

输液与原料药板块稳定增长，研发进入收获期，业绩增速 62%超预期 增持（维持）

2019 年 02 月 28 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	16,352	19,791	23,375
同比（%）	33.5%	43.0%	21.0%	18.1%
归母净利润（百万元）	749	1,213	1,598	2,044
同比（%）	28.0%	62.0%	31.7%	27.9%
每股收益（元/股）	0.52	0.84	1.11	1.42
P/E（倍）	45.03	27.79	21.10	16.49

投资要点

- **公司发布 2018 年业绩预告：**实现收入 163.52 亿元，同比增长 43.00%；归属于上市公司母公司的净利润 12.13 亿元，同比增长 62.04%，超预期。
- **流感疫情叠加市场集中度提升，推动输液板块增长：**我们认为 2018 年年初和年底的流感疫情严重，推动了公司输液板块业绩的增长。公司上半年输液产品收入端同比增速达到 48.25%，全年我们认为其仍然维持了较快的增速。考虑输液行业整体集中度的提升、公司产品结构的持续优化和石四药投资收益等原因，我们认为输液板块 2018 年有望为公司贡献利润 13-14 亿，继续为公司提供现金流。同时考虑公司产品结构的进一步调整和 2019 年初的流感疫情，我们认为 2019 年全年输液板块有望继续维持两位数增长。
- **原料药 4 月实现满产拉动业绩快速增长：**公司上半年川宁实现利润 3.5 亿元，2018 年全年我们认为有望实现 6-7 亿的净利润。川宁环保问题得到解决，于 2018 年 4 月份实现满产。其环保优势明显且原材料多取于当地，成本相对较低，在国家环保趋严的前提下，公司原料药板块优势明显。
- **公司制剂板块产品逐渐丰富，长期将有效拉动业绩增长：**公司制剂板块继续放增长，随着其帕瑞昔布、卡文、草艾等逐渐放量，2018 年该板块的销售额将进一步快速增长。随着其进一步的推广，2019 年将持续为公司带来业绩增量。2018 年开始，科伦逐渐进入研发的收获期，其中：替硝唑、甲硝唑、阿莫西林等陆续通过仿制药一致性评价；盐酸右美托咪定、唑来磷酸、乳氨基酸（17%）葡萄糖（19%）注射液、盐酸氨溴索注射液等陆续获批生产。公司创新药项目启动，ADC 项目中美同时启动临床。其 PD-L1 单抗项目有偿授权给 Harbour 公司进行中国以外地区的开发和销售。公司前三季度研发费用化 6.21 亿元，随着临床试验的开展，我们认为研发支出将进一步增加。随着研发费用的提高，公司研发逐步推进，产品线有望进一步丰富。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2018 年到 2020 年，归属母公司净利润为 12.13 亿元、15.98 亿元和 20.44 亿元，同比增长 62.0%、31.7% 和 27.9%；对应 EPS 为 0.84 元、1.11 元和 1.42 元。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)	23.41
一年最低/最高价	19.13/35.83
市净率(倍)	2.67
流通 A 股市值(百万元)	24097.99

基础数据

每股净资产(元)	8.78
资产负债率(%)	55.87
总股本(百万股)	1439.79
流通 A 股(百万股)	1029.39

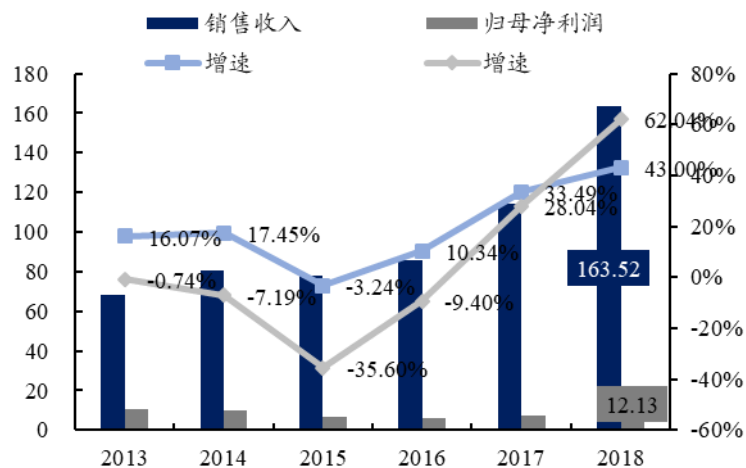
相关研究

- 1、《科伦药业 (002422)：制剂板块产品相继上市，川宁放量贡献利润，输液板块效率提升，公司进入快速增长期》2018-08-28
- 2、《科伦药业 (002422)：业绩预告净利润增速 202%超预期，川宁满产药品研发加速，公司持续增长可期》2018-08-02
- 3、《科伦药业 (002422)：仿制药再下一城，新产品相继上市，公司长期发展值得期待》2018-07-25

1. 事件：公司发布 2018 年业绩预告，62.04%的业绩增速超预期

公司发布 2018 年业绩预告：实现收入 163.52 亿元，同比增长 43.00%；归属于上市公司股东的净利润 12.13 亿元，同比增长 62.04%，超预期。

图 1：2013-2018 公司销售收入与净利润情况（亿元）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

