

科兴制药(688136.SH)

出海业务有望保持高增长，创新药平台价值静待重估

推荐（维持）

股价：28.13 元

主要数据

行业	医药
公司网址	www.kexing.com
大股东/持股	深圳科益医药控股有限公司/66.01%
实际控制人	邓学勤
总股本(百万股)	200
流通 A 股(百万股)	200
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿元)	56
流通 A 股市值(亿元)	56
每股净资产(元)	8.09
资产负债率(%)	46.0

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】科兴制药（688136.SH）*深度报告*多国 GMP 验厂节奏符合预期，白紫出海欧盟确定性较强*推荐20240509

证券分析师

叶寅
投资咨询资格编号
S1060514100001
BOT335
YEYIN757@pingan.com.cn

研究助理

臧文清
一般证券从业资格编号
S1060123050058
ZANGWENQING222@pingan.com.cn

平安观点：

- 公司出海业务有望保持高速增长。根据公司 25 年 3 月投资者调研纪要，作为一家深耕国际化多年的公司，公司早已布局全球市场，并在产品引进、注册以及销售等环节积累了丰富经验。2021 年，公司明确制定了海外商业化战略，这一决策为后续发展奠定了坚实基础。目前，欧盟市场的白蛋白紫杉醇产品销售情况良好，同时，新产品的注册工作也在新兴市场多国稳步推进并陆续获批，进一步巩固了公司海外商业化平台价值。展望未来，公司计划依托成熟的海外商业化平台，在 2025 年持续引入新产品并推动其销售，从而实现业务的长期增长。预计在未来 5-10 年内，公司将不断拓展国际市场版图，覆盖更多区域与客户群体，确保海外商业化战略稳步实施。值得一提的是，根据公司 2024 年推出的股权激励计划，到 2025 年，外销收入增速目标设定为相比 2023 年增长 200%-400%。
- 创新药平台价值静待重估，正积极推进 BD。根据 wind，公司副总经理/研究院院长秦锁富为公司创新药研发主要负责人，实力雄厚。公司 α -1b 干扰素吸入溶液 RSV 治疗商业化前景广阔且已进入临床 III 期。此外，公司创新药在研管线布局颇具特色。根据公司 25 年 3 月投资者调研纪要，公司聚焦重点疾病领域，持续立项开发抗体类创新药物，推动在研产品管线的优化，利用 AI、计算机辅助药物设计（CADD）等数字化手段，高效优化药物创新、分子发现路径，获得了多个优秀的 PCC 分子，整体成药性高、安全性高。其中，GB18 项目（靶点：GDF15），用于肿瘤恶病质的治疗，采用独特的纳米抗体结构，药效与国外竞品可比，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。GB20 项目（靶点：TL1A），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。公司具有清晰的研发布局和策略，一方面，聚焦优势领域快速推进临床进度，协同公司国内国外销售渠道加快实现商业化

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,316	1,259	1,568	2,071	2,692
YOY(%)	2.4	-4.3	24.7	32.1	30.0
净利润(百万元)	-90	-190	35	118	257
YOY(%)	-193.6	-110.7	117.8	247.0	117.8
毛利率(%)	75.4	70.8	71.9	72.4	74.7
净利率(%)	-6.9	-15.1	2.2	5.7	9.5
ROE(%)	-5.0	-11.7	2.0	6.7	12.8
EPS(摊薄/元)	-0.45	-0.96	0.17	0.59	1.29
P/E(倍)	-62.2	-29.5	168.2	48.7	22.0
P/B(倍)	3.1	3.5	3.4	3.2	2.8

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

销售；另一方面，聚焦肿瘤、自免、退行性疾病领域，按照中美双报的标准开展研发立项工作，实现公司研发管线向创新药的全面转变，通过自主研发+合作研发，包括 License-out 相结合的方式加速推进研发，提升研发自我“造血”能力，实现研发的自运营。

- **投资建议：**考虑公司后续出海产品较多，白紫空间广阔且确定性较强，我们维持此前预测，预计 2024-2026 公司营收为 15.68/20.71/26.92 亿元。净利润为 0.35/1.18/2.57 亿元，与之前预期保持一致。考虑公司多款在研和引进创新药产品将持续推进临床和海外商业化，公司估值有望进一步提升，维持 " 推荐 " 评级。
- **风险提示：**1) 产品研发进度不及预期风险。公司在研项目众多，存在研发进度低于预期的风险。2) 海外商业化进度不及预期风险。公司引进品种众多，存在海外上市进度低于预期的风险。3) 行业政策变化风险。国家医保目录会不定期调整，影响公司相关产品价格。

一、 公司出海业务有望保持高速增长

1.1 公司出海业务有望保持高速增长

公司出海业务有望保持高速增长。根据公司 25 年 3 月投资者调研纪要，作为一家深耕国际化多年的公司，公司早已布局全球市场，并在产品引进、注册以及销售等环节积累了丰富经验。2021 年，公司明确制定了海外商业化战略，这一决策为后续发展奠定了坚实基础。目前，欧盟市场的白蛋白紫杉醇产品销售情况良好，同时，新产品的注册工作也在新兴市场多国稳步推进并陆续获批，进一步巩固了公司海外商业化平台价值。展望未来，公司计划依托成熟的海外商业化平台，在 2025 年持续引入新产品并推动其销售，从而实现业务的长期增长。预计在未来 5-10 年内，公司将不断拓展国际市场版图，覆盖更多区域与客户群体，确保海外商业化战略稳步实施。值得一提的是，根据公司 2024 年推出的股权激励计划，到 2025 年，外销收入增速目标设定为相比 2023 年增长 200%-400%。

二、 创新药平台价值静待重估

2.1 公司创新药研发负责人员实力雄厚

公司创新药研发负责人员实力雄厚。根据 wind,公司副总经理/研究院院长秦锁富为公司创新药研发主要负责人。秦锁富,1964 年出生，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。1998 年至 2002 年，任职美国国立卫生研究院研究员;2002 年至 2015 年，任职美国加州艾尔建制药公司首席科学家;2016 年至 2019 年，任职长春金赛药业股份有限公司研究院副院长;2019 年至 2020 年，任职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。

图表1 公司副总经理/研究院院长秦锁富在 2025 国际眼科会议发言

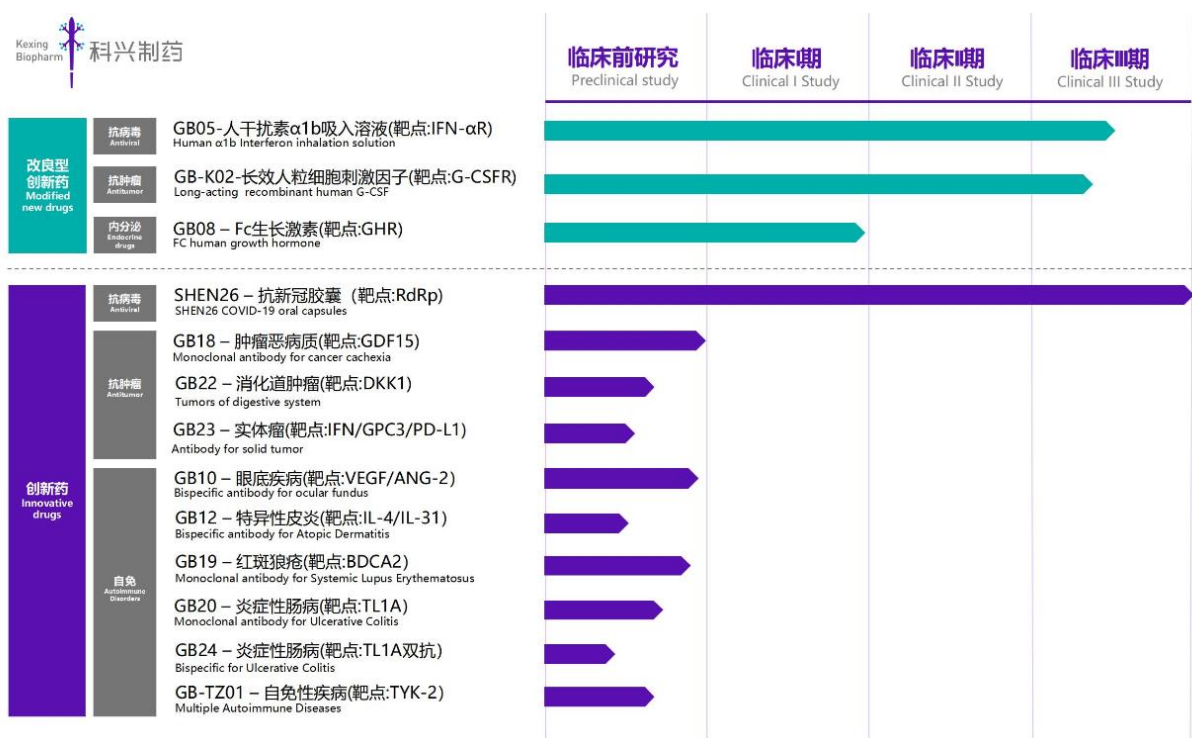


资料来源：财联社，平安证券研究所

2.2 公司创新药在研管线布局颇具特色，全流程研发实力已有沉淀

公司创新药在研管线布局颇具特色。根据公司 25 年 3 月投资者调研纪要，公司聚焦重点疾病领域，持续立项开发抗体类创新药物，推动在研产品管线的优化，利用 AI、计算机辅助药物设计（CADD）等数字化手段，高效优化药物创新、分子发现路径，获得了多个优秀的 PCC 分子，整体成药性高、安全性高。其中，GB18 项目（靶点：GDF15），用于肿瘤恶病质的治疗，采用独特的纳米抗体结构，药效与国外竞品可比，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。GB20 项目（靶点：TL1A），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。公司具有清晰的研发布局和策略，一方面，聚焦优势领域快速推进临床进度，协同公司国内国外销售渠道加快实现商业化销售；另一方面，聚焦肿瘤、自免、退行性疾病领域，按照中美双报的标准开展研发立项工作，实现公司研发管线向创新药的全面转变，通过自主研发+合作研发，包括 License-out 相结合的方式加速推进研发，提升研发自我“造血”能力，实现研发的自运营。

图表2 公司创新药在研管线概况



资料来源：公司官网，平安证券研究所

公司α-1b干扰素吸入溶液 RSV 治疗商业化前景广阔且已进入临床 III 期。根据公司 24 年 12 月投资者调研纪要，公司人干扰素α1b吸入溶液 III 期临床、聚乙二醇化人粒细胞刺激因子注射液 III 期临床均顺利推进。其中，人干扰素α1b吸入溶液为儿童呼吸道合胞病毒（RSV）对症治疗管线，呼吸道合胞病毒是一种常见的具有高传染性的呼吸道病毒，5 岁以下儿童为易感人群，特别是婴幼儿或有基础疾病的患儿，感染后容易发展为重症肺炎。目前，全球尚无广泛使用的疫苗和特异性的治疗药物，公司在研管线人干扰素α1b吸入溶液通过雾化给药，具有起效快、患者耐受性高、安全性高等优势，有望成为国产首批治疗儿童 RSV 感染的对症药物。

GDF15、TL1A 等众多早研管线具备爆发潜力，公司正积极推进 BD。根据公司 25 年 3 月投资者调研纪要，是一种属于 TGF-β 超家族的分泌型蛋白，在调节能量代谢、食欲以及体重管理方面发挥着关键作用。国际药企如辉瑞（Pfizer）、AVEO 等，均在该领域展开了积极布局。目前，针对 GDF15 的研发主要分为两大方向：一方面，利用其重组蛋白抑制饮食功能，从而实现减肥效果；另一方面，则通过开发 GDF15 抗体来促进食欲，帮助患者恢复体重，尤其是在恶病质等情况下具有重要意义。其中，肿瘤恶病质作为最紧迫且未被满足的医疗需求之一，成为了众多企业的首要开发目标。公司 GB18 管线是开发 GDF15

抑制性抗体，在适应症上，公司与辉瑞保持一致，先开发肿瘤恶病质适应症，后续拓展其他慢病（如心衰，COPD，HIV，肾病等）引发的恶病质适应症；结合表位上，科兴、AVEO、辉瑞（Pfizer）表位基本一致；在分子结构设计上，GB18 采用了独特的 VHH-Fc 形式，分子量仅为 78kDa，显著低于传统抗体药物，从而在化学、生产和控制（CMC）稳定性以及蛋白表达产量方面表现出色。此外，该创新结构还赋予了 GB18 在肌肉功能改善方面的卓越药效，有望在这一细分领域实现差异化突破，成为“同类最佳”（Best-in-Class）产品。公司正在积极推进国际化战略，致力于每年完成一定数量的创新药中美临床申报工作，以加速产品管线的国际化进程。

TL1A 靶点的核心优势，TL1A（TNF-like molecule 1A）在 IBD 调控网络中处于上游位置，可以被视为“总阀门”来阻断多条与 IBD 相关的炎症信号通路。这种机制使得 TL1A 抑制剂能够更全面地干预疾病进展，相较于现有靶点如 TNF- α 、p19/p40 或 $\alpha 4\beta 7$ 等，其作用范围更广且更加根本化。TL1A 双抗的立项逻辑，鉴于 IBD 病因复杂，单一靶点难以完全满足临床需求，因此开发 TL1A 双抗成为一种重要的策略。以下是其主要考虑因素：（1）T 细胞通路的局限性 TL1A 主要针对 T 细胞介导的炎症信号传导，虽然重要，但不足以全面阻断 IBD 的所有致病机制。（2）联合其他关键靶点第二个靶点的选择旨在补充 TL1A 的作用不足，例如针对 B 细胞、巨噬细胞以及肠道上皮细胞的功能。（3）协同效应双抗设计结合两个互补靶点，可以在分子水平实现更深层次的信号阻断，从而提高治疗效果并减少复发风险。

与此同时，公司持续强化海外业务拓展（BD）能力，通过组建专业的中国和欧美 BD 团队，积极寻求与全球领先制药企业的深度合作。目前，多个创新药项目已进入合作洽谈阶段。此外，公司还加大了对外学术交流的力度，通过参与国际顶尖医药会议、发表高水平科研论文以及建立跨国研究合作伙伴关系等方式，不断提升自身在创新药物研发领域的国际影响力。

三、盈利预测和投资建议

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：重组人促红素、重组人干扰素 $\alpha 1b$ ，伴随海外市场持续拓展、持续降本增效、集采深化及标外市场的积极开拓，预计 2024-2026 年营收将保持稳健，同比增速分别为 10%、10%、10%；

假设 2：重组人粒细胞刺激因子，受集采及竞争加剧影响，预计 2024-2026 年营收将保持稳健，同比增速分别为 5%、5%、5%；

假设 3：酪酸梭菌二联活菌，受儿科需求向好影响，预计 2024-2026 年营收将保持增长，同比增速分别为 5%、10%、10%；

假设 4：白蛋白紫杉醇，出海欧盟法规市场，确定性较强，销售体量及放量速度有望实现高速增长，预计 2024-2026 年白紫营收分别为 0.54、2.16、5.04 亿元，同比增速分别为 /，301%、133%；

假设 5：生物类似药，英夫利西单抗、贝伐珠单抗、阿达木单抗等 3 款产品，重点出海新兴市场国家，成长空间广阔。

假设英夫利西单抗 2024-2026 年营收分别为 0.54、1.24、2.09 亿，同比增速分别为 /，128%、69%；

假设贝伐珠单抗 2024-2026 年营收分别为 0.64、1.71、2.35 亿，同比增速分别为 /，150%、50%；

假设阿达木单抗 2024-2026 年营收分别为 0.27、0.62、1.05 亿，同比增速分别为 /，128%、69%；

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年海外新产品营收分别为 1.99 亿、5.73 亿、10.53 亿元，公司 2024-2026 年总营收分别为 15.68、21.71、26.92 亿元，考虑后续利拉鲁肽、曲妥珠单抗等生物类似药大品种在新兴市场的持续商业化，有望助力公司价值持续提升。

图表3 分产品收入（百万元）

业务分类	产品名称	2023A	2024E	2025E	2026E
国内业务 （包含原有相关产品出口营收）	重组人促红素	608.06	668.87	735.76	809.33
	重组人干扰素α1b	310.63	341.69	375.86	413.45
	重组人粒细胞刺激因子	146.10	153.41	161.08	169.13
	酪酸梭菌二联活菌	142.80	149.94	164.94	181.43
	其他主营	49.90	54.89	60.38	66.42
海外业务	白蛋白紫杉醇	/	53.92	215.99	503.57
	英夫利西单抗	/	54.37	123.97	209.23
	贝伐珠单抗	/	63.74	171.46	235.22
	阿达木单抗	/	27.19	61.99	104.62
	四款产品合计	/	199.22	573.41	1052.65
合计	/	1,259.04	1,568.03	2,071.42	2,692.40

