

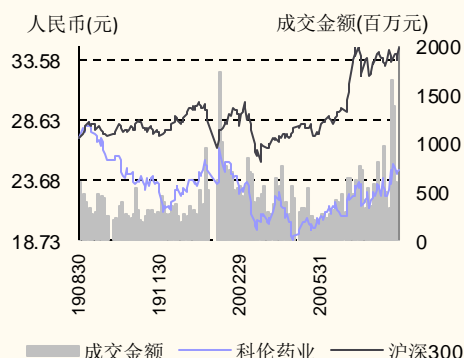
科伦药业 (002422.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 24.48 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	14.39
已上市流通 A 股(亿股)	10.78
总市值(亿元)	352.19
年内股价最高最低(元)	25.07/22.36
沪深 300 指数	4844
中小板综	13021



相关报告

- 1.《业绩收入端符合预期，研发多投，所得税增加-科伦药业 2019 业...》，2020.3.2
- 2.《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

川宁价格恢复业绩拐点，期待创新药申报生产

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.842	0.651	0.562	0.775	1.032
每股净资产(元)	8.86	9.16	9.76	10.23	10.85
每股经营性现金流(元)	2.05	1.49	0.50	1.32	1.88
市盈率(倍)	23.17	29.97	34.73	25.19	18.92
净利润增长率(%)	62.04%	-22.68%	-13.71%	37.88%	33.11%
净资产收益率(%)	9.50%	7.11%	5.76%	7.58%	9.51%
总股本(百万股)	1,439.85	1,439.79	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

- 今日，公司发布 2020 中报，收入 72.3 亿元、归母净利 2.03 亿元、扣非归母 1.4 亿元，增速分别为-19%、-72%、-79%。受疫情影响大输液板块业绩受损，川宁中间体价格恢复业绩拐点，期待创新药下半年申报生产。

经营分析

- **输液板块受疫情影响，受损严重：**今年 1-4 月院内诊疗和手术量同比缩减明显，同时随着普通民众生活习惯的改善，使感冒发烧类的普通常见病减少，用药需求有明显下降。公司输液板块 20H1 收入约 37.93 亿元，同比下降 26.76%，受疫情影响，大幅受损。预计下半年输液部分逐步恢复，Q3 有望恢复至 85-90%。输液板块长期看点为可立袋等高毛利品种替代塑瓶等低毛利品种，调整产品结构。
- **川宁价格触底回升，期待 Q3 业绩拐点：**公司抗生素中间体川宁子公司 20H1 收入约 18.47 亿元，同比增 1.96%，净利润约 0.73 亿元，同比下降 74%，主要原因为财务费用的计入；若不考虑财务费用影响，预计 H1 川宁利润约 1.5 亿。川宁价格逐步触底反弹，截止 8 月底，硫红约 390 元/kg，7-ACA 价格约 445 元/kg，6-APA 价格约 200 元/kg，期待 Q3 业绩拐点。
- **新批仿制药销售符合预期，一致性评价进入收获期：**公司 H1 新批仿制药品种销售符合预期，整体约 9.2 亿元，同比约 23%；科瑞舒、百洛特、多特+多蒙捷品种分别销售 2.5 亿、1.4 亿、3.4 亿元，疫情背景下符合预期。公司 1.1-8.20 日共有 16 项药物申报生产，其中仿制药 9 项（首仿 2 项），一致性评价 7 项。第三批集采公司中选 4 个品种，6 个规格，受益于增量逻辑。
- **研发投入继续加大，创新药有望今年申报第一个：**公司投入 7.69 亿元，同比增 10.4%，费用化 6.86 亿元，疫情背景下研发投入继续加大。创新药进展较快品种包括 PD-L1、EGFR、VEGF 等。除以上进展较快新品种，还包括处于一期临床的 HER2 ADC、伊立替康脂质体、JAK 抑制剂、麻醉镇痛新药等。下半年有望 PD-L1 作为公司第一个创新药品种申报生产。

盈利预测及投资建议

- 考虑到输液短期受损于疫情，川宁价格拐点，仿创药放量，以及创新药临床稳步推进未来可期。2020-2022 年我们给予 EPS 0.56/0.78/1.03 元，对应估值约 35/25/19 倍。（20-21 年 EPS 比上次分别下调约 40%/32%，主要由于输液业务受疫情影响、川宁价格波动及所得税增加导致）。

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；疫情对输液等板块的负面影响不确定；川宁中间体价格波动业绩存在不确定性。

王麟

分析师 SAC 执业编号: S1130520030001
(8621)60230233

wang_lin@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	11,435	16,352	17,636	15,791	18,759	20,305
增长率		43.0%	7.9%	-10.5%	18.8%	8.2%
主营业务成本	-5,568	-6,612	-7,023	-6,158	-7,203	-7,614
%销售收入	48.7%	40.4%	39.8%	39.0%	38.4%	37.5%
毛利	5,867	9,740	10,614	9,632	11,555	12,691
%销售收入	51.3%	59.6%	60.2%	61.0%	61.6%	62.5%
营业税金及附加	-185	-229	-225	-158	-188	0
%销售收入	1.6%	1.4%	1.3%	1.0%	1.0%	0.0%
销售费用	-3,074	-5,987	-6,550	-5,764	-6,753	-7,310
%销售收入	26.9%	36.6%	37.1%	36.5%	36.0%	36.0%
管理费用	-1,450	-830	-951	-947	-1,126	-1,218
%销售收入	12.7%	5.1%	5.4%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	0	-885	-1,286	-1,437	-1,688	-1,827
%销售收入	0.0%	5.4%	7.3%	9.1%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	1,159	1,808	1,601	1,326	1,801	2,335
%销售收入	10.1%	11.1%	9.1%	8.4%	9.6%	11.5%
财务费用	-553	-632	-572	-471	-684	-698
%销售收入	4.8%	3.9%	3.2%	3.0%	3.6%	3.4%
资产减值损失	-306	-113	-56	-34	-6	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	788	147	174	90	210	250
%税前利润	69.0%	11.0%	13.9%	8.3%	14.1%	12.6%
营业利润	1,157	1,356	1,277	1,082	1,491	1,985
营业利润率	10.1%	8.3%	7.2%	6.8%	7.9%	9.8%
营业外收支	-16	-23	-21	0	0	0
税前利润	1,141	1,333	1,256	1,082	1,491	1,985
利润率	10.0%	8.2%	7.1%	6.8%	7.9%	9.8%
所得税	-330	-66	-235	-200	-276	-367
所得税率	28.9%	4.9%	18.7%	18.5%	18.5%	18.5%
净利润	811	1,267	1,022	881	1,215	1,618
少数股东损益	63	55	84	72	100	133
归属于母公司的净利润	749	1,213	938	809	1,116	1,485
净利率	6.5%	7.4%	5.3%	5.1%	5.9%	7.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	811	1,267	1,022	881	1,215	1,618
少数股东损益	63	55	84	72	100	133
非现金支出	1,112	1,102	1,131	911	952	1,023
非经营收益	-48	493	325	649	536	517
营运资金变动	-773	90	-336	-1,723	-796	-450
经营活动现金净流	1,103	2,954	2,142	718	1,907	2,708
资本开支	-1,450	-1,318	-1,297	-265	-1,180	-1,280
投资	-505	-2	-319	0	0	0
其他	-324	361	255	90	210	250
投资活动现金净流	-2,279	-959	-1,361	-175	-970	-1,030
股权募资	2	7	280	380	0	0
债权募资	1,891	-289	472	427	755	-111
其他	-688	-1,100	-1,218	-847	-1,192	-1,361
筹资活动现金净流	1,206	-1,382	-466	-39	-437	-1,473
现金净流量	30	612	316	504	500	206

