

# 仿制药再下一城，新产品相继上市，公司长期发展值得期待

增持（维持）

2018年07月25日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002  
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001  
021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	11,435	14,736	17,536	21,878
同比（%）	33.5%	28.9%	19.0%	24.8%
归母净利润（百万元）	749	1,137	1,489	2,070
同比（%）	28.0%	51.8%	31.0%	39.0%
每股收益（元/股）	0.52	0.79	1.03	1.44
P/E（倍）	59.71	39.33	30.02	21.59

## 投资要点

■ **氨基酸葡萄糖注射液及脂肪乳(10%)/氨基酸(15%)/葡萄糖(20%)注射液相继获批，公司研发能力再次得到验证：**根据 PDB 的数据可以看出，此次获批的产品中氨基酸葡萄糖注射液我国仅有 Lotus Healthcare 在售。公司获批的产品为中国首个上市的氨基酸葡萄糖即用型肠外营养双腔袋。脂肪乳(10%)/氨基酸(15%)/葡萄糖(20%)注射液主要用于 2 岁以上的儿童和成人患者不能或功能不全或被禁忌经口/肠道摄取营养的营养支持。从 PDB 的数据可以看出，该产品在我国的销售额每年实现稳步增长，增速均在 10% 左右。目前我国市占率最大的厂商为华瑞制药，第二则为费森尤斯卡比，原研的百特位列第三。我们认为科伦药业的产品上市后，公司可以凭借其在输液领域积累的销售经验及低价策略抢占我国市场，实现进口替代。两个产品的上市除了再一次证实公司的研发实力外，也将为公司带来业绩增量，公司长期发展值得期待。

■ **输液板块企稳，原料药基本实现满产业绩得以释放，公司短期业绩增长有保障：**输液板块随着近年来小厂的出清，行业集中度提升显著。2017 年输液板块收入达 76 亿元，同比增长 26%。我们认为，随着行业的稳定及科伦产品结构的调整，2018 年全年输液板块收入增速将维持在 10%-15%。2018 年 4 月，公司川宁的原料药成功实现满产，随着产能的释放及其他竞争对手受累于环保压力无法实现满产，我们预计川宁 2018 年有望为公司贡献利润达 5.5-7 亿，为公司的新药研发贡献现金流。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2018 年到 2020 年，营业收入分别为 147.4 亿元、175.4 亿元和 218.8 亿元，同比增长 28.9%、19.0% 和 24.8%；归属母公司净利润为 11.4 亿元、14.9 亿元和 20.7 亿元，同比增长 51.8%、31.0% 和 39.0%；对应 EPS 为 0.79、1.03 和 1.44。我们认为公司在研产品众多，未来重磅产品可期。公司现在着重推广销售队伍的建设，新产品上市后请尽快进行推广，较快盈利。我们认为长期公司仍有较好的成长性，因此我们维持“增持”评级。

■ **风险提示：**生产要素成本上涨风险、固定资产折旧增加导致利润下降的风险、环保风险、汇率风险、药品降价风险。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	31.06
一年最低/最高价	15.97/36.07
市净率(倍)	3.69
流通 A 股市值(百万元)	31969.85

## 基础数据

每股净资产(元)	8.42
资产负债率(%)	57.11
总股本(百万股)	1440.00
流通 A 股(百万股)	1029.96

## 相关研究

- 1、《科伦药业 (002422)：仿制药产品相继获批验证公司研发能力，原料药实现满产拉动业绩增长》2018-06-06
- 2、《科伦药业 2017 年业绩快报点评：输液板块稳定增长，石四药股权收益贡献利润，川宁二期产能释放，公司发展逐步趋稳》2018-02-28
- 3、《科伦药业事件点评：帕瑞昔布钠获批生产，科伦首仿重磅产品为公司带来业绩增量》2017-12-01

一、 事件：

7月25日，科伦药业发布公告：公司产品氨基酸葡萄糖注射液及脂肪乳(10%)/氨基酸(15%)/葡萄糖(20%)注射液获得药品注册批件，两个产品均为我国首仿，目前可生产上市销售。

