

# 科伦药业 (002422.SZ)

## 川宁价格下降影响利润，其他板块增长较好——2019Q3 点评

**事件。**科伦药业发布 2019 年三季报。前三季度实现营业收入 129.58 亿元，同比增长 5.94%；归母净利润 9.14 亿元，同比下滑 10.66%；归母扣非净利润 8.10 亿元，同比下滑 14.67%；EPS 0.64 元。

Q3 实现营业收入 40.36 亿元，同比下滑 9.09%；归母净利润 1.86 亿元，同比下滑 25.41%；归母扣非净利润 1.66 亿元，同比下滑 27.58%。

**观点：川宁价格下降影响利润，新药高增长，研发高投入，大输液稳健。**我们估算原料药板块贡献 2.3-2.7 亿利润（其中川宁贡献 2.5-3 亿利润，Q3 盈利较少，坏味还有部分亏损），输液贡献约 9.5-10.0 亿利润，非输液制剂贡献约 1.5-2.0 亿利润，新药部分贡献约 1.0-1.5 亿利润（去年同期约 0.4-0.5 亿），石四药并表及其他利润约 1.5-1.9 亿，研发投入 7.8 亿（去年同期 6.21 亿）。

**公司利润受到川宁抗生素中间体价格下降影响，出现下滑。**除去川宁的影响外，公司其他业务板块增长较好。公司前三季度总利润 9.14 亿，加研发费用 7.82 亿后整体利润约 17 亿，除去川宁 2.5-3 亿以外，其他业务盈利 14.0-14.5 亿，去年同期总利润 10.23 亿，加研发费用 6.21 亿后整体利润 16.4 亿，除去川宁的 5.0-5.3 亿，其他业务盈利 11.1-11.4 亿。今年大输液、新药等利润较去年增长 24-26%。

**公司研发投入持续加大，近年获批新药贡献超 10 亿收入。**今年前三季度公司研发费用 7.82 亿（去年同期 6.21 亿）。报告期内公司创新药物 KL060332 胶囊获批临床、ADC 药物注射用 SKB264 FDA 获批临床、创新肿瘤免疫药物 KL-A293 注射液获批临床。近年来获批新药前三季度收入约 11.5-12.5 亿（中报 7.44 亿），预计全年会超过年初 15 亿的目标。

**展望全年我们预计整体利润 12 亿左右与去年持平。**其中输液板块 15 亿利润（含石四药并表），川宁 3.5 亿左右利润，近期获批新药 1.8-2 亿利润，老普药和其他 2.5 亿左右利润，研发投入 14-15 亿（费用化 11 亿）。

**盈利预测与估值。**我们认为 2019-2021 年公司输液板块维稳、仿制药进入收获期；2020 年后三发驱动创新药开始逐步兑现，以仿制带动创新，制剂板块未来弹性巨大。基于川宁抗生素价格的下降，我们下调盈利预测，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 12.1 亿元、14.8 亿元、18.3 亿元，对应增速分别为 0%，22.1%，23.7%，对应 PE 分别为 29X、23X、19X。

**风险提示：**行业政策变化风险；川宁项目不达预期的风险；仿制药一致性评价进度滞后风险；新药研发失败风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	11,435	16,352	19,235	21,907	24,471
增长率 yoy (%)	33.5	43.0	17.6	13.9	11.7
归母净利润（百万元）	749	1,213	1,212	1,479	1,830
增长率 yoy (%)	28.0	62.0	-0.1	22.1	23.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.52	0.84	0.84	1.03	1.27
净资产收益率 (%)	6.8	9.8	8.7	10.2	11.3
P/E（倍）	46.3	28.6	28.6	23.4	18.9
P/B（倍）	2.9	2.7	2.5	2.3	2.1

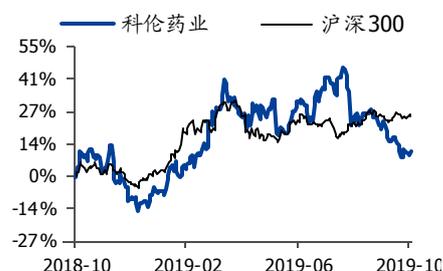
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
最新收盘价	24.86
总市值(百万元)	35,793.08
总股本(百万股)	1,439.79
其中自由流通股(%)	71.78
30 日日均成交量(百万股)	5.18

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡倩碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

研究助理 应沁心

邮箱：yingqinxin@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《科伦药业 (002422.SZ)：业绩符合预期，新药快速放量，川宁短期承压——2019H1 点评》2019-08-27
- 2、《科伦药业 (002422.SZ)：业绩符合预期，下半年拭目以待——科伦 2019H1 业绩预告点评》2019-07-15
- 3、《科伦药业 (002422.SZ)：配股有望缓解公司财务压力、助力公司良性健康发展》2019-07-10





## 内容目录

事件.....	4
观点：川宁价格下降影响利润，新药高增长，研发高投入，大输液稳健.....	4
伊犁川宁引入投资者及进行股份制改造，加速实现“三发驱动”战略.....	4
盈利预测与估值.....	5
风险提示.....	5

## 事件

科伦药业发布**2019年三季报**。前三季度实现营业收入129.58亿元，同比增长5.94%；归母净利润9.14亿元，同比下滑10.66%；归母扣非净利润8.10亿元，同比下滑14.67%；EPS 0.64元。

Q3实现营业收入40.36亿元，同比下滑9.09%；归母净利润1.86亿元，同比下滑25.41%；归母扣非净利润1.66亿元，同比下滑27.58%。

## 观点：川宁价格下降影响利润，新药高增长，研发高投入，大输液稳健

**分板块来看：**我们估算原料药板块贡献2.3-2.7亿利润（其中川宁贡献2.5-3亿利润，Q3盈利较少，邛崃还有部分亏损），输液贡献约9.5-10.0亿利润，非输液制剂贡献约1.5-2.0亿利润，新药部分贡献约1.0-1.5亿利润（去年同期约0.4-0.5亿），石四药并表及其他利润约1.5-1.9亿，研发投入7.8亿（去年同期6.21亿）。（板块盈利预测详见我们发布的科伦药业深度报告）

**公司利润受到川宁抗生素中间体价格下降影响，出现下滑。**硫红价格从年初460元/kg降到当前380元/kg，6-APA价格从年初190元/kg降到当前140元/kg，7-ACA价格从年初440元/kg降到当前400元/kg。因而导致Q3川宁盈利大大下降。公司中报川宁净利润2.78亿，Q3川宁盈利较少（去年前三季度川宁盈利5.0-5.3亿）。

**除去川宁的影响外，公司其他业务板块增长较好。**公司前三季度总利润9.14亿，加研发费用7.82亿后整体利润约17亿，除去川宁2.5-3亿以外，其他业务盈利14.0-14.5亿，去年同期总利润10.23亿，加研发费用6.21亿后整体利润16.4亿，除去川宁的5.0-5.3亿，其他业务盈利11.1-11.4亿。今年大输液、新药等利润相较去年增长24-26%。

**公司研发投入持续加大，近年获批新药贡献超10亿收入。**今年前三季度公司研发费用7.82亿（去年同期6.21亿）。报告期内公司创新药物KL060332胶囊获批临床、ADC药物注射用SKB264 FDA获批临床、创新肿瘤免疫药物KL-A293注射液获批临床。近年来获批新药前三季度收入约11.5-12.5亿（中报7.44亿），预计全年会超过年初15亿的目标。

## 伊犁川宁引入投资者及进行股份制改造，加速实现“三发驱动”战略

公司10月22日公告伊犁川宁拟实施员工持股计划及引入外部优质投资者，并拟在上述工作完成后进行股份制改造。具体方案待定，但是已经有意向战略投资者。公司未来依然会保持对川宁的绝对控股。引入战略投资者的估值预计至少不会低于川宁净资产（40亿）。未来公司将择机推动伊犁川宁走向资本市场，扩大其市场影响力，加速实现科伦药业“三发驱动”战略。

**我们认为，此次改造具有以下意义：**

- 提升川宁管理层和员工的积极性，优化完善川宁治理结构。

- 有助于公司及伊犁川宁融资渠道进一步拓展，有助于可持续发展。
- 分拆之后川宁自身可作为融资平台(之前全部由科伦出资投入)，缓解上市公司压力。同时分拆之后川宁可以作为资本化的整合平台，整合竞争者、吸纳战略合作伙伴。

今年为川宁业绩低点，明年有望恢复到**6亿**。我们预计由于抗生素价格的影响今年前三季度川宁净利润不到3亿，我们预计川宁全年接近4亿，为业绩低点。按照目前的价格，明年一季度川宁经营有望逐步反转，我们预计明年川宁有望恢复到6亿。

## 盈利预测与估值

展望全年我们预计整体利润**12亿左右与去年持平**。其中输液板块15亿利润(含石四药并表)，川宁3.5亿左右利润，近期获批新药1.8-2亿利润，老普药和其他2.5亿左右利润，研发投入14-15亿(费用化11亿)。

**公司核心逻辑不变：**大输液产业升级，结构调整，科伦国内环保第一，盈利能力有提升空间。仿制带领创新，为公司未来业绩高速增长提供动力。近几年科伦将迎来密集的产品报产，将为公司提供新的增长点，带来巨大的业绩弹性。新药收入预期15亿，目前来看能完成。明年新药100%增长可期。

我们认为**2019-2021年**公司输液板块维稳、仿制药进入收获期；**2020年后**三发驱动创新药开始逐步兑现，以仿制带动创新，制剂板块未来弹性巨大。基于川宁抗生素价格的下降，我们下调盈利预测，预计2019-2021年归母净利润分别为12.1亿元、14.8亿元、18.3亿元，对应增速分别为0%、22.1%、23.7%，对应PE分别为29X、23X、19X。

## 风险提示

- 1) 行业政策变化风险：**目前医药行业处于变革期，政策变化较大。若政策对输液行业进一步限制，则公司输液板块可能面临着收入下滑的风险。
- 2) 川宁项目不达预期的风险：**公司川宁项目目前满产，若由于各种原因(染菌、检修、事故)等停产，则利润可能不达预期。另外若其他厂家扩建产能，可能因为供过于求而影响产品价格，产品价格下降也会造成利润不达预期。
- 3) 仿制药一致性评价进度滞后风险：**CDE审批速度会影响公司仿制药一致性评价的进度，若速度滞后获批产品不达预期，则可能影响未来制剂板块的销售收入预期。
- 4) 新药研发失败风险：**新药研发存在高投入、高风险、周期长等特点，一旦研发失败，将导致之前的投入全部打水漂，给公司造成损失。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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所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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com