2. 我们的观点：输液板块与原料药板块持续为公司贡献现金流，公司制剂板块产品逐渐丰富，未来成长可期

2.1. 流感疫情叠加市场集中度提升，推动输液板块增长

我们认为 2018 年年初和年底的流感疫情严重，推动了公司输液板块业绩的增长。公司上半年输液产品收入端同比增速达到 48.25%，全年我们认为其仍然维持了较快的增速。

考虑输液行业整体集中度的提升、公司产品结构的持续优化和石四药投资收益等原因，我们认为输液板块 2018 年有望为公司贡献利润 13-14 亿，继续为公司提供现金流。同时考虑公司产品结构的进一步调整和 2019 年初的流感疫情，我们认为 2019 年全年输液板块有望继续维持两位数增长。

2.2. 原料药 4 月实现满产拉动业绩快速增长

公司上半年川宁实现利润 3.5 亿元，2018 年全年我们认为有望实现 6-7 亿的净利润。川宁环保问题得到解决，于 2018 年 4 月份实现满产。其环保优势明显且原材料多取于当地，成本相对较低，在国家环保趋严的前提下，公司原料药板块优势明显。

2.3. 公司制剂板块产品逐渐丰富，长期将有效拉动业绩增长

公司制剂板块继续增长，随着其帕瑞昔布、卡文、草艾等逐渐放量，2018 年该板块的销售额将进一步快速增长。随着其进一步的推广，2019 年将持续为公司带来业绩增量。

2018 年开始，科伦逐渐进入研发的收获期，其中：替硝唑、甲硝唑、阿莫西林等陆续通过仿制药一致性评价；盐酸右美托咪定、唑来磷酸、乳氨基酸（17%）葡萄糖（19%）注射液、盐酸氨溴索注射液等陆续获批生产。公司创新药项目启动，ADC 项目中美同时启动临床。其 PD-L1 单抗项目有偿授权给 Harbour 公司进行中国以外地区的开发和销售。

公司前三季度研发费用化 6.21 亿元，随着临床试验的开展，我们认为研发支出将进一步增加。随着研发费用的提高，公司研发逐步推进，产品线有望进一步丰富。

3. 盈利预测与评级

我们预计公司 2018 年到 2020 年，归属母公司净利润为 12.13 亿元、15.98 亿元和 20.44 亿元，同比增长 62.0%、31.7%和 27.9%；对应 EPS 为 0.84 元、1.11 元和 1.42 元。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。

4. 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
流动资产	11,619	12,220	14,101	15,848	营业收入	11,435	16,352	19,791	23,375
现金	1,231	2,453	2,969	3,506	减:营业成本	5,568	7,452	8,783	10,170
应收账款	4,862	4,959	5,164	5,940	营业税金及附加	185	252	310	364
存货	2,500	2,639	3,217	3,345	营业费用	3,074	4,599	5,482	6,475
其他流动资产	3,025	2,170	2,751	3,057	管理费用	1,450	2,126	2,563	3,027
非流动资产	16,369	17,724	18,365	18,989	财务费用	553	641	922	999
长期股权投资	2,138	2,147	2,157	2,168	资产减值损失	306	0	0	0
固定资产	11,065	12,181	12,778	13,348	加:投资净收益	788	212	261	319
在建工程	1,092	1,336	1,405	1,453	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1,383	1,375	1,348	1,343	营业利润	1,157	1,495	1,993	2,659
其他非流动资产	692	685	677	677	加:营业外净收支	-16	-21	-20	-24
资产总计	27,988	29,944	32,465	34,837	利润总额	1,141	1,474	1,972	2,635
流动负债	11,892	13,358	15,227	16,470	减:所得税费用	330	282	401	535
短期借款	2,720	9,112	9,867	10,898	少数股东损益	63	-20	-26	56
应付账款	1,387	2,286	2,044	2,970	归属母公司净利润	749	1,213	1,598	2,044
其他流动负债	7,785	1,960	3,316	2,602	EBIT	1,500	1,886	2,557	3,237
非流动负债	4,114	3,713	3,060	2,368	EBITDA	2,306	2,662	3,428	4,187
长期借款	3,496	3,095	2,443	1,750					
其他非流动负债	617	617	617	617	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	16,006	17,070	18,287	18,837	每股收益(元)	0.52	0.84	1.11	1.42
少数股东权益	179	159	133	189	每股净资产(元)	8.20	8.83	9.75	10.98
归属母公司股东权益	11,803	12,715	14,045	15,810	发行在外股份(百万股)	1440	1440	1440	1440
负债和股东权益	27,988	29,944	32,465	34,837	ROIC(%)	5.5%	5.9%	7.4%	8.7%
					ROE(%)	6.8%	9.3%	11.1%	13.1%
					毛利率(%)	51.3%	54.4%	55.6%	56.5%
					销售净利率(%)	6.5%	7.4%	8.1%	8.7%
					资产负债率(%)	57.2%	57.0%	56.3%	54.1%
					收入增长率(%)	33.5%	43.0%	21.0%	18.1%
					净利润增长率(%)	28.0%	62.0%	31.7%	27.9%
					P/E	45.03	27.79	21.10	16.49
					P/B	2.86	2.65	2.40	2.13
					EV/EBITDA	17.48	16.77	12.91	10.54

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>

