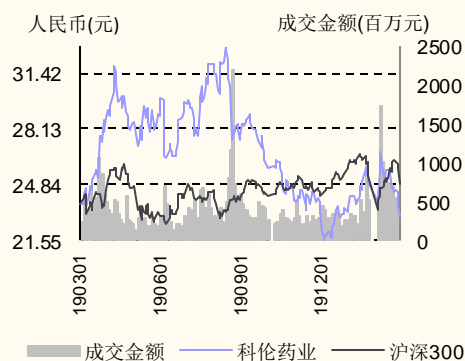


市场价格 (人民币): 22.95 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	14.40
已上市流通 A 股(亿股)	10.33
总市值(亿元)	330.43
年内股价最高最低(元)	26.80/22.95
沪深 300 指数	3940
中小板综	10287



## 相关报告

- 1.《业绩基本符合预期，中间体承压，仿制药放量-科伦药业 2019Q...》，2019.10.31
- 2.《公司业绩符合预期，仿制药销售环比放量-科伦药业 2019 中报点...》，2019.8.28
- 3.《三发驱动，创新未来-科伦药业深度报告》，2019.7.17

王麟

联系人  
(8621)60230233  
wang\_lin@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)61038219  
lijingl@gjzq.com.cn

## 业绩收入端符合预期，研发多投，所得税增加

## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.520	0.842	0.650	0.938	1.142
每股净资产(元)	8.20	8.86	9.46	10.19	11.12
每股经营性现金流(元)	0.77	2.05	0.71	1.89	2.37
市盈率(倍)	44.15	27.24	35.33	24.47	20.09
净利润增长率(%)	28.04%	62.04%	-22.89%	44.38%	21.79%
净资产收益率(%)	6.34%	9.50%	6.87%	9.21%	10.27%
总股本(百万股)	1,440.00	1,439.85	1,439.79	1,439.79	1,439.79

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2月28日，公司发布2019年业绩快报，实现收入约176.4亿元，同比约7.88%；利润总额约12.39亿元，同比约-7.08%；归母净利润约9.35亿元，同比约-22.89%。收入及利润总额增速符合预期，归母净利润增速低于预期。

## 经营分析

- 公司收入端符合预期，归母净利润低于预期，预计与公司费用化研发多投及所得税增加有关：公司收入增速约7.88%，整体符合预期，其中仿制药销售、大输液、及非输液制剂运营正常，整体符合预期；川宁由于与竞争对手价格战，预计有所下降，但符合预期。利润总额增速约-7.08%，归母净利润同比增速约-22.89%，预计与少数股东权益及所得税费用增加有关。
- 预计仿制药销售符合预期，大输液正常稳健增长：预计2019Q1、Q2、Q3环比加速，仿制药销售放量。上半年科瑞舒销售额约2.2亿元，百洛特销售额约1.69亿元，多特+多蒙捷等肠外营养品种销售额约1.79亿元，其他新获批23个仿制药销售额约1.73亿元；前三季度仿制药销售额有望达到12亿元。该板块全年有望销售额超15亿元，利润有望达到1.5-2亿元。仿制药销售逐季放量，符合预期。另外，大输液稳健增长，预计大输液板块利润增速超过10%。
- 预计研发投入费用化比例提升，仿制药一致性评价进入收获期，创新药有望明年申报第一个：公司研发总投入2019年预计超13亿元，费用化研发预计增加较多（A140项目三期临床费用计提、研发授权收入同比减少等因素）。公司仿制药预计逐步进入收获期，明年有望获批白蛋白紫杉醇、达泊西汀以及奥氮平等仿制药；同时，第一个创新药PD-L1有望以鼻咽癌申报生产。创新药进展较快的品种主要包括A167（PD-L1）、A140（EGFR）、A168（VEGF）。除以上进展较快新药品种，还包括处于一期临床的HER2 ADC、伊立替康脂质体、JAK抑制剂、麻醉镇痛新药、以及TPO品种等。

