

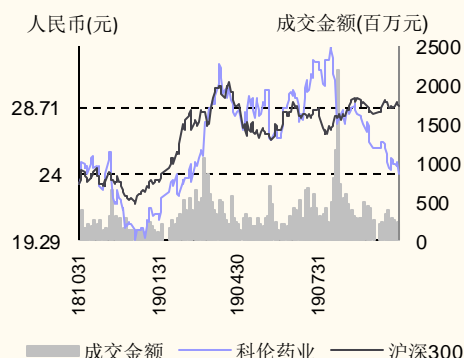
科伦药业 (002422.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 24.06 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	14.40
已上市流通 A 股(亿股)	10.33
总市值(亿元)	346.41
年内股价最高最低(元)	26.27/24.06
沪深 300 指数	3891
中小板综	9147



业绩基本符合预期，中间体承压，仿制药放量

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.520	0.842	0.760	0.967	1.180
每股净资产(元)	8.20	8.86	9.57	10.33	11.30
每股经营性现金流(元)	0.77	2.05	0.75	1.94	2.37
市盈率(倍)	46.29	28.56	31.65	24.89	20.38
净利润增长率(%)	28.04%	62.04%	-9.75%	27.15%	22.10%
净资产收益率(%)	6.34%	9.50%	7.95%	9.36%	10.45%
总股本(百万股)	1,440.00	1,439.85	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

- 昨日，公司发布 2019 年三季报，实现收入约 129.6 亿，同比约 5.94%；归母净利润约 9.14 亿，同比约 -10.7%；扣非归母约 8.1 亿，同比增速约 -14.7%。业绩基本符合预期，川宁承压，仿制药销售环比放量。

经营分析

- 川宁业绩 Q3 单季大幅下滑，预计与公司主动下降核心中间体品种价格有关：川宁业绩 Q3 单季预计大幅下滑，单季利润不足 1000 万，主要来自硫红价格下降，预计目前价格约 300 元/公斤左右。其次，由于下游客户中间体库存产生，预计公司对下游长期客户给予补偿款，影响当期业绩。另外，川宁今年开始 5 年将执行 15% 的增值税率，导致当期川宁利润收到影响。我们预计明年川宁业绩有望企稳回升。
- 仿制药销售符合预期，预计季度环比持续放量：预计 Q3 仿制药业务销售额继续放量，预计 2019Q1、Q2、Q3 环比加速，仿制药销售放量。上半年科瑞舒销售额约 2.2 亿元，百洛特销售额约 1.69 亿元，多特+多蒙捷等肠外营养品种销售额约 1.79 亿元，其他新获批 23 个仿制药销售额约 1.73 亿元；前三季度仿制药销售额有望达到 12 亿元。该板块全年有望销售额超 15 亿元，利润有望达到 1.5-2 亿元。仿制药销售逐季放量，符合预期。
- 研发投入 Q3 放缓，仿制药一致性评价进入收获期，创新药有望明年申报第一个：公司 Q3 研发费用约 2.5 亿元，Q2 研发费用约 2.8 亿元，Q1 研发费用约 2.5 亿元，整体研发投入趋势放缓。公司仿制药预计逐步进入收获期，明年有望获批白蛋白紫杉醇、达泊西汀以及奥氮平等仿制药；同时，第一个创新药 PD-L1 有望以鼻咽癌申报生产。创新药进展较快的品种主要包括 A167 (PD-L1)、A140 (EGFR)、A168 (VEGF)。除以上进展较快新药品种，还包括处于一期临床的 HER2 ADC、白蛋白多西他赛、伊立替康脂质体、小分子 JAK 抑制剂、麻醉镇痛新药、以及 TPO 品种等。

盈利预测及投资建议

- 考虑到公司输液长期稳定增长，川宁业绩承压，仿创药上市快速放量贡献业绩，以及创新药临床稳步推进未来可期。未来三年我们给予归母净利润约 11.0/13.9/17 亿元，对应估值约 31.7/24.9/20.4 倍。(未来三年归母预测比上次分别下调约 15%、13%、15%，主要由于川宁中间体价格波动导致)。

风险提示

- 在研品种国内外临床进展存在不确定性；仿创药上市后竞争的风险；销售团队扩建和新药商业化的不确定性；配股进展的不确定性，目前暂未考虑；川宁中间体市场竞争格局复杂，业绩存在不确定性；限售股解禁存在风险。

相关报告

1. 《公司业绩符合预期，仿制药销售环比放量-科伦药业 2019 中报点...》，2019.8.28
2. 《三发驱动，创新未来-科伦药业深度报告》，2019.7.17

王麟

联系人
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

图表 1: 科伦药业公司财务模型 (单位: 百万人民币)

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	8,566	11,435	16,352	17,777	19,543	20,591	货币资金	1,228	1,231	1,826	1,954	2,118	2,545
增长率		33.5%	43.0%	8.7%	9.9%	5.4%	应收款项	4,318	6,395	6,823	7,800	8,500	8,916
主营业务成本	-4,855	-5,568	-6,612	-7,359	-7,871	-7,978	存货	2,133	2,500	2,973	3,125	3,235	3,278
%销售收入	56.7%	48.7%	40.4%	41.4%	40.3%	38.7%	其他流动资产	1,068	1,492	1,000	1,236	1,287	1,298
毛利	3,711	5,867	9,740	10,418	11,672	12,614	流动资产	8,748	11,619	12,622	14,115	15,140	16,037
%销售收入	43.3%	51.3%	59.6%	58.6%	59.7%	61.3%	%总资产	37.4%	41.5%	43.0%	44.7%	45.7%	46.5%
营业税金及附加	-119	-185	-229	-249	-274	-289	长期投资	988	2,138	2,306	2,606	2,606	2,606
%销售收入	1.4%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	11,692	12,157	12,083	12,292	12,801	13,190
营业费用	-1,254	-3,074	-5,987	-6,206	-6,736	-7,093	%总资产	49.9%	43.4%	41.2%	38.9%	38.6%	38.3%
%销售收入	14.6%	26.9%	36.6%	34.9%	34.5%	34.4%	无形资产	1,452	1,555	1,671	1,896	1,921	1,944
管理费用	-1,252	-1,450	-1,716	-1,987	-2,235	-2,488	非流动资产	14,662	16,369	16,738	17,473	18,007	18,419
%销售收入	14.6%	12.7%	10.5%	11.2%	11.4%	12.1%	%总资产	62.6%	58.5%	57.0%	55.3%	54.3%	53.5%
息税前利润 (EBIT)	1,086	1,159	1,808	1,975	2,428	2,744	资产总计	23,410	27,988	29,361	31,588	33,147	34,456
%销售收入	12.7%	10.1%	11.1%	11.1%	12.4%	13.3%	短期借款	6,098	3,902	3,465	4,823	4,785	4,363
财务费用	-293	-553	-632	-667	-781	-795	应付款项	1,809	3,549	4,311	4,287	4,623	4,772
%销售收入	3.4%	4.8%	3.9%	3.8%	4.0%	3.9%	其他流动负债	2,292	4,441	2,596	2,732	2,819	2,907
资产减值损失	-141	-306	-113	-102	-85	-50	流动负债	10,198	11,892	10,372	11,841	12,227	12,042
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	290	208	870	870	870	870
投资收益	16	788	147	170	200	240	其他长期负债	1,455	3,906	5,154	4,850	4,870	4,890
%税前利润	2.2%	69.0%	11.0%	12.6%	11.7%	11.5%	负债	11,944	16,006	16,397	17,561	17,968	17,803
营业利润	668	1,157	1,356	1,376	1,761	2,139	普通股股东权益	11,330	11,803	12,763	13,776	14,866	16,265
营业利润率	7.8%	10.1%	8.3%	7.7%	9.0%	10.4%	少数股东权益	136	179	201	250	312	389
营业外收支	48	-16	-23	-30	-50	-50	负债股东权益合计	23,410	27,988	29,361	31,588	33,147	34,456
税前利润	716	1,141	1,333	1,346	1,711	2,089							
利润率	8.4%	10.0%	8.2%	7.6%	8.8%	10.1%							
所得税	-92	-330	-66	-202	-257	-313							
所得税率	12.9%	28.9%	4.9%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	624	811	1,267	1,144	1,454	1,776							
少数股东损益	40	63	55	49	63	76							
归属于母公司的净利润	585	749	1,213	1,095	1,392	1,700							
净利率	6.8%	6.5%	7.4%	6.2%	7.1%	8.3%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	624	811	1,267	1,144	1,454	1,776	每股指标						
少数股东损益	40	63	55	49	63	76	每股收益	0.406	0.520	0.842	0.760	0.967	1.180
非现金支出	796	1,112	1,102	1,078	1,161	1,247	每股净资产	7.868	8.197	8.864	9.568	10.325	11.296
非经营收益	243	-48	493	616	694	673	每股经营现金净流	1.198	0.766	2.051	0.752	1.936	2.370
营运资金变动	62	-773	90	-1,754	-522	-284	每股股利	0.139	0.139	0.209	0.210	0.210	0.209
经营活动现金净流	1,725	1,103	2,954	1,083	2,788	3,412	回报率						
资本开支	-1,369	-1,450	-1,318	-1,440	-1,660	-1,660	净资产收益率	5.16%	6.34%	9.50%	7.95%	9.36%	10.45%
投资	-639	-505	-2	100	0	0	总资产收益率	2.50%	2.67%	4.13%	3.47%	4.20%	4.93%
其他	218	-324	361	170	200	240	投入资本收益率	4.97%	4.20%	7.77%	6.83%	8.03%	8.71%
投资活动现金净流	-1,789	-2,279	-959	-1,170	-1,460	-1,420	增长率						
股权募资	0	2	7	0	0	0	主营业务收入增长率	10.34%	33.49%	43.00%	8.72%	9.93%	5.36%
债权募资	331	1,891	-289	1,003	-38	-422	EBIT增长率	-0.67%	6.69%	56.01%	9.27%	22.92%	13.02%
其他	-936	-688	-1,100	-789	-1,125	-1,144	净利润增长率	-9.40%	28.04%	62.04%	-9.75%	27.15%	22.10%
筹资活动现金净流	-605	1,206	-1,382	215	-1,163	-1,566	总资产增长率	3.66%	19.56%	4.90%	7.58%	4.94%	3.95%
现金净流量	-669	30	612	128	165	426	资产管理能力						
							应收账款周转天数	132.7	134.4	117.6	140.0	140.0	140.0
							存货周转天数	163.2	151.9	151.1	155.0	150.0	150.0
							应付账款周转天数	106.2	90.0	80.7	80.0	80.0	80.0
							固定资产周转天数	408.5	353.2	251.3	232.4	220.0	214.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	54.57%	51.47%	54.68%	59.31%	53.47%	43.64%
							EBIT利息保障倍数	3.7	2.1	2.9	3.0	3.1	3.5
							资产负债率	51.02%	57.19%	55.85%	55.60%	54.21%	51.67%

来源: 公司公告, 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	4	5	16	39
增持	0	1	1	8	13
中性	0	0	0	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.20	1.17	1.40	1.35

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

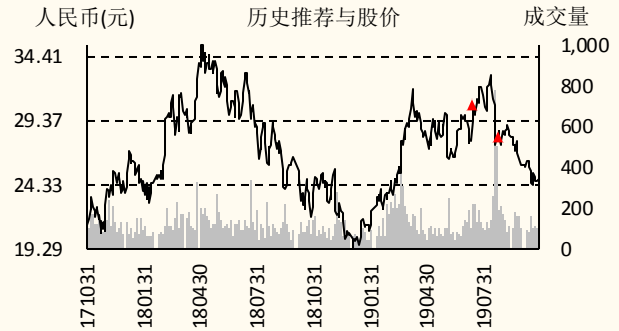
来源：国金证券研究所

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，不作为或被视作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