

科伦药业 (002422.SZ)

2020 下半年业绩略超预期，2021Q1 符合预期，静待创新收获

事件：科伦药业发布业绩快报。2020年，公司实现营业总收入164.64亿元，同比下降6.65%；实现归母净利润8.29亿元，同比下降11.57%。Q4单季度公司营业收入48.01亿元，同比增长2.6%，归母净利润3.28亿元，同比增长1266.4%。

科伦发布2021Q1业绩预告。预计2021Q1公司实现归母净利润1.6亿-2亿元，同比增长630.95%-813.69%。

观点：2020年为最困难一年，下半年开始好转，2021Q1符合预期

2020年全年业绩符合预期，下半年略超预期，Q4单季度业绩亮眼。2020年上半年受新型冠状病毒疫情影响，医疗机构非疫情科室未正常开展诊疗工作，导致输液、非输液制剂产品销量下降，下半年销售量逐步恢复。公司研发投入力度也持续加大。Q4单季度3.28亿利润相当亮眼，主要驱动在于新获批的仿制药持续放量以及川宁产品价格的恢复性上涨。2020年我们预计利润拆分为大输液9-10亿利润，原料药3-4亿利润，新获批仿制药2.5-3亿利润，老普药2-3亿利润，石四药并表1.2亿，其他利润约1亿，研发投入13-14亿。

2021Q1业绩高增长符合预期。2020年Q1公司受到疫情影响业绩基数较低，大输液下滑较多。2021年Q1产销量基本恢复，输液回暖，非输液制剂及新产品同比增加。另外公司研发投入仍然在增加。

公司长期投资逻辑梳理：公司在困难时期依然选择了高研发投入，从2019-2020上半年获批产品来看仿制药已逐步进入收获期。公司长期逻辑不变，大输液产业升级，结构调整；川宁满产利润好转；创新即将进入收获期（PD-L1今年申报，ADC平台多个项目有序推进）。

盈利预测与投资建议。公司2019年受到川宁的影响，2020年初又遭遇疫情，业绩进入阵痛期，2020年下半年出现拐点；2020年后三发驱动创新药开始逐步兑现，以仿制带动创新，制剂板块未来仍有投资价值。预计2020-2022年归母净利润分别为8.29亿元、11.11亿元、13.60亿元，对应增速分别为-11.6%、34.0%、22.4%，EPS分别为0.58元、0.77元、0.95元，对应PE分别为36X、27X、22X，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策变化风险；川宁项目不达预期风险；仿制药一致性评价进度滞后风险；新药研发失败风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	16,352	17,636	16,463	20,327	22,955
增长率 yoy (%)	43.0	7.9	-6.7	23.5	12.9
归母净利润(百万元)	1,213	938	829	1,111	1,360
增长率 yoy (%)	62.0	-22.7	-11.6	34.0	22.4
EPS最新摊薄(元/股)	0.84	0.65	0.58	0.77	0.95
净资产收益率(%)	9.8	7.3	6.3	7.9	9.0
P/E(倍)	24.5	31.7	35.8	26.8	21.9
P/B(倍)	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0

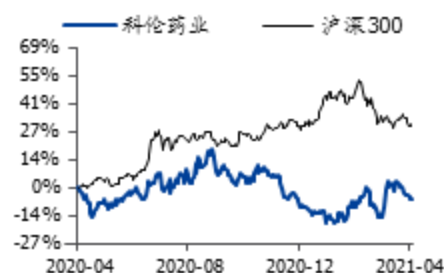
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月14日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
04月14日收盘价	20.66
总市值(百万元)	29,723.35
总股本(百万股)	1,438.69
其中自由流通股(%)	76.14
30日日均成交量(百万股)	11.63

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

相关研究

- 《科伦药业(002422.SZ)：业绩拐点已现，Q3单季度业绩略超预期，静待创新进入收获期》2020-11-01
- 《科伦药业(002422.SZ)：新药快速放量，但上半年业绩受疫情影响较大，Q3业绩出现拐点》2020-08-30
- 《科伦药业(002422.SZ)：科伦药物研究院激励落地，川宁股份制改革稳步推进》2020-05-31



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	12622	14174	18548	25368	24636
现金	1826	2253	7659	9456	10679
应收票据及应收账款	6687	6481	5811	9365	7774
其他应收款	148	353	114	463	189
预付账款	500	412	439	611	575
存货	2973	3386	3234	4183	4129
其他流动资产	489	1289	1289	1289	1289
非流动资产	16738	17311	15899	19415	21340
长期投资	2306	2762	3305	3867	4451
固定资产	11260	11340	9721	12348	13616
无形资产	1485	1481	1471	1449	1425
其他非流动资产	1688	1728	1403	1751	1849
资产总计	29361	31485	34447	44783	45976
流动负债	10372	14820	18386	27784	28210
短期借款	2650	3175	11551	19650	19861
应付票据及应付账款	1550	1662	1682	2065	2134
其他流动负债	6173	9983	5154	6068	6215
非流动负债	6024	2759	1878	1980	1685
长期借款	5449	2147	1266	1367	1072
其他非流动负债	575	612	612	612	612
负债合计	16397	17579	20264	29763	29895
少数股东权益	201	718	777	857	951
股本	1440	1440	1440	1440	1440
资本公积	3550	3549	3549	3549	3549
留存收益	7826	8448	8971	9651	10472
归属母公司股东权益	12763	13188	13405	14163	15131
负债和股东权益	29361	31485	34447	44783	45976

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2954	2217	3038	-1076	5529
净利润	1267	1022	888	1191	1454
折旧摊销	989	1075	837	957	1153
财务费用	632	572	354	732	935
投资损失	-147	-174	-86	-106	-128
营运资金变动	55	-483	1038	-3858	2104
其他经营现金流	157	205	7	9	11
投资活动现金流	-959	-1359	653	-4375	-2961
资本支出	1329	1331	-1954	2954	1341
长期投资	-2	-319	-542	-580	-584
其他投资现金流	368	-347	-1843	-2001	-2204
筹资活动现金流	-1382	-468	-6662	-852	-1555
短期借款	-70	525	0	0	0
长期借款	1953	-3303	-881	102	-295
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	18	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-3283	2310	-5781	-953	-1261
现金净增加额	612	392	-2970	-6302	1012

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	16352	17636	16463	20327	22955
营业成本	6612	7023	7311	8191	9179
营业税金及附加	229	225	234	290	317
营业费用	5987	6550	4939	6647	7415
管理费用	830	951	905	935	1033
研发费用	885	1286	1926	2378	2686
财务费用	632	572	354	732	935
资产减值损失	113	-56	0	0	0
其他收益	158	209	209	209	209
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	147	174	86	106	128
资产处置收益	-11	-5	-7	-9	-11
营业利润	1356	1277	1083	1460	1717
营业外收入	146	6	6	6	6
营业外支出	169	27	27	27	27
利润总额	1333	1256	1062	1439	1697
所得税	66	235	174	248	243
净利润	1267	1022	888	1191	1454
少数股东损益	55	84	59	80	94
归属母公司净利润	1213	938	829	1111	1360
EBITDA	2788	2598	2253	3128	3785
EPS (元)	0.84	0.65	0.58	0.77	0.95

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	43.0	7.9	-6.7	23.5	12.9
营业利润(%)	17.2	-5.8	-15.2	34.8	17.6
归属于母公司净利润(%)	62.0	-22.7	-11.6	34.0	22.4
获利能力					
毛利率(%)	59.6	60.2	55.6	59.7	60.0
净利率(%)	7.4	5.3	5.0	5.5	5.9
ROE(%)	9.8	7.3	6.3	7.9	9.0
ROIC(%)	7.8	5.1	4.4	5.0	6.1
偿债能力					
资产负债率(%)	55.8	55.8	58.8	66.5	65.0
净负债比率(%)	57.4	62.4	42.0	83.1	69.9
流动比率	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9
速动比率	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.5	2.7	2.7	2.7	2.7
应付账款周转率	4.5	4.4	4.4	4.4	4.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	0.65	0.58	0.77	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	2.05	1.54	2.11	-0.75	3.84
每股净资产(最新摊薄)	8.87	9.17	9.32	9.84	10.52
估值比率					
P/E	24.5	31.7	35.8	26.8	21.9
P/B	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	13.4	15.1	16.2	13.8	11.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 14 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com