太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-03-23

公司点评报告

买入/维持

科伦药业(002422)

目标价：35

昨收盘：22.1

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

科伦博泰增资落地，核心 ADC 管线数据值得期待

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,439/1,095
总市值/流通(百万元)	31,795/24,207
12 个月最高/最低(元)	25.94/18.05

相关研究报告：

科伦药业（002422）《科伦药业（002422）2020 年三季报点评：三季度迎业绩拐点，创新药有望进入收获期》--2020/11/01

科伦药业（002422）《科伦药业（002422）深度报告：下半年迎业绩拐点，仿创结合药品进入收获期》--2020/08/29

证券分析师：周豫

电话：010-88695132

E-MAIL：zhouyua@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070002

研究助理：霍亮

电话：18811569580

E-MAIL：huoliang@tpyzq.com

事件：公司发布董事会决议公告，同意控股子公司四川科伦博泰生物医药股份有限公司（以下简称科伦博泰）增资议案。科伦博泰注册资本将增至 1.16 亿元，新增注册资本 1185 万元由 IDG 资本、国投招商、LAV、苏州礼康、高瓴资本合计以人民币 5.12 亿元认购，投前估值 45 亿元。本轮融资完成后公司持有科伦博泰 51.70%股份，公司仍为科伦博泰的控股股东。

观点：

四大优质投资人加持，创新药管线含金量得到验证。本轮增资是科伦博泰的首次市场化融资，稀释了 10.21%股权。新晋股东 IDG 资本、国投招商、礼来亚洲基金、高瓴资本均为创新药领域优质股权投资机构，本次融资完成后分别持有科伦博泰 4.53%、4.49%、1.00%、0.20%股权。由于股权投资机构在投资之前需要对标的进行详细的业务尽调，本轮增资的落地表明科伦博泰的创新药管线得到投资人的认可。

重点布局 ADC 赛道，核心产品临床顺利推进。公司选择 ADC 作为重点推进的技术路线。**1）公司宣布将在 ASCO 上宣布 HER2-ADC 的临床数据，除总体 ORR 以外，我们认为两个 HER2 低表达 cohort 的数据值得关注；**公司已经向 CDE 提交了 HER2-ADC 的关键 2 期临床申请，2 期临床的剂量可重点关注。**2）TROP2-ADC 已经完成临床 1 期试验**，初步数据良好，海外授权也取得进展。**3）Claudin 18.2-ADC 预计今年将进入临床阶段。**除 ADC 外，公司大力推进肿瘤免疫管线，其中 PD-L1 单抗已向 CDE 提交 pre-BLA 申请，正在准备现场核查工作；TIM3 单抗、LAG3 单抗以及博泰首个双特异性抗体 SKB337 已进入临床阶段。

投资建议：

我们认为公司今年已开始在各条业务线摆脱了疫情的影响，创新药管线尤其是 ADC 的临床进展给公司带来了重大的边际改善。我们预计 2020-2022 年营业收入分别为 163.88 亿元、204.22 亿元和 223.37 亿元，归母净利润 8.40/11.04/13.37 亿元，同比增速为-10%/31%/21%，对应 EPS 分别为 0.58/0.77/0.93 元/股，以 3 月 22 日收盘价市盈率分别为 33 倍、25 倍和 21 倍。继续给予“买入”评级。

风险提示：1、诊疗环境恢复不达预期；2、创新药研发进度不及预期；

执业资格证书编码：S1190120080002

3、原料药产品价格大幅波动。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17636.27	16388.00	20422.00	22337.00
(+/-%)	7.86%	-7.08%	24.62%	9.38%
净利润(百万元)	937.86	839.90	1103.87	1336.90
(+/-%)	-22.68%	-10.45%	31.43%	21.11%
摊薄每股收益(元)	0.65	0.58	0.77	0.93
市盈率(PE)	36.03	33.30	25.34	20.92

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

财务报表及预测

资产负债表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1826	2253	1757	1447	1883
应收和预付款项	6835	6834	6988	8415	9219
存货	2973	3386	3490	3875	4094
其他流动资产	989	1701	1644	1574	1577
流动资产合计	**12622**	**14174**	**13879**	**15309**	**16773**
长期股权投资	2306	2762	2756	2750	2744
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	11260	11340	12289	12322	12502
在建工程	823	782	854	832	838
无形资产开发支出	921	942	1085	1142	1222
长期待摊费用	158	158	158	158	158
其他非流动资产	1270	1326	1301	1318	1313
资产总计	**29361**	**31485**	**32322**	**33833**	**35552**
短期借款	2656	3175	3200	3200	3200
应付和预收款项	1537	1655	1774	1949	2056
长期借款	870	802	802	802	802
其他负债	11334	11948	11726	11859	12014
负债合计	**16397**	**17579**	**17502**	**17809**	**18072**
股本	1440	1440	1440	1440	1440
资本公积	3550	3549	3549	3549	3549
留存收益	88	131	131	131	131
归母公司股东权益	12763	13188	14028	15132	16469
少数股东权益	201	718	793	891	1011
股东权益合计	**12964**	**13906**	**14821**	**16023**	**17479**
负债和股东权益	**29361**	**31485**	**32322**	**33833**	**35552**

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	2954	2217	2562	1167	2109
投资性现金流	-959	-1359	-2394	-1033	-1239
融资性现金流	-1382	-468	-665	-444	-433
现金增加额	612	392	-497	-310	437

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**16352**	**17636**	**16388**	**20422**	**22337**
营业成本	6612	7023	7492	8269	8711
营业税金及附加	229	225	225	275	300
销售费用	5987	6550	5162	7658	8600
管理费用	807	951	983	1103	1162
财务费用	632	572	406	407	411
资产减值损失	-113	56	49	17	25
投资收益	147	174	164	245	268
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	**1356**	**1277**	**1107**	**1434**	**1751**
其他非经营损益	-23	-21	-20	-20	-20
利润总额	**1333**	**1256**	**1087**	**1414**	**1731**
所得税	66	235	172	212	275
净利润	**1267**	**1022**	**915**	**1202**	**1456**
少数股东损益	55	84	75	99	119
归母股东净利润	**1213**	**938**	**840**	**1104**	**1337**

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	0.60	0.60	0.54	0.60	0.61
销售净利率	0.37	0.37	0.32	0.38	0.39
销售收入增长率	0.43	0.08	-0.07	0.25	0.09
EBIT 增长率	0.56	-0.11	-0.24	0.14	0.21
净利润增长率	0.62	-0.23	-0.10	0.31	0.21
ROE	0.10	0.07	0.06	0.07	0.08
ROA	0.04	0.03	0.03	0.03	0.04
ROIC	7.80%	5.32%	4.06%	4.46%	5.04%
EPS(X)	0.84	0.65	0.58	0.77	0.93
PE(X)	24.49	36.03	33.30	25.34	20.92
PB(X)	2.33	2.56	1.99	1.85	1.70
PS(X)	2.26	2.39	2.23	1.81	1.63
EV/EBITDA(X)	13.22	15.74	14.29	14.56	12.74

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。