

# 科兴制药 (688136.SH)

买入 (维持评级)

业绩符合预期，海外市场加速兑现中

## 投资要点:

► **事件:** 公司发布 2024 年三季报, 2024 前三季度实现收入 10.4 亿元 (同比+7.2%), 归母净利润 0.2 亿元 (同比+131.6%), 扣非净利润 0.2 亿元 (同比+130.4%), 2024Q3 单季度实现收入 2.8 亿元 (同比-13.0%), 归母净利润 0.1 亿元 (同比+178.5%), 扣非净利润 0.03 亿元 (同比+133.5%)。

► **销售费用率稳步下降, 盈利能力稳步增强:** 2024 单 Q3 公司整体毛利率和净利率分别为 65.7%和 1.5%, 净利率有所提升。费用率方面, 2024Q3 单季度销售费用率为 40.7%(同比-7.0pct), 管理费用率 6.8%(同比+0.7pct), 研发费用率 11.9% (同比-1.9pct), 财务费用率 4.3% (同比+1.4pct), 公司销售费用率控制效果明显。

► **海外收入高增长, 白紫进入加速兑现期:** 2024 年前三季度公司实现海外销售收入 1.5 亿元, 同比+47.2%。此外公司引进产品白蛋白紫杉醇在欧盟市场取得重大突破: 白紫于 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。根据公司 2024 三季报, EMA 公告显示, 白紫在欧盟大部分区域处于供货紧缺状态。欧盟成功实现销售收入标志着公司全球销售区域版图从新兴市场延伸到欧盟市场。此外通过自建白紫产线远期有望提升产品毛利, 通过设立德国子公司有望推动白紫在欧盟的整体销售。其他产品方面, 公司自产 EPO、GC 和常乐康等产品持续拓展更多国际市场, 新获坦桑尼亚等国家的上市注册批件。EPO、GC 制剂占比不断提升, 自产产品海外销售 2024 年前三季度的毛利率同比提升 6.25%。2024 年第三季度, 公司实现英夫利昔单抗秘鲁的首单发货, 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。

► **创新管线进展顺利, 具备差异化优势:** 2024 年公司在研创新药管线有序推进, 公司人干扰素 α 1b 吸入溶液 III 期临床试验已开展受试者入组工作, 聚乙二醇化人粒细胞刺激因子注射液项目已确定 III 期临床的组长单位 PI, 即将启动 III 期临床的受试者入组给药。公司首个自主研发的 1 类创新药 Fc 融合蛋白-长效生长激素处于 I 期临床试验中。此外, 公司筛选到了多款成药性高、安全性高的 PCC 分子, 其中 GB10、GB12、GB13、GB14、GB18、GB19、GB20 等多个创新项目均已完成 PCC 分子创制, 陆续进入工艺开发阶段。

## 盈利预测与投资建议

我们维持 24-26 年收入增速分别为 14%/22%/34%, 归母净利润增速分别为 115%/296%/78%, EPS 分别为 0.13 元、0.52 元、1.02 元。我们认为公司 24 年为业绩反转年和出海逻辑兑现元年, 后续公司的业绩成长性强, 海外新品 25-26 年有望翻倍增长, 维持“买入”评级。

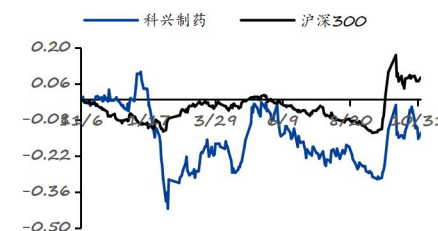
## 风险提示

国内集采政策不及预期的风险; 海外销售不及预期的风险; 核心竞争力风险; 经营风险

## 基本数据

日期	2024-11-04
收盘价:	17.55 元
总股本/流通股本(百万股)	199.20/199.20
流通 A 股市值(百万元)	3,495.94
每股净资产(元)	8.11
资产负债率(%)	45.99
一年内最高/最低价(元)	22.82/10.61

## 一年内股价相对走势



## 团队成员

分析师: 陈铁林(S0210524080007)  
ctt30598@hfzq.com.cn  
分析师: 吴沛柯(S0210524070003)  
wpk30483@hfzq.com.cn

## 相关报告

- 1、业绩符合预期, 看好白紫海外加速兑现——2024.08.21
- 2、迈入海外发展新阶段, 新兴市场大有可为——2024.05.22

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,316	1,259	1,438	1,753	2,351
增长率	2%	-4%	14%	22%	34%
净利润(百万元)	-90	-190	26	104	203
增长率	-194%	-111%	114%	302%	96%
EPS(元/股)	-0.45	-0.95	0.13	0.52	1.02
市盈率(P/E)	-38.8	-18.4	135.4	33.7	17.2
市净率(P/B)	1.9	2.2	2.1	2.1	1.9

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	569	647	789	1,058	营业收入	1,259	1,438	1,753	2,351
应收票据及账款	286	305	358	474	营业成本	368	361	450	583
预付账款	25	5	7	9	税金及附加	12	11	14	19
存货	191	205	154	302	销售费用	689	676	780	1,011
合同资产	0	0	0	0	管理费用	87	93	105	141
其他流动资产	63	80	97	131	研发费用	345	230	228	282
流动资产合计	1,134	1,243	1,405	1,973	财务费用	31	41	43	47
长期股权投资	4	4	4	4	信用减值损失	3	1	1	2
固定资产	805	767	732	699	资产减值损失	-3	-1	-1	-2
在建工程	373	353	333	313	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	159	193	244	263	投资收益	7	6	5	6
商誉	0	0	0	0	其他收益	9	9	9	9
其他非流动资产	557	561	565	565	<b>营业利润</b>	<b>-256</b>	<b>39</b>	<b>146</b>	<b>282</b>
非流动资产合计	1,897	1,878	1,877	1,844	营业外收入	1	1	1	1
<b>资产合计</b>	<b>3,031</b>	<b>3,120</b>	<b>3,282</b>	<b>3,817</b>	营业外支出	5	5	5	5
短期借款	121	138	279	505	<b>利润总额</b>	<b>-260</b>	<b>35</b>	<b>142</b>	<b>278</b>
应付票据及账款	193	181	203	264	所得税	-65	9	35	69
预收款项	1	0	1	1	<b>净利润</b>	<b>-195</b>	<b>27</b>	<b>107</b>	<b>209</b>
合同负债	20	26	32	42	少数股东损益	-5	1	3	6
其他应付款	21	21	21	21	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-190</b>	<b>26</b>	<b>104</b>	<b>203</b>
其他流动负债	314	316	320	332	EPS (按最新股本摊薄)	-0.95	0.13	0.52	1.02
流动负债合计	670	682	856	1,165					
长期借款	696	746	676	756					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	34	34	34	34					
非流动负债合计	730	780	710	790					
<b>负债合计</b>	<b>1,400</b>	<b>1,463</b>	<b>1,566</b>	<b>1,956</b>					
归属母公司所有者权益	1,626	1,652	1,707	1,848					
少数股东权益	5	5	8	14					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,631</b>	<b>1,657</b>	<b>1,716</b>	<b>1,862</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,031</b>	<b>3,120</b>	<b>3,282</b>	<b>3,817</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-87</b>	<b>102</b>	<b>232</b>	<b>116</b>
现金收益	-80	142	226	335
存货影响	17	-14	52	-148
经营性应收影响	74	2	-53	-116
经营性应付影响	-23	-13	22	62
其他影响	-75	-15	-14	-18
<b>投资活动现金流</b>	<b>-156</b>	<b>-49</b>	<b>-71</b>	<b>-41</b>
资本支出	-239	-51	-71	-45
股权投资	-4	0	0	0
其他长期资产变化	87	2	1	4
<b>融资活动现金流</b>	<b>16</b>	<b>26</b>	<b>-20</b>	<b>195</b>
借款增加	85	67	71	305
股利及利息支付	-45	-48	-51	-59
股东融资	13	0	0	0
其他影响	-36	7	-40	-52

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-4.3%	14.2%	21.9%	34.1%
EBIT 增长率	-84.4%	133.5%	141.1%	75.9%
归母公司净利润增长率	-110.7%	113.6%	301.8%	95.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	70.8%	74.9%	74.3%	75.2%
净利率	-15.5%	1.8%	6.1%	8.9%
ROE	-11.7%	1.6%	6.1%	10.9%
ROIC	-10.2%	3.5%	7.8%	11.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	46.2%	46.9%	47.7%	51.2%
流动比率	1.7	1.8	1.6	1.7
速动比率	1.4	1.5	1.5	1.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转天数	87	73	68	64
存货周转天数	196	198	144	141
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.95	0.13	0.52	1.02
每股经营现金流	-0.44	0.51	1.16	0.58
每股净资产	8.14	8.27	8.55	9.26
<b>估值比率</b>				
P/E	-18	135	34	17
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	-201	193	112	72

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn