

高增长成色被质疑 科兴制药港股IPO二次递表

中经记者 苏浩 卢志坤 北京报道

近期，科兴制药(688136.SH)再次向香港联合交易所递交

主板上市申请。

针对二次递表，科兴制药于5月13日接受《中国经营报》记者采访时表示，根据公司5月8日

发布的进展公告，首次申请于2025年11月6日递交，并于2026年5月6日更新了申请资料。公司强调，二次递表属港股IPO市

场的常见操作，主要涉及财务数据更新及申请材料的完善补充，不代表存在实质性障碍。

尽管科兴制药在2025年年

报中交出了归母净利润同比大增394%的成绩单，但市场的审视并未因此放松。相反，从利润结构、现金流表现，到核心产

品的增长瓶颈，再到海外业务面临的长周期挑战，一系列问题正在拷问这份“高增长”的真实底色。

盈利含金量引质疑

超过六成的利润来自私募基金公允价值变动和非经常性损益。

“要现金没现金，要业绩没业绩，几个产品一年不如一年，拿什么研发。”在投资者互动平台及股吧上，有投资者对科兴制药的业务状况直言不讳。

从财务数据来看，科兴制药2025年的业绩表现确实颇具冲击力。财报显示，2025年公司营业收入实现15.34亿元，同比增长9.03%；归母净利润为1.56亿元，同比增长394.17%。

然而，更能够反映主营业务真实盈利能力的扣非净利润为5583.28万元，同比增长58.37%。以此计算，超过六成的利润来自私募基金公允价值变动和非经常性损益。

“扣非净利润同样实现了58%的增长，说明核心主营业务盈利能力在持续改善。非经常性损益主要来自私募基金公允价值变动及处置子公司同安医药的收益。”科兴制药方面表示，报告期内，公司海外收入3.66亿元，同比增长63.25%，公司主营业务基础扎实，战略性聚焦的血液类产品(占主营收入42.03%)和肿瘤与免疫类产品(占28.70%)两大板块，合计贡献超七成营收，业务结构保持稳健。

2025年科兴制药的应收账款为5.8亿元，同比增长21.99%，增速远超营收增幅，经营活动现金流净额为8602.89万元，同比下降19.35%。这一趋势是否意味着公司在回款端面临更大的压力？对此，科兴制药方面表示，经营活动现金流



图为科兴制药在全国临床肿瘤大会上的展台。

公司官网/图

净额下降，主要系经营性应收项目增加及支付的其他与经营活动有关的现金增加所致。而应收账款增长与海外业务快速扩张直接相关。公司已高度重视回款周期动态管理，持续优化客户信用评估体系和应收账款全流程监控机制，公司有充分信心实现应收账款的良性回收。

进入2026年，情况出现了新的变化。第一季度，公司实现营业收入2.81亿元，同比下降20.66%；归母净利润亏损1793.66万元，同比大跌170.13%，由盈转亏。公司在季报中将主要原因归结为增值税税率调整和集采持续推进。

科兴制药方面告诉记者，根据2026年第一季度报告，增值税税率变动系依据《财政部税务总局关于增值税法施行后增值税优惠政策衔接事项的公告》，2026年1月1日

起生物制品简易征收政策未纳入延续范围，属国家税收政策调整。集采扩面则是医药行业近年来持续推进的结构性趋势，公司对此有充分预期，已在战略布局层面持续深化调整。“公司已明确将通过高效推进在研管线临床进程，加速引进产品注册上市及销售放量，提升运营效率等手段积极应对，以持续提升公司经营质量和盈利能力。”

从研发管线的角度来看，截至招股书披露，科兴制药共有15个在研产品，其中7个进入临床阶段、3个获FDA临床许可、3个进入III期临床。2026年3月，GB-K02完成III期临床，GB19获NMPA及FDA临床批准。

科兴制药方面表示，在肿瘤领域，差异化布局肿瘤癌病质(GB18项目)，国内尚无用于治疗肿瘤癌

病质的靶向药上市，公司GB18项目(GDF15单抗)临床进度位于国内第一梯队，差异化价值显著；在自身免疫领域，公司布局多个具有FIC潜力的研发管线，用于治疗炎症性肠病的GB24(TL1A+light双抗)为具有明显差异化优势的双抗项目，以及在系统性红斑狼疮治疗领域布局BDCA2单抗、三抗项目，以满足系统性红斑狼疮的临床需求。2025年全年公司研发投入2.51亿元，同比增长26.38%，占营业收入比重升至16.39%，为管线推进提供充足的资源保障。

不过，目前公司大多数在研品种仍处于早期临床阶段，从临床推进到获批上市，仍需数年时间，巨额资金投入。这也意味着，在相当长的时间内，公司的基本面仍将由现有的成熟产品体系所支撑。

海外收入基数小

海外收入占比已从约11%提升至2025年的23.88%。

科兴制药的基本盘长期以来由四款核心产品构成——注射用干扰素α1b(商品名：赛若金)、人促红素注射液(商品名：依普定)、人粒细胞刺激因子注射液(商品名：白特喜)、酪酸梭菌二联活菌散/胶囊(商品名：常乐康)。这四款产品分别覆盖抗病毒、造血、升白及消化领域，共同构成了公司收入的基石。

然而，从近年的财务数据来看，这一基石的成长性正面临挑战。财报显示，2023年至2025年，上述四款核心产品的合计营收分别为12.08亿元、12.54亿元、12.12亿元，长期徘徊在12亿元左右，增长几乎处于停滞状态。同期，依普定毛利率从68.6%降至66.8%，赛若金从82.3%降至80.4%，白特喜从83.1%降至82.5%，只有常乐康的毛利率上涨0.3个百分点。

“毛利率下滑系集采扩面、增值税税率调整等多重行业共性问题叠加所致，公司正通过引进高利润率产品组合和持续降本增效等措施积极应对。”针对国内市场存量品种的未来空间，科兴制药方面给出了自己的判断和应对路径：赛若金2025年在国内短效干扰素α1b市场占有率达50.2%，连续七年位居第一；依普定2025年在国内促红素市场占有率15.9%，连续五年排名第二。核心品种凭借深厚的临床积累和品牌壁垒维持稳固市场地位，挖掘存量市场价值的同时，公司加快对核心产品的研发升级。例如，干扰素α1b吸入溶

液已处于临床III期，有望成为全球首款用于治疗儿童呼吸合胞病毒(RSV)感染的干扰素雾化吸入制剂；公司GC(人粒细胞刺激因子)产品也有多年市场沉淀，在研管线长效GC-聚乙二醇化人粒细胞刺激因子注射液已完成III期临床，未来长效产品协同，将进一步提高市场竞争力。

与此同时，科兴制药正将目光投向海外市场。“公司正以海外市场打开全新增长维度。海外收入占比已从约11%提升至2025年的23.88%，核心产品在欧盟的热销及新兴市场的准入和放量空间广阔，成为驱动国内成熟品种二次增长的重要引擎。”

但国际化战略本身面临多重不确定性。海外市场准入门槛高、注册审批周期长，尤其对于生物药而言，各地监管标准不尽相同。并且，汇率波动对科兴制药跨境业务的影响已经显现。2026年第一季度，科兴制药财务费用达到1748.22万元，较上年同期的725.87万元同比大幅上涨140.84%。公司在季报中明确表示，财务费用的暴涨几乎全部来自汇兑损失的影响。

“各地市场评审审批周期因法规差异有所不同，公司已有20多年的海外商业化经验，多款出海产品在多个市场取得准入进展，将继续推进与行业优秀药企的出海战略合作，有序引进更多高品质药物，推动合作产品在目标市场的获批和商业化。”科兴制药方面说。

泰恩康拟募资8.7亿谋转型

中经记者 陈婷 赵毅 深圳报道

“泰恩康目前研发需要大量资金，公司有没有融资计划？”

5月7日，有投资者在泰恩康(301263.SZ)业绩会上抛出上述问题后，5月8日，泰恩康披露向不特定对象发行可转换公司债券预案，公司拟募资8.7亿元，用于创新药研发、创新药及高端外用制剂产业化建设等四个项目。其中，创新药研发项目拟投入3.51亿元，金额占比最高。

泰恩康靠销售代理产品起家，初期重点代理日本眼药“沃丽汀”、泰国“和胃整肠丸”两款产品。近年来，泰恩康向创新药研发转型，但截至目前，医药代理业务仍是公司最大的营收来源。值得注意的是，公司传统核心代理产品近年来增长见顶，泰恩康连续三年业绩下滑，经营性现金流净额在2025年为负，并持续至今年一季度。

公司为何选择在此时点进行融资？如何确保现金流足以覆盖发行可转债带来的利息兑付、到期还本等支出？

对此，泰恩康证券部相关工作人员对《中国经营报》记者表示，公司在2022年完成IPO募资(净额为10.52亿元)，目前资金已基本使用完毕，公司在此期间也没有启动其他融资。“当前是一个比较合适的(融资)时机，公司处于转型阶段。在可转债发行前，公司也进行了相应评估，我们对未来的兑付具有一定的信心。”公司产品非那雄胺他达拉非胶囊(商品名：爱廷列)已于今年一季度上市销售。“基于该产品的首仿优势，公司对其后续的销售有信心，其他产品也在逐步放量中。”

押宝白癜风新药

5月8日，泰恩康披露发行可转债预案，公司拟募资不超过8.7亿元，拟向公司原A股股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。

对于后续转股价格、赎回、修正等核心条款的具体内容，泰恩康证券部相关工作人员对记者表示，发行前，公司会与保荐机构国泰海通证券进行沟通协商，但要等此次发行拿到相关批文后才能确定。预案显示，泰恩康前次募资是在2022年3月，公司首次公开发行股票并在创业板上市，扣除发行费用后的实际募资净额约10.52亿元。截至2025年年末，公司累计使用募资约8亿元，使用进度为76.08%。公司将根据市场环境及公司实际经营等情况，合理有效推进剩余募集资金的使用。

前次募投项目中，泰恩康拟将约2.76亿元的募资投向生物技术药及新药研发项目(主要是雷珠单抗注射液及顺铂聚合物胶束)，达到预定可使用状态日期为

业绩持续下滑

“相较于已上市的芦可替尼，(CKBA系列药物)有望填补国内该细分适应症的临床治疗。项目实施有助于公司抢占行业技术与市场先机，积累临床与注册经验，为未来产品上市和商业化推广奠定基础。”泰恩康方面在可行性分析报告中表示，项目的实施，不仅能推动CKBA系列药物在治疗白癜风领域的研发进程，还将夯实公司在创新药领域的整体技术体系与核心竞争力，为公司实现从仿制药向自主创新转型提供坚实支撑。

2027年3月24日，但实际投资金额仅655.45万元，原因是泰恩康放缓了项目的研发进度。

此次发行可转债，泰恩康拟将募资的3.51亿元用于创新药研发项目，创新药及高端外用制剂产业化建设项目拟投入2亿元，华铂凯盛制剂生产基地项目拟投入2.5亿元，剩余的6900万元投向亳州泰恩康现代中药制剂产线建设项目(一期)。

发行可转债募资使用可行性分析报告显示，创新药研发项目投资总额约3.89亿元。项目建设内容主要包括3个创新药品种的临床研究及相关研发支撑体系建设，具体涵盖CKBA软膏(治疗成人非节段型白癜风)、CKBA乳膏(治疗儿童非节段型白癜风)及CKBA乳膏(治疗玫瑰痤疮)三个产品。

泰恩康方面在可行性分析报告中表示，此次募投项目旨在围绕公司在皮肤科药物领域的战略

2023—2025年，泰恩康研发投入金额分别约1.59亿元、1.58亿元、1.69亿元，占各期营收比例分别为20.95%、21.96%、25.11%；资本化研发支出金额分别约9650.6万元、7189.5万元、9178万元，占当期净利润的比重分别为62.87%、74.09%、720.06%。

泰恩康主要从事医药代理、医药研发及制造等业务，目前已形成两性健康用药、肠胃用药、眼科用药三大板块。

近三年来，受两性健康用药竞品数量持续增加，市场竞争激

布局，重点推进CKBA系列创新药的研发工作。募投项目涉及的3个创新药品种均处于公司创新药业务的核心研发方向。

创新药研发项目主要用于开展临床II期到III期试验及相关研究活动，包括临床试验方案设计、受试者招募、数据采集与分析、药物注册申报等内容，旨在系统验证药物的安全性、有效性及适应证拓展潜力。同时，项目将完善公司创新药研发体系，提升临床研究及项目管理能力。

根据可行性分析报告，目前，泰恩康CKBA成人非节段型白癜风适应证II期临床揭盲显示疗效积极、安全性优异，目前已启动III期临床试验工作；CKBA儿童非节段型白癜风适应证II期临床试验申请已获批；此外，CKBA乳膏玫瑰痤疮适应证已取得II/III期无缝适应性临床试验批件，并于2026年3月完成IIa期临床试验首例受试者入组。

烈及“和胃整肠丸”泰国厂家产能不足、进口到货不及预期等因素影响，泰恩康销售收入下滑。与此同时，在费用端，公司加大了研发与品牌推广投入力度，期间费用有所增加，压缩了利润空间，公司归母净利润整体下滑。

2023—2024年，泰恩康营收分别约7.61亿元、7.21亿元，净利润分别约1.6亿元、1.08亿元。2025年，公司营收同比下降6.4%至约6.75亿元，净利润同比下降73.54%。其中，两性健康业务收入约1.54亿元，同比下降13.47%，



图为泰恩康公司外景。

公司官网/图

CKBA由泰恩康于2023年通过收购江苏博创园生物医药科技有限公司股权而得来。彼时，美国FDA批准的全球首个用于白癜风复色治疗的药物——芦可替尼乳膏(JAK抑制剂)仍未在国内上市。2022年12月，康哲药业(0867.HK)子公司德镁医药与In-cyte达成合作，拿下芦可替尼在中国及东南亚的独家研发、注册及商业化权利。今年1月，芦可替尼

在国内获批，成为首款用于白癜风治疗的外用JAK抑制剂，并于3月上市销售，在京东大药房的售价为5800元/支(100g/支)。

在白癜风新药赛道上，目前还有多款产品在研。其中，泽璟制药(688266.SH)于今年4月宣布盐酸吉卡昔替尼片治疗中、重度特应性皮炎的III期临床试验达到主要疗效终点，将加快推进该适应证的上市进程。

“和胃整肠丸”约1.72亿元，同比下降16.64%，眼科用药约1.83亿元，同比下降0.66%。2025年，泰恩康广告及业务推广费达1.09亿元，同比增长66.09%。

2026年一季度，泰恩康营收约1.9亿元，同比增长2.63%，净利润约2858.3万元，同比下降

9.39%，扣非净利润约2774.4万元，同比下降11.8%。

值得注意的是，公司经营性现金流持续恶化，2024年同比下降4.48%至约8933.3万元，2025年同比下降114.41%至约-1287.73万元，2026年一季度同比下降6.72%至约-4169.24万元。

泰恩康管理层在接受投资者调研时表示，公司正处于业绩拐点阶段。随着和胃整肠丸在年内完成国产化、新品爱廷列逐渐放量等，公司有信心重回稳健增长轨道。