## 盈利预测及投资建议

- 考虑到公司输液长期稳定增长，川宁业绩承压，仿创药上市快速放量贡献业绩，以及创新药临床稳步推进未来可期。2019-2021年我们给予归母净利润约9.35/13.5/16.5亿元，对应估值约35.3/24.5/20.1倍。（2019年归母预测比上次分别下调约15%，主要由于川宁业绩下降及所得税增加导致）。

## 风险提示

- 在研品种国内外临床进展存在不确定性；仿创药上市后竞争的风险；销售团队扩建和新药商业化的不确定性；配股进展的不确定性，目前暂未考虑；川宁中间体市场竞争格局复杂，业绩存在不确定性；限售股解禁存在风险。

图表 1: 科伦药业公司财务模型 (单位: 百万人民币)

损益表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	8,566	11,435	16,352	17,640	19,537	20,567
增长率		33.5%	43.0%	7.9%	10.8%	5.3%
主营业务成本	-4,855	-5,568	-6,612	-7,364	-7,875	-7,977
%销售收入	56.7%	48.7%	40.4%	41.7%	40.3%	38.8%
毛利	3,711	5,867	9,740	10,276	11,662	12,589
%销售收入	43.3%	51.3%	59.6%	58.3%	59.7%	61.2%
营业税金及附加	-119	-185	-229	-247	-274	-288
%销售收入	1.4%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	-1,254	-3,074	-5,987	-6,207	-6,733	-7,083
%销售收入	14.6%	26.9%	36.6%	35.2%	34.5%	34.4%
管理费用	-1,252	-1,450	-1,716	-1,966	-2,230	-2,481
%销售收入	14.6%	12.7%	10.5%	11.1%	11.4%	12.1%
息税前利润 (EBIT)	1,086	1,159	1,808	1,856	2,425	2,737
%销售收入	12.7%	10.1%	11.1%	10.5%	12.4%	13.3%
财务费用	-293	-553	-632	-670	-793	-811
%销售收入	3.4%	4.8%	3.9%	3.8%	4.1%	3.9%
资产减值损失	-141	-306	-113	-101	-86	-49
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	16	788	147	170	200	240
%税前利润	2.2%	69.0%	11.0%	13.9%	11.8%	11.6%
营业利润	668	1,157	1,356	1,254	1,747	2,117
营业利润率	7.8%	10.1%	8.3%	7.1%	8.9%	10.3%
营业外收支	48	-16	-23	-30	-50	-50
税前利润	716	1,141	1,333	1,224	1,697	2,067
利润率	8.4%	10.0%	8.2%	6.9%	8.7%	10.0%
所得税	-92	-330	-66	-208	-255	-310
所得税率	12.9%	28.9%	4.9%	17.0%	15.0%	15.0%
净利润	624	811	1,267	1,016	1,442	1,757
少数股东损益	40	63	55	81	92	112
归属于母公司的净利润	585	749	1,213	935	1,350	1,645
净利率	6.8%	6.5%	7.4%	5.3%	6.9%	8.0%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,228	1,231	1,826	1,952	2,118	2,541
应收款项	4,318	6,395	6,823	7,740	8,497	8,906
存货	2,133	2,500	2,973	3,127	3,236	3,278
其他流动资产	1,068	1,492	1,000	1,236	1,288	1,298
流动资产	8,748	11,619	12,622	14,055	15,139	16,023
%总资产	37.4%	41.5%	43.0%	44.6%	45.7%	46.5%
长期投资	988	2,138	2,306	2,606	2,606	2,606
固定资产	11,692	12,157	12,083	12,292	12,801	13,190
%总资产	49.9%	43.4%	41.2%	39.0%	38.6%	38.3%
无形资产	1,452	1,555	1,671	1,896	1,921	1,944
非流动资产	14,662	16,369	16,738	17,473	18,007	18,419
%总资产	62.6%	58.5%	57.0%	55.4%	54.3%	53.5%
资产总计	23,410	27,988	29,361	31,528	33,146	34,442
短期借款	6,098	3,902	3,465	4,885	4,927	4,517
应付款项	1,809	3,549	4,311	4,284	4,623	4,769
其他流动负债	2,292	4,441	2,596	2,741	2,816	2,902
流动负债	10,198	11,892	10,372	11,909	12,366	12,187
长期贷款	290	208	870	870	870	870
其他长期负债	1,455	3,906	5,154	4,850	4,870	4,890
负债	11,944	16,006	16,397	17,630	18,107	17,948
普通股股东权益	11,330	11,803	12,763	13,617	14,666	16,010
少数股东权益	136	179	201	282	373	485
负债股东权益合计	23,410	27,988	29,361	31,528	33,146	34,442

比率分析						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.406	0.520	0.842	0.650	0.938	1.142
每股净资产	7.868	8.197	8.864	9.457	10.186	11.119
每股经营现金净流	1.198	0.766	2.051	0.711	1.889	2.371
每股股利	0.139	0.139	0.209	0.210	0.210	0.209
回报率						
净资产收益率	5.16%	6.34%	9.50%	6.87%	9.21%	10.27%
总资产收益率	2.50%	2.67%	4.13%	2.97%	4.07%	4.78%
投入资本收益率	4.97%	4.20%	7.77%	6.29%	8.02%	8.69%
增长率						
主营业务收入增长率	10.34%	33.49%	43.00%	7.88%	10.76%	5.27%
EBIT增长率	-0.67%	6.69%	56.01%	2.70%	30.65%	12.85%
净利润增长率	-9.40%	28.04%	62.04%	-22.89%	44.38%	21.79%
总资产增长率	3.66%	19.56%	4.90%	7.38%	5.13%	3.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	132.7	134.4	117.6	140.0	140.0	140.0
存货周转天数	163.2	151.9	151.1	155.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	106.2	90.0	80.7	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	408.5	353.2	251.3	234.2	220.0	215.1
偿债能力						
净负债/股东权益	54.57%	51.47%	54.68%	60.31%	54.91%	45.01%
EBIT利息保障倍数	3.7	2.1	2.9	2.8	3.1	3.4
资产负债率	51.02%	57.19%	55.85%	55.92%	54.63%	52.11%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	624	811	1,267	1,016	1,442	1,757
少数股东损益	40	63	55	81	92	112
非现金支出	796	1,112	1,102	1,077	1,162	1,247
非经营收益	243	-48	493	620	705	689
营运资金变动	62	-773	90	-1,690	-589	-278
经营活动现金净流	1,725	1,103	2,954	1,023	2,720	3,414
资本开支	-1,369	-1,450	-1,318	-1,440	-1,660	-1,660
投资	-639	-505	-2	100	0	0
其他	218	-324	361	170	200	240
投资活动现金净流	-1,789	-2,279	-959	-1,170	-1,460	-1,420
股权募资	0	2	7	0	0	0
债权募资	331	1,891	-289	1,065	42	-410
其他	-936	-688	-1,100	-792	-1,137	-1,160
筹资活动现金净流	-605	1,206	-1,382	273	-1,094	-1,571
现金净流量	-669	30	612	126	166	424

来源: 公司公告, 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	2	14
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.22

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

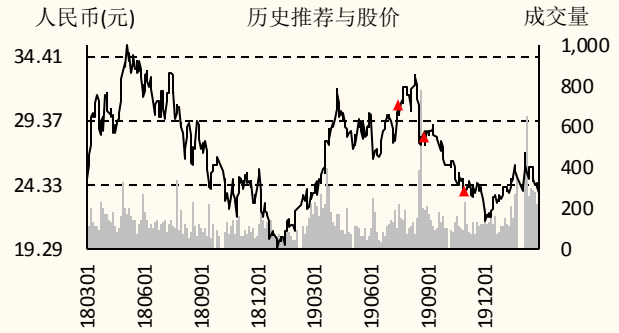
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-07-17	买入	30.00	36.00~36.00
2	2019-08-28	买入	28.48	N/A
3	2019-10-31	买入	24.06	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH