科兴制药（688136.SH）

海外营收迅猛增长，创新管线亮点频出

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,259	1,407	1,767	2,260	2,701
增长率 yoy（%）	-4.3	11.7	25.6	27.9	19.5
归母净利润（百万元）	-190	31	100	220	310
增长率 yoy（%）	-110.7	116.5	216.1	120.7	41.2
ROE（%）	-12.0	1.7	5.9	11.6	14.1
EPS 最新摊薄（元）	-0.95	0.16	0.50	1.10	1.55
P/E（倍）	-39.5	238.6	75.5	34.2	24.2
P/B（倍）	4.6	4.6	4.4	3.9	3.4

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2024 年公司实现营业收入 14.07 亿元，同比增长 12%；归母净利润 0.31 亿元，同比扭亏为盈。

海外商业化实力强劲，营收迅猛增长。公司积极推进“国际化”战略，持续完善海外营销组织架构，聚焦重点疾病领域不断引进产品，在国内医药行业的出海示范作用日益凸显，2024 年海外销售收入 22436.82 万元，同比增长约 61.96%，主要得益于白蛋白紫杉醇在欧盟区域的销售增长。此外，公司深度挖掘新兴市场产品需求，以巴西、墨西哥、新加坡、越南、埃及等海外分子公司为支点，深度辐射、覆盖中南美、东南亚、中东北非等区域，2024 年，公司在新兴市场的销售额同比增长超 15%。经过 20 多年的发展，公司海外商业化平台已覆盖 40 多个新兴市场国家，人口过亿、GDP 排名前三十的新兴市场国家全部覆盖，公司产品人促红素注射液在巴西、菲律宾、埃及、秘鲁等国家已成为当地 EPO 领先品牌产品。在产品引进方面，公司聚焦肿瘤、糖尿病、自体免疫疾病三大领域，系列化、梯队化引进相关产品的海外商业化权益，截至 2025 年 4 月 11 日公司已引进 16 款重磅产品。

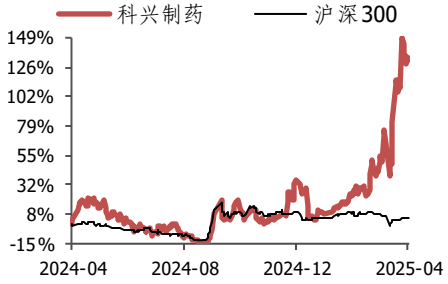
源头创新持续推进，创新管线亮点突出。公司聚焦生物药主航道，不断在肿瘤、免疫和退行性疾病等领域推进创新药立项，并按中美双报标准进行研究开发，不断丰富管线布局，创新型研发管线占比逐渐提升。公司研发的多个项目获得了体外活性优异、药效不逊于甚至优于国际竞品的 PCC 分子，具备高成药性和高安全性。其中：①GB18（GDF15 单抗）项目，用于肿瘤恶病质的治疗，采用独特的 FC 融合纳米抗体结构，完成了国际专利布局。GB18 对标全球领先同靶点同适应症辉瑞管线 Ponsegromab，临床前数据显示能够有效逆转肿瘤恶病质导致的体重减轻，显著提高模型动物的肌肉和脂肪重量，改善肌肉纤维的质量，改善运动功能，预计可实现每 3-4 周一次的注射频率，依从性高。目前，中国药监局已受理了 IND 申请，美国申报处于 Pre-IND 阶段。②GB10（VEGF/ANG-2 双特异性抗体）项目，是高浓度眼科专用蛋白药物制剂，用于治疗眼底血管增生疾病，其生物活性和动物药效均达到国际竞品水平。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。③GB20（TL1A 单抗）项目，针对全新一代 IBD 靶点，采用创新型的分子结构，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，成药性良好。④GB12（IL-4R/IL-31 双特异性纳米抗体）

买入（维持评级）

股票信息

行业	医药
2025 年 4 月 28 日收盘价（元）	38.23
总市值（百万元）	7,632.32
流通市值（百万元）	7,632.32
总股本（百万股）	199.64
流通股本（百万股）	199.64
近 3 月日均成交额（百万元）	104.91

股价走势



作者

分析师 吴明华
执业证书编号：S1070525010002
邮箱：wuminghua@cgws.com
分析师 陈玥桦
执业证书编号：S1070524090003
邮箱：chenyuehua@cgws.com

相关研究

1、《出海业务快速发展，源头创新持续推进》2025-03-29

项目，通过 AI 辅助的 IL-4Ra 抑制型表位的抗体改造和结构优化，开发出了高亲和力的抑制型抗体，亲和力与母本 dupilumab 可比，表位与母本一致。

国内市场稳健增长，市场份额保持领先。2024 年公司继续深化对区域市场的精细化管理和精准化覆盖，扩大销售规模，全年实现国内自有药品及引进产品营业收入 117729.59 万元，同比增长 5.37%。根据国药诚信的数据显示，2024 年“赛若金”国内短效注射用人干扰素的市场占有率保持排名第一；“类停”在英夫利西单抗市场的占有率排名第二；“依普定”在国内人促红素的市场占有率保持排名第二；“白特喜”在短效人粒细胞刺激因子市场占有率排名第六。公司聚焦核心终端增量的同时，拓展电商平台等多元化销售渠道，深度挖掘零售市场增长的新动能，已实现常乐康、克癀胶囊、赛若金等产品在京东大药房、阿里健康大药房、美团自营大药房等销售，其中常乐康长期在京东排行榜“腹泻用药榜”中排名前三、在天猫排行榜“腹泻用药”中排行前四。

