

2025 年 07 月 17 日

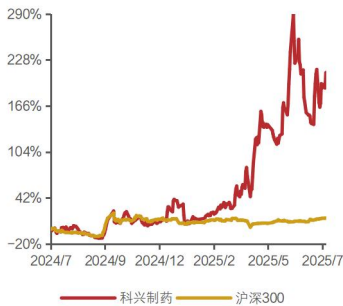
投资评级： 买入（维持）

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 07 月 16 日
收盘价（元）	49.30
一年内最高/最低（元）	63.99/13.67
总市值（百万元）	9,921.98
流通市值（百万元）	9,921.98
总股本（百万股）	201.26
资产负债率（%）	47.78
每股净资产（元/股）	8.34

资料来源：聚源数据

科兴制药 (688136. SH)

——创新管线出海可期，重视创新药平台价值

投资要点：

- **创新药平台价值逐步显现。**公司构建了 KX-FUSION 蛋白技术平台、KX-BODY 抗体技术平台、K'Exosome 递送技术平台、载体疫苗技术平台、微生态制剂研发及产业化平台等多个国内外领先的技术平台，围绕肿瘤与免疫、退行性疾病等领域，布局新型抗体、新型蛋白、新型递送体系，公司创新药平台价值有待重估。
- **创新管线提供出海预期，赋予公司新估值弹性。**
 - ✓ **1) GB18(GDF15)：**肿瘤恶病质，国内和美国 IND 均已获批。对标同靶点适应症辉瑞 Ponesemab，目前已开展 II/III 期临床，主要终点为体重变化和厌食症评分，临床成功概率较大，映射公司 GB18 成功率。目前恶病质竞争格局较好，同靶点 GDF15 相关药物科兴制药研发进度全球前列，且临床前数据显示，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，改善运动功能。作为辉瑞 Ponesemab 的 me-better 产品，有望快速推进临床，潜在 BD 可能性高。
 - ✓ **2) GB12(IL-4R/IL-31)：**特应性皮炎，临床前阶段，运用 AI 技术双靶位突破性设计，从炎症和神经双通路抑制炎症反应+缓解瘙痒，从而克服单一靶点在疗效和耐药性的局限性。临床前结果显示其在炎症和瘙痒指标上与强生同靶点产品 ND026 药效可比，药代动力学方面有显著优势。公司产品竞争格局较好，具有出海预期。
 - ✓ **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 分子活性远高于竞品，免疫原性低，安全性高，展示出了显著的动物药效。此外，GB24 双抗在抑制溃疡和纤维化方面效果显著。公司两款产品凭借其优秀的活性和协同性，在 TL1A 靶点交易火热的当下，有潜在 BD 的预期。
 - ✓ **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 1.07/2.07/3.46 亿元，7 月 16 日股价对应的 PE 分别为 93/48/29 倍。选取与公司业务相近的仿创结合的制药企业汇宇制药、安科生物与凯因科技与公司作对比，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：**海外商业化进展不及预期风险、创新药研发风险、地缘政治风险等。

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	107	207	346
同比增长率（%）	-110.74%	116.54%	238.81%	93.90%	67.24%
每股收益（元/股）	-0.95	0.16	0.53	1.03	1.72
ROE（%）	-11.70%	1.93%	6.22%	11.11%	16.48%
市盈率（P/E）	-52.14	315.17	93.02	47.97	28.69

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.07/2.07/3.46 亿元，7 月 16 日股价对应的 PE 分别为 93/48/29 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。

关键假设

随着国内逐步摆脱集采影响，业绩有望稳健增长，我们预测国内 25-27 年营业收入为 12.6/13.6/14.8 亿元，同比增速 6.7%/7.6%/9.0%；海外随着白蛋白紫杉醇等产品在欧盟和新兴地区陆续上市，有望迎来快速增长期，我们预测海外 25-27 年营业收入为 4.2/7.2/11.7 亿元，同比增速 88.0%/69.0%/64.0%。综合来看，我们预计 25-27 年营业收入为 16.84/20.71/26.50 亿元，归母净利润为 1.07/2.07/3.46 亿元。

投资逻辑要点

制剂出海：随着大单品白蛋白紫杉醇欧盟市场商业化，英夫利西单抗、贝伐珠单抗等多个生物类似药陆续完成新兴市场准入，公司海外业务步入收获期。根据公司股权激励，以公司 2023 年海外销售收入为基数，2024-2025 年海外销售收入增长率目标值不低于 100%(触发值 50%，约 2.1 亿)、400%(触发值 200%，约 4.2 亿)。

创新药：公司 GDF15、TL1A、TL1A/LIGHT、IL4R/IL31 等创新药虽处在临床早期阶段，但考虑市场空间大、竞争格局好、海外有映射，因此公司多条创新药管线均具备出海预期，如后续达成 BD 交易，可提供较大估值弹性。（目前 GDF15 肿瘤恶病质有较大出海预期，辉瑞启动 II/III 期注册临床，终点为体重变化+厌食指标，临床成功概率大，公司有望作为 me better 授权出海）

核心风险提示

海外商业化进展不及预期风险、创新药研发风险、地缘政治风险等。

内容目录

1. 平台型创新药公司呈现高成长性	5
1.1. 核心技术平台助力研发	5
1.2. 研发团队经验丰富	5
1.3. 创新管线或具备全球竞争优势	6
2. 核心管线临床价值高，出海潜力大	7
2.1. GB18: GDF15 单抗，恶病质市场空间大，具备出海潜力	7
2.2. GB20/GB24: 靶向 TL1A，治疗炎症性肠病	11
2.3. GB12: 针对特应性皮炎的 IL-4R α /IL-31 双抗	14
2.4. 外泌体开发平台，布局下一代治疗技术	17
3. 盈利预测与评级	19
4. 风险提示	20

图表目录

图表 1: 科兴制药五大核心技术平台	5
图表 2: 科兴制药研发相关管理人员	6
图表 3: 科兴制药创新管线	6
图表 4: 肿瘤厌食-恶病质综合征药物的具体用法	7
图表 5: 肿瘤恶病质适应症全球创新药研发进展	8
图表 6: Ponsegromab 的 2 期临床结果	9
图表 7: GB18 的结构设计	10
图表 8: GB18 的临床前研究数据	11
图表 9: TL1A 靶点作用原理	12
图表 10: 全球处于临床阶段的 TL1A 靶点药物	12
图表 11: TL1A 靶点管线交易/百万美元	13
图表 12: TL1A 多靶点创新药物开发现状	13
图表 13: GB20/GB24 的临床前研究数据	14
图表 14: IL-4R α /IL-13 靶点作用原理	15
图表 15: Dupixent 近五年销售额（赛诺菲统计口径）/百万美元	15
图表 16: GB12 的特点和优势	16
图表 17: GB12 的临床前实验结果对比	16
图表 18: IL-4R 通路针对特应性皮炎的双靶药物研发进展	17
图表 19: 外泌体技术在医疗领域中的应用	18
图表 20: 公司业绩拆分	19
图表 21: 可比公司估值表	19

1. 平台型创新药公司呈现高成长性

持续创新研发，提升管线竞争力。公司拥有重组蛋白药物开发技术平台、抗体药物开发技术平台和核酸药物开发技术平台等多个先进技术平台，聚焦抗病毒、肿瘤、免疫和退行性疾病等优势领域，持续加大研发投入，创新型研发管线数量占比逐渐提升，未来有望形成新的业务增长点。

1.1. 核心技术平台助力研发

科兴制药聚焦于生物药的创新与产业化二十多年，已构建了完整的生物药研发创新体系，覆盖从药物发现、药学研究、临床前研究、临床研究、至产业化的全过程医药创新能力。拥有原核细胞技术体系、真核细胞技术体系和核酸及病毒技术体系等 3 大技术体系，成功构建了 KX-FUSION 蛋白技术平台、KX-BODY 抗体技术平台、K'Exosome 递送技术平台、载体疫苗技术平台、微生态制剂研发及产业化平台等多个国内外领先的技术平台。

“3KX”研发技术平台是公司持续创新的动力引擎。基于此技术平台，公司短期将围绕重组蛋白药物的新剂型、新适应症、长效化进行深度开发，以实现与现有产品的协同效应，增强现有产品的市场竞争力；中长期将围绕肿瘤与免疫、退行性疾病等领域，布局新型抗体、新型蛋白、核酸药物，不断提升公司研发管线的创新性和先进性。

图表 1：科兴制药五大核心技术平台



资料来源：公司 2024 年业绩交流会 PPT，华源证券研究所

1.2. 研发团队经验丰富

创新药研发相关的团队经验丰富。根据公司官网，科兴制药研发人员约 200 余人，在创新药研发领域拥有丰富的经验，公司副总经理，医药研究院院长秦锁富博士具有丰富的国内外研发及管理经验，历任多家公司研发体系高级管理岗位；医药研究院新药研究中心副总经理李会铭博士具有丰富的学术知识和新药研发经验，曾于 BMS 任高级科学家、默克任首席科学家。研发序列管理团队赋能科兴制药研发实力不断提升。

图表 2：科兴制药研发相关管理人员

姓名	职务	简介
秦锁富	副总经理，医药研究院院长	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 NIH 研究员；2002 年 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，任科兴生物制药股份有限公司医药研究院院长；2021 年 1 月至今，任科兴生物制药股份有限公司副总经理。
李会铭	医药研究院新药研究中心副总经理	1970 年出生，本科毕业于北京大学化学系，2001 年获得美国耶鲁大学生物物理化学博士学位。2001 年 11 月至 2002 年 8 月担任依南特制药（Enanta Pharmaceuticals）博士后；2002 年 8 月至 2011 年 12 月历任美国哈佛大学免疫疾病研究所及波士顿儿童医院博士后、儿科讲师；2012 年 1 月至 2017 年 1 月任美国百时美施贵宝（Bristol-Myers-Squibb）高级科学家；2017 年 1 月至 2022 年 2 月任美国埃克塞隆制药/默克（Acceleron Pharma/Merck）首席科学家；2022 年 4 月至今任公司医药研究院新药研究中心副总经理。

资料来源：公司 2024 年年报，华源证券研究所

1.3. 创新管线或具备全球竞争优势

核心管线市场空间大+全球进展领先+海外映射确定性较高，具备出海潜力。基于核心开发平台和富有经验的研发团队，公司创新药管线具备一系列具有潜力的药物，瞄准前沿靶点和大适应症，有望具备全球竞争优势。

图表 3：科兴制药创新管线

分类	领域	药品名	靶点	适应症	临床阶段
改良型创新药	抗病毒	GB05	IFN- α R	呼吸道合胞病毒感染	3 期
	抗肿瘤	GB-K02	PEG-GC	化疗所致中性粒细胞减少	3 期
	内分泌	GB08	FC-GHR	儿童生长激素缺乏症	1 期
创新药	抗肿瘤	GB18	GDF15	肿瘤恶病质	中美 IND 已获批
		GB22	DKK1	消化道肿瘤	临床前
		GB23	IFN/GPC3/PD-1	实体瘤	临床前
		GB25	未公开	结直肠癌	临床前
		GB10	VEGF/ANG-2	眼底疾病	临床前
	退行性疾病	GB12	IL-4/IL-31	特应性皮炎	临床前
	自免	GB19	BDCA2	红斑狼疮	临床前
		GB20	TL1A	炎症性肠病	临床前
		GB24	TL1A/LIGHT 双抗	炎症性肠病	临床前

资料来源：公司 2024 年业绩交流会 PPT，医药魔方，华源证券研究所

2. 核心管线临床价值高，出海潜力大

2.1. GB18：GDF15 单抗，恶病质市场空间大，具备出海潜力

肿瘤恶病质发病率较高，患者人数庞大。《肿瘤恶液质临床诊断与治疗指南（2020 版）》中提到，肿瘤恶病质(cancer cachexia)发病率高,是各种晚期恶性肿瘤的常见并发症之一，其以骨骼、内脏的肌肉消耗为特征，伴有食欲减退、厌食、饱胀感、体质量下降、肌肉萎缩、乏力、贫血、水肿、低蛋白血症等多种临床表现。据 WHO 数据显示，全球每年约 900 万晚期肿瘤患者受恶病质困扰，根据药研网公众号，50%至 80%的肿瘤患者可能出现恶病质，严重影响患者生存质量和临床结局，肿瘤恶病质相关适应症存在较大未满足临床需求。

全球尚无新型创新药获批，存在较大未满足的临床需求。目前，肿瘤恶病质的临床治疗主要为营养干预和药物干预。《肿瘤厌食-恶病质综合征诊疗指南 2025》主要推荐疗法包括孕酮类、糖皮质激素类等。

图表 4：肿瘤厌食-恶病质综合征药物的具体用法

药物分类	药物名称	推荐剂量及使用途径	推荐治疗期
孕酮类	醋酸甲地孕酮片	160-800mg/d 口服	1-12 周
	醋酸甲地孕酮片口服混悬液	2.5 mL/d, 5 mL/d(125 mg/mL) 口服	1-12 周
	醋酸甲羟孕酮片	500-1000mg/d 口服	1-12 周
糖皮质激素类	地塞米松片/注射液	3-8mg/d 口服/静脉	1-3 周
	泼尼松片	15-30mg/d 口服	1-3 周
	甲泼尼龙片	32mg/d 口服	1-3 周
促胃肠动力药	甲氧氯普胺片/注射液	5-10mg 餐前/睡前 15min 或 5-20mg 口服/静注/肌注，每 6h 一次	根据需要
	多潘立酮片	10mg 口服，每日 3 次	根据需要
精神科药物	奥氮平	2.5-5mg 口服（睡前），每日 1 次	根据需要
	米氮平	15-30mg 口服（睡前），每日 1 次	根据需要
营养素	二十碳五烯酸	≥2g/d 口服	持续服用

资料来源：《肿瘤厌食-恶病质综合征诊疗指南 2025》，CSCO，华源证券研究所

目前 FDA 尚未批准新型创新药物用于肿瘤恶病质的治疗，GDF15 靶点有望取得突破。

世界范围内仅有 Juniper Biologics 的阿拉莫林在日本获批上市。肿瘤恶病质存在较大未满足的临床需求。GDF15 靶点来看，辉瑞的 ponesemab 进展最快，已启动 II/III 期注册临床研究；科兴制药的 GDF15 单抗、石药集团的 GFRAL 受体单抗、劲方医药的 GDF15/IL-6 双抗进度相近。

