

# 科伦药业 (002422): 利润环比改善明显, 川宁降本增效成果显著

## ——2019 年半年报预告点评

2019 年 07 月 16 日

强烈推荐/维持

科伦药业 公司报告

### 报告摘要:

**事件:** 近日公司发布 2019 年半年报预告, 实现归母净利润区间为 6.96-7.74 亿元, 比去年同期变化-10%-0%。

**2019Q2 利润环比增长显著, 经营情况向好。** 2019Q1 公司实现归母净利润 3.36 亿元, 则 Q2 利润区间为 3.6-4.38 亿元。以区间中性值测算, 公司 2019Q2 利润-4 亿元, 环比增长~20%, 环比增长趋势明显, 2019 年公司逐季度利润改善明显, 经营情况向好, 主要源于公司大输液和原料药业务的稳健增长。

**川宁受原料药行情及所得税影响拖累净利润, 川宁实际降本增效成果明显, 基本抵消负面影响。** 我们预计川宁 2019 年上半年共实现净利润 3.3 亿元(其中硫红占比 50%, 6-APA25%, 7-ACA25%), 在行情偏弱及所得税影响下更加体现川宁出色的盈利水平。

**大输液及新药业务稳健进行, 研发投入持续增加。** 报告期内公司大输液业务保持稳健增长, 收入和毛利均有所增加。新药业务稳步推进, 研发投入持续增加。根据此次医药局药品集中采购座谈会情况来看, 带量采购未来将更加全面和深入, 首批 4+7 带量采购继续将向全国推行, 集中报价多家中标使得成本越发成为重要考量因素。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, 且属于市场上“光脚者”, 没有庞大的营销团队, 相对无惧价格竞争, 成本优势凸出, 在带量采购竞争中中标几率更大, 有望给公司贡献可观利润。

**公司盈利预测及投资评级:** 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、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 1.43 元, 对应 PE 分别为~25X、~21X 和~19X, 维持“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 输液产品或原料药中间体降价压力; 产品研发不及预期; 其他风险。

### 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11435	16352	19459	22572	25958
增长率(%)	33.49%	43.00%	19.00%	16.00%	15.00%
净利润(百万元)	811	1267	1633	1967	2129
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	56.50	34.56	26.61	22.15	20.59
PB	3.58	3.31	3.26	3.21	3.16

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

### 公司简介:

公司主要有三大块业务, 大输液、川宁原料药和新药业务, 公司自大输液起家, 成长为大输液行业的领军者, 川宁项目基本迈入满产, 新药业务稳步推进, 公司未来成长性十足。

### 未来 3-6 个月重大事项提示:

2019-08-28 披露 2019 年中期报告

### 交易数据

52 周股价区间(元)	27.75-33.04
总市值(亿元)	399.54
流通市值(亿元)	286.5
总股本/流通 A 股(万股)	143979/103244
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.95

### 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

### 分析师胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050003

研究助理许睿

001-66554049

xurui@dxzq.net.cn

## 目 录

1. 利润环比明显改善, 川宁降本增效成本显著 .....	3
2. 风险提示.....	4
相关报告汇总.....	6

## 1. 利润环比明显改善, 川宁降本增效成本显著

**2019Q2 环比增长显著, 经营情况向好。**近日公司发布 2019 年半年报预告, 实现归母净利润区间为 6.96-7.74 亿元, 比去年同期变化-10%-0%。2019Q1 公司实现归母净利润 3.36 亿元, 则 Q2 利润区间为 3.6-4.38 亿元。以区间中性值测算, 公司 2019Q2 利润~4 亿元, 环比增长~20%, 环比增长趋势明显, 2019 年公司逐季度利润改善明显, 经营情况向好, 主要源于公司大输液和原料药业务的稳健增长。

**川宁受原料药行情及所得税影响拖累净利润。**川宁主要有硫氰酸红霉素、6-APA 及 7-ACA 三类产品, 川宁利润不及去年同期主要有以下几点原因: (1) 受相关厂家之一复产等因素影响, 自 2018 年下半年起, 6-APA 等品种价格较去年有所回落, 影响利润释放; (2) 2019 年 3 月响水事件爆发, 头孢复方产业链受到打击(舒巴坦的龙头华旭停产, 下游头孢舒巴坦类复方产能下降), 下游厂家减产, 头孢中间体 7-ACA 需求减弱, 上游厂家发货力度不足, 预计下半年情况有所改善; (3) 川宁 5 年免税期 2018 年底到期, 2019 年起征收~15%企业所得税, 预计影响净利润~1.1 亿元。

**川宁实际降本增效成果明显, 基本抵消负面因素影响。**川宁目前硫氰酸红霉素、6APA 及 7-ACA 年产能分别约为 3300 吨、9200 吨(青霉素工业盐折算成 6-APA)和 3300 吨, 三大品种相比去年产能均有所提升, 尤其是 6-APA 系列由于工艺改进产能提升明显, 并伴随成本下降; 7-ACA 也在快速推向满产(去年全年产量 2000 吨, 今年全年有望实现 3300 吨), 规模效应带来成本降低明显, 利润贡献比迅速提升。

我们预计川宁 2019 年上半年共实现净利润 3.3 亿元(其中硫红占比 50%, 6-APA 25%, 7-ACA 25%), 在行情偏弱及所得税影响下更加体现川宁出色的盈利水平。下半年随着响水事件影响逐步消化, 川宁有望实现满产满销, 全年净利润有望超过 7 亿元。

**大输液及新药业务稳健进行, 研发投入持续增加。**报告期内公司大输液业务保持稳健增长, 收入和毛利均有所增加。新药业务稳步推进, 研发投入持续增加, 其中一致性评价板块收获颇丰, 上一轮 4+7 采购公司草酸艾司西酞普兰片成功中选, 2018 年收入 2.1 亿元, 预计 2019 年收入 3 亿元, 实现~50%增长, 且公司目前已有 11 个口服品种通过一致性评价, 后期放量潜力巨大; 此外在注射剂一致性评价方面科伦也名列前茅, 据 Insight 数据库统计, 科伦已有 22 个注射剂品种递交补充申请, 涉及右美托咪定、氨溴索、帕瑞昔布钠、头孢曲松钠等多个 10-30 亿的大品种。根据此次医药局药品集中采购座谈会情况来看, 带量采购未来将更加全面和深入, 首批 4+7 带量采购继续将向全国推行, 集中报价多家中标使得成本越发成为重要考量因素。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, 且属于市场上“光脚者”, 没有庞大的营销团队, 相对不惧价格竞争, 成本优势凸出, 在带量采购竞争中中标几率更大, 有望给公司贡献可观利润。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, 未来成长性十足。

**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  $\kappa$  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。

公司盈利预测及投资评级: 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、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 1.43 元, 对应 PE 分别为~25X、~21X 和~19X, 维持“强烈推荐”评级。

## 2. 风险提示

输液产品或原料药中间体降价压力; 产品研发不及预期; 其他风险。

**附表: 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
<b>流动资产合计</b>	11619	12622	13497	15316	17308	<b>营业收入</b>	11435	16352	19459	22572	25958
货币资金	1231	1826	2335	2709	3115	<b>营业成本</b>	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
<b>非流动资产合计</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	27988	29361	29601	31420	33412	<b>利润总额</b>	1141	1333	1803	2171	2350
<b>流动负债合计</b>	11892	10372	8511	9009	9670	所得税	330	66	169	204	221
短期借款	2720	2650	2650	2650	2700	<b>净利润</b>	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
一年内到期的非流动	1182	815	815	815	815	EBITDA	3489	3823	3107	3580	3873
<b>非流动负债合计</b>	4114	6024	7870	8943	9994	<b>EPS (元)</b>	0.52	0.85	1.10	1.33	1.43
长期借款	208	870	870	870	870	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	3288	4579	4500	4500	4500	单位: 百万元					
<b>负债合计</b>	16006	16397	16381	17952	19664	2017A 2018A 2019E 2020E 2021E					
少数股东权益	179	201	244	302	376	<b>成长能力</b>					
实收资本 (或股本)	1440	1440	1440	1440	1440	营业收入增长	33.49%	43.00%	19.00%	16.00%	15.00%
资本公积	3532	3550	3550	3550	3550	营业利润增长	73.16%	17.23%	32.63%	20.26%	8.08%
未分配利润	6283	7122	6327	5372	4345	归属于母公司净利	28.04%	62.04%	31.04%	20.16%	7.58%
归属母公司股东权益	11803	12763	12975	13166	13372	<b>获利能力</b>					
<b>负债和所有者权益</b>	27988	29361	29601	31420	33412	毛利率 (%)	51.31%	59.56%	43.55%	45.54%	45.50%
<b>现金流量表</b>						单位: 百万元					
						2017A 2018A 2019E 2020E 2021E					
<b>经营活动现金流</b>	1103	2954	3093	2437	2690	<b>偿债能力</b>					
净利润	811	1267	1633	1967	2129	总资产净利润 (%)	2.67%	4.13%	5.37%	6.08%	6.15%
折旧摊销	1779	1835	627	627	627	ROE (%)	6.34%	9.50%	12.25%	14.51%	15.37%
财务费用	553	632	681	790	909	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	0	0	-719	-1024	-1113	总资产周转率	0.44	0.57	0.66	0.74	0.80
预收账款增加	0	0	195	226	260	应收账款周转率	3	3	3	3	3
<b>投资活动现金流</b>	-2279	-959	560	0	0	应付账款周转率	8.33	11.18	11.46	11.32	11.27
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊)	0.52	0.85	1.10	1.33	1.43
投资收益	788	147	147	150	150	每股净现金流 (最新)	0.02	0.43	0.35	0.26	0.28
<b>筹资活动现金流</b>	1211	-1382	-3145	-2063	-2283	每股净资产 (最新摊)	8.20	8.86	9.01	9.14	9.29
应付债券增加	0	0	-79	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	56.50	34.56	26.61	22.15	20.59
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	3.58	3.31	3.26	3.21	3.16
资本公积增加	55	18	0	0	0	EV/EBITDA	13.89	12.92	15.71	13.53	12.41
<b>现金净增加额</b>	35	613	509	374	406						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	科伦药业（002422）2019 年一季报点评：研发持续加码成果斐然，有望受益带量采购贡献超额业绩	2019-4-26
公司	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	2018-10-28
公司	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	2018-8-27

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：胡博新

药学专业，9年证券从业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

## 研究助理简介

### 研究助理：许睿

医药生物行业分析师，复旦大学药学硕士，曾就职于凯盛产业研究院，2019年加盟东兴证券研究所，主要覆盖原料药、化学药、制剂出口等领域。

## 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。