投资建议：公司作为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国际化生物制药企业，坚持“创新+国际化”双轮驱动的平台型发展模式，深耕国际化业务，海外已通过欧盟、巴西、菲律宾、印度尼西亚等全球 70 多个国家的市场准入并实现销售，凭借白蛋白紫杉醇实现欧盟持续放量。中短期内，公司持续引进的海外商业化产品加速获批上市，加快海外收入利润释放。中长期看，公司聚焦优势领域，发挥海外商业化平台溢价能力，另有多条差异化创新管线推进至临床中后期，有望打开第二成长曲线。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1/2.2/3.1 亿元，对应当前股价的预测 PE 为 76/34/24 倍，维持“买入”评级。

风险提示：研发失败风险、市场竞争加剧风险、地缘政治风险、汇率波动风险

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1134	1288	1137	1187	1540
现金	569	555	353	472	795
应收票据及应收账款	286	501	527	474	497
其他应收款	4	16	10	23	16
预付账款	25	7	33	18	43
存货	191	142	169	150	133
其他流动资产	58	68	45	50	55
非流动资产	1897	1874	2065	1986	1902
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	805	975	1183	1143	1075
无形资产	159	256	284	318	361
其他非流动资产	930	640	593	521	462
资产总计	3031	3162	3201	3173	3442
流动负债	670	886	855	653	690
短期借款	121	269	418	190	197
应付票据及应付账款	193	204	206	190	199
其他流动负债	356	413	232	273	294
非流动负债	730	637	621	578	499
长期借款	696	611	585	541	465
其他非流动负债	34	25	36	37	35
负债合计	1400	1523	1476	1231	1189
少数股东权益	5	4	7	13	20
股本	199	200	200	200	200
资本公积	1282	1288	1288	1288	1288
留存收益	145	177	261	447	697
归属母公司股东权益	1626	1635	1718	1929	2233
负债和股东权益	3031	3162	3201	3173	3442

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-87	107	205	406	391
净利润	-195	27	102	225	318
折旧摊销	84	94	91	104	100
财务费用	31	41	21	18	9
投资损失	-7	-9	-7	-6	-7
营运资金变动	40	-113	-51	69	-23
其他经营现金流	-40	67	48	-4	-5
投资活动现金流	-156	-104	-321	-13	-4
资本支出	191	94	231	9	16
长期投资	12	-8	0	0	0
其他投资现金流	23	-2	-91	-4	11
筹资活动现金流	16	-11	-295	-63	-64
短期借款	-42	148	148	-228	7
长期借款	-83	-85	-26	-44	-77
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	7	7	0	0	0
其他筹资现金流	134	-82	-417	209	6
现金净增加额	-224	-7	-412	329	323

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1259	1407	1767	2260	2701
营业成本	368	441	512	653	778
营业税金及附加	12	12	14	19	22
销售费用	689	597	760	882	1027
管理费用	87	86	110	139	163
研发费用	345	168	247	294	338
财务费用	31	41	21	18	9
资产和信用减值损失	0	-5	0	1	0
其他收益	9	26	11	13	15
公允价值变动收益	0	-29	3	-8	-8
投资净收益	7	9	7	6	7
资产处置收益	0	0	0	1	0
营业利润	-256	63	123	268	378
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	5	6	4	4	5
利润总额	-260	57	120	265	374
所得税	-65	30	18	40	56
净利润	-195	27	102	225	318
少数股东损益	-5	-4	3	6	8
归属母公司净利润	-190	31	100	220	310
EBITDA	-144	191	229	385	483
EPS（元/股）	-0.95	0.16	0.50	1.10	1.55

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入（%）	-4.3	11.7	25.6	27.9	19.5
营业利润（%）	-84.9	124.7	95.1	117.7	40.9
归属母公司净利润（%）	-110.7	116.5	216.1	120.7	41.2
获利能力					
毛利率（%）	70.8	68.7	71.0	71.1	71.2
净利率（%）	-15.5	1.9	5.8	10.0	11.8
ROE（%）	-12.0	1.7	5.9	11.6	14.1
ROIC（%）	-6.3	1.6	4.1	8.4	10.5
偿债能力					
资产负债率（%）	46.2	48.2	46.1	38.8	34.5
净负债比率（%）	32.8	39.9	46.2	22.3	2.9
流动比率	1.7	1.5	1.3	1.8	2.2
速动比率	1.4	1.3	1.1	1.6	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	4.1	3.8	3.6	4.8	6.0
应付账款周转率	1.8	2.2	2.5	3.3	4.0
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	-0.95	0.16	0.50	1.10	1.55
每股经营现金流（最新摊薄）	-0.44	0.53	1.03	2.03	1.96
每股净资产（最新摊薄）	8.14	8.19	8.61	9.66	11.18
估值比率					
P/E	-39.5	238.6	75.5	34.2	24.2
P/B	4.6	4.6	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	-56.1	42.9	36.3	20.7	15.7

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES