

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

科兴制药 (688136)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

宋丹 联系人

联系电话: +86 15622304638

邮箱: songdan3@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

科兴制药:丰富的海外商业化经验助力中国新药出海,持续加入研发投入推进新药项目

2023年09月07日

事件: 公司近日发布 2023 半年报, 2023 年上半年实现营收 6.49 亿元 (yoy+3.11%), 归母净利润-0.48 亿元 (2022H1 为+0.03 亿元), 扣非归母净利润-0.72 亿元 (2022H1 为+0.03 亿元)。

点评:

➤ **持续加大研发投入, 影响利润表现**

2023H1 研发投入合计 1.95 亿元 (yoy+145.28%), 研发投入占营收比例为 30%, 其中费用化研发投入为 1.24 亿元, 同比增长 56.59%, 增加金额 4493 万元, 财务费用为 1349 万元, 2022H1 为 418 万元, 同比增加了 223%, 主要系借款存量余额增加, 相应利息支出增加, 所以归母净利润为亏损 4800 万。

➤ **20 年海外商业化经验, 助力 8 款引进产品快速海外上市销售**

目前公司已累计引进 8 款产品, 分别是白蛋白紫杉醇、贝伐珠单抗、英夫利西单抗 (类停)、阿达木单抗、利拉鲁肽注射液, 曲妥珠单抗, 马来酸奈拉替尼, 来那度胺, 形成了丰富的产品组合。公司持续 20 年出海历程, 建立了相对完整的海外商业体系, 在海外产品注册、海外开拓和营销、海外 GMP 合规审计等方面积累了丰富资源与商业化能力, 已通过巴西、菲律宾、印度尼西亚等约 40 个国家和地区的市场准入并实现销售, 销售网络已 100% 覆盖人口过亿的新兴国家市场。目前已在 40 余个国家提交了 70 余份产品注册申请, 公司预计部分产品下半年可获得市场准入并实现上市销售。

2023 年上半年, 公司积极筹备白蛋白紫杉醇欧盟 GMP 现场检查, 已完成技术转移, 稳步推进工艺验证工作, 有望于上市后迅速打开欧洲市场。

➤ **引进研发人才, 高效推进研发项目**

2023 年上半年, 新引进博士 6 名, 研发团队中硕士以上学历人才占比提升至 63.69%。临床项目高效推进: 聚乙二醇人粒细胞刺激因子注射液 (长效 GC) I 期临床顺利完成, 公司正积极推进 III 期临床的相关工作。人干扰素 $\alpha 1b$ 吸入溶液 Ia 期临床顺利完成。人生长激素注射液 I 期临床准备启动。SHEN26 胶囊 III 期临床试验顺利开展, 目前正在数据清理中。

➤ **盈利预测:** 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 13.88 亿元、18.29 亿元和 22.48 亿元; 归母净利润分别为-0.84 亿元、0.18 亿元和 1.32 亿元; 2023-2025 年 EPS 分别为-0.42 元、0.09 元和 0.66 元, 对

应 PE 估值分别为-41、192 和 26 倍。

- **风险因素：**行业政策的风险；在研项目临床进度不及预期的风险；产品销售不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,285	1,316	1,388	1,829	2,248
增长率 YoY %	5.3%	2.4%	5.5%	31.7%	22.9%
归属母公司净利润 (百万元)	96	-90	-84	18	132
增长率 YoY%	-30.7%	-193.6%	7.0%	121.2%	641.7%
毛利率%	79.4%	75.4%	75.3%	70.3%	67.9%
净资产收益率ROE%	5.0%	-5.0%	-4.9%	1.0%	7.0%
EPS(摊薄)(元)	0.48	-0.45	-0.42	0.09	0.66
市盈率 P/E(倍)	35.37	—	-40.69	192.03	25.89
市净率 P/B(倍)	1.79	1.89	1.97	1.95	1.82

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 09 月 06 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,461	1,411	1,213	1,094	1,140
货币资金	878	785	593	244	370
应收票据	36	24	27	29	33
应收账款	336	337	357	304	258
预付账款	11	21	20	33	43
存货	172	208	183	442	387
其他	28	35	33	42	49
非流动资产	1,368	1,747	2,011	2,256	2,495
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合)	452	759	939	1,138	1,319
无形资产	27	166	255	361	461
其他	889	823	817	757	715
资产总计	2,829	3,159	3,224	3,350	3,635
流动负债	604	539	684	792	943
短期借款	276	163	243	258	295
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	225	217	278	325	397
其他	102	159	164	210	251
非流动负债	315	813	813	813	813
长期借款	263	779	779	779	779
其他	51	34	34	34	34
负债合计	918	1,353	1,498	1,606	1,757
少数股东权益	0	-3	-4	-4	-1
归属母公司	1,911	1,808	1,730	1,748	1,880
负债和股东权益	2,829	3,159	3,224	3,350	3,635

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,285	1,316	1,388	1,829	2,248
同比 (%)	5.3%	2.4%	5.5%	31.7%	22.9%
归属母公司净利润	96	-90	-84	18	132
同比 (%)	-30.7%	-193.6	7.0%	121.2%	641.7%
毛利率 (%)	79.4%	75.4%	75.3%	70.3%	67.9%
ROE%	5.0%	-5.0%	-4.9%	1.0%	7.0%
EPS(摊薄)(元)	0.48	-0.45	-0.42	0.09	0.66
P/E	35.37	—	—	192.03	25.89
P/B	1.79	1.89	1.97	1.95	1.82
EV/EBITDA	51.62	-110.32	793.94	27.04	12.90

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,285	1,316	1,388	1,829	2,248
营业成本	265	324	343	542	721
营业税金及附加	10	10	10	14	17
销售费用	756	828	833	878	922
管理费用	90	86	83	91	90
研发费用	123	193	208	256	292
财务费用	5	15	31	37	45
减值损失合	-1	0	0	0	0
投资净收益	9	2	5	5	7
其他	53	0	6	8	10
营业利润	98	-139	-109	24	178
营业外收支	-2	-1	0	0	0
利润总额	96	-139	-109	24	178
所得税	-1	-46	-24	6	43
净利润	96	-93	-86	18	135
少数股东损	0	-3	-2	0	3
归属母公司	96	-90	-84	18	132
EBITDA	103	-41	5	159	327
EPS(当	0.49	-0.45	-0.42	0.09	0.66

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	94	-86	116	27	481
净利润	96	-93	-86	18	135
折旧摊销	57	81	89	105	113
财务费用	11	24	46	48	50
投资损失	-9	-4	-5	-5	-7
营运资金变	-14	-53	72	-138	193
其它	-47	-41	-1	-1	-2
投资活动现金流	-492	-381	-348	-343	-343
资本支出	-308	-397	-324	-315	-318
长期投资	-200	0	-28	-33	-32
其他	15	16	5	5	7
筹资活动现金流	187	371	39	-33	-13
吸收投资	0	0	6	0	0
借款	506	1,016	80	15	37
支付利息或股息	-28	-54	-46	-48	-50
现金流净增加额	-214	-91	-192	-349	126

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在 PPC 佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2 年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022 年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

宋丹，团队成员，中山大学中山医学院基础医学硕士，2 年证券从业经验，2 年创新药研发产业工作经验，曾任职于方正证券研究所、强生研发部。2023 年加入信达证券，负责创新药板块行业研究。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。