

整体业绩符合预期, 新药收入增长亮眼

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年上半年实现营业收入89.2亿元, 同比增长14.5%; 实现归母净利润7.3亿元, 同比下滑5.9%; 实现扣非净利润为6.4亿元, 同比下滑10.6%。
- **整体业绩符合预期, 新药收入增长亮眼。1) 分季度来看:** 整体业绩落在预告区间, 符合市场预期, 2019Q1/Q2收入同比增速分别为9.1%/20.1%, 归母净利润同比增速分别为-12.4%/+0.5%, Q1主要受到去年同期流感因素高基数的影响; **2) 从业务结构来看:** 2019H1公司输液产品实现收入51.8亿元, 同比增长10.1%; 非输液制剂实现收入18.5亿元, 同比增长36.1%; 原料药及中间体业务实现收入18亿元, 同比增长8.8%; **3) 从非输液制剂来看:** 塑料水针收入增长约5.3%, 主要系Q1生产线改造影响; 康复新液收入超过2亿元, 同比增长约25.2%, 主要系成立OTC事业部销售促进所致; **4) 从新药收入来看:** 科瑞舒(帕瑞昔布钠)销售金额约2.2亿元(+692.4%), 主要系推进挂网和入院工作所致; 多特、多蒙捷等肠外营养销售金额1.8亿元(+467.8%), 主要系推进挂网入院及竞争格局良好所致; 百洛特(草酸艾司西酞普兰)销售金额1.7亿元, 主要系“4+7”地区带量采购中标所致; 其他新获批的23个品种销售金额约1.7亿元, 以上合计约7.4亿元, 达到全年指引的阶段目标。
- **中间体核心产品价格承压, 川宁业绩或受短期影响。1) 伊犁川宁免征政策到期:** 2019H1, 子公司伊犁川宁持续满产, 实现收入18.1亿元, 同比增长10.1%, 净利润为2.8亿元, 同比下滑20.6%, 主要系五年免征所得税的优惠政策到期, 现适用于15%的优惠税率所致; **2) 核心产品价格或短期承压:** 根据wind数据显示, 报告期内硫氰酸红霉素行业平均价格约为428元/千克, 相比去年同期的375元/千克有明显提升, 但今年下半年部分竞争厂家提量降价, 公司出厂价格或短期承压; 报告期内6-APA行业平均价格约为165元/千克, 相比去年同期的238元/千克有明显下滑, 主要系部分竞争厂家恢复生产;
- **销售费用加大投入, 毛利率略有提升。1) 期间费用方面:** 三项费用率合计约50.9%, 上升3.9pp, 其中销售费用率为36.3%, 上升3.3pp; 管理费用率为11.3%, 上升1.3pp; 财务费用率为3.3%, 下降0.7pp; **2) 毛利率方面:** 2019H1毛利率为60%, 同比上升1.4pp, 主要系非输液产品结构改善, 毛利率同比提升4.1pp。
- **研发投入持续加大, 创新项目积极进展。1) 研发投入持续加大:** 2019H1, 公司研发投入金额为6.7亿元, 同比增长32.5%, 约占营业收入的7.5%; 公司获得12个生产批文, 涉及7个品种, 其中首家通过一致性评价品种3个(氨溴酸西酞普兰胶囊、氟康唑片、头孢氨苄胶囊), 获得新药证书1个; 仿制药物申报生产6项, 首仿申报1项; 申报一致性评价18项, 首家申报5项; 申请创新药物临床试验申请2项; **2) 创新项目积极进展:** 2019H1, 公司共有15项创新药物临床研究正在开展, 其中KL-A167(PD-L1单抗)进入关键临床2期, KL-A166(ADC药物)在中、美两国同步进行临床1期, 新申请创新药物IND2项。
- **盈利预测与评级。** 暂不考虑后续中间体价格或有波动, 预计公司2019-2021年归母净利润分别为15.6亿元、19.9亿元、24.7亿元, 对应当前410亿元市值, PE分别为26倍、21倍、17倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 川宁项目核心原料药价格或小幅下行的风险; 仿制药和创新药研发进度或上市进度低于预期的风险; 新上市产品放量或低于预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	16351.79	19031.59	22107.19	25312.24
增长率	43.00%	16.39%	16.16%	14.50%
归属母公司净利润(百万元)	1212.94	1564.98	1994.42	2470.91
增长率	62.04%	29.02%	27.44%	23.89%
每股收益EPS(元)	0.84	1.09	1.39	1.72
净资产收益率ROE	9.78%	11.79%	13.59%	15.08%
PE	34	26	21	17
PB	3.16	2.92	2.64	2.36

数据来源: Wind, 西南证券

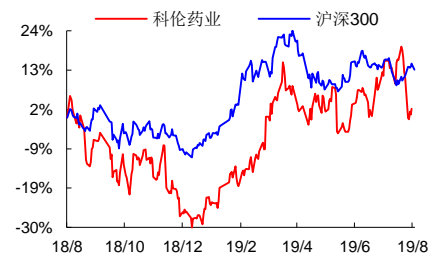
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: cti@swsc.com.cn

联系人: 张林飞
电话: 023-67909731
邮箱: zlf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.40
流通A股(亿股)	10.33
52周内股价区间(元)	19.43-33.0
总市值(亿元)	410.05
总资产(亿元)	302.64
每股净资产(元)	9.14

相关研究

1. 科伦药业(002422): 业绩符合预期, 新药板块销售实现突破 (2019-03-21)
2. 科伦药业(002422): 业绩符合市场预期, 可作为战略性配置标的 (2019-02-28)
3. 科伦药业(002422): 业绩基本符合预期, 期待重磅仿制药放量 (2018-10-29)
4. 科伦药业(002422): 三发驱动全面发力, 公司业绩正快速增长 (2018-08-27)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	16351.79	19031.59	22107.19	25312.24	净利润	1267.48	1656.06	2110.49	2614.71
营业成本	6612.15	8434.26	9778.74	11084.43	折旧与摊销	988.98	1594.92	1666.89	1726.62
营业税金及附加	229.21	279.82	325.30	369.42	财务费用	631.50	483.21	462.88	426.11
销售费用	5987.23	6661.06	7626.98	8732.72	资产减值损失	113.49	100.00	130.00	150.00
管理费用	830.41	1522.53	1768.58	2024.98	经营营运资本变动	-1506.50	-912.37	-536.64	-570.40
财务费用	631.50	483.21	462.88	426.11	其他	1458.55	-300.10	-349.95	-390.01
资产减值损失	113.49	100.00	130.00	150.00	经营活动现金流净额	2953.51	2621.72	3483.67	3957.04
投资收益	146.68	200.00	220.00	240.00	资本支出	-249.68	-800.00	-600.00	-400.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-709.32	200.00	220.00	240.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-959.00	-600.00	-380.00	-160.00
营业利润	1356.20	1750.71	2234.71	2764.57	短期借款	-70.00	-70.42	-1704.12	-875.46
其他非经营损益	-22.80	-8.52	-14.45	-13.87	长期借款	662.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	1333.40	1742.19	2220.26	2750.70	股权融资	17.74	0.00	0.00	0.00
所得税	65.92	86.13	109.76	135.99	支付股利	-300.91	-487.59	-629.10	-801.73
净利润	1267.48	1656.06	2110.49	2614.71	其他	-1691.06	-1386.38	-462.88	-426.11
少数股东损益	54.54	91.08	116.08	143.81	筹资活动现金流净额	-1381.89	-1944.39	-2796.11	-2103.30
归属母公司股东净利润	1212.94	1564.98	1994.42	2470.91	现金流量净额	612.32	77.33	307.56	1693.74
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1825.83	1903.16	2210.72	3904.46	成长能力				
应收和预付款项	7322.34	8582.20	9966.15	11403.11	销售收入增长率	43.00%	16.39%	16.16%	14.50%
存货	2973.43	3856.81	4494.25	5028.85	营业利润增长率	17.23%	29.09%	27.65%	23.71%
其他流动资产	500.89	1422.90	1597.98	1736.31	净利润增长率	56.27%	30.66%	27.44%	23.89%
长期股权投资	2306.30	2306.30	2306.30	2306.30	EBITDA 增长率	18.31%	28.63%	13.99%	12.67%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	12080.02	11424.03	10496.07	9308.38	毛利率	59.56%	55.68%	55.77%	56.21%
无形资产和开发支出	1643.10	1506.93	1370.77	1234.60	三费率	45.56%	45.54%	44.59%	44.18%
其他非流动资产	708.97	706.21	703.45	700.69	净利率	7.75%	8.70%	9.55%	10.33%
资产总计	29360.88	31708.54	33145.69	35622.69	ROE	9.78%	11.79%	13.59%	15.08%
短期借款	2650.00	2579.58	875.46	0.00	ROA	4.32%	5.22%	6.37%	7.34%
应付和预收款项	2013.13	2662.52	3045.68	3452.24	ROIC	10.70%	11.24%	13.51%	16.26%
长期借款	870.33	870.33	870.33	870.33	EBITDA/销售收入	18.20%	20.12%	19.74%	19.43%
其他负债	10863.30	11551.33	12828.05	13960.98	营运能力				
负债合计	16396.76	17663.77	17619.53	18283.55	总资产周转率	0.57	0.62	0.68	0.74
股本	1439.85	1439.79	1439.79	1439.79	固定资产周转率	1.46	1.74	2.17	2.73
资本公积	3550.00	3550.06	3550.06	3550.06	应收账款周转率	3.10	3.10	3.09	3.07
留存收益	7826.50	8903.89	10269.20	11938.37	存货周转率	2.38	2.44	2.32	2.31
归属母公司股东权益	12763.48	13753.04	15118.36	16787.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.00%	—	—	—
少数股东权益	200.64	291.73	407.80	551.61	资本结构				
股东权益合计	12964.12	14044.77	15526.16	17339.14	资产负债率	55.85%	55.71%	53.16%	51.33%
负债和股东权益合计	29360.88	31708.54	33145.69	35622.69	带息债务/总负债	49.40%	45.45%	35.90%	29.81%
					流动比率	1.22	1.35	1.58	1.80
					速动比率	0.93	1.02	1.19	1.39
					股利支付率	24.81%	31.16%	31.54%	32.45%
					每股指标				
					每股收益	0.84	1.09	1.39	1.72
					每股净资产	9.00	9.75	10.78	12.04
					每股经营现金	2.05	1.82	2.42	2.75
					每股股利	0.21	0.34	0.44	0.56
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	2976.69	3828.85	4364.48	4917.30					
PE	33.81	26.20	20.56	16.60					
PB	3.16	2.92	2.64	2.36					
PS	2.51	2.15	1.85	1.62					
EV/EBITDA	15.93	12.13	10.18	8.51					
股息率	0.73%	1.19%	1.53%	1.96%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn