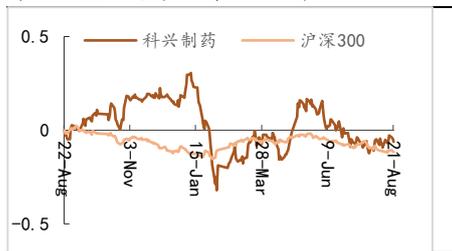


评级： 增持

王斌
首席分析师
SAC 执证编号：S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话：86-10-81152643

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)	16.03
一年内最高/最低价(元)	22.82/10.61
市盈率(当前)	-24.40
市净率(当前)	1.99
总股本(亿股)	1.99
总市值(亿元)	31.93

资料来源：聚源数据

相关研究

- 科兴制药：国内业务基本盘稳固，静待国际化突破
- 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 2024 年半年报，实现营业收入 7.60 亿元 (+17.09%)，归属于上市公司股东的净利润为 1188 万元，扣非归母净利润为 2153 万元，与去年同期相比扭亏为盈。
- 国内外业务均保持较好增长，海外业务有望持续加速。**2024 年上半年，公司国内自有药品及引进产品营业收入为 6.68 亿元 (+15.20%)，预计主要是受益于核心产品依普定、赛若金、白特喜等销量实现较大幅度增长。2024 年上半年，公司海外销售收入 9009.50 万元 (+32.97%)，保持较好增长；2024 年公司引进的白蛋白紫杉醇已取得欧盟委员会的上市批准，已就白蛋白紫杉醇的海外销售与欧盟、加拿大、英国等发达市场及巴西、新加坡等新兴市场共 47 个国家和地区的合作伙伴签约，并已取得欧盟市场部分国家的标单；截至目前公司已引进 13 款产品，在乳腺癌等领域形成了完备的产品梯队，公司正在推进引进产品在发达市场及新兴市场共 60 余个国 110 多项注册进程，白蛋白紫杉醇、英夫利西单抗、贝伐珠单抗等陆续迎来收获期，我们预计自 2024 年下半年起，公司海外业务收入有望进入高速增长阶段。
- 盈利能力持续改善，利润率有望逐步提升。**2024 年上半年公司实现扭亏为盈，主要是由于公司深化全业务流程的精益管理，内部运营效益提升。2024 年上半年销售费用为 3.35 亿元 (-12.82%)，预计与集采后部分产品销售费用率下降有关。研发费用为 8033 万元 (-35.39%)，主要是由于临床及委外费用较上年同期减少。我们认为随着公司经营效率改善以及盈利能力较强的海外业务收入占比提升，预计公司利润率仍有提升空间。
- 盈利预测和估值。**根据 2024 年上半年经营情况，我们对盈利预测进行调整，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 0.46 亿元、1.04 亿元和 1.94 亿元，以 8 月 21 日收盘价计算，对应 PE 分别为 68.9 倍、30.7 倍和 16.5 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	0.46	1.04	1.94
归母净利润增速(%)	—	—	124.4%	86.4%
EPS(元/股)	-0.96	0.23	0.52	0.97
PE	-16.8	68.9	30.7	16.5

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	1,135	1,316	1,639	经营活动现金流	-87	-8	80	140
现金	569	468	497	641	净利润	-190	46	104	194
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	74	92	112	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	57	48	104
资产总计	3,031	3,043	3,462	3,988	短期借款	-42	-50	-50	0
流动负债	670	486	432	397	长期借款	127	-100	-100	-100
短期借款	121	71	21	21	其他	-37	245	233	234
应付账款	193	68	87	101	现金净增加额	-227	-101	29	144
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%	-122.5%	117.4%	84.2%
负债合计	1,400	1,182	1,099	1,035	归属母公司净利润	—	—	124.4%	86.4%
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	1,869	2,371	2,961	毛利率	70.8%	69.2%	67.7%	67.5%
负债和股东权益	3,031	3,043	3,462	3,988	净利率	-15.5%	3.2%	5.6%	8.7%
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	ROE	-11.7%	2.5%	4.4%	6.6%
营业收入	1,259	1,463	1,848	2,220	ROIC	-10.1%	3.9%	5.7%	7.9%
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%	38.8%	31.7%	26.4%
营业费用	689	651	776	888	净负债比率	69.5%	53.6%	36.8%	26.8%
研发费用	345	161	185	200	流动比率	1.7	2.3	3.0	4.1
管理费用	87	95	116	133	速动比率	1.4	2.0	2.6	3.4
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	0.5	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	58	126	231	每股指标(元)				
营业外收入	1	0	0	1	每股收益	-1.0	0.2	0.5	1.0
营业外支出	5	4	4	4	每股经营现金	-0.4	0.0	0.4	0.7
利润总额	-260	54	122	228	每股净资产	8.2	9.4	11.9	14.9
所得税	-65	8	18	34	估值比率				
净利润	-195	46	104	194	P/E	-16.78	68.94	30.72	16.48
少数股东损益	-5	0	0	0	P/B	1.96	1.71	1.35	1.08
归属母公司净利润	-190	46	104	194					
EBITDA	-145	166	236	342					
EPS (元)	-0.96	0.23	0.52	0.97					

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