

科兴制药 (688136)

2025 年报 & 2026 年一季报点评: 创新药潜力较大, 出海业务维持较高增速

买入 (维持)

2026 年 04 月 29 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 刘若彤

执业证书: S0600525040006

liurt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	1,407	1,534	1,720	1,933	2,180
同比 (%)	11.75	9.03	12.12	12.36	12.82
归母净利润 (百万元)	31.48	155.57	185.87	219.72	271.05
同比 (%)	116.54	394.17	19.48	18.21	23.36
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.16	0.77	0.92	1.09	1.35
P/E (现价&最新摊薄)	183.10	37.05	31.01	26.23	21.27

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年度报告和 2026 年一季度报告, 2025 年实现营收 15.34 亿元 (+9.03%, 括号内为同比增速, 下同), 归母净利润 1.56 亿元 (+394%), 扣非归母净利润 0.56 亿元 (+58.4%), 销售毛利率 63.4% (-5.3pct), 销售费用率 37.4% (-5.0pct), 管理费用率 6.1% (持平), 财务费用率 2.4% (-0.5pct), 研发费用 13.0% (+1.1pct)。2026Q1 实现营收 2.81 亿元 (-20.7%), 归母净利润-0.18 亿元。
- **创新药管线潜力较大:** 公司聚焦新型蛋白、新型抗体等技术, 截至 25 年底, 已布局创新药管线 12 个, 其中①GB18 (GDF15 单抗, 肿瘤恶病质, Q3-4W 皮下注射), 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%。同靶点适应症全球格局良好, 公司进度较快, 截至 25 年底, GB18 已经完成中国 1 期的 3 个剂量组给药, 同时取得美国 IND 批准。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、维护肌纤维能力或将超越辉瑞产品。② GB10 (VEGF/Ang2, 眼底血管增生疾病, Q4M 及以上): 已获得我国 IND 批准, 猴模型中有效抑制脉络膜及眼底血管新生。③ TL1A 靶点 (GB20 单抗和 GB24 双抗, 炎症性肠病 IBD), 截至 25 年底, 全球尚无 TL1A/LIGHT 双靶点药物进入临床研究, 公司 GB24 具备 FIC 潜力, 已完成临床前中试批次生产。④BDCA2 靶点 (GB19 单抗和 GB26 三抗, 系统性/皮肤性红斑狼疮), GB19 已取得我国 CDE 和美国 FDA 的临床许可。
- **国际化商业化加速兑现期:** ①2025 年实现外销营收 3.66 亿元 (+63.3%)。①截至 25H1, 公司代表性出海品种, 白蛋白紫杉醇的出口量已占全国该药出口量的 47.7%, 26 年将持续加强白紫、英夫利西、贝伐珠、索拉非尼等海外销售。②平台集群化优势体现, 截至 25 年底, 累计引进 26 余项海外权益, 覆盖 70 个国家, 150 个项目注册进程; 巴西、墨西哥、新加坡、埃及、越南、德国等地子公司, 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, 2025 年国内整体营收 11.6 亿元 (-1.4%), 干扰素、人促红素 EPO 等产品依旧位列国内细分市场排名前列。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑行业变化及公司发展投入需要, 我们将公司 2026-2027 年营收从 20.10/23.54 亿元下调至 17.20/19.33 亿元, 归母净利润从 2.03/2.79 亿元下调至 1.86/2.20 亿元, 我们预测 2028 年营收和归母净利润分别为 21.80 亿元和 2.71 亿元; 看好公司创新药潜力+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)	25.89
一年最低/最高价	24.07/63.99
市净率(倍)	3.02
流通 A 股市值(百万元)	5,210.55
总市值(百万元)	5,210.55

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.58
资产负债率(% LF)	50.47
总股本(百万股)	201.26
流通 A 股(百万股)	201.26

相关研究

《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》

2025-04-28

《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

科兴制药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,607	1,916	2,110	2,292	营业总收入	1,534	1,720	1,933	2,180
货币资金及交易性金融资产	650	909	952	976	营业成本(含金融类)	562	636	718	804
经营性应收款项	774	752	879	997	税金及附加	13	15	17	19
存货	139	202	212	237	销售费用	574	585	599	665
合同资产	0	0	0	0	管理费用	94	103	116	129
其他流动资产	44	52	68	83	研发费用	200	225	251	277
非流动资产	1,926	1,892	1,840	1,794	财务费用	36	31	26	21
长期股权投资	4	4	4	4	加:其他收益	7	16	18	18
固定资产及使用权资产	989	930	870	808	投资净收益	30	69	23	22
在建工程	111	102	94	86	公允价值变动	79	0	0	0
无形资产	229	198	166	135	减值损失	(3)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	1	1	1
长期待摊费用	14	14	14	14	营业利润	168	210	247	306
其他非流动资产	579	644	692	746	营业外净收支	(2)	(4)	(4)	(4)
资产总计	3,534	3,807	3,950	4,086	利润总额	166	206	243	302
流动负债	1,021	1,136	1,192	1,257	减:所得税	13	31	36	45
短期借款及一年内到期的非流动负债	667	703	703	703	净利润	153	175	207	257
经营性应付款项	230	284	314	351	减:少数股东损益	(3)	(10)	(13)	(14)
合同负债	13	15	16	19	归属母公司净利润	156	186	220	271
其他流动负债	111	133	159	184	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.77	0.92	1.09	1.35
非流动负债	760	811	761	661	EBIT	95	238	269	324
长期借款	728	778	728	628	EBITDA	210	337	369	424
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	63.37	63.05	62.84	63.11
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	10.14	10.81	11.37	12.43
其他非流动负债	30	31	31	31	收入增长率(%)	9.03	12.12	12.36	12.82
负债合计	1,781	1,946	1,953	1,918	归母净利润增长率(%)	394.17	19.48	18.21	23.36
归属母公司股东权益	1,751	1,870	2,020	2,204					
少数股东权益	2	(9)	(22)	(36)					
所有者权益合计	1,753	1,861	1,998	2,168					
负债和股东权益	3,534	3,807	3,950	4,086					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	86	275	235	286	每股净资产(元)	8.70	9.29	10.03	10.95
投资活动现金流	(64)	9	(28)	(35)	最新发行在外股份(百万股)	201	201	201	201
筹资活动现金流	73	(23)	(164)	(227)	ROIC(%)	2.90	6.22	6.76	7.94
现金净增加额	95	259	43	24	ROE-摊薄(%)	8.88	9.94	10.88	12.30
折旧和摊销	115	99	100	101	资产负债率(%)	50.40	51.13	49.43	46.93
资本开支	(82)	(20)	(3)	(3)	P/E (现价&最新股本摊薄)	37.05	31.01	26.23	21.27
营运资本变动	(127)	29	(96)	(93)	P/B (现价)	3.29	3.08	2.85	2.61

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>