

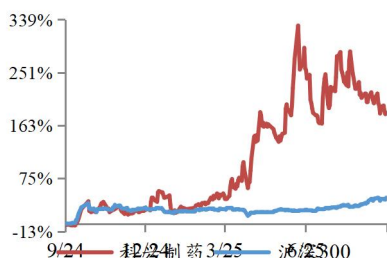
海外收入增长显著，上半年盈利能力高速增长

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-09-12

收盘价（元） 40.87
近 12 个月最高/最低（元） 63.99/13.67
总股本（百万股） 201
流通股本（百万股） 201
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 82
流通市值（亿元） 82

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：任婉莹

执业证书号：S0010123060034

邮箱：renwanying@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】公司点评科兴制药 (688136.SH)：新兴市场出海策略收获，一季度海外增长显著 2025-04-29

2. 【华安医药】公司点评科兴制药 (688136.SH)：盈利能力持续改善，欧盟市场销售取得突破 2024-11-05

主要观点：

● 事件 1

2025 年 8 月 22 日，科兴制药发布 2025 年半年度报告，公司实现营业收入 7.00 亿元，同比-7.82%；归母净利润 0.80 亿元，同比+576.45%；扣非归母净利润 0.45 亿元，同比+110.30%。

● 点评

✓ 降本增效成果显著，盈利能力提升明显

2025 年上半年，公司整体毛利率为 63.56%，受国内集采等因素影响，毛利率有所下降；期间费用率为 55.97%，同比下降 6.74 个百分点，降本增效成果显著。其中销售费用率 36.40%，同比-7.67 个百分点；管理费用率 6.20%，同比+0.64 个百分点；研发费用率 11.66%，同比+1.09 个百分点；财务费用率 1.71%，同比-0.80 个百分点；经营性现金流净额为 0.30 亿元，同比改善 187.57%，主要系公司销售回款增加及营销等经营性支出减少所致。

✓ 海外拓展欧盟地区销售，多地区及产品待获批

公司坚定推进“国际化”战略，海外商业化平台价值持续显现。2025 年上半年，公司核心引进产品白蛋白紫杉醇在欧盟市场持续放量，二季度该产品收入环比增长 35.84%。截至目前，公司引进产品已在 70 余个国家/地区提交了约 150 项注册申请，白蛋白紫杉醇、英夫利西单抗、贝伐珠单抗等产品已在印尼、秘鲁、孟加拉等新兴市场国家获批上市。公司着力打造“全球选品、全球覆盖”的海外商业化平台，上半年新引进了曲妥珠单抗、阿柏西普眼内注射溶液等重磅产品，目前已引进 19 款产品的海外商业化权益，聚焦肿瘤、糖尿病、自免三大领域，为公司长远发展与高质量增长持续注入新动力。

✓ AI 赋能公司新药研发，创新研发提质提速

公司借助 AI 和计算机辅助药物设计 (CADD)，高效高质地应用于抗体分子设计、结构优化、活性预测等方面，实现了多项技术突破。公司在研管线中，GB18 (GDF15 单抗) 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 对标全球领先靶点同适应症辉瑞管线 Ponesimab，该项目已获得中国和美国的药物临床试验批准；GB12 (IL-4R/IL-31 双特异性纳米抗体)：用于治疗特应性皮炎，可同时实现抗炎和止痒的效果，具备潜在“同类更优”治疗机制，全球开发靶点药企较少，竞争格局良好；GB10 (VEGF/ANG-2 双特异性抗体)：用于治疗眼底血管增生疾病，动物药效达到国际竞品水平，目前处于临床前研究阶段；GB20 (TL1A 单抗) 与 GB24 (TL1A/LIGHT 双抗)：针对 IBD (炎症性肠病) 的全新一代靶点，具有抗炎症和抗纤维化双重功效，可覆盖 IBD 全病程治疗，目前处于临床前研究阶段。

● 投资建议

我们维持此前盈利预测，预计公司 2025~2027 年收入分别 18.8/23.0/27.0 亿元，分别同比增长 33.9%/22.0%/17.5%，归母净利润分别为 1.4/2.1/3.4 亿元，分别同比增长 347.1%/46.5%/63.2%，对应估值为 58X/40X/24X。我们持续看好公司海外新兴市场多年渠道优势，创新转型新业务增量，维持“增持”投资评级。

● 风险提示

新药研发风险、核心竞争力风险、行业政策风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1407	1884	2298	2700
收入同比 (%)	11.7%	33.9%	22.0%	17.5%
归属母公司净利润	31	141	206	337
净利润同比 (%)	116.5%	347.1%	46.5%	63.2%
毛利率 (%)	68.7%	70.5%	72.1%	73.6%
ROE (%)	1.9%	8.5%	11.7%	17.4%
每股收益 (元)	0.16	0.70	1.02	1.67
P/E	136.63	58.43	39.89	24.44
P/B	2.67	4.96	4.67	4.26
EV/EBITDA	21.82	28.40	22.36	15.79

资料来源: Wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1288	1145	1306	1480	营业收入	1407	1884	2298	2700
现金	555	213	168	166	营业成本	441	556	641	713
应收账款	475	561	715	828	营业税金及附加	12	17	20	24
其他应收款	16	16	22	25	销售费用	597	819	1009	1137
预付账款	7	18	17	21	管理费用	86	92	92	95
存货	142	216	235	266	财务费用	41	4	12	14
其他流动资产	94	121	149	174	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	1874	2067	2087	2115	公允价值变动收益	-29	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	9	4	8	8
固定资产	975	1138	1169	1207	营业利润	63	190	258	417
无形资产	225	212	208	184	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	670	713	706	719	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	3162	3212	3393	3595	利润总额	57	190	258	417
流动负债	886	1003	989	1093	所得税	30	47	54	83
短期借款	269	249	189	239	净利润	27	142	204	333
应付账款	204	269	306	342	少数股东损益	-4	1	-2	-3
其他流动负债	413	484	494	512	归属母公司净利润	31	141	206	337
非流动负债	637	545	639	572	EBITDA	231	323	413	584
长期借款	611	523	623	556	EPS (元)	0.16	0.70	1.02	1.67
其他非流动负债	25	21	15	15	主要财务比率				
负债合计	1523	1547	1628	1665	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	4	6	4	0	成长能力				
股本	200	200	200	200	营业收入	11.7%	33.9%	22.0%	17.5%
资本公积	1288	1288	1288	1288	营业利润	124.7%	200.0%	36.3%	61.2%
留存收益	147	171	273	441	归属于母公司净利	116.5%	347.1%	46.5%	63.2%
归属母公司股东权	1635	1659	1762	1929	获利能力				
负债和股东权益	3162	3212	3393	3595	毛利率 (%)	68.7%	70.5%	72.1%	73.6%
现金流量表					净利率 (%)	2.2%	7.5%	9.0%	12.5%
单位:百万元					ROE (%)	1.9%	8.5%	11.7%	17.4%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	2.1%	5.2%	7.3%	11.1%
经营活动现金流	107	181	197	375	偿债能力				
净利润	27	142	204	333	资产负债率 (%)	48.2%	48.2%	48.0%	46.3%
折旧摊销	107	129	143	154	净负债比率 (%)	92.9%	93.0%	92.2%	86.3%
财务费用	43	19	18	18	流动比率	1.45	1.14	1.32	1.35
投资损失	-10	-4	-8	-8	速动比率	1.28	0.90	1.06	1.08
营运资金变动	-108	-104	-159	-123	营运能力				
其他经营现金流	183	244	363	455	总资产周转率	0.45	0.59	0.70	0.77
投资活动现金流	-104	-315	-154	-174	应收账款周转率	3.75	3.63	3.60	3.50
资本支出	-94	-352	-178	-187	应付账款周转率	2.22	2.35	2.23	2.20
长期投资	-8	12	16	5	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-2	25	8	8	每股收益	0.16	0.70	1.02	1.67
筹资活动现金流	-11	-209	-88	-204	每股经营现金流薄)	0.53	0.90	0.98	1.86
短期借款	148	-20	-60	50	每股净资产	8.19	8.24	8.75	9.59
长期借款	-85	-88	100	-67	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	136.63	58.43	39.89	24.44
资本公积增加	7	0	0	0	P/B	2.67	4.96	4.67	4.26
其他筹资现金流	-82	-101	-128	-187	EV/EBITDA	21.82	28.40	22.36	15.79
现金净增加额	-7	-342	-44	-3					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：任婉莹，分析师，负责创新药及制剂。武汉大学药理学本科，香港大学药理硕士，6 年心血管药理科研经历，曾任医药行业一级投资经理及产业 BD 战略经理。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。