资料来源：iFind，平安证券研究所

注：/为公开资料未报道

3.2 投资建议

考虑公司出海产品较多，白紫空间广阔且确定性较强，我们维持此前盈利预测，预计 2024-2026 公司营收为 15.68/20.71/26.92 亿元。净利润为 0.35/1.18/2.57 亿元，与之前预期保持一致。考虑公司多款在研和引进创新药产品将持续推进临床和海外商业化，公司估值有望进一步提升，维持 " 推荐 " 评级。

四、 风险提示

- 1) 产品研发进度不及预期风险：公司在研项目众多，存在研发进度低于预期的风险。
- 2) 海外商业化进度不及预期风险：公司引进品种众多，存在海外上市进度低于预期的风险；
- 3) 行业政策变化风险：国家医保目录会不定期调整，影响公司相关产品价格。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,134	991	1,223	1,577
现金	569	236	231	327
应收票据及应收账款	342	451	595	773
其他应收款	4	4	6	7
预付账款	25	23	31	40
存货	191	267	346	412
其他流动资产	2	11	14	18
非流动资产	1,897	1,727	1,547	1,359
长期投资	4	4	4	4
固定资产	827	750	663	566
无形资产	159	132	106	79
其他非流动资产	908	841	775	710
资产总计	3,031	2,719	2,770	2,937
流动负债	670	538	695	838
短期借款	121	0	0	0
应付票据及应付账款	193	302	391	465
其他流动负债	356	237	304	373
非流动负债	730	517	300	80
长期借款	714	501	284	63
其他非流动负债	17	17	17	17
负债合计	1,400	1,056	996	918
少数股东权益	5	5	8	12
股本	199	200	200	200
资本公积	1,282	1,282	1,282	1,282
留存收益	145	177	287	526
归属母公司股东权益	1,626	1,658	1,767	2,006
负债和股东权益	3,031	2,719	2,770	2,937

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-102	29	234	336
净利润	-195	35	120	261
折旧摊销	84	170	180	188
财务费用	31	31	18	7
投资损失	-7	-6	-6	-6
营运资金变动	40	-202	-79	-116
其他经营现金流	-55	1	2	2
投资活动现金流	-156	4	4	4
资本支出	184	0	0	-0
长期投资	12	0	0	0
其他投资现金流	-352	4	4	4
筹资活动现金流	16	-367	-243	-246
短期借款	-42	-121	0	0
长期借款	-91	-213	-217	-220
其他筹资现金流	149	-33	-26	-25
现金净增加额	-239	-333	-4	95

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,259	1,568	2,071	2,692
营业成本	368	442	573	682
税金及附加	12	13	17	22
营业费用	689	753	933	1,159
管理费用	87	94	145	189
研发费用	345	204	249	323
财务费用	31	31	18	7
资产减值损失	-3	-2	-2	-3
信用减值损失	3	1	2	2
其他收益	9	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	6	6	6
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	-256	45	150	325
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	5	3	3	3
利润总额	-260	43	148	323
所得税	-65	8	28	62
净利润	-195	35	120	261
少数股东损益	-5	1	2	5
归属母公司净利润	-190	35	118	257
EBITDA	-145	244	346	518
EPS (元)	-0.96	0.17	0.59	1.29

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	-4.3	24.7	32.1	30.0
营业利润(%)	-84.9	117.5	234.7	116.1
归属于母公司净利润(%)	-110.7	117.8	247.0	117.8
获利能力				
毛利率(%)	70.8	71.9	72.4	74.7
净利率(%)	-15.1	2.2	5.7	9.5
ROE(%)	-11.7	2.0	6.7	12.8
ROIC(%)	-9.1	3.4	7.4	15.0
偿债能力				
资产负债率(%)	46.2	38.8	35.9	31.3
净负债比率(%)	16.3	15.9	2.9	-13.1
流动比率	1.7	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.4	1.3	1.2	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.6	0.7	0.9
应收账款周转率	3.8	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	1.9	1.5	1.5	1.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	-0.96	0.17	0.59	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.51	0.15	1.18	1.69
每股净资产(最新摊薄)	8.16	8.32	8.87	10.07
估值比率				
P/E	-29.5	168.2	48.7	22.0
P/B	3.5	3.4	3.2	2.8
EV/EBITDA	-28.9	16.8	11.3	7.1

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融 融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼 丽泽平安金融中心 B 座 25 层