

2024年08月30日

科兴制药 (688136.SH)

—— 利润扭亏为盈，海外商业化进入收获期

买入 (维持)

证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2024 年中报, 2024 上半年实现营业收入 7.6 亿元, 同比增长 17.09%, 归母净利润 1188 万元, 扣非归母净利润 2153 万元, 实现扭亏为盈。二季度单季实现收入 3.99 亿元, 同比增长 22.34%, 归母净利润-53 万元, 扣非归母净利润 1146 万元。
- **国内外收入增长势头良好, 期间费用率大幅改善。** 24H1, 海外实现销售收入 9010 万元, 同比增长 33%, 国内实现销售收入 6.68 亿元, 同比增长 15%。2024 年上半年公司期间费用率 62.70%, 同比下降 23.95 pct, 其中销售费用率 44.07%, 同比下降 15.12 pct, 管理费用率 5.56%, 同比下降 0.67 pct, 研发费用率 10.57%, 同比下降 8.59 pct。
- **海外商业化进入收获期, 多个品种放量在即。** 公司坚定实施国际化战略, 自 2021 年引进首个产品白紫以来, 已累计引进 13 款产品, 并在乳腺癌领域形成了 7 款产品矩阵, 海外商业化平台价值突出。1) 白蛋白紫杉醇 24M7 获得欧盟上市批准, 目前已与欧盟、加拿大、英国等共 47 个国家和地区的合作伙伴签约, 并已取得欧盟部分国家订单, 有望快速放量; 2) 新产品注册进展顺利, 公司正在推进引进产品在发达市场及新兴市场共 60 余个国家 110 多项注册进程, 英夫利西单抗、贝伐珠单抗等陆续开始贡献收入增量。3) 股权激励目标为以 23 年海外收入为基数, 24-25 年海外收入增速不低于 100%/400%, 或 24-25 年海外注册批件不低于 15、35 份, 彰显公司增长信心。
- **国内业务稳固, 成熟产品收入增长稳健。** 公司持续加大推广力度和品牌建设, 稳步提升老产品市场份额。2024 年上半年, '赛若金®'在国内短效注射用人干扰素市场中排名第一; '类停®'在英夫利西单抗市场中排名第二, 且市占率持续提升; '依普定®'在国内人促红素市场中稳居第二; '白特喜®'在国内短效人粒细胞刺激因子市场中排名第七。此外, 常乐康线上增长势头良好, 长期在京东排行榜“腹泻用药榜”中排名前三、在天猫排行榜“腹泻用药”中排行前四。
- **盈利预测与估值。** 我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.55 亿元、1.11 亿元、1.95 亿元, 24 年扭亏为盈, 25/26 年同比增长 104%、75%, 当前股价对应的 PE 分别为 54X、27X、15X, 考虑到公司是国内稀缺的生物药出海平台, 海外商业化平台布局领先, 白蛋白紫杉醇等多个产品在欧盟及新兴市场开始放量, 业绩有望加速释放, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 海外商业化进展不及预期风险; 国内带量采购降价风险; 汇率波动风险。

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元人民币)	1,316	1,259	1,543	1,894	2,372
同比增长率 (%)	2.39%	-4.32%	22.53%	22.75%	25.24%
毛利率 (%)	75.4%	70.8%	70.6%	66.7%	62.8%
归母净利润 (百万元人民币)	-90	-190	55	111	195
同比增长率 (%)			扭亏为盈	103.5%	75.4%
每股收益 (元人民币/股)	-0.45	-0.96	0.27	0.56	0.98
ROE (%)	-5.0%	-11.7%	3.3%	6.2%	9.8%
市盈率	-	-	54	27	15

股票数据:

2024年8月29日

收盘价 (元)	14.83
一年内最高/最低 (元)	22.30/11.60
总市值 (亿元)	30

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	569	719	782	896
应收账款及应收票据	286	347	432	548
存货	191	227	315	466
其它流动资产	88	50	60	70
流动资产合计	1,134	1,343	1,589	1,981
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	805	844	832	818
在建工程	373	423	473	523
无形资产	159	163	167	171
非流动资产合计	1,897	1,970	2,004	2,035
资产总计	3,031	3,313	3,592	4,016
短期借款	121	101	81	61
应付票据及应付账款	193	240	341	491
预收账款	1	0	0	0
其它流动负债	355	508	543	590
流动负债合计	670	848	965	1,141
长期借款	696	746	796	846
其它长期负债	34	36	36	36
非流动负债合计	730	782	832	882
负债总计	1,400	1,630	1,797	2,023
实收资本	199	199	199	199
普通股股东权益	1,626	1,678	1,789	1,984
少数股东权益	5	5	6	8
负债和所有者权益合计	3,031	3,313	3,592	4,016

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-190	55	111	195
少数股东损益	-5	1	1	2
非现金支出	99	77	77	80
非经营收益	-38	32	17	16
营运资金变动	48	3	-45	-82
经营活动现金流	-87	167	162	210
资产	-191	-169	-110	-110
投资	12	0	0	0
其他	23	15	8	11
投资活动现金流	-156	-154	-102	-99
债权募资	67	165	30	30
股权募资	13	-4	0	0
其他	-63	-26	-27	-27
融资活动现金流	16	136	3	3
现金净流量	-224	150	63	114

来源: wind, 华源证券研究

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,259	1,543	1,894	2,372
营业成本	368	454	630	883
毛利率%	70.8%	70.6%	66.7%	62.8%
营业税金及附加	12	12	15	18
营业税金率%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	689	708	814	901
营业费用率%	54.7%	45.9%	43.0%	38.0%
管理费用	87	93	95	95
管理费用率%	6.9%	6.0%	5.0%	4.0%
研发费用	345	170	189	213
研发费用率%	27.4%	11.0%	10.0%	9.0%
EBIT	-232	107	162	274
财务费用	31	15	12	12
财务费用率%	2.5%	1.0%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	7	8	9	12
营业利润	-256	101	150	263
营业外收支	-4	-9	0	0
利润总额	-260	92	150	263
EBITDA	-133	184	239	354
所得税	-65	37	37	66
有效所得税率%	24.8%	40.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	-5	1	1	2
归属母公司所有者净利润	-190	55	111	195

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将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

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangzhiqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数