二联活菌散/胶囊）、克癯胶囊（中成药）等
引进产品	<ul style="list-style-type: none"> • 肿瘤领域：注射用白蛋白紫杉醇、贝伐珠单抗、曲妥珠单抗等 • 自免领域：阿达木单抗、英夫利西单抗等 • 代谢领域：利拉鲁肽、碳酸司维拉姆片等
在研产品	人干扰素 α2b 喷雾剂、人干扰素 α1b 吸入溶液等

资料来源：科兴制药公告、开源证券研究所

公司股权结构清晰且稳定，董事长为实际控制人。截至 2024H1，深圳科益医药控股有限公司持有科兴制药 66.15% 的股份，系公司控股股东；实际控制人邓学勤通过直接和间接持股的方式，控制科兴制药约 67.04% 的股份。公司旗下拥有多家子公司，各公司协同发展，涉及生物医药、中药、合成生物、贸易投资等各条业务线。

图1：股权结构清晰、董事长为实际控制人



资料来源：Wind、开源证券研究所 注：股东数据截至 2024H1，子公司数据截至 2023 年

2024 限制性股票激励计划助力公司长远发展。本次股票激励计划拟向 147 名激励对象授予限制性股票 378.6 万股；方案不仅有助于科兴制药调动核心技术骨干和核心业务人员的积极性，还体现了公司对海外业绩兑现预期的信心。根据股权激励计划目标，以 2023 年为基数，2024 年公司海外销售收入增速目标值为 100%，2025 年增速目标值为 400%。

表3：2024 限制性股票激励计划助力公司长远发展

授予日	激励对象	授予数量	授予人数	授予价格	摊销费用	考核目标
2024年6月14日	包括公司董事、高级管理人员、核心技术（业务）骨干人员等。	授予的限制性股票数量为 378.6 万股，约占目前公司股本总额的 1.90%	147 人	每股限制性股票的授予价格为 12 元	2024/2025/2026 年限制性股票摊销成本分别为 1082.80/1453.82/371.03 万元	指标一：考核年度海外销售收入相对于 2023 年的增长率，2024 年目标值为 100%，触发值为 50%；2025 年目标值为 400%，触发值为 200% 指标二：海外注册批件累计获得数量，2024 年触发值为 15 个，2025 年触发值为 35 个

假设考核年度海外销售收入相对于 2023 年的增长率(A)、海外注册批件累计获得数量(B)： $A \geq A_m$ 、 $A_n \leq A < A_m$ 且 $B \geq B_n$ 、 $A_n \leq A < A_m$ 且 $B < B_n$ 、 $A < A_n$ 且 $B \geq B_n$ 、 $A < A_n$ 且 $B < B_n$ ，公司层面归属比例分别为 100%/100%/80%/50%/0%

资料来源：科兴制药公告、开源证券研究所 注： A_m 为收入增速目标值， A_n 为收入增速触发值， B_n 为海外注册批件累计获得数量触发值

公司高管团队背景雄厚，行业经验丰富。总经理赵彦轻与副总经理崔宁深耕医药行业，拥有丰富的行业经验；核心技术人员秦锁富博士毕业于日本福井医科大学生物化学专业，曾任职美国国立卫生研究院研究员、美国加州艾尔建制药公司首席科学家、长春金赛药业股份有限公司研究院副院长等，拥有 30 多年医药研发经验。

表4：公司高管团队背景雄厚，行业经验丰富

姓名	职务	基本情况
邓学勤	董事长	1989年毕业于深圳大学。香港中文大学（深圳）第一届荣誉院士。先后担任宝安县建设局工程质量监督检验站副站长、宝安区城市建设投资发展公司总经理助理、宝安区建设局副局长等职务。2003年至今任正中投资集团总经理和董事长，2008年至2019年7月任山东科兴生物制品有限公司执行董事、总经理等职务，2019年7月至今任公司董事长。
赵彦轻	总经理	毕业于兰州大学，硕士研究生学历。历任深圳科兴制药营销部经理、医药营销中心总监；山东科兴生物制品有限公司副总经理、常务副总经理，山东科兴生物制品有限公司常务副总经理兼销售管理中心总监，山东科兴生物制品有限公司董事、常务副总经理，2019年7月至今任公司董事兼总经理。
崔宁	副总经理	本科学历。曾任山东科兴生物制品有限公司生产部副经理、生产部经理、副总经理，山东科兴生物制品有限公司总经理，山东科兴生物制品有限公司董事兼总经理，2019年7月至今任公司董事兼副总经理。
王小琴	董事会秘书、财务总监	中南财经政法大学金融专业，本科学历。曾任职于丽斯达（湖北）日化有限公司、深圳市荣恩实业有限公司，正中投资集团有限公司财经中心财务主管、融资中心部门副经理、部门经理、中心副总经理、资金中心副总经理，山东科兴生物制品有限公司副总经理兼财务总监，2019年7月至今任公司财务总监兼董事会秘书，2024年1月16日至今任公司董事。
秦锁富	副总经理、核心技术人员	美国国籍，毕业于日本福井医科大学生物化学专业，博士研究生。曾任职美国国立卫生研究院研究员，美国加州艾尔建制药公司首席科学家，任职长春金赛药业股份有限公司研究院副院长，上海科华生物工程股份有限公司研发中心主任；2020年9月至今，任公司医药研究院院长；2021年1月至今，任公司副总经理。
邵珂	副总经理	毕业于新加坡国立大学医学院生物化学专业，博士研究生。上海医药工业研究院硕士研究生，曾任职上海华联制药有限公司技术与市场部副部长/新药研究所所长，新加坡国立癌症中心基因治疗及肝癌基因诊断方向博士后研究员，上海新生源生物医药集团历任国际商务总监，首席市场官，香港迈博太科控股公司副总裁，新加坡亚洲生物技术私人有限公司董事总经理，爱仁（苏州）医药科技有限公司副总经理兼首席市场官；2020年9月至今任职于公司，2021年1月至今任公司副总经理。
马鸿杰	副总经理、核心技术人员	西安医科大学硕士研究生，曾任深圳科兴生物工程有限公司，生产部副经理、质量管理部经理、质量总监、技术总监、副总经理，山东科兴生物制品有限公司副总经理兼医药研究院总监，本公司副总经理兼研发部门负责人，2018年8月至今任深圳科兴药业有限公司董事，2018年7月至今任深圳同安医药有限公司总经理，2020年9月至今任公司副总经理兼技术中心总经理。

资料来源：科兴制药公告、开源证券研究所

公司目前已搭建生物大分子、微生态制剂和高端复杂制剂产业化平台，具备年产6000万支重组蛋白冻干注射剂、3亿袋微生态口服制剂、5000万支基因工程注射剂、200万支高端注射复杂制剂的产能。公司按照欧盟cGMP质量标准建造和运营先进生产基地，2024H1白蛋白紫杉醇产线顺利通过欧盟GMP认证，已具备欧盟市场准入资格。

图2：公司目前已搭建生物大分子、微生态制剂和高端复杂制剂产业化平台

按照欧盟cGMP质量标准、建造和运营的先进生产基地



6000万支
重组蛋白冻干注射剂

5000万支
基因工程注射制剂

3亿袋
微生态口服制剂

200万支
高端注射复杂制剂

20多年的自主创新和多种产品的产业化成功实践，具备生物大分子、微生态制剂和高端复杂制剂大规模生产能力

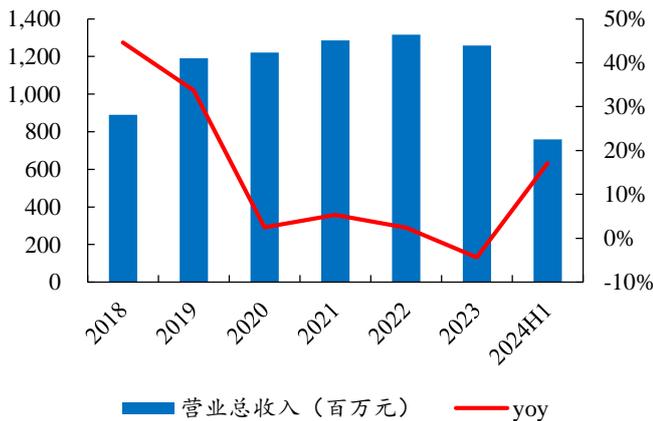
资料来源：科兴制药推介资料

立足自身主要产品长期以来的市场优势，公司持续建设和完善营销系统，对终端实施精细化管理和精准化覆盖，稳步巩固并提升市场占有率。截至2023年底，公司营销终端覆盖各等级医院、基层医疗机构、药店等约22700家，较2022年末增加约2700家，其中医院超7500家，第三终端超10700家，药店约4500家。

1.2、集采边际影响逐渐减弱，2024H1 利润端实现扭亏为盈

2023年公司实现营收12.59亿元，同比下滑4.32%；扣非归母净利润-2.01亿元，主要系公司部分产品受区域集采影响销售额下滑以及研发投入持续增加影响。2024H1，公司实现收入7.60亿元，同比增长17.09%；实现扣非归母净利润2153万元，同比增长130.01%，成功实现扭亏为盈。2024H1公司国内收入持续增长，主要得益于核心产品依普定、赛若金、白特喜销量实现较大幅增长。

图3：2024H1 公司营收稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

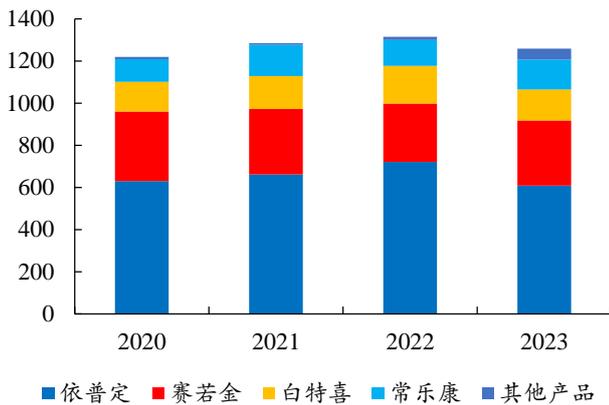
图4：2024H1 公司扣非归母净利润扭亏为盈



数据来源：Wind、开源证券研究所

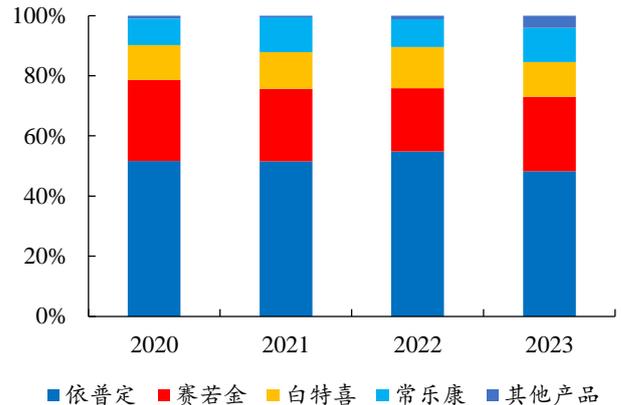
公司目前销售收入主要依赖依普定、赛若金、白特喜和常康乐4个产品，2023年4个核心产品销售收入分别为6.08/3.11/1.46/1.43亿元，占比分别约48.30%/24.67%/11.60%/11.34%。依普定销售收入占比较高，为公司目前收入的基本盘，受区域集采政策影响2023年销售额略有下滑。类停为国内首个上市的英夫利西单抗生物类似药，2023年销售额约4671万，同比增长236%，自上市后快速放量。

图5：受集采影响依普定 2023 年销售略有下滑（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

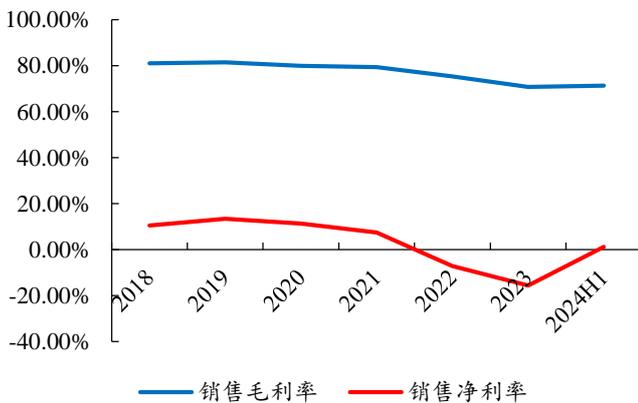
图6：依普定为公司目前收入的基本盘



数据来源：Wind、开源证券研究所

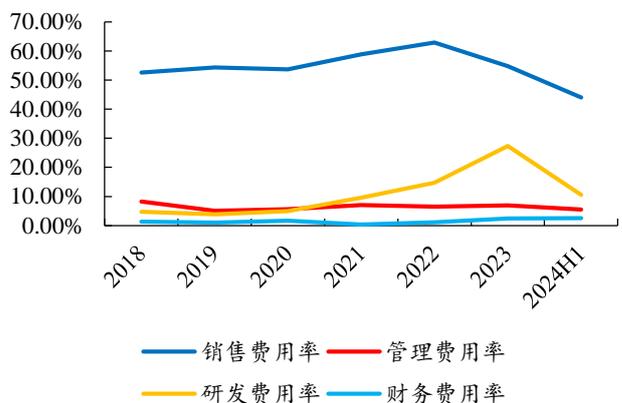
2023 年公司毛利率约 70.79%，较 2022 年下滑约 4.58 pct，主要系核心产品受到区域集采政策影响。净利率自 2021 年起下滑，主要系研发费用大幅增加影响。2024H1，公司净利率回升至 1.25%，主要系收入持续增长及公司深化全业务流程的精益管理，内部运营效率得以提升；2024H1 销售费用率与研发费用率大幅降低，分别约 44.07%/10.57%，控费初显成效。

图7：2024H1 公司毛利率略有回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

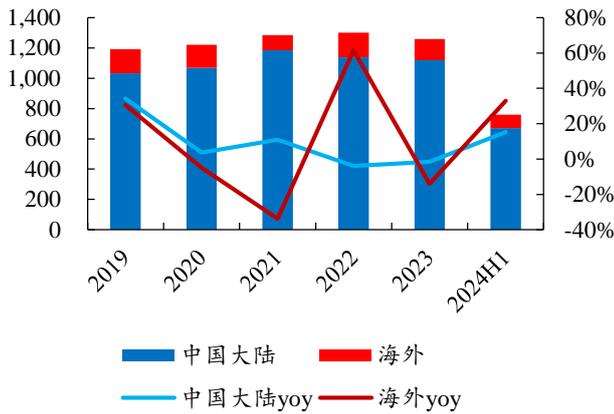
图8：2024H1 公司控费初显成效



数据来源：Wind、开源证券研究所

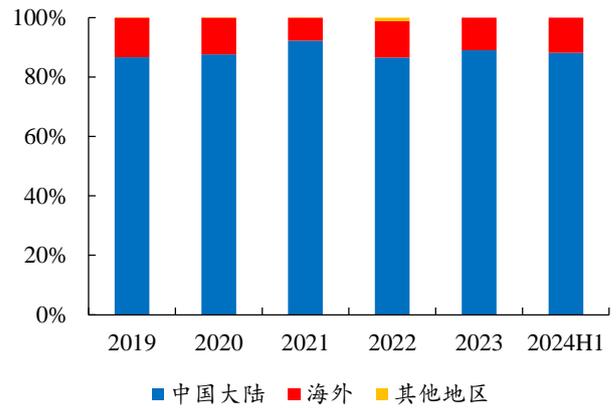
国内营收占主体，海外拓展稳步推进。国内业务目前贡献了公司主要营收，2024H1 年中国大陆营收 6.70 亿元，占比约 88.14%。立足国内市场，公司海外商业化全速推进，海外市场收入稳健增长，2024H1 公司海外收入约 9009 万元，同比增长 32.97%，收入占比约 11.86%。

