

2025 年 04 月 22 日

科兴制药 (688136. SH)

投资评级：买入（维持）

——海外制剂业务高增长，在研创新药具备出海潜力

证券分析师

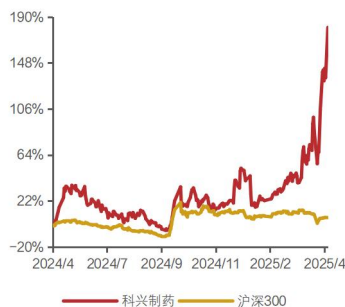
刘闯

SAC: S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 21 日

收盘价（元）	41.00
一年内最高/最低（元）	41.00/13.67
总市值（百万元）	8,185.33
流通市值（百万元）	8,185.33
总股本（百万股）	199.64
资产负债率（%）	48.16
每股净资产（元/股）	8.06

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **2024 年整体业绩。**2024 年营业收入 14.07 亿元，同比+11.75%；归母净利润 3148.09 万元；扣非归母净利润为 3525.43 万元。24Q4 收入 3.69 亿元，同比+27.1%；归母净利润 1430.26 万元；扣非归母净利润 1101.65 万元。2024 年研发费用 1.68 亿元，同比-51.26%，研发费用率 11.94%；销售费用 5.97 亿元，同比-13.42%，销售费用率 42.42%；管理费用 0.86 亿元，同比-1.0%，管理费用率 6.11%。
- **海外制剂业务高增长，新品种海外市场加速注册推进。**2024 年海外销售收入 2.24 亿元，同比增长约 61.96%。白蛋白紫杉醇欧盟于 24 年 7 月获批上市，未来有望提供较大增量；截至目前公司白蛋白紫杉醇已向加拿大、巴西、阿根廷、新加坡等国家提交了注册。公司新兴市场同样加速推进，24 年新兴市场销售额同比增长超 15%，25 年 4 月公司其他品种，如贝伐珠单抗、阿达木单抗、利拉鲁肽等药物在新兴市场注册接连突破。此外，2024 年公司国内自有药品及引进产品营业收入 11.77 亿元，同比增长 5.37%。
- **创新药研发加速推进，提供新估值弹性，积极关注出海进展。**
 - 1) GB18(GDF15)：**肿瘤恶病质，国内 IND 申请已受理，美国申报处于 Pre-IND 阶段。对标同靶点同适应症辉瑞 Ponesegromab，临床前数据显示 GB18 能够有效逆转肿瘤恶病质导致的体重减轻，显著提高模型动物的肌肉和脂肪重量，改善肌肉纤维的质量。
 - 2) GB12(IL-4R/IL-31)：**特应性皮炎，临床前阶段，运用 AI 技术突破性设计，抑制炎症反应+缓解瘙痒，从而克服单一靶点在疗效和耐药性的局限性。
 - 3) GB20(TL1A)+GB24(TL1A/LIGHT)：**炎症性肠炎，临床前阶段，公司 GB20 筛选获得的 PCC 分子体外活性为竞品的 10 倍，免疫原性低，安全性高。此外，GB24 双抗在抑制溃疡和纤维化方面效果显著。
 - 4) GB10 (VEGF/Ang-2)：**眼底疾病，临床前阶段，目前已完成 GMP 批次的中试生产，非临床动物实验和临床申报工作正在稳步推进。GB10 在抑制异常血管生成、减少液体渗漏及改善视力方面效果显著。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.95/1.93/3.30 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 86/42/25 倍。鉴于公司制剂出海有望保持较高增速，创新药研发进展积极，维持“买入”评级。
- **风险提示：**临床研发失败风险，竞争格局恶化风险、销售不及预期风险等。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,259	1,407	1,684	2,071	2,650
同比增长率（%）	-4.32%	11.75%	19.68%	22.98%	27.96%
归母净利润（百万元）	-190	31	95	193	330
同比增长率（%）	-110.74%	116.54%	202.76%	102.77%	70.62%
每股收益（元/股）	-0.95	0.16	0.48	0.97	1.65
ROE（%）	-11.70%	1.93%	5.51%	10.05%	14.63%
市盈率（P/E）	-43.01	260.01	85.88	42.35	24.82

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	555	168	207	265
应收票据及账款	564	717	995	1,420
预付账款	7	9	11	15
其他应收款	16	23	34	51
存货	142	138	148	163
其他流动资产	5	6	7	9
流动资产总计	1,288	1,062	1,403	1,922
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	1,000	1,078	1,246	1,409
在建工程	177	218	164	110
无形资产	225	265	365	463
长期待摊费用	19	10	0	0
其他非流动资产	449	526	540	534
非流动资产合计	1,874	2,101	2,319	2,519
资产总计	3,162	3,163	3,721	4,441
短期借款	269	213	533	875
应付票据及账款	204	221	247	285
其他流动负债	413	396	482	579
流动负债合计	886	830	1,261	1,738
长期借款	626	585	516	422
其他非流动负债	11	11	10	11
非流动负债合计	637	596	526	433
负债合计	1,523	1,426	1,788	2,171
股本	200	200	200	200
资本公积	1,288	1,288	1,288	1,288
留存收益	147	242	435	765
归属母公司权益	1,635	1,730	1,923	2,253
少数股东权益	4	6	10	17
股东权益合计	1,639	1,737	1,934	2,270
负债和股东权益合计	3,162	3,163	3,721	4,441

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	27	91	191	331
折旧与摊销	107	127	152	169
财务费用	41	39	42	53
投资损失	-9	-7	-8	-8
营运资金变动	-113	-161	-191	-326
其他经营现金流	54	19	21	22
经营性现金净流量	107	108	208	240
投资性现金净流量	-104	-359	-378	-377
筹资性现金净流量	-11	-135	209	195
现金流量净额	-7	-386	39	58

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,407	1,684	2,071	2,650
营业成本	441	505	601	742
税金及附加	12	14	17	23
销售费用	597	648	683	742
管理费用	86	101	120	146
研发费用	168	219	273	358
财务费用	41	39	42	53
资产减值损失	-4	-3	-4	-5
信用减值损失	-2	-2	-2	-3
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	9	7	8	8
公允价值变动损益	-29	-10	-11	-12
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	26	17	18	19
营业利润	63	167	343	595
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	6	5	5	5
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	57	162	338	589
所得税	30	65	141	253
净利润	27	97	197	336
少数股东损益	-4	2	4	7
归属母公司股东净利润	31	95	193	330
EPS(元)	0.16	0.48	0.97	1.65

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	11.75%	19.68%	22.98%	27.96%
营业利润增长率	124.67%	163.84%	105.69%	73.34%
归母净利润增长率	116.54%	202.76%	102.77%	70.62%
经营现金流增长率	222.42%	1.35%	92.63%	15.26%
盈利能力				
毛利率	68.69%	70.00%	71.00%	72.00%
净利率	1.92%	5.78%	9.52%	12.70%
ROE	1.93%	5.51%	10.05%	14.63%
ROA	1.00%	3.01%	5.19%	7.42%
估值倍数				
P/E	260.01	85.88	42.35	24.82
P/S	5.82	4.86	3.95	3.09
P/B	5.01	4.73	4.26	3.63
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	23	27	17	11

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，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授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。