图表 5：肿瘤恶病质适应症全球创新药研发进展

名称	机制	机构	疾病	中国阶段	中国阶段日期	美国阶段	美国阶段日期
阿拉莫林	GHSR 激动剂	Juniper Biologics	癌性恶病质		仅在日获批	2021-01-22	
ponsegromab	GDF15 单抗	Pfizer	癌性恶病质	II/III 期临床	2025/5/25	II/III 期临床	2025/5/25
托珠单抗	IL-6R 单抗	Chugai	癌性恶病质	II 期临床	2024/1/19		
STC008	GHSR 激动剂	阳光诺和	癌性恶病质	I 期临床	2024-09-29		
JMT203	GFRAL 单抗	石药集团	癌性恶病质	I 期临床	2025/3/11	IND 获批	2025/4/22
GFS202A	GDF15/IL-6 双抗	劲方医药	癌性恶病质	I 期临床	2025/3/27		
GB18	GDF15 单抗	科兴制药	癌性恶病质	IND 获批	2025/5/26	IND 获批	2025/5/21
DS010	NA	达石药业	癌性恶病质	申报临床	2025/4/1		
AV-380	GDF15 单抗	AVEO	癌性恶病质			I 期临床	2023/5/19

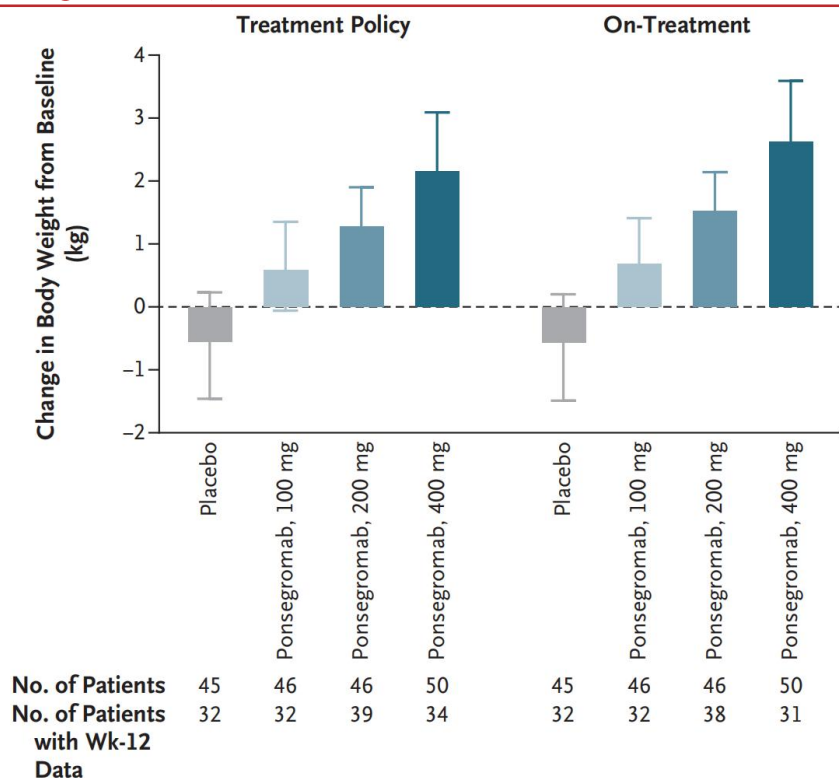
资料来源：医药魔方，华源证券研究所

GDF15—肿瘤恶病质治疗新希望。生长分化因子 15（Growth differentiation factor 15, GDF15）也被称为巨噬细胞抑制细胞因子（MIC-1），是一种应激诱导细胞因子，可与后脑中的神经胶质细胞衍生的神经营养因子家族受体 α 样蛋白（GFRAL）结合。GDF15-GFRAL 通路已成为厌食症和体重调节的主要调节因子，并与恶病质的发病机制有关。根据 CPHI 制药在线公众号，GDF15 水平升高与体重和骨骼肌质量下降以及癌症患者的力量和生存率下降有关，表明 GDF15 或是肿瘤恶病质的潜在治疗靶点。

海外映射：辉瑞 GDF15 单抗—Ponsegromab 临床二期试验成功。辉瑞的 Ponsegromab 的 II 期临床数据已于 2024 ESMO 发布，这项试验涉及 187 名患有非小细胞肺癌、胰腺癌和结直肠癌的患者，试验的主要目标是观察患者体重的变化。12 周后，试验结果显示：

- 与安慰剂相比，接受不同剂量（100mg、200mg、400mg）的患者体重均有显著增长，100 mg 组、200 mg 组和 400 mg 组与安慰剂之间的差异分别为 1.22 kg、1.92 kg 以及 2.81 kg。最高剂量组的患者体重平均增长 5.6%。
- 在主要预设亚组中，包括癌症类型、血清 GDF-15 水平四分位数、铂类化疗暴露、BMI 和基线全身炎症，400 mg ponsegromab 对体重的效果是一致的。体重变化与 12 周时 GDF-15 抑制一致。
- Ponsegromab 200 mg 组患者报告食欲未下降的比例较高；与安慰剂组相比，ponsegromab 100 mg 和 400 mg 组患者在 12 周时报告食欲较基线改善，FAACT-ACS 评分分别提高 4.12 和 4.5077。200 mg 组与安慰剂组的 FAACT-ACS 评分没有显著差异。

图表 6: Ponsegromab 的 2 期临床结果

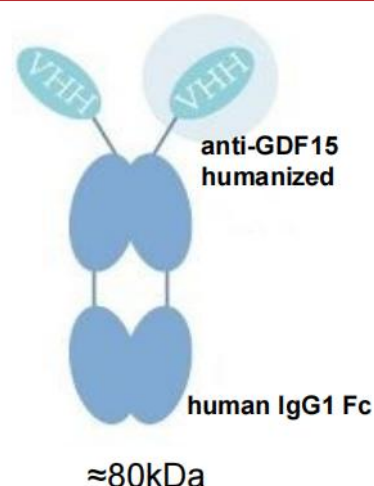


资料来源:《Ponsegromab for the Treatment of Cancer Cachexia》, John D. Groarke et.al, 华源证券研究所

辉瑞启动 II/III 期注册临床, 主要终点设计增大临床成功概率。基于 2 期临床成功, 辉瑞于 2025 年 5 月启动 Ponsegromab 的 2b/3 期临床试验(NCT06989437),研究 Ponsegromab 对于已接受一线化疗的胰腺癌及肿瘤恶病质患者的疗效、安全性和耐受性。其主要分组包括低剂量 Ponsegromab (Q4W 200 mg s.c.)、高剂量 Ponsegromab (Q4W 400 mg s.c.) 和安慰剂 (Q4W s.c.) ; 主要终点为体重相对基线变化百分比和厌食症状评分相对基线变化; 次要终点包括 OS、PFS、ORR、DCR、DoR、体重绝对值变化、L3 骨骼肌及脂肪密度、不良反应等, 整个试验预计入组 982 人。Ponsegromab 3 期临床试验批准开展, 证明辉瑞对此药物有较强成功信心, 并且主要终点设计有望增强临床成功概率。

科兴制药的 GB18 为 Ponsegromab 同靶点同适应症药物,采用独特的 Fc 融合纳米抗体结构 (VHH-Fc), 基于临床前药代动力学数据, GB18 预计可实现每 3~4 周/次的皮下注射频率, 大幅减少患者的用药负担, 可以有效提高患者依从性, 目前在国内和美国均获批临床。

图表 7：GB18 的结构设计

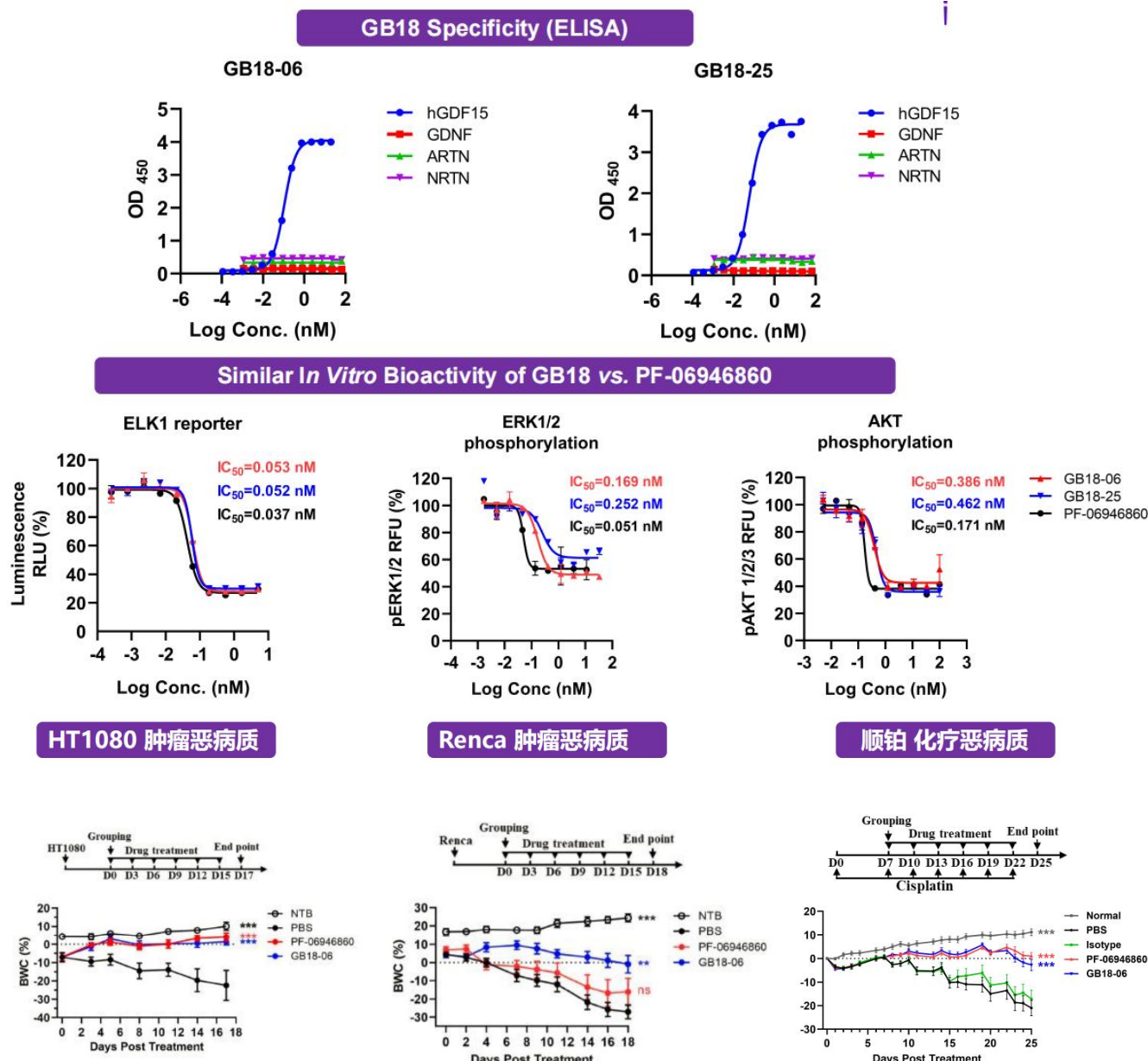


资料来源：公司 2024 年业绩交流会 PPT，华源证券研究所

临床前数据显示，GB18 具有明显的差异化优势。体内实验表明，通过阻断 GDF15 信号通路，GB18 能够有效逆转肿瘤恶病质导致的体重减轻；能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。实验结果显示，接受 GB18 治疗的恶病质动物比对照组表现出更强的运动能力，以及和正常动物相近的机体能量代谢指标，有望成为潜在 BIC 药物。

科兴制药的 GB18 作为 Ponsegromab 的 me-better 产品，在 Ponsegromab 信心充足快速推进 3 期临床的背景下，GB18 临床试验成功值得期待，有望作为 me-better 产品授权出海，达成重磅 BD。

图表 8：GB18 的临床前研究数据



资料来源：公司 2024 年业绩交流会 PPT，华源证券研究所

2.2. GB20/GB24：靶向 TL1A，治疗炎症性肠病

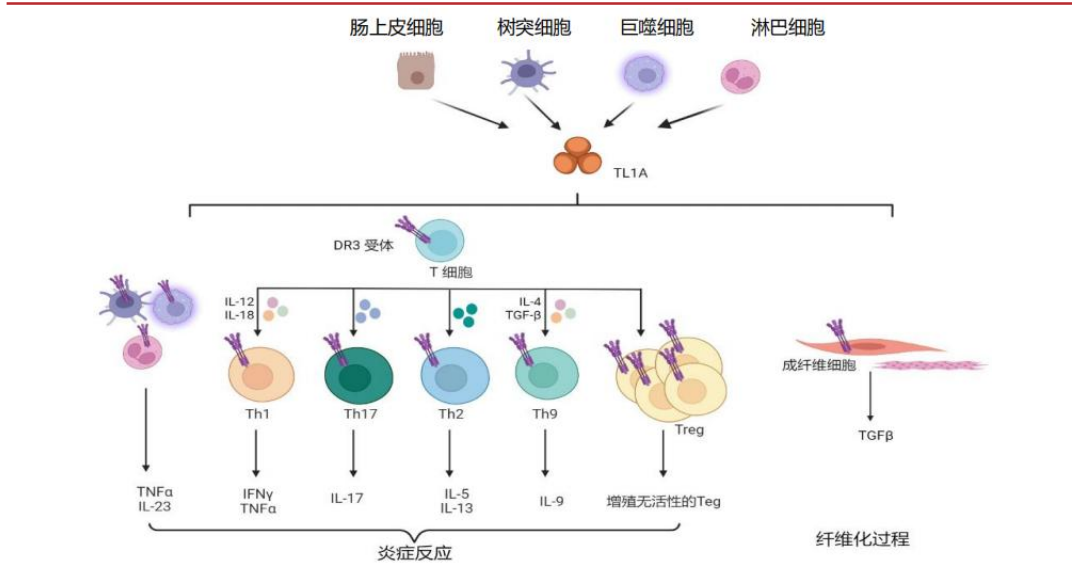
IBD 全球患者基数大，市场存在较大覆盖空间。炎症性肠病（IBD）是一种病因尚不十分清楚的慢性非特异性肠道炎症性疾病，主要包括溃疡性结肠炎和克罗恩病，其主要的临床症状包括腹泻、血便、腹痛、营养不良、乏力疲劳及肠外病变等，病情容易反复发作，严重影响日常生活。据中国疾病预防控制中心预测，2025 年患者总数将突破 150 万，较 2015 年增长近 5 倍，且 60% 以上患者首诊时已处于中晚期，35% 的溃疡性结肠炎患者可能在确诊 10 年内发生癌变。

