

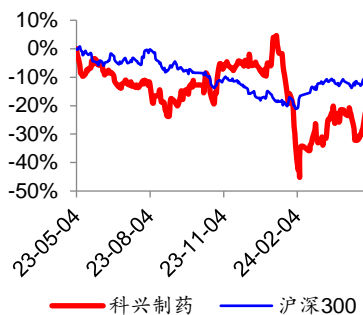
24Q1 扭亏为盈，海外重组蛋白业务即将收获

投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-04-30

收盘价（元）	16.46
近 12 个月最高/最低（元）	22.82/10.61
总股本（百万股）	199
流通股本（百万股）	199
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	32.8
流通市值（亿元）	32.8

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

相关报告

【华安医药】科兴制药 (688136.SH)
公司深度：重组蛋白业务稳健增长，出口海外未来可期 2023-12-06

主要观点：

● 事件 1

2024 年 4 月 27 日，科兴制药发布 2023 年年度业绩报告，公司实现营业收入 12.59 亿元，同比-4.32%；归母净利润-1.90 亿元，同比-110.74%；扣非归母净利润-2.01 亿元，同比-108.28%。单季度来看，公司 2023Q4 收入为 2.90 亿元，同比-22.01%；归母净利润为-1.36 亿元，同比-304.98%；扣非归母净利润为-1.21 亿元，同比-226.04%。

● 事件 2

同日，科兴制药发布 2024 年一季度业绩报告，公司实现营业收入 3.61 亿元，同比+11.79%；归母净利润 0.12 亿元，同比+241.49%；扣非归母净利润 0.10 亿元，同比+180.77%。2024Q1 公司实现扭亏为盈。

● 点评

✓ Q1 利润同比大幅增长，费用成本控制效果明显

2023 年，公司整体毛利率为 70.79%，同比-4.57 个百分点；期间费用率 91.51%，同比+6.25 个百分点；其中销售费用率 54.75%，同比-8.16 个百分点；管理费用率 6.90%，同比+0.37 个百分点；财务费用率 2.48%，同比+1.34 个百分点；研发费用率 27.39%，同比+12.70 个百分点；经营性现金流净额为-0.87 亿元，同比+1.45%。

2024 年一季度，公司整体毛利率为 72.64%，同比-0.01 个百分点；期间费用率 66.91%，同比-11.55 个百分点；其中销售费用率 49.20%，同比-5.22 个百分点；管理费用率 5.47%，同比-0.62 个百分点；财务费用率 2.48%，同比-0.40 个百分点；研发费用率 9.76%，同比-5.31 个百分点；经营性现金流净额为-0.06 亿元，同比-86.64%。

✓ 多年生物药海外商业化经验，打造海外商业化综合体系平台

公司深耕新兴市场，经过 20 多年的发展，海外商业化平台已覆盖 40 多个国家，并在 60 多个国家布局，人口过亿、GDP 排名前三十的新兴市场国家全部覆盖，公司产品人促红素注射液在巴西、菲律宾、埃及等国家已成为当地 EPO 领先品牌产品。公司拥有 20 多年生物药海外商业化经验，建立了相对完善的海外商业化体系，具备丰富的产品注册、市场拓展、生产质量体系现场审计等多方面综合能力。报告期内，公司与国内知名药企正大天晴、常州制药、新华制药等开展合作，共引进五个产品。截至目前公司累计就引进的十二个产品已同 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，英夫利西单抗、贝伐珠单抗、白蛋白紫杉醇等多款产品相继完成埃及、巴西、印尼、欧盟等国的现场审计，有望在 2024 年实现上述产品的海外销售。

✓ 高品质生物药出海在即，白蛋白紫杉醇突破欧盟市场

公司以首个引进产品白蛋白紫杉醇为突破口,向欧盟成熟市场延伸。白蛋白紫杉醇(白紫)剂型具备临床用药优势,相对普通紫杉醇注射液和紫杉醇脂质体,安全性和患者依从性有所提升,临床认可度较高。截止本报告期末,白蛋白紫杉醇在欧盟仅有原研 BMS 和仿制药企业 TEVA 在销,具有较好的竞争格局。白蛋白紫杉醇欧盟市场需求量有望进一步扩大。白蛋白紫杉醇是欧洲医学肿瘤学会指南推荐治疗转移性胰腺癌和非小细胞肺癌的主流一线用药。过去五年,欧洲癌症发病率呈上升趋势,白蛋白紫杉醇销量在欧洲市场逐步增长。报告期内,公司积极筹备欧盟 GMP 现场检查,并已于 2024 年 2 月顺利完成欧盟批准前现场检查,并完成欧洲及南美洲 35 个国家的合作伙伴签约,有望成为公司首个全面国际化的大分子药物。