图9：2024H1 海外收入同比增速稳健（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2019-2024H1 中国大陆贡献公司营收主体



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、区域集采影响减弱，核心单品恢复稳健增长

公司目前贡献收入的单品共有 5 个。受区域集采影响，依普定（人促红素注射液）与白特喜（人粒细胞刺激因子注射液）2023 年销售额略微下滑；2024 年以来集采影响逐步减弱，销售额恢复稳健增长。赛若金与常乐康 2023 年暂未受到集采影响，整体增速稳健。注射用英夫利西单抗为公司合作引入产品，为国内首家英夫利西生物类似药，2023 年实现营收 0.47 亿元，同比增长约 236%，正处于快速放量阶段。

表5：公司目前贡献收入的单品共有 5 个

商品名	通用名	适应症领域	市场地位	2023 年销售额 (亿元)	同比增速
依普定	人促红素注射液	用于治疗非骨髓恶性肿瘤化疗和肾功能不全所致贫血；外科围手术期的红细胞动员	国内市占率第二； 出口量第一	6.08	-15.73%
白特喜	人粒细胞刺激因子注射液	用于癌症化疗等原因导致的中性粒细胞减少症；化疗中预防和减轻中性粒细胞减少症，从而减少合并感染发热的风险和危害	临床应用 20 年，有着广泛的循证应用	1.46	-18.88%
赛若金	注射用干扰素 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	市占率第一； 广谱抗病毒	3.11	12.49%
常乐康	酪酸梭菌二联活菌	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慢性腹泻和消化不良	老幼孕产妇均可使用的独家益生菌	1.43	16.91%
克彙胶囊	克彙胶囊	用于胁肋胀痛或刺痛，口苦口粘，纳呆腹胀，面目黄染，小便短赤，舌质黯红或瘀斑涩等湿热毒邪内蕴、瘀血阻络证及急、慢性肝炎	独家保肝护肝，百年国药； 名贵中药组方，麝香、牛黄、三七及蛇胆等	-	-
类停 (引进)	注射用英夫利西单抗	用于类风湿关节炎、银屑病、强直性脊柱炎、成人溃疡性结肠炎、成人及儿童克罗恩病及瘘管性克罗恩病的治疗	国内首家英夫利西生物类似药；全国 32 个省挂网销售，终端覆盖 1000 家	0.47	236%

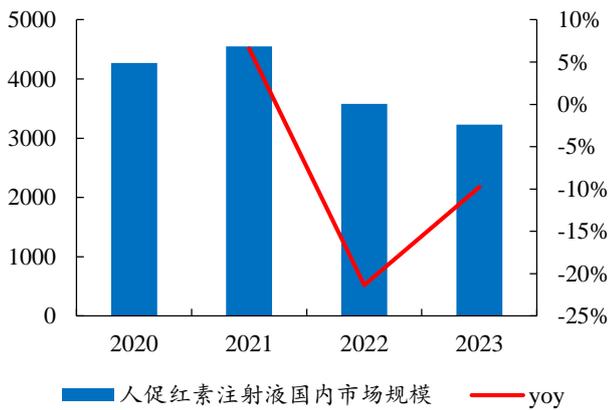
资料来源：科兴制药财报、科兴制药推介资料、开源证券研究所

表6: 2024 年以来集采影响逐步减弱, 销售额恢复稳健增长

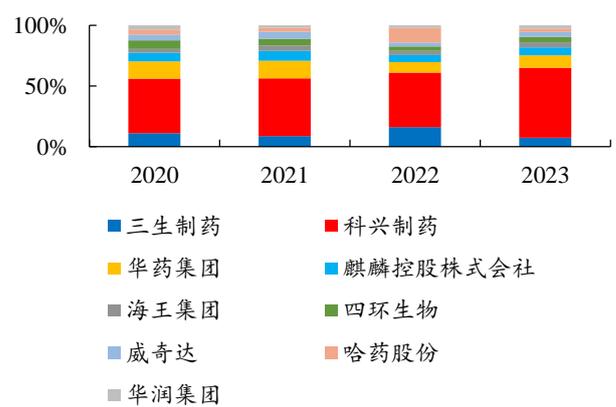
制剂名称	最上市时间	医保情况	集采情况	执行时间	2023 年中标价格区间	2023 年国内市场规模 (亿元)	科兴制药市占率
人促红素注射液	2000.01	非医保	广东 11 省联盟 京津冀“3+N”医药采购联盟	2023 年 2024 上半年	6.69-19.82 元/支	32.30	27.79%
人粒细胞刺激因子注射液	2001.01	乙类	广东 11 省联盟	2023 年	18.63-69.7 元/支	19.92	4.56%
注射用人干扰素 α1b	1996.01	乙类	江西 29 省干扰素省际联盟	2024 下半年	26.25-34.88 元/支	4.63	54.84%
酪酸梭菌二联活菌	2002.01	非医保	未集采	-	28.8-29.68 元/盒	0.16	100%
注射用英夫利西单抗 (引进)	2021.07	乙类	未集采	-	-	13.00	4.28%

资料来源: Insight、科兴制药公告、PDB 数据库、开源证券研究所

人促红素注射液主要用于治疗因肾脏功能不全或其他原因引起的贫血。根据 PDB 数据库数据统计, 受区域集采扩面影响, 2023 年国内人促红素注射液终端市场规模约 32.30 亿元, 同比下滑约 9.77%; 2023 年公司产品依普定市占率约为 27.79%, 较 2022 年整体波动较小, 目前市占率保持全国第二。

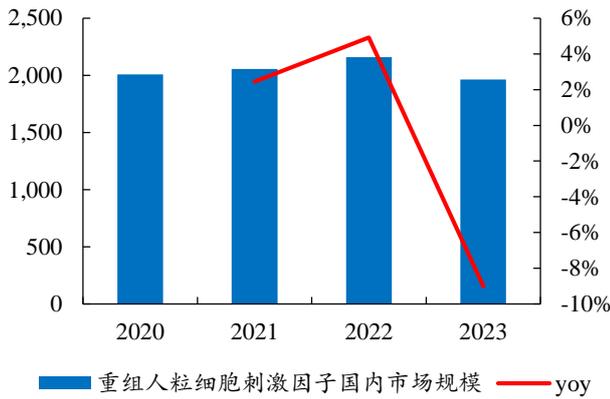
图11: 国内人促红素注射液市场规模较大 (百万元)