二、 我们的观点：首仿药物获批，公司研发能力得以验证；输液企稳，原料药基本实现满产，拉动公司业绩增长。

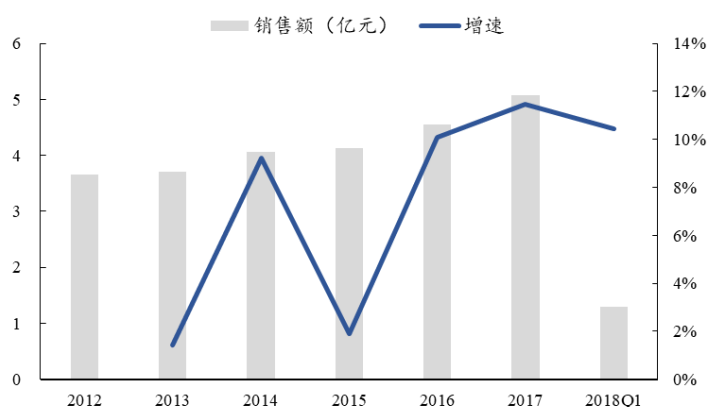
1. 氨基酸葡萄糖注射液及脂肪乳(10%)/氨基酸(15%)/葡萄糖(20%)注射液相继获批，公司研发能力再次得到验证

公司此次获批的两个产品均为国内首仿，公司的研发水平与实力再一次被验证。

根据PDB的数据可以看出，此次获批的产品中氨基酸葡萄糖注射液我国仅有Lotus Healthcare 在售。公司获批的产品为中国首个上市的氨基酸葡萄糖即用型肠外营养双腔袋，适用于口服或肠内营养供给不能、不足或禁忌者，可使或者补氮供能，减少蛋白质丢失，恢复正氮平衡。

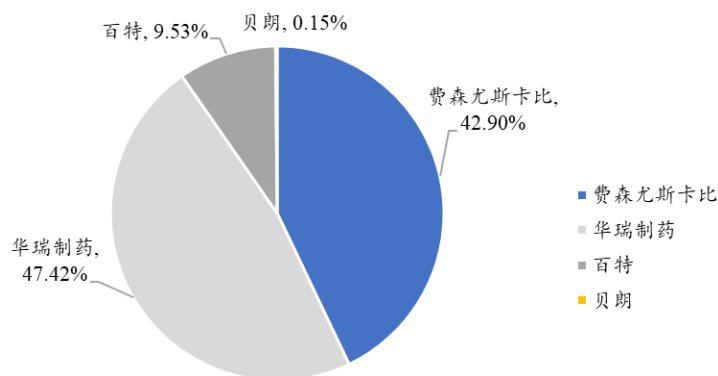
脂肪乳(10%)/氨基酸(15%)/葡萄糖(20%)注射液主要用于2岁以上的儿童和成人患者不能或功能不全或被禁忌经口/肠道摄取营养的营养支持。从PDB的数据可以看出，该产品在我国的销售额每年实现稳步增长，增速均在10%左右。目前我国市占率最大的厂商为华瑞制药，第二则为费森尤斯卡比，原研的百特位列第三。华瑞制药为费森尤斯卡比公司在我国与中方投资设立的中外合资企业，因此两家公司可看为一家。

图 1：脂肪乳/氨基酸/葡萄糖历年销售额及增速



数据来源：PDB、东吴证券研究所

图 2：脂肪乳/氨基酸/葡萄糖市场占比情况



数据来源：PDB、东吴证券研究所

我们认为科伦药业的产品上市后，公司可以凭借其在输液领域积累的销售经验及低价策略抢占我国市场，实现进口替代。两个产品的上市除了再一次证实公司的研发实力外，也将为公司带来业绩增量，公司长期发展值得期待。

## 2. 输液板块企稳，原料药基本实现满产业绩得以释放，公司短期业绩增长有保障

输液板块随着近年来小厂的出清，行业集中度提升显著。2017 年输液板块收入达 76 亿元，同比增长 26%。我们认为，随着行业的稳定及科伦产品结构的调整，2018 年全年输液板块收入增速将维持在 10%-15%。

2018 年 4 月，公司川宁的原料药成功实现满产，随着产能的释放及其他竞争对手受累于环保压力无法实现满产，我们预计川宁 2018 年有望为公司贡献利润达 5.5-7 亿，为公司的新药研发贡献现金流。

### 三、 盈利预测与评级：

我们预计公司 2018 年到 2020 年，营业收入分别为 147.4 亿元，175.4 亿元和 218.8 亿元，同比增长 28.9%、19.0%和 24.8%；归属母公司净利润为 11.4 亿元、14.9 亿元和 20.7 亿元，同比增长 51.8%、31.0%和 39.0%；对应 EPS 为 0.79、1.03 和 1.44。我们认为公司在研产品众多，未来重磅产品可期。公司现在着重推广销售队伍的建设，新产品上市后可尽快进行推广，较快盈利。我们认为长期公司仍有较好的成长性，因此我们维持“增持”评级。

### 四、 风险提示：

生产要素成本上涨风险、固定资产折旧增加导致利润下降的风险、环保风险、汇率风险、药品降价风险。

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)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>11619</b>	<b>14408</b>	<b>17301</b>	<b>22535</b>	<b>营业收入</b>	<b>11435</b>	<b>14736</b>	<b>17536</b>	<b>21878</b>
现金	1231	2366	3230	4775	减:营业成本	5568	6715	7783	9443
应收账款	4862	5990	6924	9187	营业税金及附加	185	238	283	353
存货	2500	3088	3389	4470	营业费用	3074	3389	3858	4594
其他流动资产	3025	2965	3759	4103	管理费用	1450	1768	2017	2516
<b>非流动资产</b>	<b>16369</b>	<b>22028</b>	<b>26889</b>	<b>33525</b>	财务费用	553	732	1151	1634
长期股权投资	2138	4251	6366	8482	资产减值损失	306	737	877	1094
固定资产	11065	13695	15907	19605	加:投资净收益	788	170	203	241
在建工程	1092	2021	2589	3419	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1383	1375	1348	1343	<b>营业利润</b>	<b>1157</b>	<b>1326</b>	<b>1771</b>	<b>2485</b>
其他非流动资产	692	685	677	677	加:营业外净收支	-16	67	53	52
<b>资产总计</b>	<b>27988</b>	<b>36436</b>	<b>44190</b>	<b>56060</b>	<b>利润总额</b>	<b>1141</b>	<b>1393</b>	<b>1825</b>	<b>2537</b>
<b>流动负债</b>	<b>11892</b>	<b>19341</b>	<b>26155</b>	<b>36291</b>	减:所得税费用	330	179	235	326
短期借款	2720	11091	16110	26107	少数股东损益	63	77	101	141
应付账款	1387	1923	1913	2742	<b>归属母公司净利润</b>	<b>749</b>	<b>1137</b>	<b>1489</b>	<b>2070</b>
其他流动负债	7785	6326	8132	7443	EBIT	1500	1874	2677	3798
<b>非流动负债</b>	<b>4114</b>	<b>4200</b>	<b>3834</b>	<b>3626</b>	EBITDA	2306	2707	3705	5061
长期借款	3496	3583	3216	3009					
其他非流动负债	617	617	617	617	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债合计</b>	<b>16006</b>	<b>23541</b>	<b>29989</b>	<b>39918</b>	每股收益(元)	0.52	0.79	1.03	1.44
少数股东权益	179	257	358	498	每股净资产(元)	8.20	8.78	9.61	10.86
归属母公司股东权益	11803	12639	13843	15644	发行在外股份(百万股)	1440	1440	1440	1440
<b>负债和股东权益</b>	<b>27988</b>	<b>36436</b>	<b>44190</b>	<b>56060</b>	ROIC(%)	5.5%	5.7%	6.8%	7.2%
					ROE(%)	6.8%	9.4%	11.2%	13.7%
					毛利率(%)	51.3%	54.4%	55.6%	56.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	销售净利率(%)	6.5%	7.7%	8.5%	9.5%
经营活动现金流	1103	318	3200	1112	资产负债率(%)	57.2%	64.6%	67.9%	71.2%
投资活动现金流	-2279	-6321	-5685	-7657	收入增长率(%)	33.5%	28.9%	19.0%	24.8%
筹资活动现金流	1211	7138	3350	8091	净利润增长率(%)	28.0%	51.8%	31.0%	39.0%
现金净增加额	30	1134	864	1546	P/E	59.71	39.33	30.02	21.59
折旧和摊销	806	833	1028	1262	P/B	3.79	3.54	3.23	2.86
资本开支	1477	3545	2746	4521	EV/EBITDA	22.25	21.58	16.85	14.03
营运资本变动	-865	-2291	-366	-3754					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 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>