目前 IBD 主要治疗策略以控制症状的维持疗法为主，亟需创新型药物。对于轻中度 IBD 患者，5-氨基水杨酸（5-ASA）是常用药物；对于中重度患者，糖皮质激素可快速控制炎症。

后续维持缓解阶段主要用免疫抑制剂如硫唑嘌呤和 6-巯基嘌呤等，近年来生物靶向制剂的研发也广泛用于维持治疗。IBD 潜在疗法开发具有广阔的市场。

TL1A 靶点有望成为 IBD 治疗潜在靶点。TL1A (肿瘤坏死因子样细胞因子 1A) 是 TNF 蛋白超家族(TNFSF)的成员，可与死亡结构域受体 3 (DR3)和诱骗受体 DcR3 结合。TL1A 通过效应 T 细胞亚群对细胞增殖、活化、分化和细胞因子产生发挥多效性作用，并在各种细胞类型上表达，包括髓系细胞、活化的 T 细胞和内皮细胞。

图表 9：TL1A 靶点作用原理



资料来源：公司 2024 年业绩交流会 PPT，华源证券研究所

目前针对 TL1A 靶点的开发仍处于早期阶段，全球暂无产品上市。在炎症性肠病(IBD)、类风湿性关节炎(RA)和银屑病等炎症性疾病中，TL1A 及其两种受体表达上调会促进疾病进展。这使得 TL1A 成为治疗 IBD 的潜在新靶点，受到海内外药企追捧。

图表 10：全球处于临床阶段的 TL1A 靶点药物

药品名称	研发机构	疾病	作用机制	中国阶段	中国日期	美国阶段	美国日期
afimkibart	Roche	炎症性肠病等	TL1A 单抗	III 期临床	2024-09-17	III 期临床	2024-09-19
tulisokibart	Merck & Co.	溃疡性结肠炎;克罗恩病	TL1A 单抗	III 期临床	2023-09-25	III 期临床	2023-09-25
SSGJ-627	三生国健	溃疡性结肠炎	TL1A 单抗	I 期临床	2025-03-31	临床前	
duvakitug	Sanofi	溃疡性结肠炎;克罗恩病等	TL1A 单抗	临床前		II 期临床	2020-09-11
SPY002	Spyre	炎症性肠病等	TL1A 单抗	临床前		I 期临床	2024-10-01
PF-07261271	Pfizer	炎症性肠病	TL1A/IL12p40 双抗	临床前		I 期临床	2022-09-10

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

MNC 近年来就下一代 TL1A 双靶点药物积极布局，频繁收购 TL1A 早期资产。近两年来 TL1A 领域交易异常火热，赛诺菲耗费“5 亿美元首付款+10 亿美元里程碑付款”与梯瓦合作开发 Duvakitug、罗氏以“1.5 亿美元近期里程碑+71 亿美元预付收购价格”方式收购 Roivant、艾伯维 1.5 亿美元首付款+15.6 亿美元里程碑收购明济生物 TL1A 抗体等。25 年 4 月，赛诺菲获得 Earendil Labs (华深智药海外公司) 两款临床前潜在 FIC 双抗 HXN-1002(TL1A/ α 4 β 7)和 HXN-1003(TL1A/IL23)全球独家权利，Earendil Labs 将获得 1.25 亿美元预付款+17.2 亿美元里程碑+高个位数到低两位数不等的销售分成。相较而言，双抗或更获得市场青睐。

图表 11：TL1A 靶点管线交易/百万美元

交易时间	转让方	受让方	总金额	首付款	里程碑	交易类型	类型	靶点	项目名称
2025-04-17	Earendil Labs	Sanofi	1,845	125	1,720	许可	双抗	TL1A; $\alpha 4\beta 7$ TL1A; IL-23p19	HXN-1002 HXN-1003
2024-06-13	明济生物	AbbVie	1,710	150.00	1,560	许可	单抗	TL1A	FG-M701
2023-10-04	Teva	Sanofi	1,500	500.00	1,000	合作; 许可	单抗	TL1A	duvakitug
2023-10-23	Pfizer	Roche	0.00	0.00	0.00	资产收购; 期权	双抗 单抗	TL1A; IL-12p40 TL1A	PF-07261271 afimkibart
2024-08-07	Roche	Chugai	0.00	0.00	0.00	许可	单抗	TL1A	afimkibart
2022-12-01	Pfizer	Telavant	0.00	0.00	0.00	合作; 许可; 期权	单抗	TL1A TL1A	TL1A antibody afimkibart

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

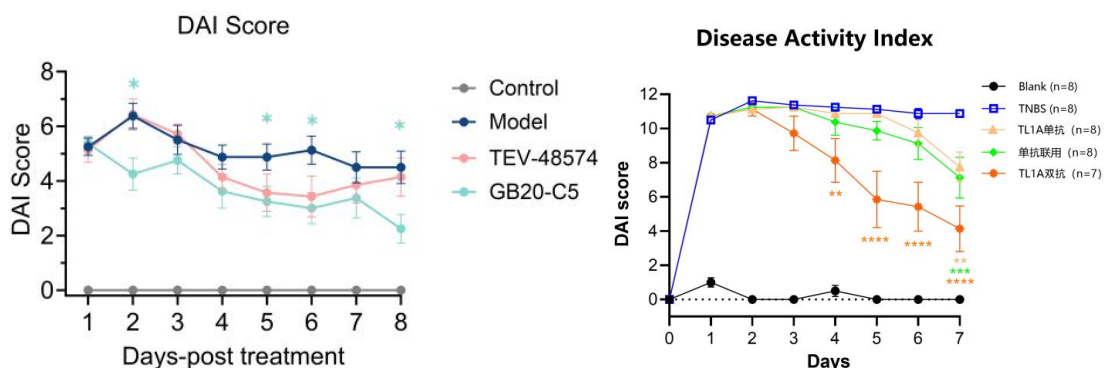
TL1A/LIGHT 拥有抗炎症+抗纤维化双重作用，覆盖 IBD 全病程。公司 GB24 是 TL1A/LIGHT 双抗，其和 TL1A 有较强协同效应，可以覆盖 IBD 的全疗程治疗。我们认为公司两款产品凭借其优秀的活性和协同性，在 TL1A 靶点交易火热的当下，有潜在 BD 的预期。

图表 12：TL1A 多靶点创新药物开发现状

药品名称	研发机构	疾病	作用机制	中国阶段	中国日期	美国阶段	美国日期
PF-07261271	Pfizer	炎症性肠病	TL1A/IL-12p40 双抗	临床前		I 期临床	2022-09-10
GB24	科兴制药	炎症性肠病	TL1A/LIGHT 双抗	临床前		临床前	
VTC-890	Virtici	系统性硬化症	LIGHT/TL1A 双抗	临床前		临床前	
TL1A and IL-23 bispecific program	Generate Biomedicines	溃疡性结肠炎	TL1A/IL-23 双抗	临床前		临床前	
Y232	友芝友生物	炎症性肠病	TL1A/not available 双抗	临床前		临床前	
AMG 966	Amgen	溃疡性结肠炎等	TNF- α /TL1A 双抗	临床前		临床前	
ES303	科望医药	自身免疫性疾病	NA	临床前		临床前	
LQ081	洛启生物	溃疡性结肠炎等	TL1A/ $\alpha 4\beta 7$ 双抗	临床前		临床前	
ES302	科望医药	炎症性肠病	TL1A/IL-23p19 双抗	临床前		临床前	
XmAb TL1A x IL-23 Program	Xencor	炎症等	TL1A/IL-23p19 双抗	临床前		临床前	
LQ080	洛启生物	炎症性肠病等	TL1A/IL-23p19 双抗	临床前		临床前	
HXN-1002	华深智药	炎症性肠病	$\alpha 4\beta 7$ /TL1A 双抗	临床前		临床前	
HXN-1003	华深智药	结肠炎等	TL1A/IL-23p19 双抗	临床前		临床前	
FPE022	菲鹏制药	肿瘤	TL1A/IL-10 抗体融合蛋白	临床前		临床前	
SIM0709	先声药业	炎症性肠病	TL1A/IL-23p19 双抗	临床前		临床前	
WO2023159135A2	University of Miami	自身免疫性疾病	IL-2/TL1A 融合蛋白	临床前		临床前	
LQ082	洛启生物	溃疡性结肠炎等	TL1A/IL-23p19/ $\alpha 4\beta 7$ 三抗	临床前		临床前	
WO2025111585A1	Cantai Therapeutics	克罗恩病等	TL1A/IL-23 双抗	临床前		临床前	
SPY230	Spyre Therapeutics	炎症性肠病	TL1A 单抗; IL-23p19 单抗	临床前		临床前	
SPY120	Spyre Therapeutics	炎症性肠病	TL1A 单抗; $\alpha 4\beta 7$ 单抗	临床前		临床前	

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

图表 13: GB20/GB24 的临床前研究数据



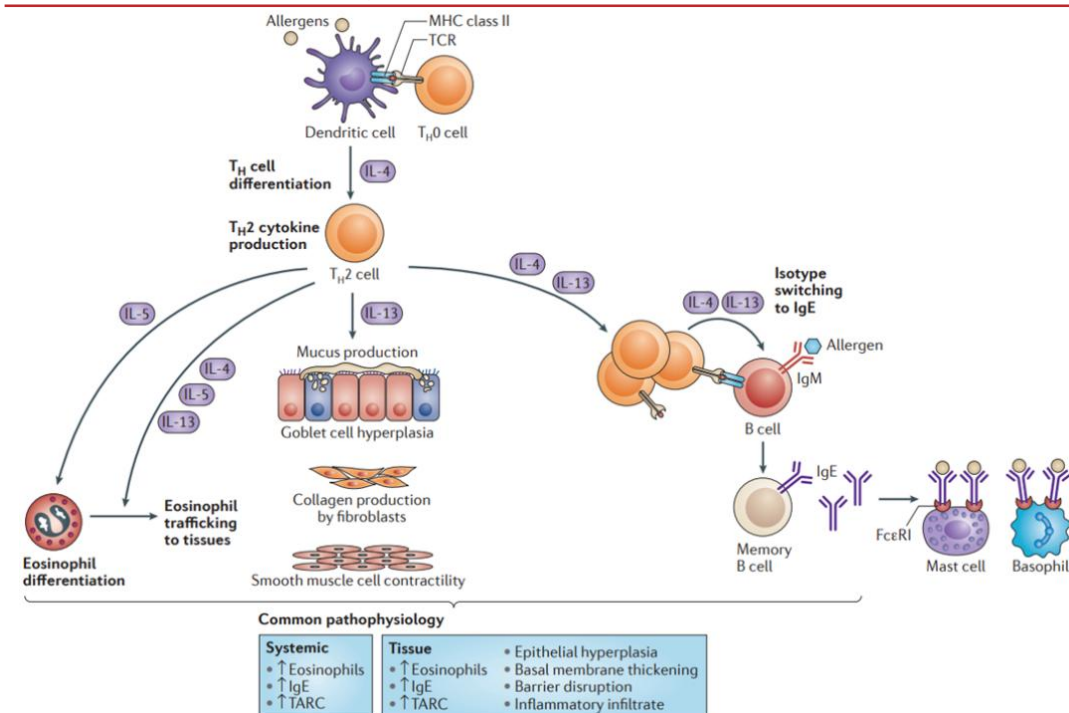
资料来源：公司 2024 年业绩交流会 PPT，华源证券研究所

2.3. GB12: 针对特应性皮炎的 IL-4R α /IL-31 双抗

特应性皮炎（AD）是一种常见的慢性复发性炎症性皮肤病，遗传易感性、皮肤屏障功能障碍、皮肤菌群紊乱、免疫失调等因素参与其发病。其反复发作、病程迁延，患者往往伴有剧烈瘙痒，严重影响生命质量。据中华医学会及丁香园公众号，在发达国家，儿童特应性皮炎的患病率已经高达五分之一。在我国，1~7岁儿童的患病率为12.94%，1~12月婴儿的患病率高达30.48%。此外，成人特应性皮炎的患病率约为4.6%。根据弗若斯特沙利文预测，到2030年，中国的特应性皮炎市场规模有望超过40亿美元。特应性皮炎的治疗药物既往包括外用糖皮质激素、外用钙调磷酸酶抑制剂、口服抗组胺药、系统性免疫抑制剂和糖皮质激素等，生物制剂的占比较低，具有广阔的开发潜力。

在过敏性疾病的发病机理中，2型辅助T细胞（Th2细胞）扮演关键角色，在Th2细胞介导的2型免疫反应中，可见IL-4/13处于中枢位置，IL-4R α 是IL-4与IL-13受体的共同亚基，也是目前开发最为火热的靶点之一。

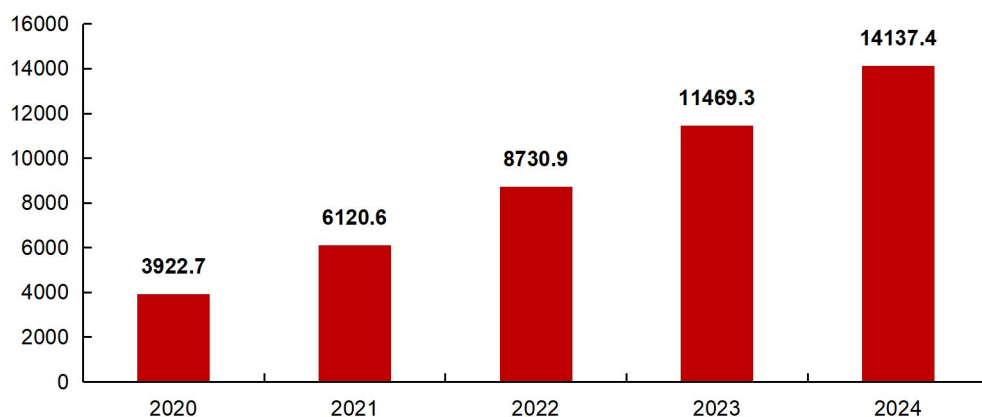
图表 14: IL-4R α /IL-13 靶点作用原理



资料来源: E 药经理人公众号, 华源证券研究所

2024 年 Dupixent 全球销售已达 141 亿美元, 市场空间大。销售目前 IL-4Ra 靶点最为典型的药物为赛诺非和再生元合作开发的 Dupixent, 其于 2017 年美国上市, 销售额不断攀升, 2024 年全球销售额已达到 141 亿美元, 且销售额上升的趋势或尚未停止, 体现百亿美金 IL-4Ra 靶点的潜在价值。

图表 15: Dupixent 近五年销售额 (赛诺非统计口径) /百万美元

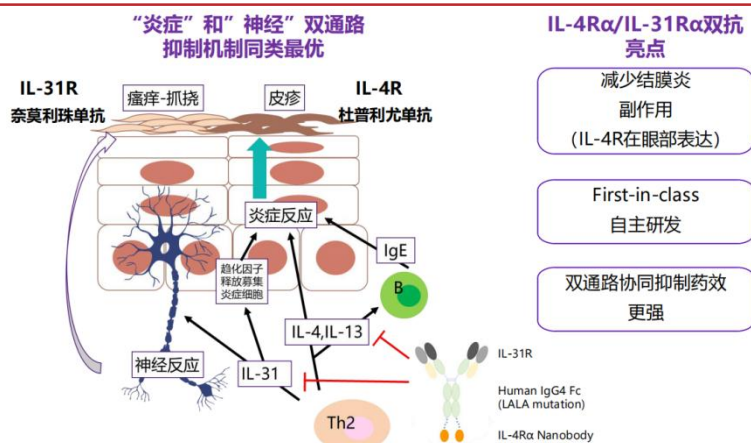


资料来源: 医药魔方, 华源证券研究所

IL-4R α /IL-31 双管齐下解决炎症+瘙痒, 填补 Dupixent 未满足的瘙痒临床需求。公司的 GB12 为针对特应性皮炎的 IL-4R α /IL-31 双抗。IL-31 是 Th2 细胞释放的一种细胞因子, 通过与神经元表达的 IL-31 受体 A 互动, 参与特应性皮炎相关瘙痒, 同时在特应性皮炎引起的皮肤炎症和皮肤屏障破坏中发挥作用。通过阻断 IL-31, 可以达到炎症-神经双通路抑制作

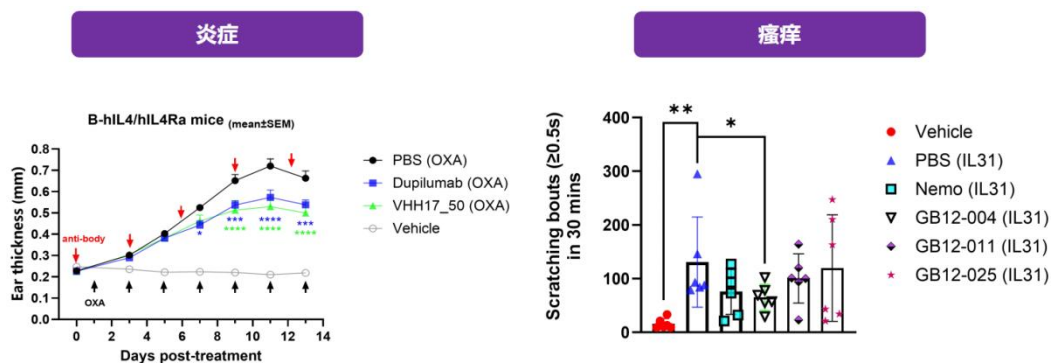
用，协同效应更强的同时减小副作用，具备潜在同类更优治疗机制。临床前结果方面，GB12在炎症和瘙痒指标上均具有显著优势。

图表 16: GB12 的特点和优势



资料来源：公司 2024 年业绩交流会 PPT，华源证券研究所

图表 17: GB12 的临床前实验结果对比



资料来源：公司 2024 年业绩交流会 PPT，华源证券研究所

目前全球开发 IL-4R α/IL-31 的药企屈指可数，IL-4R α/IL-31 双靶点药物目前仅有强生的 ND026 进入到 2 期临床，总体来说竞争格局较为良好。此外，目前众多药企积极布局 II 型免疫反应通路双靶点药物。

图表 18：IL-4R 通路针对特应性皮炎的双靶药物研发进展

药品名称	研发机构	疾病	作用机制	中国阶段	中国日期	美国阶段	美国日期
CM512	康诺亚	特应性皮炎	IL-13/TSLP 双抗	II 期临床	2025/4/27		
lunsekimig	Sanofi	特应性皮炎	TSLP/IL-13 双抗			II 期临床	2025/1/23
RC1416	融捷康生物	特应性皮炎	IL-4R α /IL-5 双抗	申报临床	2024/10/17		
IBI3002	信达生物	特应性皮炎	IL-4R α /TSLP 双抗	申报临床	2024/12/6		
BBT001	Bambusa Therapeutics	特应性皮炎	IL-4R α /IL-31 双抗			申报临床	2025/5/30
ND026	Johnson & Johnson	特应性皮炎	IL-4R α /IL-31 双抗			II 期临床	2025/3/18
GB12	科兴制药	特应性皮炎	IL-31/IL-4R α 双抗				
WO2025049347A1	Triveni Bio	特应性皮炎	IL-4/KLK5/KLK7 双抗				
WO2023209568	Novartis	特应性皮炎	IL-13/IL-18 双抗				
TEV-56308	Biologic Design;Teva	特应性皮炎	IL-13/TSLP 双抗				
galvokimig	UCB	特应性皮炎	IL-13/IL-17 双抗				
ATTO-002	Attovia Therapeutics	特应性皮炎	IL-31/IL-13 双抗				
ZL-1503	再鼎医药	特应性皮炎	IL-13/IL-31 双抗				
PX128	Johnson & Johnson	特应性皮炎	IL-13/TSLP 双抗				
PX130	Johnson & Johnson	特应性皮炎	IL-13/IL-22 双抗				
BET206-01	邦恩泰生物	特应性皮炎	IL-4R α /TSLP 双抗				
PM1268	普米斯(BioNTech)	特应性皮炎	IL-4R α /IL-31 双抗				

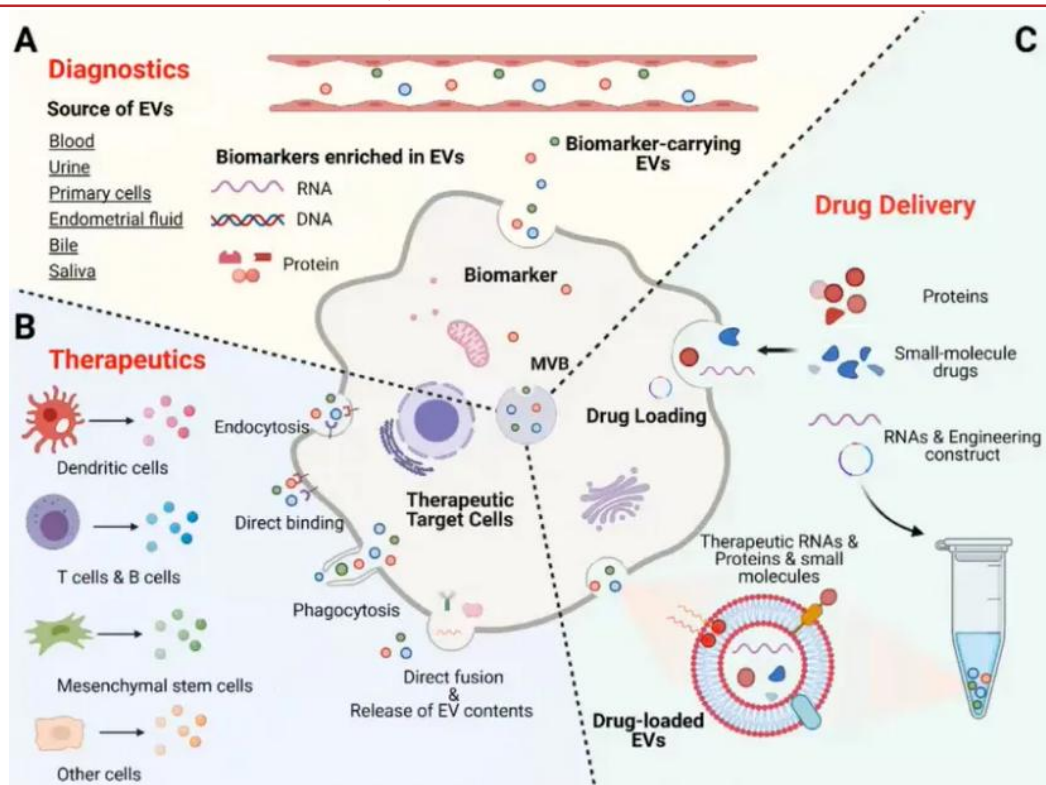
资料来源：医药魔方，华源证券研究所

2.4. 外泌体开发平台，布局下一代治疗技术

外泌体是细胞外囊泡（EVs）中的一类，一般直径大小在 30-150nm，广泛存在于组织细胞间隙及体液中，人体中几乎所有类型的细胞都能产生外泌体。外泌体先经过细胞膜内陷，在细胞内完成包装过程后再被释放到细胞外。这个过程使外泌体携带了与遗传信息表达相关的 RNA、蛋白质、以及少部分的 DNA，因此通过外泌体的转移能够实现细胞间的物质运输和信息传递，在医疗领域有着较大应用前景，主要包括疾病诊断、治疗和药物递送三个方面。

根据医药魔方数据，目前可以检索到的外泌体疗法共有 209 项，其最高临床阶段为 2 期临床；处于临床开发阶段的外泌体疗法共有 69 项，外泌体技术仍处于早期开发阶段。凭借“3KX”研发技术平台中的 K'Exosome 递送技术平台，公司未来有望产生新一代外泌体药物。

图表 19：外泌体技术在医疗领域中的应用



资料来源：康智界公众号，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

随着国内逐步摆脱集采影响，业绩有望稳健增长，我们预测国内 25-27 年营业收入为 12.6/13.6/14.8 亿元，同比增速 6.7%/7.6%/9.0%；海外随着白蛋白紫杉醇等产品在欧盟和新兴地区陆续上市，有望迎来快速增长期，我们预测海外 25-27 年营业收入为 4.2/7.2/11.7 亿元，同比增速 88.0%/69.0%/64.0%。综合来看，我们预计 25-27 年营业收入为 16.84/20.71/26.50 亿元，归母净利润为 1.07/2.07/3.46 亿元。

图表 20：公司业绩拆分

单位（亿元）	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
国内	11.85	11.39	11.21	11.82	12.61	13.56	14.78
yoy	10.82%	-3.88%	-1.63%	5.52%	6.68%	7.56%	9.00%
海外	1.00	1.61	1.39	2.25	4.23	7.15	11.71
yoy	-33.75%	61.45%	-13.96%	62.08%	87.98%	68.95%	63.93%
其他业务	0.005	0.16					
合计营业收入	12.85	13.16	12.59	14.07	16.84	20.71	26.50
yoy	5.32%	2.39%	-4.32%	11.75%	19.68%	22.98%	27.96%

资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

预计 2025-2027 年公司的归母净利润为 1.07/2.07/3.46 亿元，EPS 为 0.53/1.03/1.72 元，7 月 16 日股价对应 PE 为 93/48/29 倍。我们选取与公司业务相近的仿创结合的制药企业汇宇制药、安科生物与凯因科技与公司作对比，考虑公司海外制剂收入有望高速增长，且创新药出海或可提供较大估值增量，因此公司的 PE 相较可比公司的平均 PE 有一定溢价，维持“买入”评级。

图表 21：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE	
		2025/7/16	25E	26E	27E	25E	26E	27E
688553.SH	汇宇制药-W	19.31	0.21	0.49	0.70	94.10	39.75	27.43
300009.SZ	安科生物	9.39	0.57	0.67	0.72	16.58	13.93	13.01
688687.SH	凯因科技	27.53	1.03	1.29	1.57	26.83	21.39	17.49
平均数						45.84	25.02	19.31
688136.SH	科兴制药	49.30	0.53	1.03	1.72	93.02	47.97	28.69

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币元，EPS 单位为元/股，可比公司预测值来自 wind 一致预期，科兴制药盈利预测来自华源证券研究所

4. 风险提示

海外商业化进展不及预期风险：公司引进多个产品并在多个国家开展注册申请，各国药品监管和注册程序不一，可能发生公司产品注册及商业化进度不及预期的风险，进而导致海外收入不及预期的风险；

创新药研发风险：公司 GDF15、TL1A、TL1A/LIGHT、IL4R/IL31 等创新药尚处在临床早期阶段，后续开发存在不确定性；

地缘政治风险：由于公司主业制剂出海主要在欧盟及新兴市场，可能涉及潜在地缘政治风险。

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	145	183
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	1,340	1,840
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	1,000	1,021	1,071	1,103
在建工程	177	168	99	40
无形资产	225	252	311	362
长期待摊费用	19	15	10	15
其他非流动资产	449	515	519	522
非流动资产合计	1,874	1,974	2,013	2,046
资产总计	3,162	3,036	3,354	3,887
短期借款	269	153	333	613
应付票据及账款	204	221	247	285
其他流动负债	413	392	478	576
流动负债合计	886	766	1,058	1,473
长期借款	626	537	414	286
其他非流动负债	11	11	10	11
非流动负债合计	637	548	424	297
负债合计	1,523	1,314	1,482	1,770
股本	200	200	200	200
资本公积	1,288	1,288	1,288	1,288
留存收益	147	227	373	611
归属母公司权益	1,635	1,715	1,861	2,099
少数股东权益	4	7	11	18
股东权益合计	1,639	1,721	1,872	2,117
负债和股东权益合计	3,162	3,036	3,354	3,887

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	27	103	205	347
折旧与摊销	107	134	160	177
财务费用	41	36	33	37
投资损失	-9	-7	-8	-8
营运资金变动	-113	-164	-190	-326
其他经营现金流	54	19	21	22
经营性现金净流量	107	121	221	249
投资性现金净流量	-104	-239	-208	-217
筹资性现金净流量	-11	-268	-37	7
现金流量净额	-7	-386	-23	38

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	202	259	344
财务费用	41	36	33	37
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	186	367	623
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	182	362	618
所得税	30	73	151	265
净利润	27	109	211	353
少数股东损益	-4	2	4	7
归属母公司股东净利润	31	107	207	346
EPS(元)	0.16	0.53	1.03	1.72

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%	194.41%	97.08%	70.00%
归母净利润增长率	116.54%	238.81%	93.90%	67.24%
经营现金流增长率	222.42%	13.31%	83.20%	12.34%
盈利能力				
毛利率	68.69%	70.00%	71.00%	72.00%
净利率	1.92%	6.46%	10.19%	13.32%
ROE	1.93%	6.22%	11.11%	16.48%
ROA	1.00%	3.51%	6.17%	8.90%
估值倍数				
P/E	315.17	93.02	47.97	28.69
P/S	7.05	5.89	4.79	3.74
P/B	6.07	5.79	5.33	4.73
股息率	0.16%	0.27%	0.61%	1.09%
EV/EBITDA	23	30	19	13

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）。