

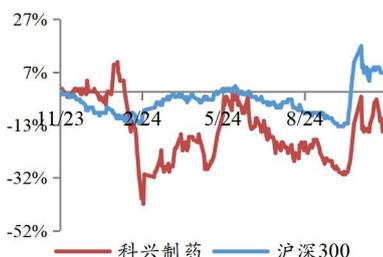
盈利能力持续改善，欧盟市场销售取得突破

投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-11-04

收盘价（元）	17.08
近 12 个月最高/最低（元）	22.82/10.61
总股本（百万股）	199
流通股本（百万股）	199
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	34
流通市值（亿元）	34

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

【华安医药】科兴制药（688136.SH）
公司深度：重组蛋白业务稳健增长，
出口海外未来可期 2023-12-06

主要观点：

● 事件

科兴制药发布 2024 年三季度业绩报告，公司实现营业收入 10.38 亿元，同比 7.15%；归母净利润 0.17 亿元，同比 131.63%；扣非归母净利润 0.24 亿元，同比 130.36%。

● 点评

费用成本控制效果明显，盈利能力持续改善

单季度来看，公司 2024Q3 收入为 2.78 亿元，同比-13.02%；归母净利润为 0.05 亿元，同比 178.49%；扣非归母净利润为 0.03 亿元，同比 133.50%。

2024 年前三季度，公司销售毛利率为 69.86%，同比-1.65 个百分点；销售费用率 43.15%，同比-12.23 个百分点；管理费用率 5.90%，同比-0.28 个百分点；财务费用率 3.00%，同比+0.64 个百分点；研发费用率 10.93%，同比-6.45 个百分点；经营性现金流净额为 0.53 亿元，同比+171.51%。

海外业绩快速增长，持续打造海外商业化综合体系平台

24 年前三季度，海外收入 1.49 亿元，同比增长 47.16%。公司深耕新兴市场，经过 20 多年的发展，海外商业化平台已覆盖 40 多个国家，人口过亿、GDP 排名前三十的新兴市场国家全部覆盖，公司产品人促红素注射液在巴西、菲律宾、埃及等国家已成为当地 EPO 领先品牌产品。2024 年前三季度，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%。

公司拥有 20 多年生物药海外商业化经验，建立了相对完善的海外商业化体系，具备丰富的产品注册、市场拓展、生产质量体系现场审计等多方面综合能力。24 年第三季度，公司引进产品在新兴市场的销售及注册进度加快。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。

高品质生物药出海持续推进，白蛋白紫杉醇欧盟市场销售取得突破

公司以首个引进产品白蛋白紫杉醇为突破口，向欧盟成熟市场延伸，24 年前三季度，公司在欧盟市场销售持续突破。公司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。根据 EMA 公告，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白蛋白紫杉醇（白紫）剂型具备临床用药优势，相对普通紫杉醇注射液和紫杉醇脂质体，安全性和患者依从性有所提升，临床认可度较高。

● 投资建议

我们持续看好公司高品质生物药出海，根据公司前三季度报告，国内销售收入受到集采影响，我们下调了此前盈利预测，预计公司2024-2026年收入分别13.82/17.28/21.66亿元（2024-2026年前预测值为15.5/19.8/24.9亿元），分别同比增长9.7%/25.1%/25.3%，预计2024-2026年归母净利润分别为0.23/0.38/1.37亿元（2024-2026年前预测值为0.26/0.42/1.40亿元），分别同比增长112.2%/64.8%/258.9%，对应估值为147X/89X/25X。维持“增持”投资评级。

● 风险提示

新药研发风险、核心竞争力风险、行业政策风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1259	1382	1728	2166
收入同比 (%)	-4.3%	9.7%	25.1%	25.3%
归属母公司净利润	-190	23	38	137
净利润同比 (%)	-110.7%	112.2%	64.8%	258.9%
毛利率 (%)	70.8%	72.6%	73.4%	73.9%
ROE (%)	-11.7%	1.4%	2.3%	7.5%
每股收益 (元)	-0.96	0.12	0.19	0.69
P/E	—	147.02	89.24	24.86
P/B	2.48	2.06	2.01	1.86
EV/EBITDA	-34.49	24.38	22.75	14.14

资料来源: Wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1134	1246	1265	1400	营业收入	1259	1382	1728	2166
现金	569	620	604	623	营业成本	368	379	460	565
应收账款	275	344	361	416	营业税金及附加	12	12	16	19
其他应收款	4	3	4	6	销售费用	689	671	842	1031
预付账款	25	21	29	41	管理费用	87	84	93	100
存货	191	174	155	160	财务费用	31	23	16	10
其他流动资产	70	84	112	154	资产减值损失	-3	0	0	0
非流动资产	1897	1848	1888	1920	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	7	2	3	4
固定资产	805	745	687	630	营业利润	-256	33	45	149
无形资产	159	172	205	226	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	930	927	991	1060	营业外支出	5	2	0	0
资产总计	3031	3094	3153	3320	利润总额	-260	31	45	149
流动负债	670	710	730	761	所得税	-65	8	7	12
短期借款	121	121	121	121	净利润	-195	23	38	137
应付账款	193	206	212	223	少数股东损益	-5	0	0	0
其他流动负债	356	383	397	417	归属母公司净利润	-190	23	38	137
非流动负债	730	727	727	727	EBITDA	-133	162	174	279
长期借款	696	696	696	696	EPS (元)	-0.96	0.12	0.19	0.69
其他非流动负债	34	31	31	31					
负债合计	1400	1436	1457	1487					
少数股东权益	5	5	5	5					
股本	199	199	199	199					
资本公积	1282	1284	1284	1284					
留存收益	145	170	208	345					
归属母公司股东权	1626	1653	1691	1828					
负债和股东权益	3031	3094	3153	3320					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-87	118	167	197
净利润	-195	23	38	137
折旧摊销	99	108	113	120
财务费用	38	34	34	34
投资损失	-7	-2	-3	-4
营运资金变动	48	-68	-14	-86
其他经营现金流	-313	112	50	218
投资活动现金流	-156	-79	-148	-143
资本支出	-191	-146	-152	-148
长期投资	12	0	0	0
其他投资现金流	23	67	3	4
筹资活动现金流	16	12	-34	-34
短期借款	-42	0	0	0
长期借款	-83	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	7	3	0	0
其他筹资现金流	134	9	-34	-34
现金净增加额	-224	51	-16	19

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-4.3%	9.7%	25.1%	25.3%
营业利润	-84.9%	113.0%	35.1%	231.6%
归属于母公司净利	-110.7%	112.2%	64.8%	258.9%
获利能力				
毛利率 (%)	70.8%	72.6%	73.4%	73.9%
净利率 (%)	-15.1%	1.7%	2.2%	6.3%
ROE (%)	-11.7%	1.4%	2.3%	7.5%
ROIC (%)	-6.4%	1.4%	1.8%	4.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	46.2%	46.4%	46.2%	44.8%
净负债比率 (%)	85.9%	86.6%	85.9%	81.2%
流动比率	1.69	1.76	1.73	1.84
速动比率	1.37	1.48	1.48	1.58
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.45	0.55	0.67
应收账款周转率	4.12	4.47	4.90	5.58
应付账款周转率	1.79	1.90	2.20	2.60
每股指标 (元)				
每股收益	-0.96	0.12	0.19	0.69
每股经营现金流薄)	-0.44	0.59	0.84	0.99
每股净资产	8.16	8.30	8.49	9.18
估值比率				
P/E	—	147.02	89.24	24.86
P/B	2.48	2.06	2.01	1.86
EV/EBITDA	-34.49	24.38	22.75	14.14

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。