

# 科伦药业 (002422)

## 2022 和 2023 年一季报点评：厚积薄发，创新持续兑现

买入 (维持)

2023 年 04 月 27 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	18,913	20,804	22,884	25,173
同比	9%	10%	10%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	1,709	2,100	2,230	2,550
同比	55%	23%	6%	14%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.16	1.43	1.52	1.73
P/E (现价&最新股本摊薄)	26.40	21.48	20.23	17.69

关键词: #新产品、新技术、新客户

### ■ 投资要点

■ **事件:** 2022 年, 公司实现营收 189.13 亿元, 同增 9.5%; 归母净利润 17.1 亿元, 同增 55.0%。其中输液 94.5 亿元, 同增-3.6%, 非输液药品销售 41.3 亿元, 同增+5.5%, 抗生素中间体、原料药实现营收 39.1 亿元, 同增+23.3%。主要系: 1) 加强制剂销售; 2) 原料药中间体价格高景气; 3) 科伦博泰对 MSD 确认收入 7.3 亿元, 增加归母净利润 3 亿元。1Q23, 归母净利润 8.1 亿元, 同增 178%, 主要系科伦博泰确认海外授权收入。

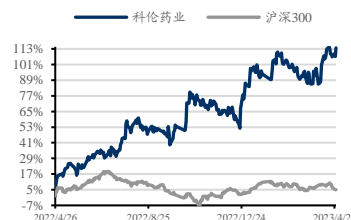
■ **ADC+MSD 催化剂丰富, 创新药持续推进。** 1) 对外授权, 2022 年项目 A、B、7 个 ADC 3 次授权协议总额近 118 亿美元。2023 年, 项目 A、B 协议生效、研发资助、技术转移付款仍有待付款项; 7 个临床前 ADC 部分进入临床, 项目 A (TROP2) 有望联合 K 药开展多 MRCT, 继续触发里程碑; 2) 创新研发, 核心品种 SKB264(TROP2-ADC), TNBC 进入 3 期, 联合 K 药国际多中心篮子实验患者已入组; A166 (HER2 ADC) 乳腺癌提交 pre-NDA。

■ **输液、制剂、原料药稳中有进。** 1) 输液: 疫情放开后, 重症增加+就诊量恢复, 促进输液使用, 短期发货量显著增加; 结构优化, 密闭式输液量占比提升, 利润持续增长; 2) 制剂: 利空出清, 仿制药大单品已集采, 每年获得多个批文, 首仿、高仿储备丰富, 增长动力强; 3) 川宁: 抗生素中间体基本盘稳定, 合成生物学红没药醇、5-羟基色氨酸、麦角硫因等项目将落地, 贡献业绩增量。

■ **盈利预测与投资评级:** 由于输液发货量增加和对外授权超预期, 我们将 2023-2024 年归母净利润由 20.7/21.0 亿元, 上调为 21.0/22.3 亿元, 预计 2025 年归母净利润为 25.5 亿元, 同增 23/6/14%, 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 21/20/18 倍。由于: 研发费用趋稳, 业绩进入稳定期, 创新重塑价值, 催化剂丰富, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 原料药、中间体价格下降, 新药研发失败, 竞争恶化, 新冠疫情

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	30.66
一年最低/最高价	14.80/32.02
市净率(倍)	2.77
流通 A 股市值(百万元)	36,002.83
总市值(百万元)	45,109.15

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	11.08
资产负债率(% ,LF)	48.50
总股本(百万股)	1,471.27
流通 A 股(百万股)	1,174.26

### 相关研究

《科伦药业(002422): 2022 年业绩预告点评: 业绩略超预期, ADC+MSD 兑现确定性强、催化剂丰富》

2023-01-30

《科伦药业(002422): 2022 年三季报点评: 业绩略超预期, 创新突破, 主业稳健》

2022-11-01

## 科伦药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>16,601</b>	<b>18,118</b>	<b>21,224</b>	<b>23,675</b>	<b>营业总收入</b>	<b>18,913</b>	<b>20,804</b>	<b>22,884</b>	<b>25,173</b>
货币资金及交易性金融资产	5,173	3,557	7,957	6,471	营业成本(含金融类)	8,959	8,429	9,596	10,962
经营性应收款项	7,613	10,060	8,625	11,758	税金及附加	251	266	297	328
存货	3,191	3,927	3,966	4,798	销售费用	4,686	6,033	6,568	7,250
合同资产	0	0	0	0	管理费用	925	1,248	1,373	1,460
其他流动资产	624	575	675	648	研发费用	1,795	1,999	2,031	1,963
<b>非流动资产</b>	<b>17,517</b>	<b>17,515</b>	<b>17,615</b>	<b>17,660</b>	财务费用	478	505	505	505
长期股权投资	3,792	4,136	4,597	4,993	加:其他收益	237	310	305	342
固定资产及使用权资产	10,176	9,689	9,134	8,558	投资净收益	234	208	229	252
在建工程	1,126	1,200	1,320	1,453	公允价值变动	10	0	0	0
无形资产	1,201	1,288	1,388	1,496	减值损失	-106	20	25	24
商誉	99	79	52	37	资产处置收益	5	0	0	0
长期待摊费用	68	68	68	68	<b>营业利润</b>	<b>2,199</b>	<b>2,863</b>	<b>3,073</b>	<b>3,322</b>
其他非流动资产	1,055	1,055	1,055	1,055	营业外净收支	-127	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>34,118</b>	<b>35,634</b>	<b>38,839</b>	<b>41,336</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,071</b>	<b>2,863</b>	<b>3,073</b>	<b>3,322</b>
<b>流动负债</b>	<b>12,022</b>	<b>11,257</b>	<b>12,046</b>	<b>11,877</b>	减:所得税	364	582	658	657
短期借款及一年内到期的非流动负债	5,319	4,834	4,349	4,000	<b>净利润</b>	<b>1,707</b>	<b>2,281</b>	<b>2,416</b>	<b>2,666</b>
经营性应付款项	2,216	1,942	2,874	2,546	减:少数股东损益	-1	-228	-242	-267
合同负债	360	280	345	400	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,709</b>	<b>2,100</b>	<b>2,230</b>	<b>2,550</b>
其他流动负债	4,127	4,200	4,478	4,931	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.16	1.43	1.52	1.73
非流动负债	5,208	5,208	5,208	5,208	EBIT	2,427	3,140	3,324	3,552
长期借款	2,036	2,036	2,036	2,036	EBITDA	3,609	4,231	4,390	4,669
应付债券	2,669	2,669	2,669	2,669	毛利率(%)	52.63	59.48	58.07	56.45
租赁负债	29	29	29	29	归母净利率(%)	9.03	10.09	9.74	10.13
其他非流动负债	475	475	475	475	收入增长率(%)	9.46	10.00	10.00	10.00
<b>负债合计</b>	<b>17,230</b>	<b>16,465</b>	<b>17,254</b>	<b>17,085</b>	归母净利润增长率(%)	54.98	22.90	6.19	14.35
归属母公司股东权益	15,751	17,851	20,081	22,631					
少数股东权益	1,137	1,318	1,504	1,619					
<b>所有者权益合计</b>	<b>16,888</b>	<b>19,169</b>	<b>21,585</b>	<b>24,251</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>34,118</b>	<b>35,634</b>	<b>38,839</b>	<b>41,336</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,127	-270	5,797	-250	每股净资产(元)	10.86	11.93	13.44	15.18
投资活动现金流	-857	-861	-912	-887	最新发行在外股份(百万股)	1,471	1,471	1,471	1,471
筹资活动现金流	-407	-485	-485	-349	ROIC(%)	7.82	8.99	8.80	8.96
现金净增加额	1,872	-1,617	4,400	-1,486	ROE-摊薄(%)	10.85	11.76	11.10	11.27
折旧和摊销	1,182	1,091	1,066	1,117	资产负债率(%)	50.50	46.21	44.42	41.33
资本开支	-883	-726	-679	-743	P/E(现价&最新股本摊薄)	26.40	21.48	20.23	17.69
营运资本变动	-72	-3,414	2,569	-3,757	P/B(现价)	2.82	2.57	2.28	2.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

