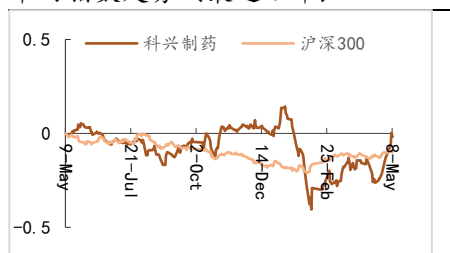


评级： 增持

王斌
首席分析师
SAC 执证编号: S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152644

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	19.14
一年内最高/最低价 (元)	22.82/10.61
市盈率 (当前)	-22.54
市净率 (当前)	2.35
总股本 (亿股)	1.99
总市值 (亿元)	38.13

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 科兴制药: 海外业务进入跨越式发展阶段, 业绩有望迎来拐点

核心观点

- 事件:** 公司发布 2023 年报, 2023 年实现营业收入为 12.59 亿元 (-4.32%), 归母净利润为 -1.90 亿元, 扣非归母净利润为 -2.01 亿元。2024 年 1 季度, 公司实现营业收入 3.61 亿元 (+11.79%), 归母净利润为 1240 万元, 扣非归母净利润为 1007 万元。
- 多重负面因素影响 2023 年业绩, 2024 年有望迎来拐点。** 2023 年公司收入出现下滑, 其中内销收入为 10.70 亿元 (-6.01%), 主要是由于部分产品受到区域集采政策的影响, 销售单价有所下降, 但国内市场产品销量仍然增长 12%, 体现出产品需求旺盛。2024 年 1 季度公司收入实现双位数增长, 我们预计主要是由于公司核心品种在集采后实现以价换量。2023 年出现亏损主要是由于是研发费用及财务费用增加所致, 2023 年公司研发费用为 3.45 亿元, 占营业收入比例为 27.39%, 其中 SHEN26 胶囊的开发支出转费用化处理调增研发费用 1.29 亿元, 我们认为由于 SHEN26 研发支出已经全部费用化, 2024 年公司利润会有显著改观。2023 年公司采取更为精准的投放策略, 销售费用率同比减少 8.16pct, 2024 年 1 季度公司销售费用率为 49.20%, 与 2023 年相比继续有所下降。我们认为随着公司各项费用率的优化, 2024 年利润有望迎来拐点。
- 产品梯队持续丰富, 国际化突破在即。** 2023 年公司外销收入为 1.38 亿元 (-13.99%), 预计仍然主要由促红素等存量品种贡献。近年来公司产品梯队持续丰富, 已陆续引进了 12 款产品, 为海外商业化战略持续提供产品支持。目前引进的 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, 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。重点品种白蛋白紫杉醇于 2024 年 2 月顺利完成欧盟批准前现场检查, 并已完成欧洲及南美洲 35 个国家的合作伙伴签约; 此外公司于近期公告, 白蛋白紫杉醇生产线通过欧盟 GMP 认证, 目前该品种在欧洲市场仅有原研 BMS 和仿制药企业 TEVA 在销, 终端需求旺盛, 我们预计 2024 年下半年起有望提供显著的业绩增量。
- 盈利预测和估值。** 我们预计 2024 年至 2026 年公司营业收入分别为 14.63 亿元、18.48 亿元和 22.20 亿元, 同比增速分别为 16.2%、26.3%和 20.1%; 归母净利润分别为 0.21 亿元、1.20 亿元和 2.13 亿元, 以 5 月 8 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 177.8 倍、31.9 倍和 17.9 倍, 维持“增持”评级。

-
- **风险提示:** 核心产品集采降价超预期; 海外销售产品放量/获批进度低于预期。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收(亿元)	12.59	14.63	18.48	22.20
营收增速(%)	-4.3%	16.2%	26.3%	20.1%
归母净利润(亿元)	-1.9	0.21	1.2	2.13
归母净利润增速(%)	—	—	458.0%	77.7%
EPS(元/股)	-0.96	0.11	0.60	1.07
PE	-20.0	177.8	31.9	17.9

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,134	1,062	1,195	1,457	经营活动现金流	-87	-32	96	159
现金	569	396	376	460	净利润	-190	21	120	213
应收账款	275	373	457	531	折旧摊销	84	74	81	87
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	38	37	33	28
预付账款	25	21	33	42	投资损失	-7	-5	-5	-5
存货	191	175	204	279	营运资金变动	56	-246	-137	-175
其他	63	73	92	111	其它	-63	86	4	12
非流动资产	1,897	1,908	2,146	2,349	投资活动现金流	-156	-150	-100	-100
长期投资	4	4	4	4	资本支出	-231	-151	-300	-280
固定资产	805	917	1,021	1,147	长期投资	-4	0	0	0
无形资产	159	143	129	116	其他	-57	79	1	200
其他	534	469	487	497	筹资活动现金流	16	9	-15	24
资产总计	3,031	2,970	3,341	3,806	短期借款	-42	-50	-50	0
流动负债	670	484	433	418	长期借款	127	-100	-100	-100
短期借款	121	71	21	21	其他	-37	261	250	541
应付账款	193	68	87	101	现金净增加额	-227	-173	-19	83
其他	21	21	21	21	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
非流动负债	730	696	667	638	成长能力				
长期借款	696	646	596	546	营业收入	-4.3%	16.2%	26.3%	20.1%
其他	34	50	71	92	营业利润	84.9%	-111.1%	405.9%	75.9%
负债合计	1,400	1,180	1,100	1,056	归属母公司净利润	—	—	458.0%	77.7%
少数股东权益	5	-8	-8	-8	获利能力				
归属母公司股东权益	1,626	1,798	2,249	2,758	毛利率	70.8%	69.2%	67.7%	67.5%
负债和股东权益	3,031	2,970	3,341	3,806	净利率	-15.5%	1.5%	6.5%	9.6%
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	ROE	-11.7%	1.2%	5.3%	7.7%
营业收入	1,259	1,463	1,848	2,220	ROIC	-10.1%	2.8%	6.7%	9.1%
营业成本	368	451	598	722	偿债能力				
营业税金及附加	12	13	17	20	资产负债率	46.2%	39.7%	32.9%	27.7%
营业费用	689	651	776	888	净负债比率	69.5%	55.7%	38.8%	28.7%
研发费用	345	190	166	178	流动比率	1.7	2.2	2.8	3.5
管理费用	87	95	116	133	速动比率	1.4	1.8	2.3	2.8
财务费用	31	37	33	28	营运能力				
资产减值损失	-3	-5	-5	-5	总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	4.1	4.5	4.5	4.5
投资净收益	7	5	5	5	应付账款周转率	1.8	3.5	7.7	7.7
营业利润	-256	28	144	253	每股指标(元)				
营业外收入	1	1	1	1	每股收益	-1.0	0.1	0.6	1.1
营业外支出	5	4	4	4	每股经营现金	-0.4	-0.2	0.5	0.8
利润总额	-260	25	141	250	每股净资产	8.2	9.0	11.3	13.8
所得税	-65	4	21	37	估值比率				
净利润	-195	21	120	213	P/E	-20.04	177.81	31.86	17.93
少数股东损益	-5	0	0	0	P/B	2.34	2.12	1.70	1.38
归属母公司净利润	-190	21	120	213					
EBITDA	-145	136	255	365					
EPS (元)	-0.96	0.11	0.60	1.07					

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现