

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学制品

科伦药业(002422)

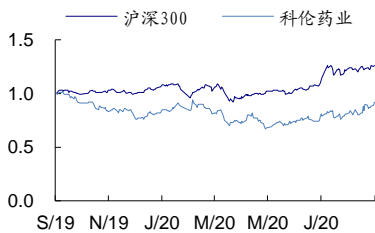
买入

2020年半年报点评

(维持评级)

2020年09月02日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,439/1,078
总市值/流通(百万元)	37,061/27,777
上证综指/深圳成指	3,411/13,850
12个月最高/最低(元)	29.06/18.89

相关研究报告:

《科伦药业-002422-2019年年报暨2020年一季度报点评:川宁拖累业绩,仿制药快速放量》——2020-04-30
 《科伦药业-002422-2019年半年报点评:研发投入增加,原料药价格影响业绩》——2019-08-28
 《科伦药业-002422-2019年一季度报点评:业绩基本符合预期,研发投入加大》——2019-04-22
 《科伦药业-002422-2018年年报点评:业绩高速增长,期待制剂放量》——2019-03-22
 《科伦药业-002422-科技创新,无与伦比的美丽-190318》——2019-03-18

证券分析师:朱寒青

电话: 0755-81981837
 E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070002

证券分析师:谢长雁

电话: 0755-22940793
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

联系人:张超

电话: 0755-81982940
 E-MAIL: zhangchao4@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

疫情影响业绩,研发步入收获期

● 疫情冲击业绩,利润端快速修复

2020H1 实现营收 72.31 亿 (-19.0%), 归母净利润 2.03 亿 (-72.1%), Q2 单季度营收 36.94 亿 (-20.3%), 归母净利 1.81 亿 (-53.9%), 收入端修复相对较慢,利润端下滑相较一季度已经大幅收窄。销售费用大幅下降,管理费用和财务费用率维持稳定,经营性现金流维持高质量。公司预告前三季度预计净利润为 4.11~5.94 亿,同比下滑 35~55%,即 Q3 单季度净利润为 2.08~3.91 亿,同比上升 11.9~110.4%。

● 大输液:普通输液受冲击影响大,营养型输液表现出色

2020H1 输液产品实现营收 37.93 亿 (-26.76%), 毛利率为 69.13% (-1.6pp), 基础输液受疫情影响严重,但依旧维持了国内龙头地位。肠外营养多室袋产品销售拓展迅猛,以多蒙捷和多特为代表的产品上半年收入达 3.42 亿 (+92.6%), 销售业绩极为亮眼。肠外营养新生产线的新增产能将在下半年进一步释放,有助于进一步提升市场占有率。

● 抗生素:价格回升,分拆上市促进川宁估值合理回归

川宁 2020H1 实现收入 18.47 亿元 (+1.96%), 净利润 0.73 亿。产品平均售价较去年已经恢复性上涨,下半年预计价格不会有大幅波动,7-ADCA 和 UDCA 项目试生产代表川宁由要素驱动向创新驱动转变。川宁计划分拆至创业板上市将有利于促进川宁估值的合理回归并提供资金支持,优化债务结构,加速实现“三发驱动”战略。

● 非输液制剂:研发投入不减,逐步进入新药收获期

2020H1 研发投入达 7.69 亿,研发投入占到营收的 16%。上半年共有 16 项药物申报生产,其中仿制药 9 项(首仿申报 2 项),一致性评价项目 7 项。有 12 项药物获批上市。下半年预计还将有 3-5 个品种获批,仿制药的布局已步入收获期。创新药方面已有 13 个创新药物品种(包括改良创新)进入临床阶段,开展 18 项临床研究。

● 风险提示:原料药价格波动,研发不及预期、新冠疫情影响等

● 投资建议:下调盈利预测,维持“买入”评级。

下调盈利预测,维持“买入”评级。考虑到新冠疫情影响、研发投入加大导致盈利下滑,下调盈利预测,2020-2022 年归母净利润为 7.57/10.22/11.87 亿元(原 8.78/11.51/12.91 亿元),CAGR 约 8%,当前股价对应 PE 49/36/31X,维持“买入”评级。

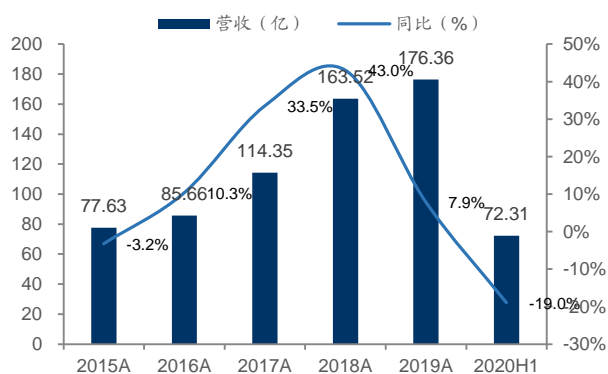
盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	16,352	17,636	15,869	19,481	21,115
(+/-%)	43.0%	7.9%	-10.0%	22.8%	8.4%
净利润(百万元)	1213	938	757	1022	1187
(+/-%)	62.0%	-22.7%	-19.2%	34.9%	16.1%
摊薄每股收益(元)	0.84	0.65	0.53	0.71	0.82
EBIT Margin	16.5%	16.4%	8.7%	9.7%	10.8%
净资产收益率(ROE)	9.5%	7.1%	5.7%	7.7%	8.9%
市盈率(PE)	30.6	39.5	49.0	36.3	31.3
EV/EBITDA	14.5	13.8	21.4	17.7	15.8
市净率(PB)	2.91	2.81	2.80	2.79	2.77

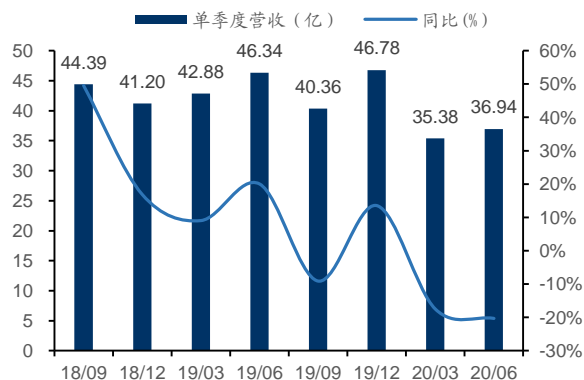
资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

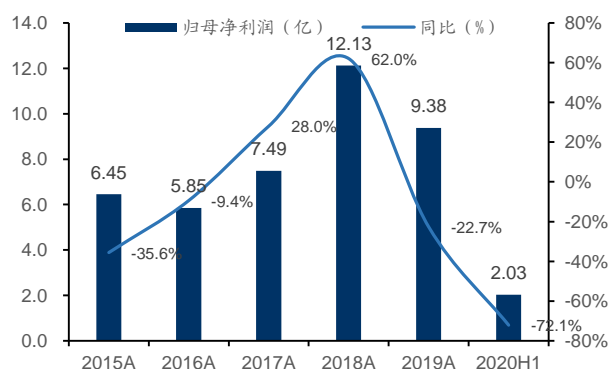
疫情冲击业绩，利润端快速修复。2020H1 实现营收 72.31 亿 (-19.0%)，归母净利润 2.03 亿 (-72.1%)，Q2 单季度营收 36.94 亿 (-20.3%)，归母净利润 1.81 亿 (-53.9%)，利润端下滑相较一季度已经大幅收窄，也符合公司在季报中所预估的业绩。收入端修复相对较慢，主要是由于公司的大输液品种广泛覆盖的基层医院复工和医疗需求复苏不及城市等级医院，非疫情科室未正常开展诊疗工作，且抗生素中间体和部分新药销售也受到疫情影响，而费用端中由于市场推广及服务减少，销售费用下降明显，管理费用和财务费用都较为平稳，因此利润端有快速地修复。自疫情在国内得到控制，7-8 月各业务条线均有同比增长，伴随全国医疗系统逐步恢复正常运行，同时抗生素中间体的价格维持在当下水平，伴随更多仿制药报产及首仿、二仿品种的上市，新型制剂板块将快速放量，支撑公司业绩长期增长。公司预告前三季度预计净利润为 4.11~5.94 亿，同比下滑 35~55%，即 Q3 单季度净利润为 2.08~3.91 亿，同比上升 11.9~110.4%。

图 1：科伦药业营业收入及增速（单位：亿元、%）


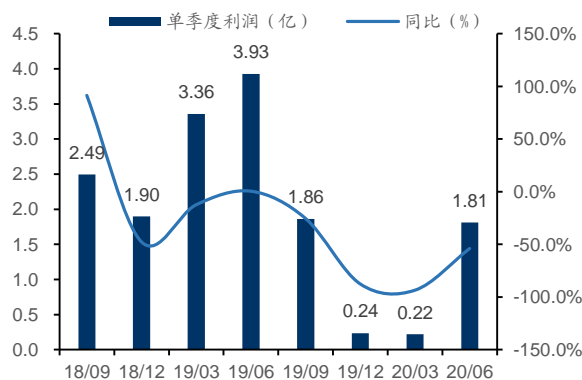
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：科伦药业单季营业收入及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：科伦药业归母净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

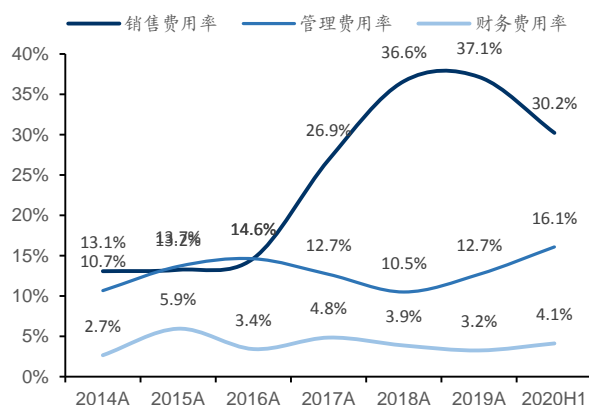
图 4：科伦药业单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

销售费用大幅下降，管理费用和财务费用率维持稳定。2020H1 销售费用为 21.85 亿 (-32.6%)，销售费用率下降至 30.2% (-6.9pp)，主要是由于疫情之下市场推广活动减少所致，但公司在营销推广团队的建设上并未停下脚步，目前已形成中枢及男科事业部、大外科事业部、大内科事业部三支超过 700 人的专业自营团队；OTC 事业部经过近一年的发展，新建的院外销售体系覆盖了 28 省区的城市连锁和基层三终端渠道，超过 1200 人的直营团队开拓客户数量超

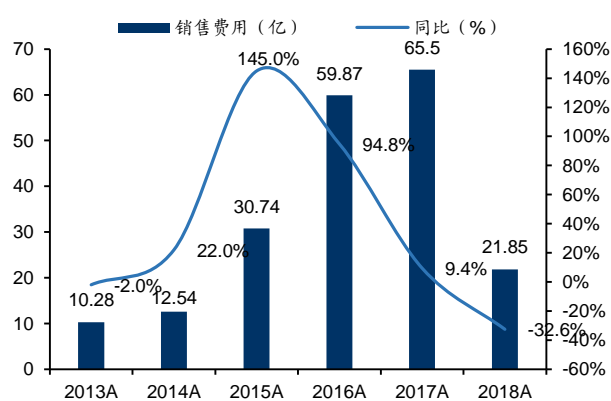
过 4 万家。长期来看，集采所推动的中标机制下销售能力不再是药品入院的决定性因素，公司的销售费用率也将维持在稳定的水平。2020H1 管理费用率为 16.1%，其绝对值为 4.77 亿，同比增长 0.2%，财务费用为 2.98 亿（+2.17%），财务费用率为 4.1%，公司正在不断优化融资结构，今年起受疫情影响及宏观政策改变，企业融资资本有所下降，公司发行债权及银行贷款成本下滑，有助于降低财务费用支出。

图 5：科伦药业期间费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：科伦药业销售费用（亿元）及同比增速（%）

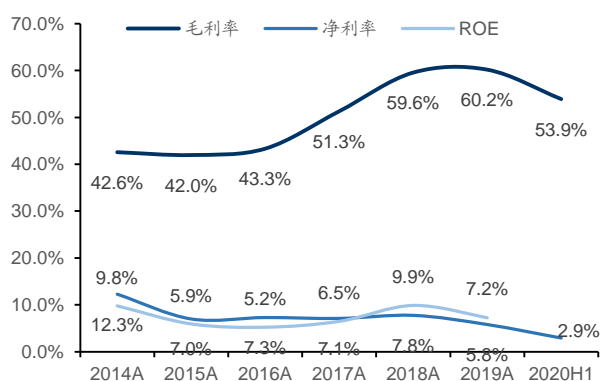


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率有所下滑，经营性现金流维持高质量。2020H1 毛利率为 53.9%（-5.3pp），主要是非输液制剂部分毛利率下降较大，抗生素中间体销售价格和去年同期水平仍有较大差距，且部分新药放量受疫情影响不及预期。净利率为 2.9%

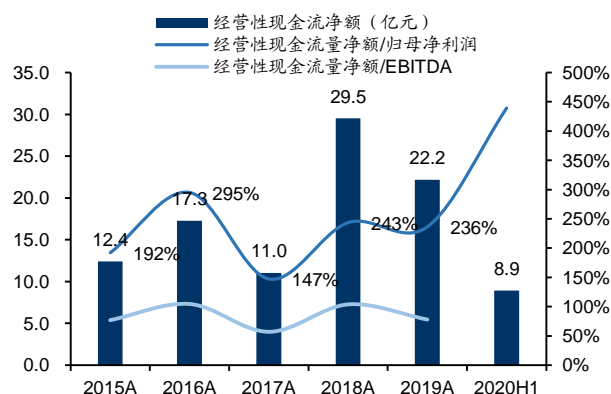
（-5.75pp）。从现金流角度来看，2020H1 经营性现金流为 8.9 亿，相较一季度大幅改善，回款良好，经营现金流占净利润的比例为 439%，依旧展现了高质量的现金流水平，输液及抗生素两大现金牛业务为公司未来发展提供了足够厚的安全垫，可为研发持续输血。

图 7：科伦药业毛利率、净利率及 ROE 情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：科伦药业现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

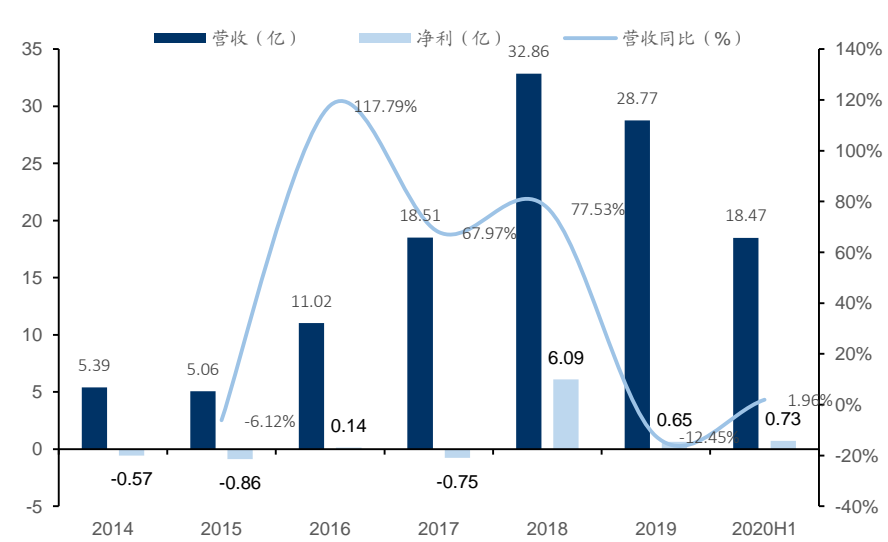
大输液：普通输液受冲击影响大，营养型输液表现出色。2020 年上半年，公司输液产品实现营业收入 37.93 亿元，同比下降 26.76%，毛利率为 69.13%

（-1.6pp），其中塑料瓶的基础输液以及抗感染的甲硝唑、左氧氟沙星注射液等产品受疫情影响严重，销量下降明显。但疫情之下公司的基础输液依旧维持了国内龙头地位，且市场占有率有所提升。并且不断继续推进产品安全密闭式输

液替代半密闭式输液进程，完成超过 240 家医疗机构的准入工作，安全密闭式产品在总量中销售占比同比提升 3%。肠外营养多室袋输液产品销售拓展迅猛，进一步优化产品结构，尽力弥补基础输液的利润损失，以多蒙捷和多特为代表的多室袋输液产品上半年收入达 3.42 亿，同比增长 92.6%，半年销量几乎达到去年全年水平，销售业绩极为亮眼。肠外营养输液产品新生产线的新增产能将在下半年进一步释放，有助于进一步提升市场占有率。2017 年和 2018 年公司有肠外营养输液产品 7 项获批上市，其中 6 项为首仿，2020 上半年新增首仿品种复方氨基酸（16AA-II）葡萄糖（48%）电解质注射液，进一步提升肠外营养领域的实力。

抗生素：价格回升，长期不改成本和环保优势，分拆上市促进川宁估值合理回归。 抗生素中间体、原料药实现销售收入 17.55 亿，同比下降 2.29%，收入较为稳健。其中子公司伊犁川宁实现销售收入 18.47 亿元，同比增长 1.96%，净利润 0.73 亿元。伊犁川宁产品平均售价较去年已经恢复性上涨，但相比仍未达到去年同期平均水平，造成利润同比下降；且所披露的川宁净利润由于财务统计调整，分摊了部分财务费用，与过往口径有所差异，表观利润变化较大。目前三大产品均已从去年末的价格低点快速回升，其中硫红的价格在 350 元/千克，竞争格局整体向好。6-APA 市场价格回升至 160~170 元/千克，7-ACA 也从去年的最低 350 元/千克回升至 420-440 元/千克的 市场价格。下半年预计价格不会有大幅波动，科伦也将通过不断的技术改造、工艺优化、菌种改善而提升生产效率和产品收率，7-ADCA 和 UDCA（熊去氧胆酸）项目试生产，代表着伊犁川宁由要素驱动向创新驱动转变。公司已与 2020 年 6 月公告川宁分拆至创业板上市的预案，预计将于年底前提交招股书，分拆上市将有利于促进川宁估值的合理回归并提供资金支持，优化债务结构，加速实现“三发驱动”战略。

图 9：2014-2020H1 川宁生物营收和净利润情况

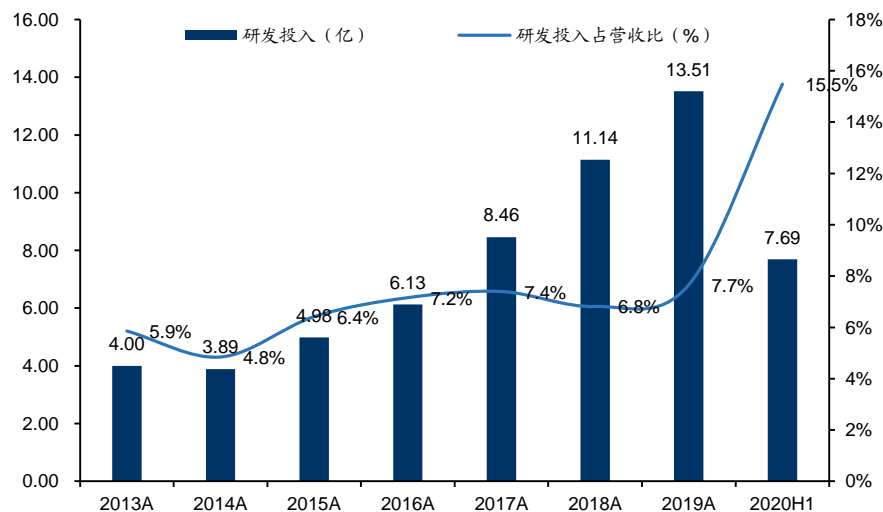


资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

非输液制剂：研发投入不减，逐步进入新药收获期。 自 2013 年以来公司研发投入累计接近 60 亿元。2020H1 研发投入达到 7.69 亿元，维持了较高增长，其中费用化率接近 90%，研发投入达到营收的 15.5%，主要是由于疫情下收入下降但研发投入不减。截止至 2020 年 8 月 20 日，共有 16 项药物申报生产，

其中仿制药 9 项（首仿申报 2 项），一致性评价项目 7 项。有 12 项药物获批上市：包含唑来膦酸、注射用紫杉醇（白蛋白结合型）、奥氮平片、恩格列净片等重磅品种，进一步加强了公司在细菌感染、心脑血管、肿瘤、精神疾病和肠外营养领域的产品管线。此外术必安（羟乙基淀粉 130/0.4 电解质注射液）为原研万衡的国内首仿品种，且享受国家医保谈判身份。随着术必安的上市，科伦在晶胶体治疗领域已逐步形成产品组合，将在晶胶体治疗领域不断突破。盐酸达泊西汀片是科伦男科领域的首发品种，将与首仿获批的伐地那非片一起，成为公司新的重磅产品组合；托法替布片的获批也使科伦正式进入了自身免疫性疾病领域。下半年预计还将有 3-5 个品种获批，公司在仿制药的布局已经步入收获期。创新药方面截止到 6 月 30 日，已经有 13 个创新药物品种（包括改良创新）进入临床阶段，开展 18 项临床研究。

图 10: 科伦药业研发投入情况



资料来源：公司公告、WIND、国信证券经济研究所整理

疫情影响制剂销售，新药产品强势放量。2020 年非输液支架上半年销售收入 14.79 亿 (-19.87%)。重点产品塑料水针在去年底产能匹配后，通过全力市场推广，销量同比增长 9.12%，血液置换液销量同比增长 23.95%；腹膜透析液销量同比增长 7.87%，沉睡产品实现复方鱼腥草合剂销量同比增长 33.67%。新药板块总体销售金额 9.22 亿 (+22.90%)。帕瑞昔布钠实现营收 2.5 亿 (+11.67%)，草酸艾司西酞普兰销售 1.4 亿 (-16.96%)，唑来膦酸 2213 万 (+30.15%)。随着科伦仿制药管线的扩充和学术推广能力的加强，非输液制剂的收入贡献将进一步扩大，成为公司业绩弹性的主要来源。

仿制药集群战略威力初显，三发驱动逐步兑现。科伦作为后发者在三轮带量采购均有不错的斩获，第二轮扩围中中选氢溴酸西酞普兰、盐酸达泊西汀片两个品种，第三轮集采中共参与投标 5 个品种，其中 4 个品种、6 个品规中选，分别为枸橼酸托法替布片（5mg）、氢溴酸西酞普兰片（20mg）/胶囊（20mg）、盐酸达泊西汀片（30mg/60mg）及阿莫西林颗粒（0.125g）。作为后发者的科伦，将利用成本优势和集采渠道入局专科药领域，三发驱动战略将逐步兑现。

股权激励落地，创新药研发进展顺利。2020年5月29日，公司公布股权激励方案，将以博泰生物作为创新药业务的股权激励平台，以科伦研究院作为仿制药业务的股权激励平台，以3,000万元的对价将所持科伦研究院30%的股权转让给员工持股平台，和新药研发人员将有良好地绑定。科伦现有4项NDDS项目取得较大进展，其中白蛋白紫杉醇已经获批上市，另外3个项目正在开展临床研究。在大分子ADC平台，继A166开展中美临床外，A264也开始了中美病例入组；小分子项目A277进入II期临床。平台现有2000L*2规模的生产线保障临床样品及商业化样品持续稳定及时供应。下半年持续快速推进14个临床研究品种(新启动A400项目)，集中资源加速推进7个重点品种：A167 PD-L1、A166 HER2、A264 TROP2、A140 EGFR、A277 外周镇痛、A223 类风关、A204 乙肝。

表 1：2020H1 科伦药业获得生产批文、申报生产批文的仿制药情况

序号	名称	注册分类	功能主治/适应症	所处状态
1	唑来膦酸注射液(4mg/100ml)	化学药品3类	骨肿瘤	获批生产(首仿)
2	注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	化学药品4类	肿瘤	获批生产
3	盐酸达泊西汀片	化学药品4类	早泄	获批生产(第2家)
4	伐地那非片	化学药品4类	勃起功能障碍(ED)	获批生产(首仿)
5	奥氮平片	化学药品4类	精神疾病	获批生产
6	恩格列净	化学药品4类	糖尿病	获批生产(第2家)
7	枸橼酸托法替布片	化学药品4类	类风湿性关节炎	获批生产(第3家)
8	复方氨基酸(16AA-II)葡萄糖(48%)电解质注射液	化学药品3类	肠外营养	获批生产(首仿)
9	盐酸替罗非班氯化钠注射液	(原)化学药品6类	心血管用药(ACS)	获批生产
10	注射用头孢硫脒	(原)化学药品6类	抗感染	获批生产
11	奥硝唑片	一致性评价	抗感染	获批生产(首家)
12	头孢拉定胶囊	一致性评价	抗感染	获批生产
13	盐酸厄洛替尼片	化学药品4类	肿瘤	申报生产
14	甲磺酸仑伐替尼胶囊	化学药品4类	肿瘤	申报生产
15	钆特醇注射液	化学药品4类	造影剂	申报生产(首仿)
16	卡格列净片	化学药品4类	II型糖尿病	申报生产(第3家)
17	曲格列汀片	化学药品3类	II型糖尿病	申报生产(首仿)
18	环孢素眼用乳剂	化学药品3类	干眼症	申报生产
19	塞来昔布胶囊	化学药品4类	抗炎镇痛	申报生产
20	磷酸奥司他韦胶囊	化学药品4类	病毒感染	申报生产
21	盐酸莫西沙星滴眼液	化学药品4类	细菌感染	申报生产
22	左氧氟沙星片	化学药品4类	细菌感染	申报生产
23	注射用头孢他啶/葡萄糖注射液	化学药品4类	细菌感染	申报生产(第2家)
24	注射用头孢他啶	一致性评价	抗感染	申报生产
25	注射用头孢地嗪钠	一致性评价	抗感染	申报生产(第2家)
26	罗红霉素片	一致性评价	抗感染	申报生产(首家)
27	盐酸替罗非班氯化钠注射液	一致性评价	心血管用药	申报生产(第3家)
28	注射用奥美拉唑钠	一致性评价	消化系统用药	申报生产

*位次标识仅标示前三家，多基地生产的同一品种仅统计一次，仅统计制剂品种。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理 截止至2020年8月20日。

表 2: 2019H1 科伦药业获得临床试验批文、申请临床试验批文的药(产)品情况

序号	研发项目	注册分类	功能主治/适应症	所处状态	2020H1 进展
生物大分子					
1	KL-A167 注射液	生物制品 1 类	霍奇金淋巴瘤	关键 II 期临床	1.数据清理进行中 2.进入 Pre-NDA 前的准备阶段
			鼻咽癌	关键 II 期临床	
			血液瘤	I 期	1.已完成 90%的入组 2.安全性数据支持淋巴瘤 NDA
			血液瘤 实体瘤	IIb 期 IIa 期	1.完成 3 个研究的安全性数据, 病例数支持淋巴瘤 NDA
2	注射液 A166	生物制品 1 类	抗肿瘤	中美临床 I 期 首发适应症关键 II 期	1.中美均爬坡结束, 进入拓展; 初步获得安全性和有效性数据 2.完成已获得的数据清理和初步分析 1.组长单位立项和伦理审批通过 2.递交 CDE 咨询
3	注射用 SKB264	生物制品 1 类	抗肿瘤	中美临床 I 期	1.美国启动 I 期临床, 中国获得 CDE 批件, 通过医院伦理审核 2.中国递交遗传办形式审查 3.中美完成 1 个队列 SRC 会议
4	重组抗表皮生长因子受体(EGFR)人鼠嵌合单克隆抗体注射液	生物制品 2 类	抗肿瘤	临床 III 期	1.西安昔单抗类似物 2.从法规、科学及临床实操方面对研发策略进行优化, 以加快速度、提高质量、降低风险, 进入启动前准备阶段
5	重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体注射液	生物制品 2 类	抗肿瘤	临床 I 期	1.获得健康人预 PK 数据, 初步证明 A168 与参比制剂雷莫芦单抗等效 2.完成健康人预 PK CSR 盖章
6	KL-A293 注射液	生物制品 1 类	抗肿瘤	临床 I 期	1.组长单位立项和伦理审批通过 2.完成方案摘要修订工作
7	KL-A289 注射液	生物制品 1 类	抗肿瘤	IND	1.完成 IND 资料递交 2.完成组长单位和 PI 的选择 3.完成方案摘要修订
化学小分子					
1	KL280006 注射液	化学药品 1 类	镇痛	临床 II 期	1.获得 I 期健康人试验单剂爬坡到 3ug/kg 安全性数据 2. II 期方案定稿, 通过组长单位立项和伦理审批
2	KL130008 胶囊	化学药品 1 类	类风湿	临床 I 期	1. I 期健康人试验完成所有受试者数据录入 2. I 期 RA 患者完成第一个剂量组 (1mg) 所有受试者入组 3. II 期研究确定组长单位和部分分中心名单
3	KL060332 胶囊	化学药品 1 类	乙肝	临床 I 期	1.已完成 2 个剂量组爬坡, 结果显示安全性良好 2.与同类药物相比, 半衰期更长, 等剂量下暴露量更高
4	KL070002 胶囊	化学药品 1 类	肿瘤	临床 I 期	1.已入组 12 例受试者, 爬坡至第 5 个剂量组未出现 DLT
NDDS					
1	阿立哌唑	化学药品 3 类	精神神经	临床 I 期	1.完成组长单位启动
2	伊立替康脂质体	化学药品 2 类	肿瘤	临床 I 期	1.确定 A029 临床策略 2.完成 V3 版方案定稿并递交 01 中心伦理审查

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 3: 科伦药业创新药物研究下半年工作计划

序号	研发项目	注册分类	功能主治/适应症	研究名称	下半年及明年 Q1 核心工作	下半年能够达到的商业里程碑节点
生物大分子						
1	KL-A167 注射液	生物 1	抗肿瘤	霍奇金关键 II 期 鼻咽癌关键 II 期	1.完成 Pre-NDA 的提交 1.完成关键 II 期的 100%入组	完成里程碑 完成里程碑
				中美临床 I 期 首发适应症 HER2+肿瘤 II 期 (pivotal)	1.拓展入组, 获得乳腺首发适应症 20-30 例有效性和 RP2D 数据支持首发适应症关键 II 期(2020.Q4) 1.CDE 咨询同意开展关键 II 期(2020.Q4) 2.提供合格的临床样品 3.首家中心启动并入组(2021.Q1)	完成里程碑 完成里程碑
2	注射液 A166	生物 1	抗肿瘤	HER2+肿瘤 Ib/II 期 HER2+其他小瘤种 Ib/II 期 HER2 低表达肿瘤 Ib/II 期	1.完成方案定稿(2020.Q3) 2.完成组长单位和 PI 的选择 (2020.Q4) 3.完成组长单位立项和伦理审批(2020.Q4) 4.首家中心启动并入组 (2021.Q1) 1.完成方案定稿 (2020.Q3) 2.完成组长单位和 PI 的选择 (2020.Q4) 3.递交组长单位立项和伦理 (2020.Q4) 4.首家中心启动并入组 (2021.Q1) 1.完成方案定稿 (2020.Q4) 2.完成组长单位和 PI 的选择 (2021.Q1) 3.递交组长单位立项和伦理 (2021.Q1) 4.首家中心启动并入组 (2021.Q2)	在途研究 在途项目 在途项目
3	注射用 SKB264	生物 1	抗肿瘤	中美临床 I 期	1.完成 V6 版中美方案修订与更新 (2020.Q3) 2.中美持续进行爬坡研究 (2020.Q4) 3.完成拓展阶段分中心选择, 并逐渐启动分中心 (2020.Q4)	在途项目
4	重组抗表皮生长因子受体(EGFR)人鼠嵌合单克隆抗体注射液	生物 2	抗肿瘤	临床 I 期	1.确定后续研究战略 (2020.Q3) 2.完成 I 期剂量爬坡研究 3.完成健康人预 PK 研究	完成里程碑
5	重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体注射液	生物 2	抗肿瘤	临床 I 期	1.确定后续研究战略 (2020.Q3) 2.完成 I 期剂量爬坡研究 3.完成健康人预 PK 研究	完成里程碑
6	KL-A293 注射液	生物 1	肿瘤免疫	临床 I 期	1.研究策略和方案定稿 (2020.Q3) 2.组长单位立项和伦理获批 (2020.Q4) 3.首家中心启动, 首例入组 (2021.Q1-2)	在途项目
7	KL-A289 注射液	生物 1	肿瘤免疫	IND	1.IND 获批 (2020.Q3) 2.研究策略和方案定稿 (2020.Q3) 3.组长单位立项和伦理获批 (2020.Q4) 4.首家中心启动, 首例入组 (2021.Q1-2)	完成里程碑
化学小分子						
8	KL280006 注射液	化药 1	健康人 镇痛 尿毒症瘙痒	I 期健康人 临床 II 期 临床 I 期	1.完成 I 期健康人爬坡末例入组 (2020.Q4) 2.II 期组长单位启动并首例入组 (2020.Q3) 3.完成 II 期末例入组 (2021.Q1) 1.完成尿毒症瘙痒 IND 资料递交 (2020.Q4) 2.方案定稿, 通过组长单位立项伦理审批 (2020.Q3) 3.首例入组 (2020.Q3)	完成里程碑 完成里程碑 完成里程碑
9	KL130008 胶囊	化药 1	健康人 类风湿 类风湿	I 期健康人 I 期 RA 患者 临床 II 期	1.数据库锁库 (2020.Q3) 2.CSR 初步撰写 (2020.Q4) 1.完成所有受试者入组 (2020.Q4)	完成里程碑 完成里程碑
10	KL060332 胶囊	化药 1	乙肝	临床 I 期	1.完成 Ia 期健康人单次给药爬坡、食物影响研究及多次给药研究 (2020.Q4) 2.启动 Ib 期研究 (2020.Q4)	完成里程碑
11	KL070002 胶囊	化药 1	癌症	临床 I 期	1.启动两家分中心, 加快爬坡速度 2.完成检测方法学的开发和验证, 启动生物样本的检测 3.确定三磷酸代谢物的检测方法, 为预测起效剂量与最高剂量提供参考	在途研究
12	KL590586 片剂	化药 1	实体瘤	Pre-IND 准备	1.确定临床研究 PI 2.制定临床战略与早期临床方案 3.完成 Pre-IND 申请资料的递交	在途项目
NDDS						
13	阿立哌唑长效注射剂	化药 3	精神神经	单次 PK 比对	1.分中心筛选、确定 (2020.Q3) 2.分中心立项、伦理及启 (2020.Q4) 3.首例及持续的受试者入 (2020.Q3)	在途项目
14	伊立替康脂质体	化药 2	抗肿瘤	临床 Ia 期 临床 Ib 期	1.启动 05 中心 (2020.Q3) 2.V3 版方案通过 01 中心伦理审查 (2020.Q3) 3.第二部分研究持续入组 (2020.Q4) 1.完成与临床专家的方案讨论, 并起草方案摘要 (2020.Q4) 2.完成组长单位和 PI 的选择 (2020.Q4)	完成里程碑 在途项目

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理 截止至 2020 年 8 月 20 日

表 4: 科伦药业盈利预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	备注
营业总收入 (百万)	8023	7763	8566	11435	16352	17,636	15,869	19,481	21,115	1. 2020 年业绩将受到疫情冲击; 2. 预计 20 年销售费用率明显下滑, 21-22 年销售费用率维持稳定; ; 3. 管理费用中的研发费用会稳步增长, 进入临床的品种不断增多, 但由于进入三期品种增多, 资本化比例较高, 预计提高幅度不会非常大; 4. 财务费用率逐步下降
yoy		-3.2%	10.3%	33.5%	43.0%	7.9%	-10.0%	22.8%	8.4%	
-大输液	6192	5929	6009	7579	9880	10460	8904	11504	12133	
-抗生素原料药/中间体	539	506	1102	1851	3294	3108	6692	7637	8608	
-非输液制剂 (仿制药)	1214	1183	1122	1901	2948	3678	3560	4332	5131	
-其他收入	79	146	332	104	229	340	272	340	374	
销售毛利率	42.6%	42.0%	43.3%	51.3%	59.6%	60.2%	58.7%	60.8%	60.8%	
销售费用率	13.1%	13.2%	14.6%	26.9%	36.6%	37.1%	34.15%	36.8%	36.2%	
管理费用率 (含研发)	10.7%	13.7%	14.6%	12.7%	10.5%	12.7%	14.6%	13.0%	12.6%	
财务费用率	2.7%	5.9%	3.4%	4.8%	3.9%	3.3%	3.9%	3.5%	3.4%	
投资收益 (含 20%石四药权益)	14.9	28.6	15.7	787.8	146.7	174.1	95.2	194.8	168.9	
归母净利润 (百万)	1002	645	585	749	1213	938	757	1022	1187	
yoy		-35.6%	-9.4%	28.0%	62.0%	-22.7%	-19.2%	34.9%	16.1%	

资料来源: 国信证券经济研究所整理、预测

表 5: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (2020/9/1)	总市值 (亿)	EPS (元)				PE				ROE (19A)	PEG (20E)	评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
600521	华海药业	43.85	638	0.39	0.68	0.88	1.07	112.0	64.6	50.1	41.1	9%	1.6	无
600332	白云山	32.35	494	1.96	1.97	2.28	2.12	16.5	16.4	14.2	15.2	12%	6.1	无
600380	健康元	19.65	383	0.46	0.54	0.65	0.79	42.8	36.1	30.2	25.0	8%	1.8	无
600062	华润双鹤	13.48	141	1.01	1.04	1.12	1.23	13.3	13.0	12.0	11.0	12%	1.9	无
600276	恒瑞医药	93.99	4988	1.00	1.33	1.74	2.23	93.6	70.9	54.0	42.1	22%	2.3	买入
600196	复星医药	34.00	833	1.30	1.41	1.69	2.06	42.3	39.0	32.4	26.6	7%	2.3	买入
600867	通化东宝	12.58	256	0.40	0.46	0.54	0.63	35.7	30.9	26.5	22.6	17%	1.9	买入
	均值							50.7	38.6	31.2	26.1	13%	2.6	
002422	科伦药业	25.76	371	0.65	0.53	0.71	0.83	39.5	49.0	36.3	31.2	6%	6.0	买入

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测 注: 除科伦、恒瑞、复星、通化东宝为国信预测外, 其余皆为 Wind 一致预测

投资建议: 下调盈利预测, 维持“买入”评级。考虑到新冠疫情影响、研发投入加大导致盈利下滑, 下调盈利预测, 2020-2022 年归母净利润为 7.57/10.22/11.87 亿元 (原 8.78/11.51/12.91 亿元), CAGR 约 8%, 当前股价对应 PE 49/36/31X, 维持“买入”评级。

风险提示: 原料药价格波动, 研发不及预期、新冠疫情影响等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2253	4845	3345	2883	营业收入	17636	15869	19481	21115
应收款项	6821	6521	8273	9256	营业成本	7023	6559	7638	8270
存货净额	3386	2854	3434	3781	营业税金及附加	225	187	244	258
其他流动资产	1714	1528	1653	1959	销售费用	6550	5419	7169	7644
流动资产合计	14174	15748	16705	17879	管理费用	951	2317	2533	2656
固定资产	12122	11777	11472	10979	财务费用	572	619	682	718
无形资产及其他	942	895	848	801	投资收益	174	95	195	169
投资性房地产	1485	1485	1485	1485	资产减值及公允价值变动	56	(95)	(136)	(169)
长期股权投资	2762	3075	3231	3309	其他收入	(1268)	238	195	211
资产总计	31485	32979	33740	34453	营业利润	1277	1006	1470	1781
短期借款及交易性金融负债	8419	8419	8419	8419	营业外净收支	(21)	(78)	(53)	(61)
应付款项	1662	1372	1707	1851	利润总额	1256	928	1417	1720
其他流动负债	4739	6476	6826	7306	所得税费用	235	139	312	430
流动负债合计	14820	16267	16953	17577	少数股东损益	84	31	83	103
长期借款及应付债券	2147	2147	2147	2147	归属于母公司净利润	938	757	1022	1187
其他长期负债	612	592	601	596					
长期负债合计	2759	2739	2748	2742	现金流量表 (百万元)				
负债合计	17579	19006	19701	20319	净利润	938	757	1022	1187
少数股东权益	718	719	725	734	资产减值准备	(57)	264	(8)	(13)
股东权益	13188	13255	13314	13400	折旧摊销	1070	1231	1302	1354
负债和股东权益总计	31485	32979	33740	34453	公允价值变动损失	(56)	95	136	169
					财务费用	572	619	682	718
					营运资本变动	(1706)	2708	(1770)	(1031)
					其它	60	(263)	15	21
					经营活动现金流	248	4793	697	1687
					资本开支	(1012)	(1198)	(1078)	(970)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(1468)	(1510)	(1234)	(1048)
					权益性融资	280	0	0	0
					负债净变化	(69)	0	0	0
					支付股利、利息	(912)	(691)	(963)	(1100)
					其它融资现金流	3327	0	0	0
					融资活动现金流	1647	(691)	(963)	(1100)
					现金净变动	428	2591	(1500)	(462)
					货币资金的期初余额	1826	2253	4845	3345
					货币资金的期末余额	2253	4845	3345	2883
					企业自由现金流	701	3919	(65)	1069
					权益自由现金流	3959	3393	(597)	530

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.65	0.53	0.71	0.82
每股红利	0.63	0.48	0.67	0.76
每股净资产	9.16	9.21	9.25	9.31
ROIC	12%	6%	8%	9%
ROE	7%	6%	8%	9%
毛利率	60%	59%	61%	61%
EBIT Margin	16%	9%	10%	11%
EBITDA Margin	22%	16%	16%	17%
收入增长	8%	-10%	23%	8%
净利润增长率	-23%	-19%	35%	16%
资产负债率	58%	60%	61%	61%
息率	2.5%	1.9%	2.6%	3.0%
P/E	39.5	49.0	36.3	31.3
P/B	2.8	2.8	2.8	2.8
EV/EBITDA	13.8	21.4	17.7	15.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032