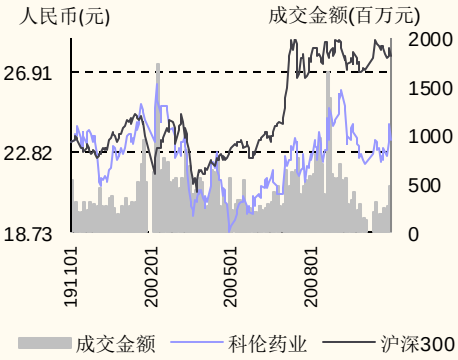
科伦药业 (002422.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：23.40 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	14.39
已上市流通 A 股(亿股)	10.78
总市值(亿元)	336.65
年内股价最高最低(元)	26.27/18.73
沪深 300 指数	4695
中小板综	12240



相关报告

1.《川宁价格恢复业绩拐点，期待创新药申报生产-科伦药业 2020H...》，2020.8.31

2.《业绩收入端符合预期，研发多投，所得税增加-科伦药业 2019 业...》，2020.3.2

王麟 分析师 SAC 执业编号：S1130520030001
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

Q3 业绩拐点加速恢复，期待创新药申报生产

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.842	0.651	0.575	0.811	1.007
每股净资产(元)	8.86	9.16	9.77	10.26	10.86
每股经营性现金流(元)	2.05	1.49	0.13	1.55	1.97
市盈率(倍)	27.78	35.92	40.69	28.87	23.24
净利润增长率(%)	62.04%	-22.68%	-11.72%	40.94%	24.21%
净资产收益率(%)	9.50%	7.11%	5.89%	7.90%	9.27%
总股本(百万股)	1,439.85	1,439.79	1,439.79	1,439.79	1,439.79

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 近日，公司发布 2020 三季报，收入 116.6 亿元、归母净利 5.0 亿元、扣非归母 3.8 亿元，增速分别为-10%、-45%、-53%。Q3 单季度收入 44.3 亿元、归母 2.99 亿元、扣非 2.44 亿元，分别同比 10%、61%、47%。Q3 业绩拐点已现，单季恢复明显，川宁中间体价格维持，期待创新药申报生产。

经营分析

- **输液板块受疫情影响，预计 Q3 已同比恢复：**今年 1-4 月院内诊疗和手术量同比缩减明显，同时随着普通民众生活习惯的改善，使感冒发烧类的普通常见病减少，用药需求有明显下降。公司输液板块上半年受疫情影响明显，预计业绩仅为上年同期一半。随着下半年疫情控制及 Q3 院内诊疗恢复，单季输液板块业绩以逐步恢复，预计同比恢复 90%以上。未来输液板块长期看点为可立袋等高毛利品种替代塑瓶等低毛利品种，调整产品结构。
- **川宁价格稳定维持，分拆上市预计进展顺利：**公司抗生素中间体川宁子公司 Q3 业绩预计继续加速，考虑财务费用计入，Q1-Q3 川宁业绩预计有望达 1.5-2 亿元；若不考虑财务费用影响，预计 Q1-Q3 川宁利润约 3 亿元。川宁价格稳定维持，截止 9 月底，硫红约 390 元/kg，7-ACA 价格约 460 元/kg，6-APA 价格约 205 元/kg，预计 Q4 有望继续维持，全年川宁业绩可期。
- **新批仿制药销售符合预期，一致性评价进入收获期：**20H1 新批仿制药品种销售符合预期，整体 9.2 亿元，同比约 23%；科瑞舒、百洛特、多特+多蒙捷品种分别销售 2.5 亿、1.4 亿、3.4 亿元，疫情背景下符合预期。公司 Q3 新批仿制药销售继续加速，整体符合预期，预计全年收入有望超 20 亿元。注射剂一致性评价进展顺利，国产药企排名 TOP3，关注注射剂集采影响。
- **研发投入继续加大，创新药有望今明年申报第一个：**公司 Q1-Q3 研发费用约 10 亿元，疫情背景下研发投入继续加大。创新药进展较快品种包括 PD-L1、EGFR、VEGF 等。除以上进展较快新药品种，还包括处于一期临床的伊立替康脂质体、JAK 抑制剂、麻醉镇痛新药等。年底或年初 PD-L1 有望作为第一个创新药品种申报生产。HER2/TROP2 ADC 新药临床进展可期。

盈利预测及投资建议

- 考虑到输液短期受损于疫情，川宁价格拐点，仿创药放量，以及创新药临床稳步推进未来可期。2020-2022 年我们给予 EPS 0.58/0.81/1.01 元，对应估值约 41/29/23 倍。

风险提示

- 在研品种国内外临床进展存在不确定性；注射剂带量采购负面影响；疫情对输液等版块的负面影响不确定；川宁中间体价格波动业绩存在不确定性。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**11,435**	**16,352**	**17,636**	**16,357**	**19,587**	**20,886**
增长率		43.0%	7.9%	-7.3%	19.8%	6.6%
主营业务成本	-5,568	-6,612	-7,023	-7,262	-7,659	-7,874
%销售收入	48.7%	40.4%	39.8%	44.4%	39.1%	37.7%
毛利	5,867	9,740	10,614	9,094	11,929	13,012
%销售收入	51.3%	59.6%	60.2%	55.6%	60.9%	62.3%
营业税金及附加	-185	-229	-225	-164	-196	-209
%销售收入	1.6%	1.4%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-3,074	-5,987	-6,550	-5,234	-7,051	-7,310
%销售收入	26.9%	36.6%	37.1%	32.0%	36.0%	35.0%
管理费用	-1,450	-830	-951	-981	-1,175	-1,253
%销售收入	12.7%	5.1%	5.4%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	0	-885	-1,286	-1,358	-1,567	-1,880
%销售收入	0.0%	5.4%	7.3%	8.3%	8.0%	9.0%
息税前利润（EBIT）	1,159	1,808	1,601	1,358	1,939	2,360
%销售收入	10.1%	11.1%	9.1%	8.3%	9.9%	11.3%
财务费用	-553	-632	-572	-491	-717	-722
%销售收入	4.8%	3.9%	3.2%	3.0%	3.7%	3.5%
资产减值损失	-306	-113	-56	-40	-2	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	788	147	174	110	170	200
%税前利润	69.0%	11.0%	13.9%	9.9%	10.9%	10.3%
营业利润	1,157	1,356	1,277	1,107	1,560	1,937
营业利润率	10.1%	8.3%	7.2%	6.8%	8.0%	9.3%
营业外收支	-16	-23	-21	0	0	0
税前利润	1,141	1,333	1,256	1,107	1,560	1,937
利润率	10.0%	8.2%	7.1%	6.8%	8.0%	9.3%
所得税	-330	-66	-235	-205	-289	-358
所得税率	28.9%	4.9%	18.7%	18.5%	18.5%	18.5%
净利润	811	1,267	1,022	902	1,271	1,579
少数股东损益	63	55	84	74	104	129
归属于母公司的净利润	**749**	**1,213**	**938**	**828**	**1,167**	**1,450**
净利率	6.5%	7.4%	5.3%	5.1%	6.0%	6.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	811	1,267	1,022	902	1,271	1,579
少数股东损益	63	55	84	74	104	129
非现金支出	1,112	1,102	1,131	917	948	1,022
非经营收益	-48	493	325	650	612	594
营运资金变动	-773	90	-336	-2,281	-600	-361
经营活动现金净流	**1,103**	**2,954**	**2,142**	**188**	**2,231**	**2,834**
资本开支	-1,450	-1,318	-1,297	-265	-1,180	-1,280
投资	-505	-2	-319	0	0	0
其他	-324	361	255	110	170	200
投资活动现金净流	**-2,279**	**-959**	**-1,361**	**-155**	**-1,010**	**-1,080**
股权募资	2	7	280	380	0	0
债权募资	1,891	-289	472	1,074	561	-206
其他	-688	-1,100	-1,218	-875	-1,249	-1,374
筹资活动现金净流	**1,206**	**-1,382**	**-466**	**-39**	**-437**	**-1,473**
现金净流量	**30**	**612**	**316**	**504**	**500**	**206**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,231	1,826	2,253	2,865	3,398	3,573
应收款项	6,406	6,835	7,848	7,803	8,849	9,369
存货	2,500	2,973	3,386	3,940	4,155	4,271
其他流动资产	1,480	989	687	929	965	984
流动资产	11,619	12,622	14,174	15,537	17,366	18,197
%总资产	41.5%	43.0%	45.0%	48.9%	51.3%	52.1%
长期投资	2,138	2,306	2,762	2,762	2,762	2,762
固定资产	12,157	12,083	12,122	12,297	12,505	12,740
%总资产	43.4%	41.2%	38.5%	38.7%	37.0%	36.5%
无形资产	1,555	1,671	1,657	1,176	1,202	1,226
非流动资产	16,369	16,738	17,311	16,235	16,469	16,728
%总资产	58.5%	57.0%	55.0%	51.1%	48.7%	47.9%
资产总计	**27,988**	**29,361**	**31,485**	**31,772**	**33,836**	**34,925**
短期借款	3,902	3,465	8,419	9,858	10,419	10,213
应付款项	3,777	4,480	4,857	4,632	5,233	5,455
其他流动负债	4,213	2,427	1,543	279	376	450
流动负债	11,892	10,372	14,820	14,769	16,028	16,118
长期贷款	208	870	802	802	802	802
其他长期负债	3,906	5,154	1,957	1,345	1,345	1,345
负债	**16,006**	**16,397**	**17,579**	**16,915**	**18,174**	**18,264**
普通股股东权益	**11,803**	**12,763**	**13,188**	**14,065**	**14,765**	**15,635**
其中：股本	1,440	1,440	1,440	1,440	1,440	1,440
未分配利润	6,283	7,122	7,619	8,116	8,816	9,686
少数股东权益	179	201	718	792	896	1,025
负债股东权益合计	**27,988**	**29,361**	**31,485**	**31,772**	**33,836**	**34,925**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.520	0.842	0.651	0.575	0.811	1.007
每股净资产	8.197	8.864	9.160	9.769	10.255	10.859
每股经营现金净流	0.766	2.051	1.488	0.131	1.550	1.968
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.230	0.324	0.403
回报率						
净资产收益率	6.34%	9.50%	7.11%	5.89%	7.90%	9.27%
总资产收益率	2.67%	4.13%	2.98%	2.61%	3.45%	4.15%
投入资本收益率	4.20%	7.77%	5.27%	4.12%	5.60%	6.63%
增长率						
主营业务收入增长率	33.49%	43.00%	7.86%	-7.26%	19.75%	6.63%
EBIT增长率	6.69%	56.01%	-11.40%	-15.23%	42.83%	21.71%
净利润增长率	28.04%	62.04%	-22.68%	-11.72%	40.94%	24.21%
总资产增长率	19.56%	4.90%	7.24%	0.91%	6.49%	3.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	134.4	117.6	125.8	145.0	140.0	140.0
存货周转天数	151.9	151.1	165.3	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	90.0	80.7	82.9	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	353.2	251.3	234.7	254.7	214.7	203.7
偿债能力						
净负债/股东权益	51.47%	54.68%	59.78%	61.51%	58.53%	52.74%
EBIT利息保障倍数	2.1	2.9	2.8	2.8	2.6	3.3
资产负债率	57.19%	55.85%	55.83%	51.70%	52.80%	51.66%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-07-17	买入	30.00	36.00～36.00
2	2019-08-28	买入	28.48	N/A
3	2019-10-31	买入	24.06	N/A
4	2020-03-02	买入	22.95	N/A
5	2020-08-31	买入	24.48	N/A

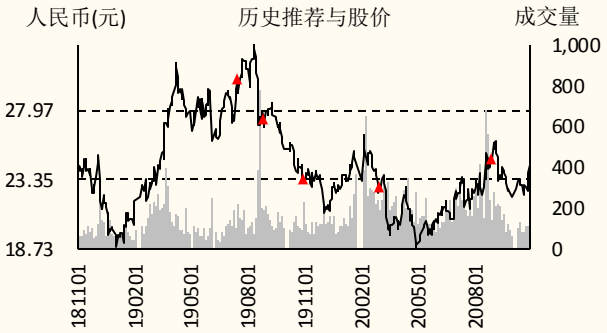
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH