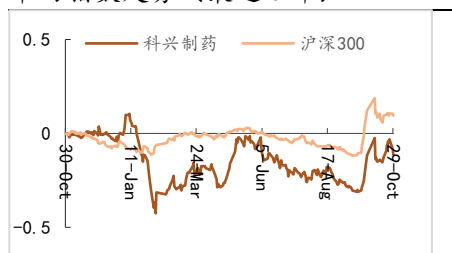


评级： 增持

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)	17.91
一年内最高/最低价 (元)	22.82/10.61
市盈率 (当前)	-30.03
市净率 (当前)	2.21
总股本 (亿股)	1.99
总市值 (亿元)	35.68

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 科兴制药: 盈利能力持续改善, 海外业务有望加速增长
- 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 3 季报, 前 3 季度实现营业收入 10.38 亿元 (+7.15%), 归属于上市公司股东的净利润为 1718 万元, 扣非归母净利润为 2424 万元。
- 海外业务迎来突破, 高增长有望持续。** 2024 年前 3 季度, 公司海外收入为 1.49 亿元 (+47.16%), 其中 2024Q3 海外收入为 5900 万元, 同比增长 93.29%, 我们认为主要是由于: (1) 引进产品白蛋白紫杉醇于 2024 年 7 月获得欧盟委员会的上市批准, 8 月实现了首批发货, 欧盟销售订单持续增加; (2) 自产 EPO、GC 和常乐康等产品持续拓展更多国际市场; (3) 引进产品在新兴市场的销售及注册进度加快, 如第 3 季度实现英夫利昔单抗秘鲁的单发货。目前公司持续加强海外市场布局深度, 新设立了德国子公司, 将有力推动白蛋白紫杉醇在欧盟及英国的销售, 目前其在欧盟大部分区域处于供货紧缺状态, 我们认为白蛋白紫杉醇有望继续保持高速增长。其他产品方面, 阿达木单抗完成菲律宾药监局现场 GMP 检查, 贝伐珠单抗完成巴基斯坦药监局线上审计, 利拉鲁肽完成哥伦比亚药监局现场 GMP 检查, 上述品种有望成为未来 1-3 年海外业务新的业绩增量。
- 国内业务短期出现波动, 长期有望保持稳健。** 2024 年前 3 季度, 公司国内业务收入为 8.89 亿元, 同比增长 2.47%, 其中 3 季度收入为 2.19 亿元, 同比下滑 33.23%, 我们认为主要是由于干扰素集采结果执行, 产品价格出现一定程度下降。目前公司国内制剂多个重点产品已经被纳入集采, 价格降幅已经被充分消化, 后续在价稳量增的基础上, 国内业务有望保持稳健。
- 盈利能力持续改善, 利润率有望逐步提升。** 与去年同期相比, 公司费用端优化明显; 研发费用同比下降, 主要系临床及委外费用较上年同期减少; 销售费用同比下降, 主要是由于集采后产品费用率降低和公司运营效率提升。我们认为随着海外制剂业务的增长, 公司利润端仍有较大提升潜力。
- 盈利预测和估值。** 根据 2024 年前 3 季度经营情况, 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 13.49 亿元、17.21 亿元和 20.87 亿元, 同比增速分别为 7.1%、27.6%和 21.3%; 归母净利润分别为 0.30 亿元、0.97 亿元和 1.97 亿元, 以 10 月 29 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 119.1 倍、37.0 倍和 18.1 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	13.49	17.21	20.87
营收增速(%)	-4.3%	7.1%	27.6%	21.3%
归母净利润(亿元)	-1.9	0.3	0.97	1.97
归母净利润增速(%)	——	——	222.3%	104.0%
EPS(元/股)	-0.96	0.15	0.48	0.99
PE	-18.7	119.1	37.0	18.1

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	1,114	1,286	1,613	经营活动现金流	-87	13	76	145
现金	569	489	514	662	净利润	-190	30	97	197
应收账款	275	344	425	499	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	20	32	41	投资损失	-7	-5	-5	-5
存货	191	170	198	273	营运资金变动	56	-201	-133	-174
其他	63	69	86	106	其它	-63	78	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	3,022	3,432	3,962	短期借款	-42	-50	-50	0
流动负债	670	523	769	934	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	66	84	99	现金净增加额	-227	-80	25	148
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%	7.1%	27.6%	21.3%
其他	34	50	71	92	营业利润	84.9%	-115.9%	204.6%	101.3%
负债合计	1,400	1,219	1,436	1,572	归属母公司净利润	—	—	222.3%	104.0%
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	1,811	2,004	2,398	毛利率	70.8%	67.5%	66.2%	66.1%
负债和股东权益	3,031	3,022	3,432	3,962	净利率	-15.5%	2.2%	5.6%	9.4%
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	ROE	-11.7%	1.7%	4.8%	8.2%
营业收入	1,259	1,349	1,721	2,087	ROIC	-10.1%	3.2%	5.7%	8.5%
营业成本	368	439	582	708	偿债能力				
营业税金及附加	12	12	15	19	资产负债率	46.2%	40.3%	41.8%	41.0%
营业费用	689	587	688	772	净负债比率	69.5%	55.3%	43.6%	33.1%
研发费用	345	148	172	188	流动比率	1.7	2.1	1.7	1.7
管理费用	87	88	108	125	速动比率	1.4	1.8	1.4	1.4
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	0.4	0.5	0.5
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	4.1	4.4	4.5	4.5
投资净收益	7	5	5	5	应付账款周转率	1.8	3.4	7.7	7.7
营业利润	-256	41	124	249	每股指标(元)				
营业外收入	1	0	1	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	0.1	0.4	0.7
利润总额	-260	37	121	246	每股净资产	8.2	9.1	10.1	12.0
所得税	-65	7	24	49	估值比率				
净利润	-195	30	97	197	P/E	-18.75	119.13	36.96	18.12
少数股东损益	-5	0	0	0	P/B	2.19	1.97	1.78	1.49
归属母公司净利润	-190	30	97	197					
EBITDA	-145	149	235	361					
EPS (元)	-0.96	0.15	0.48	0.99					

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

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级		
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	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
		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		
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	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		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