● 投资建议

我们预计,公司 2024~2026 年收入分别 15.5/19.8/24.9 亿元,分别同比增长 22.9%/27.9%/25.8%,考虑到 24 年一季度公司实现正向盈利,我们上调 2024 年业绩预测,预计 2024~2026 年归母净利润分别为 0.3/0.4/1.4 亿元(24 年前值为-0.1 亿元),分别同比增长 113.6%/63.4%/231.0%,对应估值为 127X/78X/23X。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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1259	1547	1978	2489
收入同比 (%)	-4.3%	22.9%	27.9%	25.8%
归属母公司净利润	-190	26	42	140
净利润同比 (%)	-110.7%	113.6%	63.4%	231.0%
毛利率 (%)	70.8%	72.6%	73.4%	73.9%
ROE (%)	-11.7%	1.6%	2.5%	7.6%
每股收益 (元)	-0.96	0.13	0.21	0.70
P/E	—	126.77	77.59	23.44
P/B	2.48	1.99	1.94	1.79
EV/EBITDA	-34.49	23.63	21.98	13.91

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	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1134	1323	1355	1499	营业收入	1259	1547	1978	2489
现金	569	621	598	606	营业成本	368	425	526	649
应收账款	275	385	413	478	营业税金及附加	12	14	18	22
其他应收款	4	4	5	6	销售费用	689	752	963	1185
预付账款	25	24	33	48	管理费用	87	94	107	114
存货	191	195	177	184	财务费用	31	23	16	10
其他流动资产	70	94	129	177	资产减值损失	-3	0	0	0
非流动资产	1897	1894	1934	1966	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	7	2	4	5
固定资产	805	745	687	630	营业利润	-256	37	50	152
无形资产	159	172	205	226	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	930	973	1037	1106	营业外支出	5	2	0	0
资产总计	3031	3216	3289	3465	利润总额	-260	34	50	152
流动负债	670	831	861	897	所得税	-65	9	7	12
短期借款	121	121	121	121	净利润	-195	26	42	140
应付账款	193	231	243	256	少数股东损益	-5	0	0	0
其他流动负债	356	479	497	520	归属母公司净利润	-190	26	42	140
非流动负债	730	732	732	732	EBITDA	-133	165	179	282
长期借款	696	696	696	696	EPS (元)	-0.96	0.13	0.21	0.70
其他非流动负债	34	36	36	36					
负债合计	1400	1563	1593	1629					
少数股东权益	5	5	5	5					
股本	199	199	199	199					
资本公积	1282	1283	1283	1283					
留存收益	145	167	209	349					
归属母公司股东权益	1626	1649	1691	1831					
负债和股东权益	3031	3216	3289	3465					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-87	60	159	184
净利润	-195	26	42	140
折旧摊销	99	108	113	120
财务费用	38	34	34	34
投资损失	-7	-2	-4	-5
营运资金变动	48	-112	-25	-100
其他经营现金流	-313	143	65	235
投资活动现金流	-156	-106	-148	-142
资本支出	-191	-124	-152	-147
长期投资	12	0	0	0
其他投资现金流	23	18	4	5
筹资活动现金流	16	97	-34	-34
短期借款	-42	0	0	0
长期借款	-83	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	7	1	0	0
其他筹资现金流	134	96	-34	-34
现金净增加额	-224	52	-23	8

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-4.3%	22.9%	27.9%	25.8%
营业利润	-84.9%	114.4%	35.0%	205.8%
归属于母公司净利	-110.7%	113.6%	63.4%	231.0%
获利能力				
毛利率 (%)	70.8%	72.6%	73.4%	73.9%
净利率 (%)	-15.1%	1.7%	2.1%	5.6%
ROE (%)	-11.7%	1.6%	2.5%	7.6%
ROIC (%)	-6.4%	1.5%	1.9%	4.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	46.2%	48.6%	48.4%	47.0%
净负债比率 (%)	85.9%	94.5%	93.9%	88.7%
流动比率	1.69	1.59	1.57	1.67
速动比率	1.37	1.33	1.33	1.41
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.50	0.61	0.74
应收账款周转率	4.12	4.69	4.96	5.59
应付账款周转率	1.79	2.00	2.22	2.60
每股指标 (元)				
每股收益	-0.96	0.13	0.21	0.70
每股经营现金流	-0.44	0.30	0.80	0.92
每股净资产	8.16	8.28	8.49	9.19
估值比率				
P/E	—	126.77	77.59	23.44
P/B	2.48	1.99	1.94	1.79
EV/EBITDA	-34.49	23.63	21.98	13.91

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。

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。