

科兴制药 (688136)

证券研究报告
2024年05月27日

稀缺新兴市场出海平台，2024Q1 实现扭亏为盈

经营质量提升，2024Q1 实现扭亏为盈

公司发布 2023 年年报和 2024 年第一季度季报。2023 年，实现 12.59 亿收入，同比减少 4.32%；实现归母净利润-1.9 亿，同比增亏 110.74%；2024 年第一季度实现 3.61 亿收入，同比增长 11.79%，实现归母净利润 0.12 亿元，同比增长 241.49%。2024 年第一季度实现扭亏为盈，经营质量提升。

股权激励计划设立海外销售收入考核目标，24-25 年有望连续高增长

按照考核计划，2024 年海外收入目标为 2.08-2.77 亿，同比增长 50%-100%；2025 年海外收入目标为 4.15- 6.92 亿元，同比增长 100%-150%。

本次激励计划考核年度为 2024-2025 年两个会计年度，每个会计年度考核一次。考核以公司 2023 年海外销售收入 1.38 亿元为业绩基数，对各考核年度的海外销售收入定比业绩基数的增长率或海外注册批件累计获得数量进行考核。若实际收入大于考核范围上限，则按 100%比例归属；若实际收入在考核范围之内，则同时根据注册批件数量达成情况按 100%或 80%比例归属；若实际收入低于考核范围下限，则同时根据注册批件数量达成情况按 50%或 0%比例归属。我们认为该考核规则平衡了海外收入和注册进度，整体规则合理灵活。

本次股权激励对象为 147 人，占公司员工总人数的 14.05%。包括：董事、高级管理人员；核心技术（业务）骨干人员；董事会认为需要激励的其他人员。由于公司海外业务特性，激励包含部分外籍员工。

定位平台型出海公司，积极引入品种战略执行多年，累计引进 13 个品种

2024 年预计多款产品，包括白蛋白紫杉醇、英夫利昔单抗、贝伐珠单抗等将实现海外市场上市销售。其中公司生产线已符合欧盟 GMP 标准，注射用紫杉醇（白蛋白结合型）产品具备欧盟市场准入资格。

公司自 2021 年成功签约第一个引入品种白蛋白紫杉醇以来，已获得 13 款产品的海外权益，平台效应初现。公司目前布局了肿瘤、自免、降糖和肾病四大领域 13 款产品，具有产品群优势。公司拥有多款用于肿瘤治疗的品种，包括白蛋白紫杉醇、贝伐珠单抗、曲妥珠单抗、马来酸奈拉替尼、来那度胺、艾立布林；以及用于自免疾病治疗的阿达木单抗、英夫利西单抗；用于慢性肾病（CKD）的司维拉姆片和用于内分泌糖尿病的利拉鲁肽。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2024 至 2026 年收入为 14.18、18.41、22.83 亿元人民币；预计归母净利润为 0.5、1.50、2.39 亿元人民币。维持“买入”评级。

风险提示：核心技术人才流失、物料供应不足、研发失败、行业监管风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,315.88	1,259.04	1,418.30	1,840.96	2,282.79
增长率(%)	2.39	(4.32)	12.65	29.80	24.00
EBITDA(百万元)	120.77	185.93	168.82	269.42	375.29
归属母公司净利润(百万元)	(90.30)	(190.29)	50.29	149.54	238.75
增长率(%)	(193.61)	110.74	(126.43)	197.36	59.65
EPS(元/股)	(0.45)	(0.96)	0.25	0.75	1.20
市盈率(P/E)	(42.67)	(20.25)	76.61	25.76	16.14
市净率(P/B)	2.13	2.37	2.30	2.12	1.88
市销率(P/S)	2.93	3.06	2.72	2.09	1.69
EV/EBITDA	32.42	21.57	26.00	16.52	11.86

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/生物制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	19.34 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	199.20
流通 A 股股本(百万股)	199.20
A 股总市值(百万元)	3,852.50
流通 A 股市值(百万元)	3,852.50
每股净资产(元)	8.13
资产负债率(%)	47.00
一年内最高/最低(元)	22.82/10.61

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523120003	
caowenqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《科兴制药-首次覆盖报告:品种陆续在海外获批上市，公司平台价值有望兑现》 2024-03-06

1. 2024-2025 年度股权激励计划，整体规则合理灵活

表1：各年度业绩考核目标

归属期	对应考核年度	以 2023 年海外销售收入为基数,各年度海外销售收入增长率(A)		海外注册批件累计获得数量 (B, 份)
		目标值 (Am)	触发值 (An)	触发值 (Bn)
第一个归属期	2024 年	100%	50%	15
第二个归属期	2025 年	400%	200%	35

资料来源：上海证券交易所，天风研究所

表2：年度的业绩完成度考核标准及其对应的公司层面归属比

考核指标一：年度海外销售收入相对于 2023 年的增长率(A)	考核指标二：海外注册批件累计获得数量(B, 份)	公司层面归属期比例(X)	
$A \geq Am$	不启用	$X=100\%$	
年度海外销售收入相对于 2023 年的增长率(A)	$An \leq A < Am$	参考注册批件数量 $B \geq Bn$	$X=100\%$
		$B < Bn$	$X=80\%$
$A < An$	参考注册批件数量	$B \geq Bn$	$X=50\%$
		$B < Bn$	$X=0\%$

资料来源：上海证券交易所，天风研究所

2. 产品陆续申报以及通过海外 GMP 认证

表3：产品在海外 GMP 认证进展

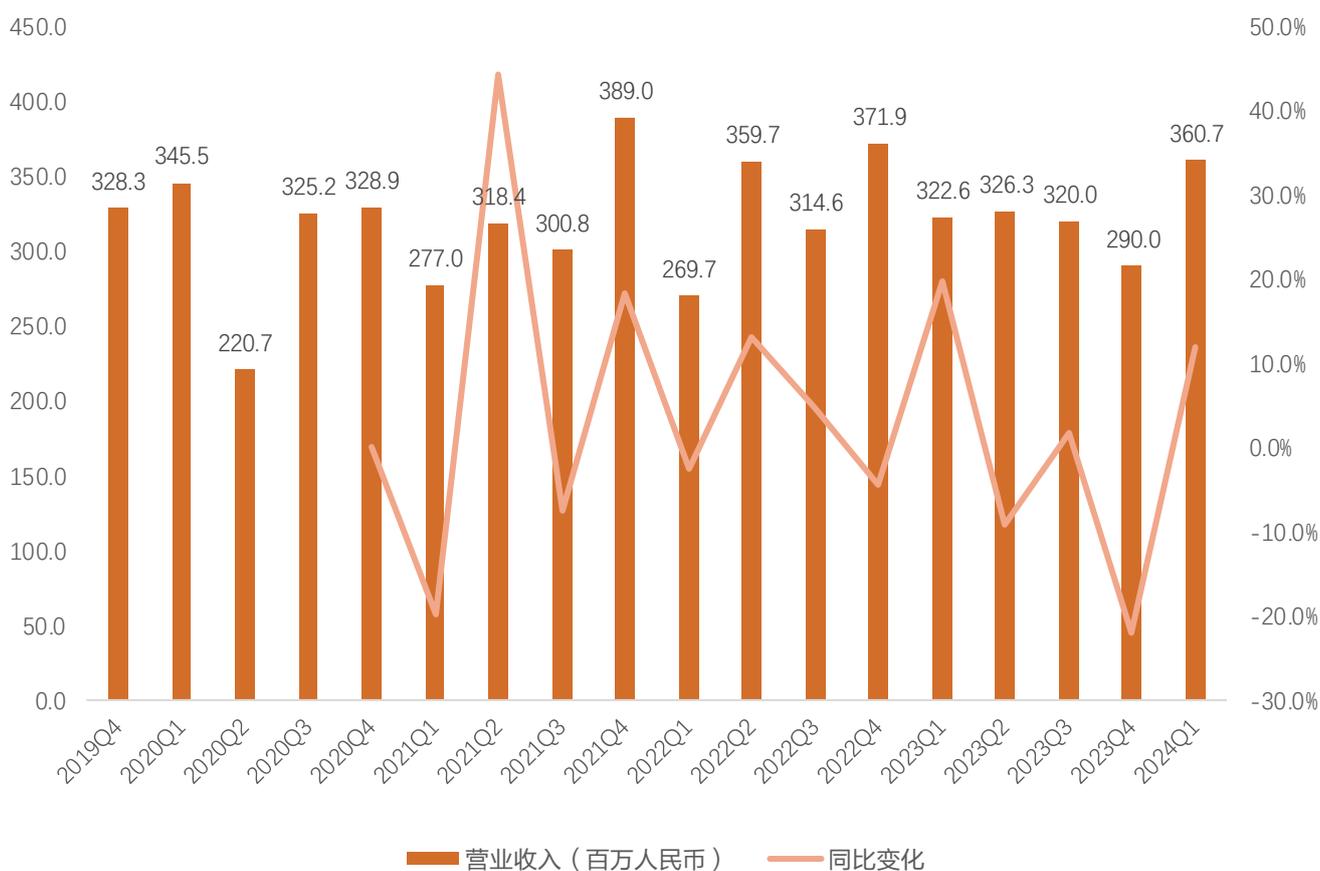
产品名称	常见适应症	时间	获批地区	进展
贝伐珠单抗	晚期、转移性或者复发性非鳞状非小细胞肺癌和转移性结直肠癌。	2024.05	印度尼西亚	通过 GMP 认证
		2024.03	埃及	通过 GMP 审计
阿达木单抗	强直性脊柱炎、类风湿关节炎和斑块状银屑病。	2024.03	埃及	接受 GMP 审计
		2024.03	埃及	通过 GMP 审计
英夫利西单抗	类风湿关节炎、银屑病、强直性脊柱炎、成人溃疡性结肠炎、成人及儿童克罗恩病及瘻管性克罗恩病的治疗。	2024.03	巴西	通过 GMP 认证
		2024.05	欧盟	通过 GMP 认证
注射用白蛋白紫杉醇 (白蛋白结合型)	乳腺癌、转移性胰腺腺癌、非小细胞肺癌。	2024.05	欧盟	通过 GMP 认证

人促红素（依普定）	肾功能不全所致贫血，包括透析及非透析病人；外科围手术期的红细胞动员。	2024.01	埃塞俄比亚	接受 GMP 审计
		2023.12	坦桑尼亚	通过 GMP 审计
酪酸梭菌二联活菌（常乐康）	适用于急性非特异性感染引起的急、慢性腹泻，抗生素、慢性肝病等多种原因引起的肠道菌群失调及相关的急慢性腹泻和消化不良。	2023.12	坦桑尼亚	通过 GMP 审计

资料来源：科兴制药官网，科兴制药 2023 年度报告，天风研究所

3. 销售收入保持稳定，降本增效，管控销售费用，加大研发投入

图 1：2019Q4-2024Q1 科兴制药销售收入



资料来源：Choice 数据库，天风证券研究所

图 2：2019Q4-2024Q1 科兴制药销售费用



资料来源：Choice 数据库，天风证券研究所

图 3：2019Q4-2024Q1 科兴制药研发费用



资料来源：Choice 数据库，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	785.38	568.80	113.46	147.28	182.62	营业收入	1,315.88	1,259.04	1,418.30	1,840.96	2,282.79
应收票据及应收账款	360.93	285.72	493.37	398.71	707.47	营业成本	324.16	367.75	374.89	459.53	518.42
预付账款	21.36	24.93	7.16	17.14	9.88	营业税金及附加	9.69	11.64	11.45	13.07	16.21
存货	208.18	191.36	225.87	290.74	287.40	销售费用	827.73	689.29	662.35	841.32	1,043.23
其他	35.45	62.82	34.93	47.08	50.14	管理费用	85.87	86.82	92.19	115.98	139.25
流动资产合计	1,411.31	1,133.62	874.80	900.95	1,237.50	研发费用	193.30	344.80	192.89	226.44	275.53
长期股权投资	0.00	4.02	4.02	4.02	4.02	财务费用	14.92	31.18	41.08	33.79	45.32
固定资产	758.54	804.69	746.76	688.82	630.89	资产/信用减值损失	(2.12)	0.37	(0.71)	(0.63)	(0.04)
在建工程	256.57	372.56	972.56	1,272.56	1,372.56	公允价值变动收益	(5.35)	0.24	0.30	0.30	0.40
无形资产	165.82	158.72	142.30	125.87	109.45	投资净收益	2.18	6.53	8.85	8.85	8.85
其他	566.48	557.47	521.27	541.69	538.82	其他	4.05	(23.34)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,747.40	1,897.47	2,386.90	2,632.96	2,655.73	营业利润	(138.56)	(256.23)	51.90	159.36	254.03
资产总计	3,158.71	3,031.09	3,261.70	3,533.91	3,893.24	营业外收入	0.14	0.76	1.30	0.85	1.05
短期借款	162.69	120.70	341.88	402.03	425.76	营业外支出	0.64	4.60	0.21	1.82	2.21
应付票据及应付账款	217.20	193.46	297.49	283.21	390.95	利润总额	(139.06)	(260.07)	52.99	158.39	252.87
其他	142.09	336.19	202.61	266.56	280.81	所得税	(46.24)	(64.58)	1.06	3.17	5.06
流动负债合计	521.99	650.36	841.98	951.80	1,097.53	净利润	(92.82)	(195.49)	51.93	155.22	247.82
长期借款	779.23	695.84	700.52	715.02	687.70	少数股东损益	(2.53)	(5.20)	1.64	5.68	9.07
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(90.30)	(190.29)	50.29	149.54	238.75
其他	34.27	34.46	40.03	36.26	36.92	每股收益(元)	(0.45)	(0.96)	0.25	0.75	1.20
非流动负债合计	813.50	730.30	740.56	751.28	724.62						
负债合计	1,352.87	1,400.30	1,582.54	1,703.07	1,822.15	主要财务比率					
少数股东权益	(2.53)	4.77	6.30	11.85	20.64		2022	2023	2024E	2025E	2026E
股本	198.70	199.20	199.20	199.20	199.20	成长能力					
资本公积	1,274.07	1,281.52	1,281.52	1,281.52	1,281.52	营业收入	2.39%	-4.32%	12.65%	29.80%	24.00%
留存收益	335.59	145.30	192.14	338.26	569.73	营业利润	-241.39%	84.92%	-120.26%	207.05%	59.41%
其他	0.00	(0.01)	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	-193.61%	110.74%	-126.43%	197.36%	59.65%
股东权益合计	1,805.84	1,630.80	1,679.17	1,830.84	2,071.09	获利能力					
负债和股东权益总计	3,158.71	3,031.09	3,261.70	3,533.91	3,893.24	毛利率	75.37%	70.79%	73.57%	75.04%	77.29%
						净利率	-6.86%	-15.11%	3.55%	8.12%	10.46%
						ROE	-4.99%	-11.70%	3.01%	8.22%	11.64%
						ROIC	-7.30%	-11.55%	5.68%	8.57%	12.14%
现金流量表(百万元)						偿债能力					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(92.82)	(195.49)	50.29	149.54	238.75	资产负债率	42.83%	46.20%	48.52%	48.19%	46.80%
折旧摊销	65.00	84.07	74.36	74.36	74.36	净负债率	12.64%	32.47%	62.70%	61.66%	54.03%
财务费用	23.55	38.00	41.08	33.79	45.32	流动比率	2.62	1.69	1.04	0.95	1.13
投资损失	(3.83)	(6.93)	(5.85)	(5.85)	(5.85)	速动比率	2.23	1.41	0.77	0.64	0.87
营运资金变动	(181.97)	(9.21)	(44.97)	(1.66)	(205.47)	营运能力					
其它	104.19	2.42	1.94	5.98	9.47	应收账款周转率	3.59	3.89	3.64	4.13	4.13
经营活动现金流	(85.89)	(87.14)	116.85	256.16	156.58	存货周转率	6.92	6.30	6.80	7.13	7.90
资本支出	345.61	231.95	594.43	303.78	99.34	总资产周转率	0.44	0.41	0.45	0.54	0.61
长期投资	0.00	4.02	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他	(727.06)	(392.22)	(1,190.03)	(598.61)	(193.25)	每股收益	-0.45	-0.96	0.25	0.75	1.20
投资活动现金流	(381.45)	(156.25)	(595.60)	(294.83)	(93.91)	每股经营现金流	-0.43	-0.44	0.59	1.29	0.79
债权融资	440.64	53.51	26.98	76.03	(19.76)	每股净资产	9.08	8.16	8.40	9.13	10.29
股权融资	7.85	7.94	(3.56)	(3.55)	(7.56)	估值比率					
其他	(77.39)	(45.21)	(0.00)	0.00	0.00	市盈率	-42.67	-20.25	76.61	25.76	16.14
筹资活动现金流	371.10	16.25	23.42	72.48	(27.32)	市净率	2.13	2.37	2.30	2.12	1.88
汇率变动影响	0.00	0.00	3.00	3.00	3.00	EV/EBITDA	32.42	21.57	26.00	16.52	11.86
现金净增加额	(96.24)	(227.13)	(452.33)	36.81	38.35	EV/EBIT	59.56	35.53	46.47	22.81	14.80

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com