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,231	1,826	2,253	2,758	3,258	3,463
应收账款	6,406	6,835	7,848	7,568	8,518	9,136
存货	2,500	2,973	3,386	3,341	3,908	4,131
其他流动资产	1,480	989	687	829	924	961
流动资产	11,619	12,622	14,174	14,496	16,606	17,690
%总资产	41.5%	43.0%	45.0%	47.2%	50.2%	51.4%
长期投资	2,138	2,306	2,762	2,762	2,762	2,762
固定资产	12,157	12,083	12,122	12,297	12,505	12,740
%总资产	43.4%	41.2%	38.5%	40.0%	37.8%	37.0%
无形资产	1,555	1,671	1,657	1,176	1,202	1,226
非流动资产	16,369	16,738	17,311	16,235	16,469	16,728
%总资产	58.5%	57.0%	55.0%	52.8%	49.8%	48.6%
资产总计	27,988	29,361	31,485	30,731	33,076	34,419
短期借款	3,902	3,465	8,419	9,211	9,967	9,855
应付款项	3,777	4,480	4,857	4,258	4,990	5,323
其他流动负债	4,213	2,427	1,543	272	360	457
流动负债	11,892	10,372	14,820	13,741	15,316	15,635
长期贷款	208	870	802	802	802	802
其他长期负债	3,906	5,154	1,957	1,345	1,345	1,345
负债	16,006	16,397	17,579	15,887	17,463	17,782
普通股股东权益	11,803	12,763	13,188	14,054	14,723	15,615
其中：股本	1,440	1,440	1,440	1,440	1,440	1,440
未分配利润	6,283	7,122	7,619	8,105	8,774	9,665
少数股东权益	179	201	718	790	890	1,022
负债股东权益合计	27,988	29,361	31,485	30,731	33,076	34,419

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.520	0.842	0.651	0.562	0.775	1.032
每股净资产	8.197	8.864	9.160	9.761	10.226	10.845
每股经营现金净流	0.766	2.051	1.488	0.499	1.325	1.881
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.225	0.310	0.413
回报率						
净资产收益率	6.34%	9.50%	7.11%	5.76%	7.58%	9.51%
总资产收益率	2.67%	4.13%	2.98%	2.63%	3.37%	4.32%
投入资本收益率	4.20%	7.77%	5.27%	4.13%	5.29%	6.65%
增长率						
主营业务收入增长率	33.49%	43.00%	7.86%	-10.46%	18.80%	8.24%
EBIT 增长率	6.69%	56.01%	-11.40%	-17.17%	35.77%	29.66%
净利润增长率	28.04%	62.04%	-22.68%	-13.71%	37.88%	33.11%
总资产增长率	19.56%	4.90%	7.24%	-2.39%	7.63%	4.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	134.4	117.6	125.8	145.0	140.0	140.0
存货周转天数	151.9	151.1	165.3	200.0	200.0	200.0
应付账款周转天数	90.0	80.7	82.9	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	353.2	251.3	234.7	263.8	224.2	209.6
偿债能力						
净负债/股东权益	51.47%	54.68%	59.78%	57.94%	56.72%	51.32%
EBIT 利息保障倍数	2.1	2.9	2.8	2.8	2.6	3.3
资产负债率	57.19%	55.85%	55.83%	51.70%	52.80%	51.66%

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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。

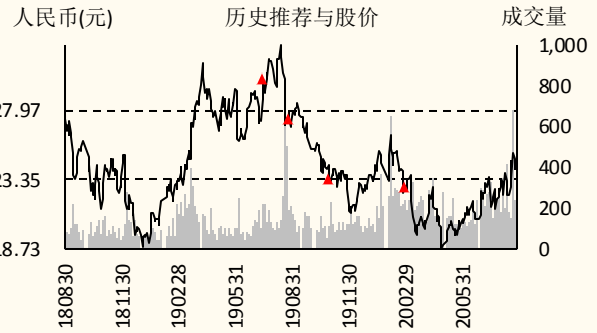
最终评分与平均投资建议对照：

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
4	2020-03-02	买入	22.95	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