

输液板块稳定增长，三大板块向好共振

科伦药业(002422)

推荐 (首次)

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2023 年中报业绩，上半年公司实现收入 107.34 亿元，同比增长 17.64%；实现归母净利润 14.02 亿元，同比增长 61.53%；实现扣非归母净利润 13.49 亿元，同比增长 66.53%。
- **持续优化产品结构，输液板块稳定增长。** 上半年公司输液产品实现营业收入 50.27 亿元，同比增长 14.27%。输液产品的销售结构进一步优化，密闭式输血量占比提升 3.70 个百分点，利润贡献同比增加。其中，多特为公司存量品种，第五轮集采中标，因产品价格优势，在 DRGs/DIP 等政策加持下，上半年销量同比增长 33.08%；多臻为国谈产品，得益于 625ml 规格满足临床需求和肠外营养诊疗能力的提升，上半年销量增长趋势良好；多蒙捷为非医保品种，受手术量的恢复和基层销售进一步拓展，上半年量同比增长 33.56%；左氧氟沙星氯化钠注射液第五轮集采中标，上半年实现销售收入 2.34 亿元，同比增长 2.83%，市场份额位居集采中选企业第一。
- **受集采等因素影响，非输液药品销售额略有下降。** 上半年非输液药品销售收入 18.34 亿元，同比下降 8.02%。其中，盐酸达泊西汀片因价格调整，销量端同比增长 28.80%，但收入端同比下降 89.98%；以下产品受各类集采及续标等影响，康复新液收入 10,4511 万元，同比下降 39.4%，草酸艾司西酞普兰销量同比下降 25.65%，收入下降 49.85%，注射用紫杉醇销量同比上升 71.45%，收入下降 34.81%，丙泊酚中/长链脂肪乳注射液收入下降但销量趋于稳定；其他产品如塑料水针、头孢粉针和青霉素粉针产品销量均实现了大幅增长，国家集采中标品种，如氨溴索注射液、注射用头孢曲松、头孢他啶、罗红霉素片等也实现了销售放量。考虑到第八批集采大部分为增量产品、存量产品基数下降，我们预计下半年非输液药品增速有望恢复。
- **主要产品系列量价齐升，川宁生物贡献较大利润增量。** 上半年抗生素中间体、原料药整体对外实现营业收入 23.70 亿元，同比增长 14.54%，实现毛利 6.73 亿元，同比增长 19.46%。1) 川宁生物及其子公司实现营业收入 24.17 亿元，同比增长 21.84%，实现归属于川宁生物母公司净利润 3.91 亿元，同比增长 64.82%，分品种看，硫红收入 7.3 亿元，同比下降 2.4%，头孢中间体收入 5.3 亿元，同比增长 16.3%，青霉素类中间体 9.8 亿元，同比增长 54.7%；疫情放开后，头孢和青霉素类中间体需求恢复良好，其中 6-APA 平均价格同比上升 6.7%，销售量同比增加 50.8%，青霉素 G 钾盐平均价格同比上升 3.4%，销售量同比增加 16.4%。2) 邛崃分公司积极承接 CDMO 项目饱和产能，2023 年上半年实现营业收入 1.01 亿元。
- **创新产品进展顺利，创新成果兑现在即。** 上半年科伦博泰对 MSD 确认收入 10.37 亿元，实现净利润-0.31 亿元，同比减亏 88.51%。下半年预计达到的临床进展包括：1) SKB264: 推进 TNBC III 期报产工作，推进 2 个注册 III 期及多个 II 期拓展和联合用药研究的入组工作；2) A166: HER2+ 乳腺癌关键 II 期报产的后续工作，推进 HER2+ 乳腺癌注册 III 期确证性临床研究入组；3) SKB315 & SKB410: 按计划推进入组；4) A167: 作为 3L+

分析师

程培

☎: 02120257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号: S0130522100001

市场数据

2023-08-30

A 股收盘价(元)	27.35
股票代码	002422
A 股一年内最高价/最低价(元)	33.02/19.99
上证指数	3,137.14
总股本/实际流通 A 股(万股)	147,505/118,024
流通 A 股市值(亿元)	323

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

鼻咽癌关键 II 期研究 NDA 申请的确证性临床试验，一线治疗鼻咽癌 III 期注册研究进行随访和数据清理工作；5) A140: 对比西妥昔单抗原研的 III 期头对头研究，预计下半年递交 NDA；6) A400: 推进 NSCLC 注册研究入组等。

- **投资建议:** 公司输液板块稳定增长，原料药和中间体业务量价齐升，科伦博泰对外授权超预期，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 23.61/28.20/32.64 亿元，同比增长 38.20%/19.40%/15.75%，EPS 分别为 1.60/1.91/2.21 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 17/14/12 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 研发进度不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、降价超预期的风险、产品注册进度不及预期的风险。

表1: 主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18912.65	21667.25	23671.84	25591.43
收入增长率%	9.46	14.56	9.25	8.11
净利润(百万元)	1708.70	2361.49	2819.68	3263.71
利润增速%	54.98	38.20	19.40	15.75
毛利率%	52.63	53.32	53.32	53.10
摊薄 EPS(元)	1.16	1.60	1.91	2.21
PE	23.61	17.08	14.31	12.36
PB	2.56	2.31	1.99	1.72
PS	2.06	1.86	1.70	1.58

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

公司财务预测表

资产负债表 (百万元) 2022A					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	16600.98	17715.10	20881.97	24516.83	营业收入	18912.65	21667.25	23671.84	25591.43
现金	4725.30	4365.48	6373.08	8875.25	营业成本	8959.20	10113.71	11049.05	12003.63
应收账款	5682.37	6620.55	7233.06	7819.60	营业税金及附加	251.02	281.67	307.73	332.69
其它应收款	254.27	300.93	328.78	355.44	营业费用	4685.95	5308.48	5681.24	6013.99
预付账款	429.14	505.69	552.45	600.18	管理费用	924.58	1040.03	1065.23	1100.43
存货	3190.70	3371.24	3683.02	4001.21	财务费用	478.18	450.00	400.00	300.00
其他	2319.20	2551.21	2711.58	2865.15	资产减值损失	-44.03	28.00	28.00	28.00
非流动资产	17517.40	17883.39	18108.63	18316.87	公允价值变动收益	9.86	0.00	0.00	0.00
长期投资	3792.44	4232.44	4672.44	5112.44	投资净收益	234.43	268.67	293.53	317.33
固定资产	10130.51	9578.76	9010.00	8424.24	营业利润	2198.86	2988.99	3544.28	4082.41
无形资产	1201.41	1341.41	1481.41	1621.41	营业外收入	7.03	7.00	7.00	7.00
其他	2393.03	2730.77	2944.77	3158.77	营业外支出	134.42	134.00	134.00	134.00
资产总计	34118.38	35598.49	38990.60	42833.70	利润总额	2071.46	2861.99	3417.28	3955.41
流动负债	12022.37	11749.02	12324.26	12906.92	所得税	364.00	502.85	600.42	694.97
短期借款	3290.69	3290.69	3290.69	3290.69	净利润	1707.46	2359.14	2816.87	3260.45
应付账款	1978.34	2247.49	2455.35	2667.47	少数股东损益	-1.24	-2.36	-2.82	-3.26
其他	6753.34	6210.83	6578.22	6948.75	归属母公司净利润	1708.70	2361.49	2819.68	3263.71
非流动负债	5208.04	5280.47	5280.47	5280.47	EBITDA	3609.15	4362.74	4885.04	5340.17
长期借款	2035.50	2035.50	2035.50	2035.50	EPS (元)	1.16	1.60	1.91	2.21
其他	3172.54	3244.97	3244.97	3244.97					
负债合计	17230.41	17029.49	17604.73	18187.39	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	1136.73	1134.37	1131.55	1128.29	营业收入	9.46%	14.56%	9.25%	8.11%
归属母公司股东权益	15751.24	17434.63	20254.31	23518.02	营业利润	66.60%	35.93%	18.58%	15.18%
负债和股东权益	34118.38	35598.49	38990.60	42833.70	归属母公司净利润	54.98%	38.20%	19.40%	15.75%
					毛利率	52.63%	53.32%	53.32%	53.10%
					净利率	9.03%	10.90%	11.91%	12.75%
					ROE	10.85%	13.54%	13.92%	13.88%
					ROIC	7.43%	9.89%	10.34%	10.42%
					资产负债率	50.50%	47.84%	45.15%	42.46%
					净负债比率	102.03%	91.71%	82.32%	73.79%
					流动比率	1.38	1.51	1.69	1.90
					速动比率	1.05	1.15	1.32	1.51
					总资产周转率	0.58	0.62	0.63	0.63
					应收帐款周转率	3.44	3.52	3.42	3.40
					应付帐款周转率	4.75	4.79	4.70	4.69
					每股收益	1.16	1.60	1.91	2.21
					每股经营现金	2.12	1.70	2.10	2.42
					每股净资产	10.68	11.82	13.73	15.94
					P/E	23.61	17.08	14.31	12.36
					P/B	2.56	2.31	1.99	1.72
					EV/EBITDA	11.96	10.32	8.80	7.58
					PS	2.06	1.86	1.70	1.58

数据来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业 2022 年第 4 名、2021 年第 5 名、2020 年入围，2021 年上海证券报最佳分析师第 2 名，2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名，2018 年第一财经最佳分析师医药行业第 1 名等荣誉。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：	程曦	0755-83471683	chengxi_yj@chinastock.com.cn
	苏一耘	0755-83479312	suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：	陆韵如	021-60387901	luyunru_yj@chinastock.com.cn
	李洋洋	021-20252671	liyongyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：	田薇	010-80927721	tianwei@chinastock.com.cn
	唐嫚玲	010-80927722	tangmanling_bj@chinastock.com.cn