

科伦药业(002422)

报告日期: 2023年05月13日

营运效率提升或贯穿全年

——科伦药业 2022 年报及 23Q1 点评报告

投资要点

2022 年公司归母净利率提升、应收账款周转率向上, 展望 2023 年, 我们持续看好公司 ADC 新药联用&单药临床进展、诊疗复苏下制剂销售增长提速、大输液及仿制药品种持续升级, 我们预计公司 2023 年仍在净利率提升、营运效率向上的轨道。

□ 财务表现: 2023Q1 利润高增长

公司发布 2022 年报及 2023 年一季度, 2022 年收入 189.1 亿元, 同比增长 9.5%; 归母净利润 17.1 亿元, 同比增长 55%; 销售净利率 9%, 同比提升 4pct。2023 年一季度看, 收入 56 亿元, 同比增长 25%; 归母净利润 8.1 亿元, 同比增长 178.1%; 销售净利率 17.1%, 同比提升 11pct。我们认为, 公司 2023 年一季度利润增速好于我们的预期。

□ 成长能力: 看好 ADC 项目推进、诊疗复苏下制剂增长提速

分业务板块, 2022 年输液收入 94.5 亿元、同比下降 3.6%、收入占比 50%, 非输液收入 82.7 亿元、同比增长 16.2%、收入占比 43.8%, 研发项目收入 7.5 亿元、同比增长 4592.1%、收入占比 4%。分业务板块看成长性:

①**输液业务: 产品结构优化, 诊疗复苏、集采增量下, 预计稳健增长。**根据公司年报, 2022 年输液销售量同比下降 2.9%, 其中密闭式输液量占比近进一步提升 (+1.91pct), 产品结构持续优化; 销售单价看, 2022 年输液产品平均单价同比持平。分产品线看, (1) **普通输液产品看**, 根据 Wind 样本医院数据库, 2022 年科伦药业氯化钠注射液销售额同比下降 4.8%、葡萄糖注射液销售额同比下降 2.9%, 我们预计诊疗恢复下, 2023 年公司主要普通输液产品销售量有望恢复增长。(2) **肠外营养看**, 根据公司年报, 2022 年科伦药业销售收入 11.9 亿元、同比下降 15.3%、收入占输液业务比例约 12.5%, 我们认为肠外营养产品收入增长除了受到疫情影响外, 还有多特集采后基数拖累的影响 (2022 年销售额同比下降 64.9%), 展望 2023 年, 我们认为新产品 (多悦等)、集采中标增量产品 (多裕等) 在入院、学术推广下, 有望支撑输液业务增长。(3) **其他治疗型输液看**, 左氧氟沙星氯化钠注射液等集采中标产品在 2022 年仍实现较快速增长 (销售额 +186.9%), 其他产品有所下滑, 我们预计 2023 年集采新中标增量、诊疗恢复下有望带动其他产品稳健增长。

②**非输液药品: 集采增量持续贡献。**根据公司年报, 2022 年非输液药品收入 41.3 亿元、同比增长 5.5%、收入占比 21.8%, 具体品种看, 草酸艾司西酞普兰片续标后销售额同比下降约 17.7%、盐酸达泊西汀片销售量同比增长 41.1%, 此外增量产品如恩格列净片、丙泊酚中/长链脂肪乳注射液在中选区域放量、陆续入院、推广下沉的情况下, 带动非输液药品持续增长。展望 2023 年, 综合考虑到第八批集采大部分产品为增量中标、第七批集采全年发货、第五批集采产品仍在推广发货、存量较大产品集采基数下降, 我们预计非输液药品增速有望提升。

③**抗生素中间体及原料药: 涨价带动增长, 看好产能利用率提升、新产品潜力。**根据公司年报, 科伦药业抗生素中间体及原料药主要由川宁生物、广西科伦和邛崃分公司组成。(1) **川宁生物:** 根据科伦药业年报, 2022 年川宁生物收入 38.2 亿元、同比增长 18.2%、收入占比 20.2%。根据川宁生物年报, 2022 年川宁生物硫氰酸红霉素收入 13.2 亿元、同比增长 24%, 头孢类中间体收入 8.4 亿元、同比增长 6.6%, 青霉素类中间体收入 13.7 亿元、同比增长 14.9%。从增长构成看, 2022 年主要产品明显涨价 (硫氰酸红霉素涨价 17.7%、6-APA 涨价 41.9%、青霉素 G 钾盐涨价 56.9%) 带动了收入和利润增长, 考虑到公司主要产品的产能和成本&质量优势 (根据川宁生物年报, 川宁的硫氰酸红霉素产能占有率

投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建
执业证书号: S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

分析师: 毛雅婷
执业证书号: S1230522090002
maoyating@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 30.59
总市值(百万元)	45,006.14
总股本(百万股)	1,471.27

股票走势图



相关报告

1 《科伦药业深度报告: 创新衔接、新周期开启》2023.01.11

43.9%、头孢类中间体（7-ACA、D-7ACA、7-ADCA）产能占有率 37%、青霉素类中间体（6-APA）产能占有率 18%），我们预计 2023Q1 川宁有望受益于抗生素下游补库存而带动的需求增长，后续建议关注主要产品产能利用率和价格变动趋势；我们看好川宁合成生物学新产品如红没药醇等的市场开拓前景，有望构成公司中期成长性支撑。（2）邛崃分公司：根据科伦药业年报，2022 年分公司收入 2.1 亿元、同比下降 6.4%，“扩大批量生产保障原料药的供应，积极承接 CDMO 项目饱和产能”，公司 CDMO 业务 2022 年“实现收入 5,872 万元，实现毛利 2,868 万元”，我们持续看好公司原料药公司产能利用率提升趋势。

④研发项目：看好联用推进、临床数据持续读出。根据公司年报，2022 年由于“公司创新研发项目与 MSD 达成合作协议以及有偿独家许可”，研发收入 7.3 亿元、增加归母净利润 3 亿元。2023Q1 看，根据 2023 年 3 月 31 日公告，“科伦博泰已于 2023 年 3 月 30 日收到默沙东支付的 17,500 万美元首付款”，首付款收入有望明显带动 Q1 净利润增长。我们预计 2023 年随着重点 ADC 项目临床及申报推进，里程碑收入等有望支撑公司季度利润增速。展望 2023 年，我们看好（1）SKB264 项目联用临床进展，根据公司公众号，在三阴乳腺癌中，“SKB264 与 KL-A167(抗 PD-L1 单抗)联合一线治疗 TNBC 患者的 II 期研究，ORR 为 86%，DCR 为 100%”，期待联用临床推进和后续数据读出。（2）多适应症临床推进，根据公司公众号，针对 NSCLC 适应症，“在 EGFR 突变 NSCLC 人群，SKB264 用于 TKI 治疗失败的患者，多例患者可持续治疗超过 9 个月，目前最长持续治疗时间已超过 16 个月。在驱动基因阴性 NSCLC，接受 SKB264 联合 KL-A167 一线治疗的患者获得了很好的疗效，1 例 PD-L1 阴性患者，治疗后肿瘤明显缩小，8 个月时肿瘤评估显示肿瘤仍在持续缩小”，NSCLC 适应症已获得突破性疗法认证，“SKB264 用于 NSCLC 患者的 II 期拓展研究数据，将在今年 ASCO 年会公布”，我们持续看好。

□ 盈利能力：预计 2023 年持续提升

毛利率：预计 2023 年有所提升。2022 年公司毛利率 52.6%、同比下降 3pct。分板块看，2022 年输液业务毛利率下降 2.3pct、非输液业务毛利率下降 3.2pct（其中川宁生物毛利率提升 2.6pct，我们由此推算非输液药品毛利率下降 6.6pct）、研发项目毛利率下降 33.5pct。我们认为 2022 年输液和非输液药品毛利率下降与集采影响等因素有关，展望 2023 年，针对输液和非输液药品，我们预计随着诊疗复苏、销售产品升级（如粉液双室袋产品收入占比提升且工艺优化、密闭式输液量占比提升等），输液产品毛利率有望提升；针对原料药及中间体业务，我们假设 2023-2025 年部分产品销售价格有所下降，导致该业务毛利率有所下降；针对研发项目，我们预计 2023 年研发项目收入占比有望提升。在不同业务毛利率变化、收入结构变化下，我们预计 2023 年公司毛利率有望同比提升。

净利率：预计 2023 年有所提升。2022 年公司归母净利率 9%、同比提升 2.7pct。费用率看，2022 年销售费用率同比下降 4.3pct、管理费用率同比下降 1.7pct、研发费用率同比下降 0.6pct、财务费用率同比下降 0.4pct。我们认为 2022 年销售费用率下降与疫情影响、集采收入占比提升等有关，我们预计 2023 年有所提升，管理费用率和研发费用率基本稳定，公司现金流改善下，预计财务费用率和绝对额均有所下降。综合看，我们预计 2023 年公司净利率有所提升。

□ 营运能力：看好 2023 年应收账款周转率持续提升的空间

现金流：2022 年公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 9.8%，现金流比率看，2022 年“销售商品提供劳务收到的现金/营业收入”同比有所下降（2022 年为 113.3%，2021 年为 122.6%），从现金流量表补充资料看，经营性应收项目的变化影响了当期现金流收入。

营运效率：根据公司年报，2022 年公司应收账款周转率有所提升，根据资产负债表看，2022 年应收票据及应收账款/收入的比率有所下降，我们看好公司 2023 年在研发收入占比提升、国内诊疗复苏、重点产品市场推广下，应收账款周转率持续提升的空间。

□ 盈利预测与估值

根据公司 2022 年报及 2023Q1 业绩情况，及 MSD 与公司研发合作项目临床推进进度，我们上调了对公司 2023-2024 年的盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.44、1.53 和 1.73 元/股（2023-2024 年前值预测为 1.22 和 1.33 元/股），2023 年 5 月 12 日收盘价对应公司 2023 年 PE 为 21.2 倍。我们认为，2023 年有望成为公司仿制药业务增长的新起点、大输液有望受益于院内诊疗恢复，随着科伦博泰 ADC 产品合作推进、川宁合成生物学新产品收入占比提升，我们认为公司业绩增长的持续性有望提升，维持“增持”评级。

□ 风险提示

重要品种临床进度不及预期风险、重要品种集采流标风险、新冠疫情反复影响医院诊疗的风险、原料药及中间体品种量价波动风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18,913	21,077	22,394	23,687
(+/-) (%)	9.46%	11.44%	6.25%	5.77%
归母净利润	1,709	2,123	2,255	2,546
(+/-) (%)	54.98%	24.26%	6.20%	12.91%
每股收益(元)	1.16	1.44	1.53	1.73
P/E	26.34	21.20	19.96	17.68

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	16,601	19,095	21,879	26,043
现金	4,725	6,417	8,811	12,107
交易性金融资产	448	448	448	448
应收账款	5,682	7,505	7,985	8,406
其它应收款	254	156	280	181
预付账款	429	458	482	501
存货	3,191	3,742	3,504	4,030
其他	1,871	370	370	370
非流动资产	17,517	16,851	16,087	15,277
金额资产类	15	15	15	15
长期投资	3,792	3,792	3,792	3,792
固定资产	10,131	9,553	8,891	8,154
无形资产	1,201	1,297	1,343	1,389
在建工程	1,126	941	792	674
其他	1,252	1,252	1,252	1,252
资产总计	34,118	35,946	37,966	41,319
流动负债	12,022	12,491	12,105	12,879
短期借款	3,291	3,191	3,041	2,941
应付款项	2,216	2,663	2,245	2,970
预收账款	0	0	0	0
其他	6,516	6,637	6,819	6,968
非流动负债	5,208	5,108	5,008	4,908
长期借款	2,036	1,936	1,836	1,736
其他	3,173	3,173	3,173	3,173
负债合计	17,230	17,599	17,113	17,787
少数股东权益	1,137	1,373	1,623	1,757
归属母公司股东权益	15,751	16,975	19,230	21,776
负债和股东权益	34,118	35,946	37,966	41,319

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,127	3,533	3,312	4,137
净利润	1,707	2,359	2,506	2,680
折旧摊销	1,182	1,316	1,364	1,410
财务费用	478	216	207	197
投资损失	(234)	(253)	(269)	(284)
营运资金变动	(72)	(288)	(675)	(44)
其它	66	182	179	178
投资活动现金流	(857)	(531)	(464)	(449)
资本支出	(883)	(790)	(737)	(739)
长期投资	(384)	0	0	0
其他	410	259	273	289
筹资活动现金流	(407)	(1,310)	(453)	(392)
短期借款	(77)	(100)	(150)	(100)
长期借款	(1,470)	(100)	(100)	(100)
其他	1,140	(1,110)	(203)	(192)
现金净增加额	1,872	1,691	2,395	3,296

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	18,913	21,077	22,394	23,687
营业成本	8,959	9,546	10,040	10,430
营业税金及附加	251	274	291	308
营业费用	4,686	5,480	5,934	6,395
管理费用	925	1,054	1,232	1,303
研发费用	1,795	2,002	2,015	2,179
财务费用	478	269	292	309
资产减值损失	(44)	(51)	(48)	(48)
公允价值变动损益	10	6	4	5
投资净收益	234	253	269	284
其他经营收益	237	253	269	284
营业利润	2,199	2,915	3,085	3,292
营业外收支	(127)	(140)	(137)	(139)
利润总额	2,071	2,775	2,948	3,153
所得税	364	416	442	473
净利润	1,707	2,359	2,506	2,680
少数股东损益	(1)	236	251	134
归属母公司净利润	1,709	2,123	2,255	2,546
EBITDA	3,609	4,287	4,511	4,763
EPS (最新摊薄)	1.16	1.44	1.53	1.73

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	9.46%	11.44%	6.25%	5.77%
营业利润	66.60%	32.59%	5.81%	6.70%
归属母公司净利润	54.98%	24.26%	6.20%	12.91%
获利能力				
毛利率	52.63%	54.71%	55.17%	55.97%
净利率	9.03%	10.07%	10.07%	10.75%
ROE	10.85%	12.51%	11.73%	11.69%
ROIC	7.43%	8.95%	8.78%	8.65%
偿债能力				
资产负债率	50.50%	48.96%	45.08%	43.05%
净负债比率	102.03%	95.92%	82.07%	75.58%
流动比率	1.38	1.53	1.81	2.02
速动比率	1.05	1.16	1.45	1.64
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.60	0.61	0.60
应收账款周转率	3.44	3.60	3.60	3.60
应付账款周转率	4.75	4.50	4.74	4.62
每股指标(元)				
每股收益	1.16	1.44	1.53	1.73
每股经营现金	2.13	2.40	2.25	2.81
每股净资产	10.70	11.54	13.07	14.80
估值比率				
P/E	26.34	21.20	19.96	17.68
P/B	2.86	2.65	2.34	2.07
EV/EBITDA	11.96	11.30	10.15	8.88

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>