

研发持续加码成果斐然，有望受益带量采购 贡献超额业绩

——科伦药业（002422）2019年一季报点评

2019年04月26日

强烈推荐/维持

科伦药业 | 财报点评

投资要点：

- **事件：**公司2019年第一季度实现营收42.88亿元，同比增长9.05%；实现归母净利润3.36亿元，同比减少12.40%；扣非后净利润3.17亿元，同比减少2.04%；实现经营现金流净额5.43亿元，同比减少26.63%。
- **受大输液高开与中间体降价影响，公司表现收入增速略有放缓。**2019Q1公司收入同比增长9.05%，相比去年同期有所放缓（2018Q1增速61.54%），主要是因为大输液板块在2017-2018年受两票制高开的影响以及抗生素中间体降价的影响。
- **非经常损益减少系去年公司搬迁受益并表，现金流减少系理财买卖所致。**报告期内公司非经常性损益~1833万（去年同期~5923万），主要原因是去年浙江国镜和四川科伦万和仓库的搬迁处置收益在2018Q1并表；现金流量净额同比减少26.63%，主要为买卖理财产品收到的净现金流入减少。
- **大输液高开影响收入增速，整体行业触底回暖有望稳定贡献业绩。**2018年底全国两票制基本完成，公司大输液产品高开带来高基数影响导致2019Q1收入增速降低，我们预计高开影响仍将延续到后2-3个季度。此外我们认为大输液行业本身经过前几年的限抗以及多余产能的出清，行业已经开始逐渐触底转暖，未来大输液板块将给公司带来稳定的业绩收入。
- **原料药板块有触底反弹可能，环保高压常态化下科伦优势显著。**公司原料药三大核心品种为6-APA、硫氰酸红霉素及7-ACA。（1）6-APA格局集中度高，公司在环保及成本方面占据领先优势，虽然2019Q1受竞争对手复产影响价格有所下调（目前165元/kg），但处于成本及环保考量，我们判断这属于短期价格扰动，不影响长期景气度，未来价格可能会略有回升；（2）硫氰酸红霉素供给短缺严重，报价有望继续在高位徘徊，当前价格在440元/kg左右波动；（3）7-ACA市场中主要厂家供货稳定且无复产增量，价格有望维持稳定，目前报价在440元/kg。因此我们认为短期来看虽然受主力品种价格下调影响，公司原料药板块收入增速有所放缓，但长期来看，主力品种价格已处于底部区间，随着环保高压的常态化及最近陆续多起环保事件影响，未来价格存在反弹可能，有望给公司带来更大利润弹性。
- **仿制药产品管线齐全，走在一致性评价前列。**在研仿制药方面公司主要聚焦NDDS和国际国内仿制药两大体系，NDDS立项17种，仿制药立项340余种，管线覆盖领域广泛。一致性评价方面，科伦处于申报进度第一梯队，目前获批品种中大半均为首家通过品种如艾司西酞普兰、甲硝唑、替硝唑等，此外公司更多一致性评价品种在BE试验和申报方面排名靠前，有望在前三家通过，先发优势强；另外在注射剂评价方面科伦已有诸多产品在排队中处在首位，有望率先通过。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	11,434.9	16,351.7	19,458.6	22,572.0	25,957.8
增长率（%）	33.49%	43.00%	19.00%	16.00%	15.00%
归母净利润（百万）	748.54	1,212.94	1,589.49	1,910.00	2,054.80
增长率（%）	28.04%	62.04%	31.04%	20.16%	7.58%
净资产收益率（%）	6.34%	9.50%	12.25%	14.51%	15.37%
每股收益（元）	0.52	0.85	1.10	1.33	1.43
PE	56.54	34.59	26.63	22.16	20.60
PB	3.59	3.32	3.26	3.22	3.17

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

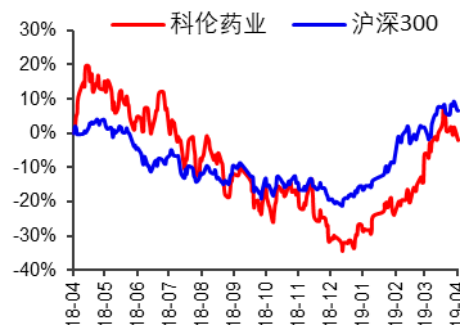
执业证书编号：

S1480510120014

交易数据

52周股价区间（元）	29.4-29.93
总市值（亿元）	423.3
流通市值（亿元）	303.71
总股本/流通A股（万股）	143979/103302
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1

52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《科伦药业（002422）2018 三季报点评：业绩高增速符合预期，制剂新品逐步放量，研发投入持续加大》2018-10-29
- 2、《科伦药业（002422）2018 中报点评：中报业绩高增长符合预期，川宁满产驱动业绩成长，输液块持续发力》2018-08-28
- 3、《科伦药业（002422）事件点评：中报业绩符合预期，川宁满产驱动业绩超高速增长，仿制药集中获批亮点多》2018-07-31
- 4、《科伦药业（002422）事件点评：右美托咪定、唑来膦酸接连获批，科伦迎来仿制药集中收获期》2018-06-05

根据历次带量采购的经验来看，率先通过一致性评价的仿制药厂家有望以价换量，抢占国内巨额仿制药市场，科伦作为国内仿制药研发的领跑者，不管是获批品种还是申报品种方面都名列前茅，有无可比拟的优势，且其属于市场上“光脚者”，没有庞大的营销团队，相对来说不惧价格竞争，从而在带量采购竞争中中标几率更大，有望给公司贡献巨额利润。长期来看，科伦仿制药板块有望形成品牌化、集群化的发展态势，通过大领域、多品种、系列化、组合化的方式来占领仿制药市场和打造品牌优势，持续稳定贡献利润。

- **创新药成果兑现期来临，有望打开长期估值空间。**公司如今已经建成了覆盖新药研发上中下游各环节，围绕创新小分子、生物大分子两大创新药功能体系。截止2018年12月31日，公司创新药已有8个进入临床阶段，重组人血小板生成素拟肽-Fc融合蛋白、外周κ受体激动剂KL280006、创新小分子JAK抑制剂KL130008、KL070002胶囊、抗体偶联药物A166、VEGFR2单抗等创新药获批临床，覆盖结直肠癌、淋巴瘤等多个恶性肿瘤，涉及EGFR、PD-L1、HER2三大热门靶点，其中进展最快的为A140西妥昔单抗类似药，目前三期临床已开始入组招募，预计2020年有望完成三期临床并报产，成为科伦药业首个获批上市的创新药。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019年-2021年实现营业收入分别为194.59亿元、225.72亿元、259.58亿元；归母净利润分别为15.89亿元、19.10亿元和20.55亿元；EPS分别为1.10元、1.33元和1.44元，对应PE分别为26.63X、22.16X和20.60X。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1、大输液或中间体降价风险；2、产品研发不达预期风险；3、其他风险。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	11619	12622	13497	15316	17308	营业收入	11435	16352	19459	22572	25958
货币资金	1231	1826	2335	2709	3115	营业成本	5568	6612	7978	9142	10643
应收账款	4862	5679	6397	7421	8534	营业税金及附加	185	229	292	339	389
其他应收款	73	136	161	187	215	营业费用	3074	5987	6616	7674	8826
预付款项	429	500	659	842	1055	管理费用	1450	830	1090	1264	1454
存货	2500	2973	2500	2500	2500	财务费用	553	632	681	790	909
其他流动资产	1052	489	99	99	99	资产减值损失	306.37	113.49	150.00	150.00	150.00
非流动资产合计	16369	16738	16104	16104	16104	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2138	2306	2306	2306	2306	投资净收益	787.81	146.68	146.68	150.00	150.00
固定资产	11065	11260	11110	11110	11110	营业利润	1157	1356	1799	2163	2338
无形资产	1047	921	1000	1000	1000	营业外收入	7.11	146.34	5.00	10.00	15.00
其他非流动资产	295	316	316	316	316	营业外支出	22.67	169.13	1.00	2.00	3.00
资产总计	27988	29361	29601	31420	33412	利润总额	1141	1333	1803	2171	2350
流动负债合计	11892	10372	8511	9009	9670	所得税	330	66	169	204	221
短期借款	2720	2650	2650	2650	2700	净利润	811	1267	1633	1967	2129
应付账款	1387	1537	1858	2129	2478	少数股东损益	63	55	44	57	74
预收款项	210	235	429	655	915	归属母公司净利润	749	1213	1589	1910	2055
一年内到期的	1182	815	815	815	815	EBITDA	3489	3823	3107	3580	3873
非流动负债合计	4114	6024	7870	8943	9994	EPS (元)	0.52	0.85	1.10	1.33	1.43
长期借款	208	870	870	870	870	主要财务比率					
应付债券	3288	4579	4500	4500	4500		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	16006	16397	16381	17952	19664	成长能力					
少数股东权益	179	201	244	302	376	营业收入增长	33.49%	43.00%	19.00%	16.00%	15.00%
实收资本(或股)	1440	1440	1440	1440	1440	营业利润增长	73.16%	17.23%	32.63%	20.26%	8.08%
资本公积	3532	3550	3550	3550	3550	归属于母公司净利	28.04%	62.04%	31.04%	20.16%	7.58%
未分配利润	6283	7122	6327	5372	4345	获利能力					
归属母公司股	11803	12763	12975	13166	13372	毛利率(%)	51.31%	59.56%	43.55%	45.54%	45.50%
负债和所有者	27988	29361	29601	31420	33412	净利率(%)	7.09%	7.75%	8.39%	8.71%	8.20%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)					
经营活动现金	1103	2954	3093	2437	2690	偿债能力					
净利润	811	1267	1633	1967	2129	资产负债率(%)	57%	56%	55%	57%	59%
折旧摊销	1779	1835	627	627	627	流动比率	0.98	1.22	1.59	1.70	1.79
财务费用	553	632	681	790	909	速动比率	0.77	0.93	1.29	1.42	1.53
应收账款减少	0	0	-719	-1024	-1113	营运能力					
预收帐款增加	0	0	195	226	260	总资产周转率	0.44	0.57	0.66	0.74	0.80
投资活动现金	-2279	-959	560	0	0	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.33	11.18	11.46	11.32	11.27
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	788	147	147	150	150	每股收益(最新摊)	0.52	0.85	1.10	1.33	1.43
筹资活动现金	1211	-1382	-3145	-2063	-2283	每股净现金流(最)	0.02	0.43	0.35	0.26	0.28
应付债券增加	0	0	-79	0	0	每股净资产(最新)	8.20	8.86	9.01	9.14	9.29
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	56.54	34.59	26.63	22.16	20.60
资本公积增加	55	18	0	0	0	P/B	3.59	3.32	3.26	3.22	3.17
现金净增加额	35	613	509	374	406	EV/EBITDA	13.90	12.93	15.72	13.53	12.42

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。