数据来源: PDB 数据库、开源证券研究所

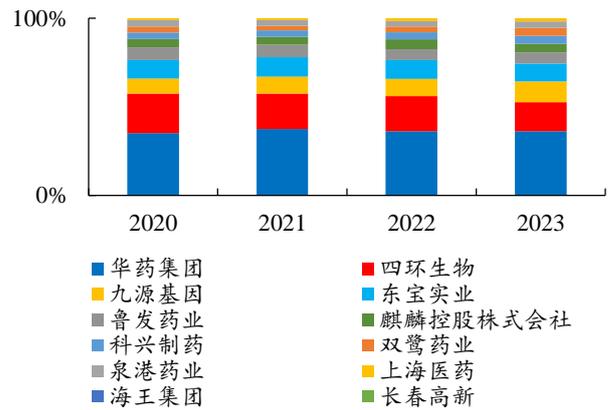
图12: 公司人促红素注射液产品市占率保持全国第二


数据来源: PDB 数据库、开源证券研究所

重组人粒细胞刺激因子主要应用于治疗癌症化疗等原因导致的中粒细胞减少症。根据 PDB 数据库数据, 受区域集采等因素影响, 2023 年国内重组人粒细胞刺激因子市场规模约 19.63 亿元, 同比下滑约 9.00%; 其中, 公司产品白特喜市占率约 4.56%, 目前整体市占率较低。

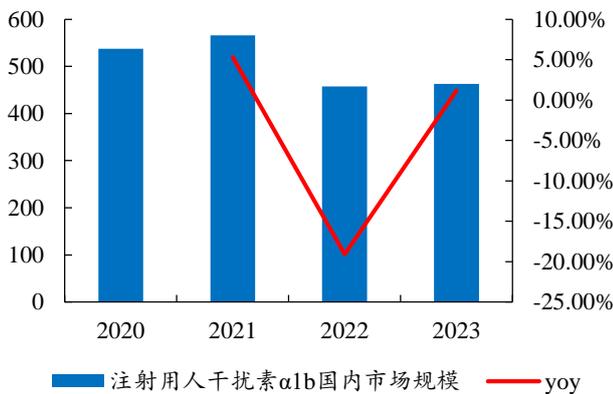
图13: 国内重组人粒细胞刺激因子市场较大 (百万元)


数据来源: PDB 数据库、开源证券研究所

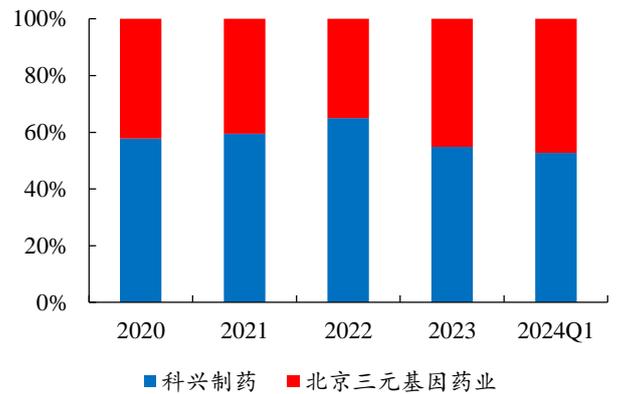
图14: 公司产品白特喜目前市占率整体较低


数据来源: PDB 数据库、开源证券研究所

注射用重组人干扰素 α 1b 主要应用于适用于治疗病毒性疾病和某些恶性肿瘤。根据 PDB 数据库数据统计, 2023 年国内注射用重组人干扰素 α 1b 终端市场规模约 4.63 亿元, 同比增长约 1.14%; 其中, 科兴制药的赛若金市占率约 54.84%, 连续多年市占率排名第一, 市场地位稳固。

图15: 注射用人干扰素 α 1b 市场规模整体稳定 (百万元)


数据来源: PDB 数据库、开源证券研究所

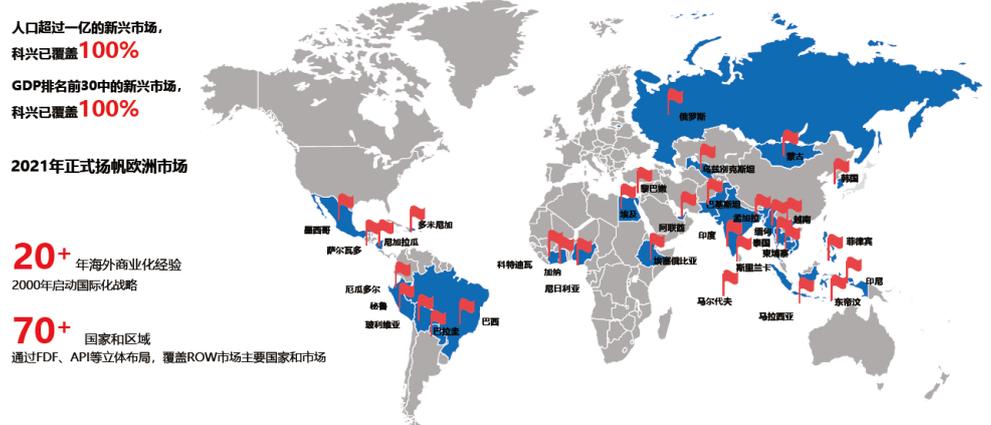
图16: 公司产品赛若金连续多年市占率排名第一


数据来源: PDB 数据库、开源证券研究所

3、高效赋能引进产品出海, 海外市场即将迎来收获期

公司已拥有 20 余年出海历程, 积累了深厚的出海优势, 在海外产品注册、海外开拓和营销、海外 GMP 合规审计等方面都有丰富的资源和经验。目前, 公司已通过欧盟、巴西、菲律宾、印度尼西亚等约 70 个国家和地区的市场准入并实现销售, 销售网络覆盖了所有人口过亿、GDP 排名前 30 的新兴国家。同时, 公司通过引进白蛋白紫杉醇、英夫利西单抗等优势产品, 已经在消化及自免领域、抗肿瘤领域、代谢病领域形成丰富的产品组合。

图17: 公司已拥有 20 余年出海历程, 积累了深厚的出海优势



资料来源: 科兴制药推介资料

3.1、逐步完成产品引入计划, 在特定疾病领域打造丰富产品矩阵

逐步完成产品引进规划, 致力于打造中国高品质药出海的最佳商业化平台。公司聚焦肿瘤、自体免疫疾病、代谢疾病等领域, 持续开展产品引进工作, 不断扩充产品池, 为海外商业化战略持续提供产品支持。截至 2024 年 6 月底, 公司已引进了 13 种优势产品, 其中肿瘤领域 9 个、消化及免疫领域 2 个、代谢病领域 2 个。公司已制定了详细的产品引进计划, 预计 2024-2025 年累计将引入超 15/20 个产品。

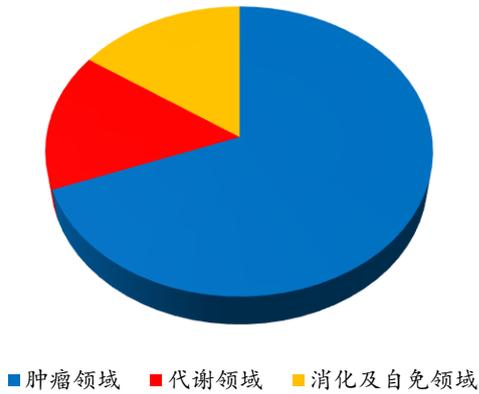
表7: 逐步完成产品引进规划, 致力于打造中国高品质药出海的最佳商业化平台

治疗领域	产品名称	引进时间	合作伙伴	商业化授权区域
肿瘤领域	白蛋白紫杉醇	2021.04	海昶生物	除美国市场外的商业化授权
	贝伐珠单抗	2022.01	苏州东曜	除中国、欧盟、英国、美国、日本以外的全球所有国家和地区独家商业化许可
	曲妥珠单抗	2023.06	正大天晴	海外 12 国独家商业化权益
	马来酸奈拉替尼	2023.06	甫康药业	海外 6 个国家
	来那度胺胶囊	2023.07	常州制药	巴西独家代理
	艾立布林注射液	2024.01	西岭源药业	除欧盟、英国以外的 36 个国家(欧盟、英国 2023 年独家授权给了汇宇制药)
	索拉非尼片	2024.02	亚宝药业	秘鲁、新加坡、马来西亚等共 10 个国家的独家代理资格
	哌柏西利胶囊	2024.03	正大天晴	海外 11 个国家
	奥拉帕利片	2024.04	科睿药业 (青峰医药子公司)	海外 10 个国家
消化及自免领域	英夫利西单抗	2021.06	迈博药业	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	2021.07	海正生物	巴西、阿根廷、泰国、菲律宾、沙特、马来西亚、南非、埃及等 14 个国家
代谢领域	利拉鲁肽	2022.12	通化东宝	拉丁美洲等新兴市场共 17 个国家
	碳酸司维拉姆片	2023.09	新华制药	巴西、印尼、哈萨克斯坦等 15 个国家

资料来源: 科兴制药公告、科兴制药官网、科兴制药推介资料、开源证券研究所

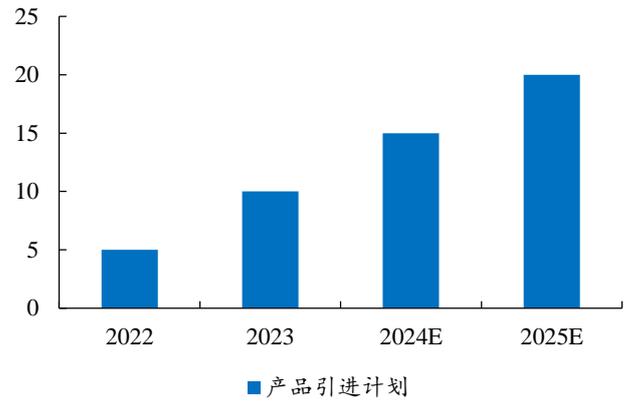
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

图18: 引入产品中肿瘤药物数量占比最大



数据来源: 科兴制药公告、开源证券研究所

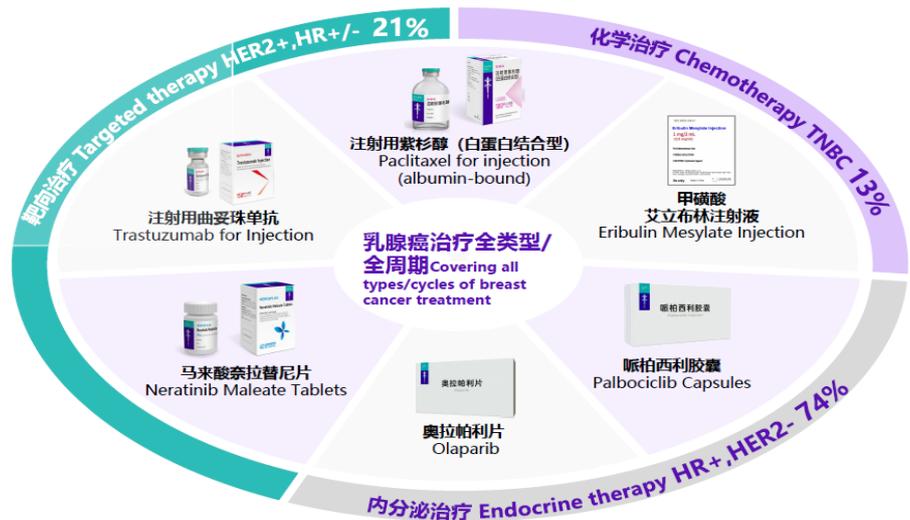
图19: 公司预期 2025 年将累计引入超 20 个产品 (个)



数据来源: 科兴制药推介资料、开源证券研究所

在乳腺癌治疗领域,公司已引进白蛋白紫杉醇、曲妥珠单抗、贝伐珠单抗、奈拉替尼、艾立布林、哌柏西利、奥拉帕利片 7 款重磅产品,涵盖一线到后线、靶向+化疗及围手术期辅助治疗等不同分型、不同阶段,已搭建在重点肿瘤领域的产品矩阵,全方位满足医患的用药需求。未来公司将持续发力,在自免与代谢等其他领域也建立丰富的产品库,为海外合作伙伴提供更多的产品选择。

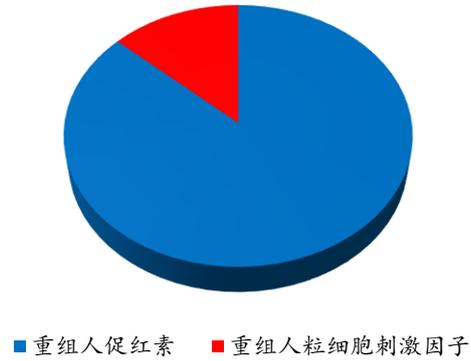
图20: 公司已搭建在重点肿瘤领域的产品矩阵



资料来源: 科兴制药推介资料

3.2、持续推进引进产品出海, 2024 年下半年有望陆续迎来收获期

公司已拥有 20 年出海历程,建立了相对完整的海外商业体系,在海外产品注册、海外开拓和营销、海外 GMP 合规审计等方面积累了丰富资源与经验能力。公司目前出海的产品有重组人促红素、重组人粒细胞刺激因子、酪酸梭菌三联活菌这 3 大自有产品。2023 年,公司外销收入约为 1.39 亿元,其中重组人促红素外销收入 1.2 亿元,占比约 87%。

图21：公司出海产品中重组人促红素目前收入占比较大


数据来源：科兴制药推介资料、开源证券研究所

公司深耕新兴市场，海外商业化平台目前已覆盖 40 多个国家，人口过亿、GDP 排名前三十的新兴市场国家基本全部覆盖，公司的依普定在巴西、菲律宾、埃及等国家已成为当地 EPO 领先品牌产品。同时，为更好深入海外各个新兴国家开展出海工作，公司目前已在全球范围内设立多个子公司，以巴西、墨西哥、新加坡、埃及、越南等海外分子公司为支点，深度辐射、覆盖整个中美、南美、东南亚、中东北非等区域，形成完善的海外供应商管理体系。

持续推进引进产品出海，2024 年下半年有望陆续迎来收获期。公司目前正在推进引进产品在发达市场及新兴市场共 60 余个国家 110 多项注册进程。核心产品白蛋白紫杉醇已于 2024 年 7 月获欧盟批准上市，能够在欧盟所有国家上市销售，并于 2024 年 8 月首批发货发往欧洲；英夫利西单抗获得秘鲁药品监管机构 DIGEMID 批准上市，同时取得了巴西、印度尼西亚、埃及、泰国等国家的 GMP 认证；肿瘤产品贝伐珠单抗已取得印度尼西亚、埃及、哥伦比亚三国的 GMP 认证。下半年公司引进产品在海外市场将陆续迎来收获期。

表8：持续推进产品出海，2024 下半年有望陆续迎来收获期

产品名称	适应症	出海情况	(预期) 获批时间
白蛋白紫杉醇	转移性胰腺癌、非小细胞癌	已完成共 47 个国家和地区的合作伙伴的签约；2024 年 8 月首批发货发往欧洲	2024 年 7 月获得欧盟上市批准
英夫利西单抗	类风湿关节炎、脊柱炎、溃疡性结肠炎、克罗恩病	收到埃及、巴西、泰国等国家的 GMP 证书	2024 年 6 月获得秘鲁上市批准
阿达木单抗	强直性脊柱炎、类风湿关节炎、银屑病	2024 年 3 月在埃及开展首次海外审计	预期 2024 年获批
贝伐珠单抗	非小细胞肺癌、转移性结直肠癌	已取得埃及、印尼、哥伦比亚等地区的 GMP 认证	预期 2024 年获批
利拉鲁肽	成人 II 型糖尿病、有减重功效	累计在印尼等 8 个国家验厂	预期 2025 年获批
曲妥珠单抗	乳腺癌、胃癌	累计验厂埃及等 5 个国家	预期 2025 年获批
碳酸司维拉姆片	高磷血症	官方文件审评阶段	预期 2025 年获批
索拉非尼片	肾癌、肝癌、急性粒细胞白血病、放射性碘耐药晚期甲状腺癌	官方文件审评阶段	预期 2025 年获批
马来酸奈拉替尼	非小细胞癌、宫颈癌、胆道系统肿瘤、乳腺癌	累计验厂菲律宾等两个国家	预期 2026 年获批
来那度胺胶囊	骨髓瘤、滤泡性淋巴瘤	文件整理递交阶段	预期 2026 年获批
艾立布林注射液	转移性乳腺癌、转移性脂肪肉瘤	文件整理递交阶段	预期 2026 年获批
哌柏西利胶囊	乳腺癌	文件整理递交阶段	预期 2026 年获批

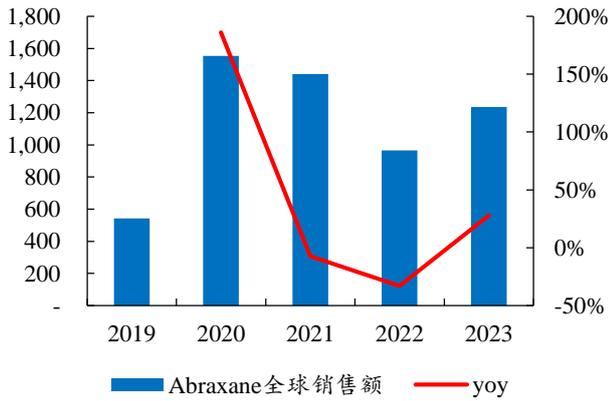
资料来源：科兴制药推荐材料、科兴制药官网、开源证券研究所

3.3、首批白紫已发货欧盟，海外市场放量可期

白蛋白紫杉醇是欧洲医学肿瘤学会指南中治疗乳腺癌、转移性胰腺癌和非小细胞肺癌的推荐用药，是治疗多种肿瘤的一线用药。相较于普通紫杉醇注射液和紫杉醇脂质体，白蛋白紫杉醇的安全性和患者依从性都更好，临床认可度高，在癌症治疗领域拥有广阔的市场。

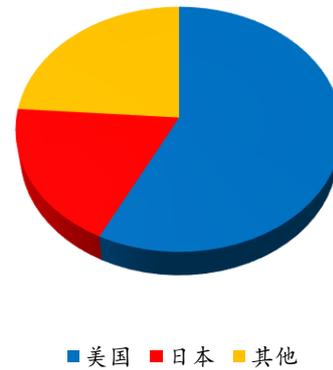
原研 BMS 白紫的产品名称为 Abraxane，最早于 2005 年获 FDA 批准上市。2005 年，BMS 将 Abraxane 日本区域销售权益授权给大家制药株式会社；2023 年 Abraxane 产品全球销售额约 12.36 亿美元，其中美国/日本/其他地区销售收入分别占比约 57.4%/18.8%/23.9%。

图22：原研白紫全球销售额超 10 亿美元（百万美元）



数据来源：Insight、开源证券研究所

图23：Abraxane 除美国与日本外地区销售占比 23.9%



数据来源：Insight、BMS 公告、开源证券研究所

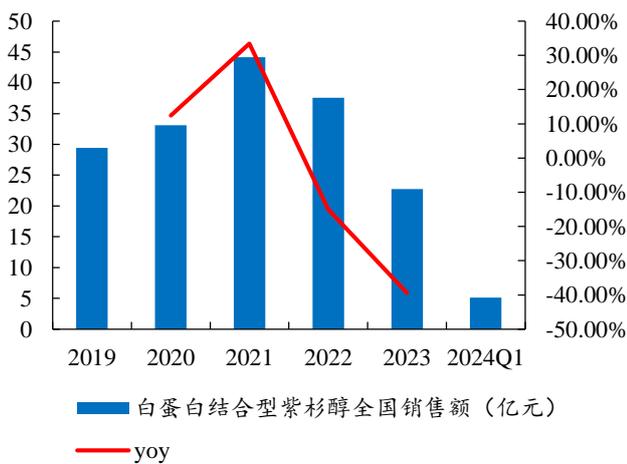
白蛋白紫杉醇国内市场规模连续下滑，出海销售前景广阔。国内目前白紫销售规模较大的共有 4 家企业，除了恒瑞医药的艾越外，整体单支定价在 150-350 元，国内价格整体较便宜。根据 PDB 数据库数据，2022 年以来，受集采降价等因素影响，国内白蛋白紫杉醇市场规模持续下降，2023 年国内市场规模为 22.75 亿元，同比下滑 39.41%。白紫国内白紫市场竞争日益激烈，出海已成为国内白紫产品未来放量的最佳选择。

表9：国内目前白紫销售规模较大的共有 4 家企业

企业名称	商品名	规格	价格 (元)	集采轮次	销售额 (亿元)	市占率
石药集团	克艾力	0.1g	354.22	第二批	9.31	40.90%
恒瑞医药	艾越	0.1g	744.15	第二批	8.64	37.97%
齐鲁制药	-	0.1g	164.79	-	3.86	16.98%
科伦药业	-	0.1g	215.41	-	0.94	4.15%

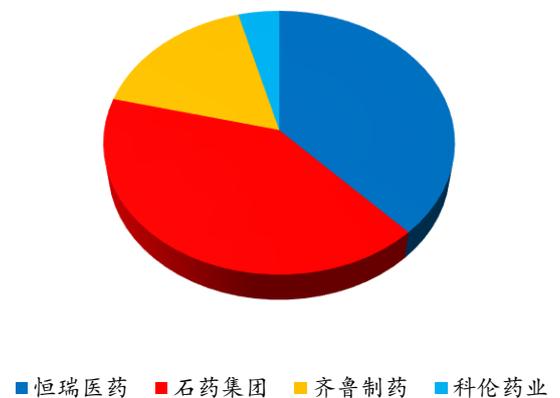
资料来源：PDB 数据库、科兴制药

图24：2022 年以来国内白紫市场规模持续下滑



数据来源：PDB 数据库、开源证券研究所

图25：2023 年国内白紫销售规模较大的共有 4 家企业



数据来源：PDB 数据库、开源证券研究所

白紫海外市场定价远高于中国，欧盟白紫渗透率目前较低。根据 IMS 数据等数据统计，白紫海外定价远高于国内；目前白紫美国原研单支定价约 1670 美元，日韩、新兴市场生物类似物定价约 300-400 美元，欧盟整体定价在 100-150 欧元以上，国内产品以中位价计算约 64 美元，海外市场定价远高于国内。欧盟白紫市场目前仅有原研 BMS 与仿制药企 TEVA 产品在销，白紫渗透率仅 15%，远低于美国的 30% 与日本的 50%，拥有较大的市场放量空间。

图26：白紫海外单价远高于中国市场（美元）

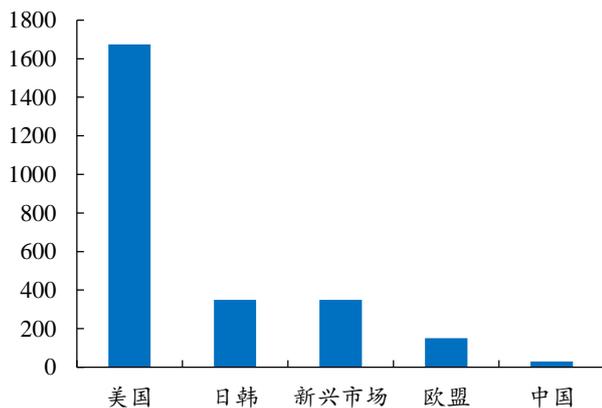
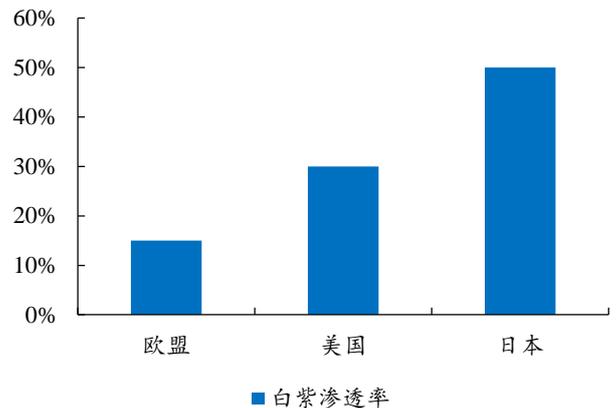


图27：受供给影响，欧盟白紫渗透率低于美国与日本



数据来源：Insight、科兴制药推介资料、IMS、开源证券研究所 注：数据来源：科兴制药推介资料、开源证券研究所
美国为原研定价，其余国家为生物类似物产品定价

2021年4月，公司与海昶生物签署药品合作协议，公司将获得白紫在除美国以外的全球商业化权益，双方将在双方约定的生产场所进行白紫技术转移。公司将支付海昶生物累计不超过 7000 万人民币的签约金和里程碑金与相应销售权利金。2024年7月，公司白紫获得欧盟委员会上市批准，可以在欧盟所有国家上市销售。2024年8月，公司第一批白紫产品已经出货发往欧盟市场。除了已经取得上市批准的欧盟市场，公司已就白蛋白紫杉醇的海外销售与加拿大、英国等发达市场及巴西、新加坡等新兴市场共 47 个国家和地区的合作伙伴签约，其他多个国家地区的注册工作也在同步开展，预计海外白紫将迎来快速放量期。

图28：公司获得海昶生物白紫除美国市场外的全球商业化权益



资料来源：科兴制药推介资料

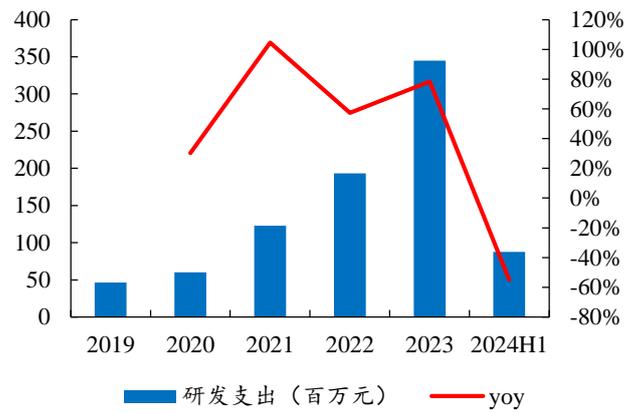
4、积极推进自研管线，核心产品已进入后期临床

公司一直把创新研发作为长期目标，聚焦抗病毒、肿瘤、退行性疾病和内分泌等领域，不断完善布局管线，创新性研发管线的比例逐渐提升。公司研发团队实力雄厚，核心技术人员秦锁富博士拥有 30 多年医药研发经验，曾任美国国家卫生研究所(NIH)研究员、金赛药业研究院副院长、美国 Allergan 制药公司首席科学家，曾推动 6 个研发项目进入临床，其中 1 个上市，1 个提交了 NDA；其余核心技术人员也均具有 10 年以上项目研发和管理经验。公司研发投入整体逐年增长，为创新性研发管线的快速推进提供支撑。

图29：公司研发团队实力雄厚



图30：2019-2023 年公司研发投入逐年增长



资料来源：科兴制药推介资料

数据来源：Wind、开源证券研究所

截至 2024 年 6 月底，其中，公司首个自主研发的 1 类创新药 Fc 融合蛋白-长效生长激素已进入 I 期临床试验，人干扰素 α 1b 吸入溶液 III 期临床试验已开展受试者入组工作，临床研究顺利推进中；聚乙二醇化人粒细胞刺激因子注射液项目已确定 III 期临床的组长单位和 PI，将尽快启动 III 期临床的受试者入组给药。同时，公司利用 AI、计算机辅助药物设计 (CADD) 等数字化手段开发出了多个具有差异化和竞争力的创新 PCC 分子；其中，用于肿瘤恶病质的治疗 GB18 项目，药效非劣于国外竞品，稳定性显著优于国外竞品，已完成了国际专利布局，具有较大发展潜力。

图31：公司 2 款核心产品已进入 III 期临床


资料来源：科兴制药公告

表10：公司利用已开发出了多个具有差异化和竞争力的创新 PCC 分子

项目名称	具体介绍
GB10 项目	高浓度眼科专用蛋白药物制剂，用于眼底血管增生疾病的治疗。双特异性抗体结构，生物活性和动物药效都非劣于国外竞品，攻克了高浓度制剂难关，获得了超高浓度的专用制剂处方
GB12 项目	采用 AI 辅助的 IL-4Ra 抑制型表位的抗体改造，亲和力与母本 dupilumab 可比，表位与母本一致
GB18 项目	用于肿瘤恶病质的治疗，采用独特的纳米抗体结构，药效非劣于国外竞品，稳定性显著优于国外竞品，表达量（10.0g/L）达到国内先进水平，成本较低，并完成了国际专利布局
GB19 项目	针对自身免疫疾病领域的多适应症，PCC 分子体外活性、动物药效与竞品相当，高浓度制剂可开发性优于竞品分子，成药性良好
GB20 项目	针对全新一代 IBD 靶点，采用创新型的分子结构，PCC 分子体外活性为竞品的 10 倍；差异化表位，免疫原性低，安全性高

资料来源：科兴制药公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

现阶段，科兴制药不断推进海外业务发展，我们预计：

(1) 集采对国内存量产品的边际影响减弱，中国大陆收入整体稳健增长，预计 2024-2026 年中国大陆收入增速为 11.36%、12.76%、13.87%，毛利率预期维持稳定，预计 2024-2026 年中国大陆地区产品销售毛利率为 72.00%、72.00%、72.00%。

(2) 随着以白紫、英夫利西单抗、贝伐珠单抗等为代表的引进产品在欧盟及新兴地区陆续上市，海外业务预计将迎来快速成长期，预计 2024-2026 年海外收入增速

为 53.74%、102.03%、88.09%，毛利率预计稳健提升，2024-2026 年毛利率为 50.25%、51.90%、53.19%。

(3) 随着收入规模不断增加，公司的销售、管理、研发及财务费用率有望稳步下降。

表11：2024-2026 年公司海外业务预计持续高增长（单位：百万元）

子板块	财务表现	2023A	2024E	2025E	2026E
中国大陆收入	营收	11.39	12.48	14.07	16.02
	同比增速	-1.63%	11.36%	12.76%	13.87%
	毛利率	73.34%	72.00%	72.00%	72.00%
海外收入	营收	138.53	212.98	430.27	809.30
	同比增速	-13.96%	53.74%	102.03%	88.09%
	毛利率	50.20%	50.25%	51.90%	53.19%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、盈利预测与估值

通过 20 多年的海外营销经验，科兴制药已在全球范围内构建了广泛的业务网络，通过“创新+海外商业化”双轮驱动的平台型发展模式，高效赋能国产高品质生物药出海。凭借自研以及产品引进的方式，公司已搭建丰富的产品矩阵，现有产品线涵盖抗病毒、消化及自免、抗肿瘤和代谢病等多个领域。短期看，存量品种受区域集采影响减弱，依普定、白特喜等核心品种恢复稳健增长；中长期维度看，公司逐步完成产品引进规划并持续推进引进产品出海，白紫已获得欧盟委员会上市批准并完成首批发货，海外业务将迎来收获期。我们看好公司的长期发展，预计 2024-2026 年公司的归母净利润为 0.41/1.04/2.28 亿元，EPS 为 0.20/0.52/1.15 元，当前股价对应 PE 为 68.8/26.9/12.3 倍。我们选取与公司业务相近的仿创结合的制药企业特宝生物、安科生物与凯因科技与公司作对比，与可比公司的平均估值相比，公司估值相对较高，考虑到 2024-2026 年公司海外业务有望加速放量成长性较强，首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：与可比公司平均估值相比，公司估值相对较高，2024-2026 年公司海外业务有望加速放量成长性较强

证券代码	证券简称	收盘价(元)	归母净利润增速(%)				PE(倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688278.SH	特宝生物	61.06	93.5	37.9	36.2	32.2	44.8	32.4	23.8	18.0
300009.SZ	安科生物	7.66	20.5	24.0	24.5	23.2	15.2	12.7	10.7	9.0
688687.SH	凯因科技	19.60	39.7	26.4	36.8	26.3	28.8	22.7	16.6	13.2
	可比公司平均		51.2	29.4	32.5	27.2	29.6	22.6	17.0	13.4
688136.SH	科兴制药	14.89	-110.7	121.4	129.9	130.0	-14.7	68.8	26.9	12.3

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：科兴制药的盈利预测来自开源证券研究所，特宝生物、安科生物、凯因科技的盈利预测均来自 Wind 一致预期，数据截至 2024 年 9 月 19 日收盘

6、风险提示

海外放量不及预期、集采带量采购风险、补缴税款影响当期利润。

(1) 海外放量不及预期：海外各个国家对于药品准入的要求不同，海外商业化放量存在一定的不确定性，可能会影响公司海外产品销售；

(2) 集采带量采购风险：目前国内部分区域在进行依普定、赛若金等产品的带量采购，可能会对公司存量产品销售造成影响。

(3) 补缴税款影响当期利润：2024年6月，公司补缴税款及滞纳金约2131.11万元，预计将影响公司2024年度归母净利润。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1411	1134	1517	1767	2502
现金	785	569	660	830	1089
应收票据及应收账款	361	286	462	484	747
其他应收款	3	4	4	7	8
预付账款	21	25	29	39	50
存货	208	191	303	350	549
其他流动资产	32	58	58	58	58
非流动资产	1753	1897	2010	2244	2628
长期投资	0	4	8	12	16
固定资产	759	805	924	1123	1423
无形资产	166	159	176	197	222
其他非流动资产	829	930	902	912	967
资产总计	3165	3031	3527	4011	5130
流动负债	539	670	1239	1708	2645
短期借款	163	121	631	1075	1666
应付票据及应付账款	217	193	379	381	678
其他流动负债	159	356	229	252	301
非流动负债	819	730	616	534	489
长期借款	779	696	582	499	455
其他非流动负债	40	34	34	34	34
负债合计	1359	1400	1855	2242	3134
少数股东权益	-3	5	5	7	12
股本	199	199	199	199	199
资本公积	1274	1282	1282	1282	1282
留存收益	336	145	183	282	506
归属母公司股东权益	1808	1626	1667	1762	1983
负债和股东权益	3165	3031	3527	4011	5130

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-86	-87	18	138	181
净利润	-93	-195	41	106	233
折旧摊销	65	84	64	79	98
财务费用	15	31	14	30	15
投资损失	-2	-7	-4	-5	-5
营运资金变动	-61	40	-97	-71	-159
其他经营现金流	-10	-40	-1	-1	-1
投资活动现金流	-381	-156	-172	-307	-476
资本支出	399	191	173	309	477
长期投资	0	12	-4	-4	-4
其他投资现金流	18	23	5	6	6
筹资活动现金流	371	16	-265	-105	-37
短期借款	-114	-42	510	444	591
长期借款	516	-83	-114	-83	-44
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	8	7	0	0	0
其他筹资现金流	-39	134	-661	-467	-584
现金净增加额	-91	-224	-419	-274	-332

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1316	1259	1461	1837	2412
营业成本	324	368	455	601	827
营业税金及附加	10	12	12	15	20
营业费用	828	689	643	772	916
管理费用	86	87	83	92	96
研发费用	193	345	175	202	241
财务费用	15	31	14	30	15
资产减值损失	-0	-3	0	0	0
其他收益	5	9	9	9	9
公允价值变动收益	-5	0	0	0	0
投资净收益	2	7	4	5	5
资产处置收益	1	0	0	0	1
营业利润	-139	-256	92	141	310
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	1	5	0	0	0
利润总额	-139	-260	92	141	310
所得税	-46	-65	51	35	77
净利润	-93	-195	41	106	233
少数股东损益	-3	-5	1	2	5
归属母公司净利润	-90	-190	41	104	228
EBITDA	-36	-140	182	268	478
EPS(元)	-0.45	-0.96	0.20	0.52	1.15

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	2.4	-4.3	16.0	25.8	31.3
营业利润(%)	-241.4	-84.9	135.9	53.6	119.6
归属于母公司净利润(%)	-193.6	-110.7	121.4	155.8	118.6
获利能力					
毛利率(%)	75.4	70.8	68.8	67.3	65.7
净利率(%)	-7.1	-15.5	2.8	5.8	9.7
ROE(%)	-5.1	-12.0	2.5	6.0	11.7
ROIC(%)	-3.7	-8.4	2.4	5.7	9.4
偿债能力					
资产负债率(%)	42.9	46.2	52.6	55.9	61.1
净负债比率(%)	12.7	32.8	42.1	51.5	61.5
流动比率	2.6	1.7	1.2	1.0	0.9
速动比率	2.2	1.4	1.0	0.8	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	3.9	4.1	4.0	3.9	3.9
应付账款周转率	1.5	1.8	1.6	1.6	1.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.45	-0.96	0.20	0.52	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.43	-0.44	0.09	0.69	0.91
每股净资产(最新摊薄)	9.08	8.16	8.37	8.85	9.96
估值比率					
P/E	-31.1	-14.8	68.8	26.9	12.3
P/B	1.6	1.7	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	-83.5	-23.9	19.3	13.9	8.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

22 / 24

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn