

## 科兴制药(688136.SH)

## 降本增效，轻装上阵，24Q1盈利能力加速修复

## 推荐（维持）

股价：15.28元

## 主要数据

行业	医药
公司网址	www.kexing.com
大股东/持股	深圳科益医药控股有限公司/66.15%
实际控制人	邓学勤
总股本(百万股)	199
流通A股(百万股)	199
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	30
流通A股市值(亿元)	30
每股净资产(元)	8.13
资产负债率(%)	47.0

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】科兴制药(688136.SH)\*季报点评\*前三季度利润端压力趋缓，生物药出海拉开序幕\*推荐 20231029

【平安证券】科兴制药(688136.SH)\*首次覆盖报告\*重组蛋白主营业务稳健，生物药出海放量在即\*推荐 20230906

## 证券分析师

叶寅	投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn
韩盟盟	投资咨询资格编号 S1060519060002 hanmengmeng005@pingan.com.cn

## 研究助理

臧文清  
一般证券从业资格编号  
S1060123050058



## 事项：

2024年4月26日，科兴制药公布2023年年报，实现收入12.59亿元(-4.3%)，归母净利润亏损1.90亿元(-111.1%)，扣非后归母净利润亏损2.01亿元(-108.1%)，主要受SHEN26项目研发支出费用化影响，业绩承压。24Q1，公司实现收入3.61亿(+11.8%)，归母净利润0.12亿，扣非后归母净利润0.10亿，初步实现扭亏，盈利能力加速修复，进度略超预期。

## 平安观点：

- 公司23年业绩承压，降本增效力度显著。公司23年实现收入12.59亿元(-4.3%)，略有减少，主要因部分产品受到区域集采政策的影响，销售单价有所下降，主营产品毛利率为70.79%(-4.58pp)，有所下滑，但公司国内市场产品销量增长12%，在细分市场继续保持领先地位。公司23年扣非后归母净利润2.01亿(-108.1%)，主要受研发费用增加影响。23年公司研发费用率27.39%(+12.70pp)，主要是为减轻24年无形资产摊销负担，新冠药SHEN26胶囊当期研发支出1.29亿元于23年全部费用化所致。在营销管理方面，公司采取更为精准的投放策略，销售费用率为54.75%(-8.15pp)，降幅显著。其它期间费用方面，管理费用率6.90%(+0.37pp)，略有增加。财务费用率2.48%(+1.35pp)，主要系2023年借款规模同比有所增加，相应利息支出增加所致。
- 轻装上阵，24Q1盈利能力加速修复。24Q1公司营收3.61亿(+11.8%)，扣非后归母净利润0.10亿，初步实现扭亏，且进度略超预期。传统主营产品毛利率为72.64%，同比持平，环比有所上升，通过优化生产流程、提高智能化应用等方式，毛利有望持续向好。期间费用方面，24Q1销售费用率49.20%(-5.22pp)，管理费用率5.47%(-0.62pp)，降本增效力度不减，盈利能力修复有望持续。研发费用率9.76%(-5.31pp)，主要系SHEN26研发费用减少所致，人干扰素α1b吸入溶液III期临床试验等其它创新在研管线仍稳步推进。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,316	1,259	1,568	2,071	2,692
YOY(%)	2.4	-4.3	24.5	32.1	30.0
净利润(百万元)	-90	-190	35	118	257
YOY(%)	-193.6	-110.7	118.2	242.4	117.2
毛利率(%)	75.4	70.8	71.9	72.4	74.7
净利率(%)	-6.9	-15.1	2.2	5.7	9.6
ROE(%)	-5.0	-11.7	2.1	6.7	12.8
EPS(摊薄/元)	-0.45	-0.96	0.17	0.59	1.29
P/E(倍)	-33.7	-16.0	88.0	25.7	11.8
P/B(倍)	1.7	1.9	1.8	1.7	1.5

- **生物药出海放量在即，白紫出海欧盟确定性较强。**公司重点聚焦新兴市场国家，引进的 12 个产品已同 40 余个国家与客户签约并陆续提交了引进产品的注册申请。其中，英夫利西单抗、贝伐珠单抗、阿达木单抗等多款重磅生物类似药相继完成埃及、巴西、印尼等国的现场审计，已于 24Q1 在新兴市场部分国家产生销售收入，新兴市场进口生物药需求迫切叠加公司海外合作良好基础，我们预计相关产品净利将处于相对较高水平。此外，公司大单品白蛋白紫杉醇重点出口欧盟，已于 24 年 2 月顺利完成欧盟批准前现场检查，并与欧洲及南美洲 35 个国家的合作伙伴签约，有望于 24H2 在欧盟商业化，成为全球第二家进入欧盟市场的白紫仿制药企业，确定性较强。由于公司自建产线，我们预计白紫毛利率相对较高。
- **投资建议：**考虑公司新兴市场产品放量仍需时间积淀，我们下调 2024-2026 公司营收预测至 15.68/20.71/26.92 亿元（原本 2024/2025 年分别为 21.82/29.00 亿元）。考虑公司降本增效效果显著，利润端有望加速修复，叠加白紫欧盟有望快速放量，我们上调 2024-2026 公司净利润预测至 0.35/1.18/2.57 亿元（原本 2024/2025 年分别为-0.47/0.52 亿元）。考虑公司多款在研和引进产品将持续推进临床和海外商业化，公司估值有望进一步提升，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 产品研发进度不及预期风险。公司在研项目众多，存在研发进度低于预期的风险。2) 海外商业化进度不及预期风险。公司引进品种众多，存在海外上市进度低于预期的风险。3) 行业政策变化风险。国家医保目录会不定期调整，影响公司相关产品价格。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1,134	991	1,223	1,578
现金	569	236	232	328
应收票据及应收账款	342	450	595	773
其他应收款	4	4	6	7
预付账款	25	23	31	40
存货	191	266	345	411
其他流动资产	2	11	14	18
<b>非流动资产</b>	1,897	1,727	1,547	1,359
长期投资	4	4	4	4
固定资产	827	750	663	566
无形资产	159	132	106	79
其他非流动资产	908	841	775	710
<b>资产总计</b>	3,031	2,718	2,770	2,937
<b>流动负债</b>	670	537	694	837
短期借款	121	0	0	0
应付票据及应付账款	193	301	390	464
其他流动负债	356	236	304	373
<b>非流动负债</b>	730	517	300	80
长期借款	714	501	284	63
其他非流动负债	17	17	17	17
<b>负债合计</b>	1,400	1,054	994	916
少数股东权益	5	5	8	12
股本	199	199	199	199
资本公积	1,282	1,282	1,282	1,282
留存收益	145	178	288	527
<b>归属母公司股东权益</b>	1,626	1,658	1,769	2,008
<b>负债和股东权益</b>	3,031	2,718	2,770	2,937

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-102	30	235	337
净利润	-195	35	121	262
折旧摊销	84	170	180	188
财务费用	31	31	18	7
投资损失	-7	-6	-6	-6
营运资金变动	40	-202	-79	-116
其他经营现金流	-55	1	2	2
<b>投资活动现金流</b>	-156	4	4	4
资本支出	184	0	0	-0
长期投资	12	0	0	0
其他投资现金流	-352	4	4	4
<b>筹资活动现金流</b>	16	-367	-243	-246
短期借款	-42	-121	0	0
长期借款	-91	-213	-217	-220
其他筹资现金流	149	-33	-26	-25
<b>现金净增加额</b>	-239	-333	-4	96

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1,259	1,568	2,071	2,692
营业成本	368	440	572	680
税金及附加	12	13	17	22
营业费用	689	753	932	1,158
管理费用	87	94	145	188
研发费用	345	204	249	323
财务费用	31	31	18	7
资产减值损失	-3	-2	-2	-3
信用减值损失	3	1	2	2
其他收益	9	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	6	6	6
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	-256	46	151	326
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	5	3	3	3
<b>利润总额</b>	-260	44	149	324
所得税	-65	8	28	62
<b>净利润</b>	-195	35	121	262
少数股东损益	-5	1	2	5
<b>归属母公司净利润</b>	-190	35	118	257
EBITDA	-145	244	347	519
EPS (元)	-0.96	0.17	0.59	1.29

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	-4.3	24.5	32.1	30.0
营业利润(%)	-84.9	117.9	230.6	115.5
归属于母公司净利润(%)	-110.7	118.2	242.4	117.2
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	70.8	71.9	72.4	74.7
净利率(%)	-15.1	2.2	5.7	9.6
ROE(%)	-11.7	2.1	6.7	12.8
ROIC(%)	-9.1	3.5	7.4	15.0
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	46.2	38.8	35.9	31.2
净负债比率(%)	16.3	15.9	2.9	-13.1
流动比率	1.7	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.4	1.3	1.2	1.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.6	0.7	0.9
应收账款周转率	3.8	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	1.9	1.5	1.5	1.5
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	-0.96	0.17	0.59	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.51	0.15	1.18	1.69
每股净资产(最新摊薄)	8.16	8.32	8.88	10.08
<b>估值比率</b>				
P/E	-16.0	88.0	25.7	11.8
P/B	1.9	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	-28.9	13.2	8.8	5.4

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层