

科兴制药（688136）

2024 年报&2025 年一季报点评：创新药潜力浅露头角，出海业务维持较高增速

买入（维持）

2025 年 04 月 28 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,259	1,407	1,720	2,010	2,354
同比（%）	(4.32)	11.75	22.28	16.85	17.09
归母净利润（百万元）	(190.29)	31.48	121.42	203.12	279.50
同比（%）	(110.74)	116.54	285.69	67.29	37.60
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.95)	0.16	0.61	1.02	1.40
P/E（现价&最新摊薄）	(31.47)	190.25	49.33	29.49	21.43

投资要点

■ **事件：**2024 年，公司全年实现营收 14.07 亿元（括号内为同比增速，下同+11.8%），归母净利润 31.48 百万元（+117%），EBITDA 2.0 亿元（+259%），扣非归母净利润 35.25 百万元（+120%），经营性现金流 1.07 亿元（+222%），期间费用减少 2.6 亿元（-23%）。2025Q1，公司实现营收 3.54 亿元（-1.97%），归母净利润 25.58 百万元（+106%），扣非归母净利润 22.60 百万元（+124%），经营性现金流 25.58 百万元（扭亏）。销售费用率同比-8.8pct，管理费用率-0.03pct，研发费用率+0.76pct（研发投入 4.19 千万元，同增+20%）。

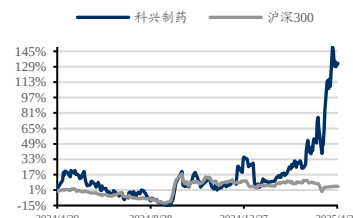
■ **创新药平台估值待显：**潜力管线较为丰富，其中①GB18（GDF15，适用于肿瘤恶病质），恶病质在癌症患者中发病率 30%，恶性肿瘤患者发病率高达 40-70%，由此推算中美欧市场超 200+亿美元。靶同适应症临床阶段管线，公司进度较快，全球格局良好。对标辉瑞 Ponesegromab，根据临床前数据显示，公司产品有助于控制肌肉流失、脂肪流失，维护肌纤维能力或将超越辉瑞产品。②TL1A 靶点（GB20 单抗和 GB24 双抗，适用于炎症性肠病 IBD），压制炎症的同时抑制纤维化。③GB12（IL-4/IL-31 双抗，适用于特应性皮炎 AD），抑制炎症的同时缓解瘙痒；该 PCC 分子体外活性为竞品的 10 倍。④GB10（VEGF/Ang2，眼底疾病）：已完成 GMP 中试生产，非临床动物实验和临床申报稳步推进。

■ **商业化加速兑现期：**①2024 年实现外销营收 2.2 亿元（+62%），并根据股权激励目标，2025 年海外目标 6 千万-1 亿美金，公司将实现白紫、英夫利西、贝伐珠、利拉鲁肽等商业化销售。②平台集群化优势体现，截至 2024 年底，累计引进 16 项产品，覆盖 70 个国家，110+个项目注册进程；巴西 墨西哥 新加坡 埃及 越南 德国 6 地子公司，外派+本地化营销团队深度辐射各大区。③四大拳头产品收入稳定，2024 年国内整体营收 11.8 亿元（+6%），EPO 营收 6.5 亿元（+7.6%），干扰营收 3.2 亿元（+1.9%），升白素营收 1.6 亿元（+1.6%），益生菌常乐康营收 1.3 亿元（-12.4%），主要系集采后提升覆盖率，销量实现大幅增长。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑行业整体增速情况，我们将公司 2025-2026 年营收从 17.79/23.69 亿元下调至 17.20/20.10 亿元，归母净利润从 1.41/2.33 亿元下调至 1.21/2.03 亿元，并预测 2027 年营收和归母净利润分别为 23.54 亿元和 2.80 亿元；2025-2027 年对应当前股价 PE 分别为 49/29/21×。看好创新药潜力+出海商业化平台，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**海外商业化进展，新药研发失败，地缘政治风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.23
一年最低/最高价	13.67/42.10
市净率(倍)	4.59
流通 A 股市值(百万元)	7,632.32
总市值(百万元)	7,632.32

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.34
资产负债率(%，LF)	47.78
总股本(百万股)	199.64
流通 A 股(百万股)	199.64

相关研究

《科兴制药(688136)：2024 年中报点评：利润扭亏为盈，出海商业化平台价值加速兑现》

2024-08-21

《科兴制药(688136)：重组蛋白主营业务稳健，出海商业化平台价值加速兑现》

2024-05-26

科兴制药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,288	1,562	1,787	2,056	营业总收入	1,407	1,720	2,010	2,354
货币资金及交易性金融资产	555	684	774	877	营业成本(含金融类)	441	573	644	723
经营性应收款项	571	608	725	859	税金及附加	12	15	18	21
存货	142	253	267	295	销售费用	597	697	784	918
合同资产	0	0	0	0	管理费用	86	103	119	137
其他流动资产	21	17	21	25	研发费用	168	189	221	254
非流动资产	1,874	1,774	1,672	1,573	财务费用	41	28	26	24
长期股权投资	4	4	4	4	加:其他收益	26	21	27	32
固定资产及使用权资产	1,000	943	882	823	投资净收益	9	9	12	14
在建工程	177	159	143	129	公允价值变动	(29)	0	0	0
无形资产	225	200	174	149	减值损失	(5)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	19	19	19	19	营业利润	63	146	238	324
其他非流动资产	449	449	449	449	营业外净收支	(6)	(4)	(4)	(4)
资产总计	3,162	3,336	3,458	3,628	利润总额	57	142	234	320
流动负债	886	1,009	1,046	1,100	减:所得税	30	28	47	64
短期借款及一年内到期的非流动负债	595	595	595	595	净利润	27	114	187	256
经营性应付款项	205	298	324	363	减:少数股东损益	(4)	(8)	(16)	(24)
合同负债	9	18	20	23	归属母公司净利润	31	121	203	279
其他流动负债	78	98	107	119	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.16	0.61	1.02	1.40
非流动负债	637	637	637	637	EBIT	124	170	260	344
长期借款	611	611	611	611	EBITDA	231	271	362	443
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	68.69	66.71	67.98	69.28
租赁负债	15	15	15	15	归母净利率(%)	2.24	7.06	10.10	11.87
其他非流动负债	11	11	11	11	收入增长率(%)	11.75	22.28	16.85	17.09
负债合计	1,523	1,645	1,682	1,737	归母净利润增长率(%)	116.54	285.69	67.29	37.60
归属母公司股东权益	1,635	1,694	1,795	1,934					
少数股东权益	4	(3)	(19)	(43)					
所有者权益合计	1,639	1,691	1,776	1,891					
负债和股东权益	3,162	3,336	3,458	3,628					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	107	224	222	272	每股净资产(元)	8.19	8.49	8.99	9.69
投资活动现金流	(104)	6	8	10	最新发行在外股份(百万股)	200	200	200	200
筹资活动现金流	(11)	(102)	(140)	(179)	ROIC(%)	2.10	4.72	7.04	9.01
现金净增加额	(7)	130	89	103	ROE-摊薄(%)	1.93	7.17	11.31	14.45
折旧和摊销	107	101	102	99	资产负债率(%)	48.16	49.32	48.64	47.87
资本开支	(94)	(3)	(3)	(3)	P/E (现价&最新股本摊薄)	190.25	49.33	29.49	21.43
营运资本变动	(108)	(22)	(98)	(111)	P/B (现价)	3.66	3.54	3.34	3.10

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>