

# 科伦药业 (002422.SZ)

## 2020 全年及 2021Q1 符合预期，业绩拐点已现，期待创新推进

科伦药业发布 2020 年年度报告和 2021 年一季度报告。

2020 全年公司实现营业收入 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%；实现归母扣非净利润 6.28 亿元，同比下滑 20.43%；EPS 0.58 元。

公司发布 2021 年一季度报告，2021 年 Q1 公司实现营收 41.51 亿元，同比增长 17.35%；实现归母净利润 1.75 亿元，同比增长 701.49%；归母扣非净利润 1.55 亿元，同比增长 1032.99%；EPS 0.12 元。

公司 2021 年 1-6 月经营预测，预计归属上市公司股东净利润 4 亿元至 5 亿元，同比增长 97.2%-146.5%。则 Q2 归母净利润区间为 2.25 亿元至 3.25 亿元，同比增长 24%-80%。

**2020 年全年受疫情影响，整体业绩下滑符合预期，Q4 单季度亮眼。** 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。2020 年 Q4 公司单季度 3.28 亿利润相当亮眼，驱动在于新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，研发费用 15.27 亿。

**2021 年 Q1 业绩高速增长符合预期。** 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 输液产销量基本恢复，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，整体 Q1 业绩符合预期。中报预告利润 4-5 亿，Q2 呈现持续回暖的趋势。

**期待公司创新研发转型。** 公司研发投入 15.16 亿元，同比增长 12.24%，研发投入占销售收入的比重达到 9.21%。2020 年度 23 项产品获批上市，24 项申报生产。自 2017 年至报告期末，公司获批上市 75 项，开展了 20 项创新药物临床研究，有 57 项处于申报生产阶段。

**公司长期投资逻辑梳理：2020 年为公司最困难的一年，公司在困难时期依然选择了高研发投入，从 2020 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，仿制带领创新，为公司未来业绩高速增长提供动力。**

**盈利预测与估值。** 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 年下半年有望出现拐点；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 2021-2023 年归母净利润分别为 11.14 亿元、13.05 亿元、15.50 亿元，对应增速分别为 34.3%、17.1%、18.8%，EPS 分别为 0.77 元、0.91 元、1.08 元，对应 PE 分别为 27X、23X、20X，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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	17,636	16,464	18,425	20,844	23,397
增长率 yoy (%)	7.9	-6.6	11.9	13.1	12.3
归母净利润(百万元)	938	829	1,114	1,305	1,550
增长率 yoy (%)	-22.7	-11.6	34.3	17.1	18.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.65	0.58	0.77	0.91	1.08
净资产收益率(%)	7.3	5.7	7.6	8.3	9.1
P/E(倍)	32.5	36.7	27.3	23.3	19.6
P/B(倍)	2.3	2.3	2.1	1.9	1.8

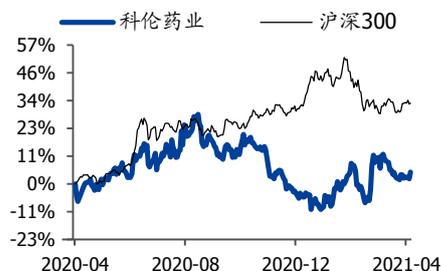
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 27 日收盘价

买入(维持)

### 股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
04 月 27 日收盘价	21.16
总市值(百万元)	30,442.69
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)	8.70

### 股价走势



### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gsczq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gsczq.com

### 相关研究

- 1、《科伦药业 (002422.SZ)：2020 年下半年业绩略超预期，2021Q1 符合预期，静待创新收获》2021-04-15
- 2、《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
- 3、《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



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	14174	14700	23247	23514	28406
现金	2253	2772	8154	9224	10354
应收票据及应收账款	6481	5679	7929	7465	9815
其他应收款	353	118	409	187	482
预付账款	412	391	507	509	632
存货	3386	3468	3977	3856	4851
其他流动资产	1289	2272	2272	2272	2272
<b>非流动资产</b>	17311	17283	18476	19730	20787
长期投资	2762	2751	2846	2963	3076
固定资产	11340	11146	12174	13311	14304
无形资产	1481	1457	1420	1378	1323
其他非流动资产	1728	1928	2036	2078	2084
<b>资产总计</b>	31485	31983	41723	43244	49193
<b>流动负债</b>	14820	12258	21638	22939	28523
短期借款	3175	4261	13557	15484	19137
应付票据及应付账款	1662	1861	1966	2060	2415
其他流动负债	9983	6136	6116	5394	6971
<b>非流动负债</b>	2759	5722	4923	4104	3182
长期借款	2147	5100	4301	3481	2559
其他非流动负债	612	623	623	623	623
<b>负债合计</b>	17579	17980	26562	27042	31705
少数股东权益	718	504	549	587	628
股本	1440	1439	1439	1439	1439
资本公积	3549	3889	3889	3889	3889
留存收益	8448	8675	9456	10388	11467
归属母公司股东权益	13188	13499	14613	15614	16860
<b>负债和股东权益</b>	31485	31983	41723	43244	49193

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2217	2219	555	3133	1637
净利润	1022	791	1159	1344	1590
折旧摊销	1075	1161	907	1044	1188
财务费用	572	592	531	748	855
投资损失	-174	-95	-106	-128	-124
营运资金变动	-483	-467	-1948	112	-1884
其他经营现金流	205	237	11	14	12
<b>投资活动现金流</b>	-1359	-905	-2005	-2183	-2134
资本支出	1331	1231	1098	1137	945
长期投资	-319	-382	-95	-100	-113
其他投资现金流	-347	-56	-1002	-1146	-1302
<b>筹资活动现金流</b>	-468	-722	-2463	-1807	-2027
短期借款	525	1086	0	0	0
长期借款	-3303	2953	-799	-819	-922
普通股增加	-0	-1	0	0	0
资本公积增加	-1	339	0	0	0
其他筹资现金流	2310	-5100	-1664	-987	-1105
<b>现金净增加额</b>	392	564	-3913	-857	-2523

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	17636	16464	18425	20844	23397
营业成本	7023	7533	8182	8608	9569
营业税金及附加	225	199	253	274	303
营业费用	6550	4883	5527	6816	7557
管理费用	951	1011	1050	1146	1217
研发费用	1286	1527	1842	2064	2363
财务费用	572	592	531	748	855
资产减值损失	-56	-57	0	0	0
其他收益	209	325	325	325	325
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	174	95	106	128	124
资产处置收益	-5	-20	-11	-14	-12
<b>营业利润</b>	1277	1010	1458	1627	1970
营业外收入	6	13	13	13	13
营业外支出	27	68	68	68	68
<b>利润总额</b>	1256	955	1403	1572	1915
所得税	235	164	244	229	324
<b>净利润</b>	1022	791	1159	1344	1590
少数股东损益	84	-38	45	39	40
<b>归属母公司净利润</b>	938	829	1114	1305	1550
EBITDA	2598	2627	2842	3364	3958
EPS (元)	0.65	0.58	0.77	0.91	1.08

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	7.9	-6.6	11.9	13.1	12.3
营业利润(%)	-5.8	-20.9	44.4	11.6	21.0
归属于母公司净利润(%)	-22.7	-11.6	34.3	17.1	18.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	60.2	54.2	55.6	58.7	59.1
净利率(%)	5.3	5.0	6.0	6.3	6.6
ROE(%)	7.3	5.7	7.6	8.3	9.1
ROIC(%)	5.1	4.8	4.7	5.5	5.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.8	56.2	63.7	62.5	64.5
净负债比率(%)	62.4	65.4	73.5	69.4	73.7
流动比率	1.0	1.2	1.1	1.0	1.0
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
应付账款周转率	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.58	0.77	0.91	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	1.54	0.39	2.18	1.14
每股净资产(最新摊薄)	9.17	9.38	10.16	10.85	11.72
<b>估值比率</b>					
P/E	32.5	36.7	27.3	23.3	19.6
P/B	2.3	2.3	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	15.3	15.2	14.7	12.5	11.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 27 日收盘价

## 内容目录

事件.....	4
观点：2020 年全年受疫情影响，整体业绩下滑符合预期，Q4 单季度亮眼，回暖趋势明显 .....	4
2020 年公司研发投入力度大，创新即将加速 .....	5
公司长期逻辑再论述.....	7
盈利预测与投资建议.....	7
风险提示 .....	8

## 图表目录

图表 1: 科伦重点新药销售收入情况.....	5
-------------------------	---

## 事件

2020 全年公司实现营业收入 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%；实现归母扣非净利润 6.28 亿元，同比下滑 20.43%；EPS 0.58 元。

公司发布 2021 年一季度报告，2021 年 Q1 公司实现营收 41.51 亿元，同比增长 17.35%；实现归母净利润 1.75 亿元，同比增长 701.49%；归母扣非净利润 1.55 亿元，同比增长 1032.99%；EPS 0.12 元。

公司 2021 年 1-6 月经营预测，预计归属上市公司股东净利润 4 亿元至 5 亿元，同比增长 97.2%-146.5%。则 Q2 归母净利润区间为 2.25 亿元至 3.25 亿元，同比增长 24%-80%。

## 观点：2020 年全年受疫情影响，整体业绩下滑符合预期，Q4 单季度亮眼，回暖趋势明显

**受疫情影响，2020 年公司整体收入利润下滑，符合预期。**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，驱动在于新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，研发费用 15.27 亿。

**公司业绩变动主要原因有：**（1）受新型冠状病毒疫情影响，上半年医疗机构非疫情科室诊疗工作受到一定程度影响，下半年通过努力有所恢复，但整体全年输液、非输液药品销量和毛利润下降；（2）公司持续大力推进“创新驱动”战略，研发费用同比增加；（3）联营企业受疫情影响利润下降，公司投资收益减少；（4）公司近年获批的仿制药持续放量，营业收入和利润同比增加；（5）伊犁川宁产品价格恢复性上涨及销量增加，利润同比增加。

**分季度看：**2020 年 Q1-Q4 收入分别为 35.38 亿元、36.94 亿元、44.32 亿元、48.01 亿元，增速分别为 -17.50%、-20.30%、9.82%、2.62%，收入端逐季提升，下半年回暖明显。2020 年 Q1-Q4 归母净利润分别为 0.22 亿元、1.81 亿元、2.99 亿元、3.28 亿元，上半年受疫情影响严重，后续持续回暖，Q4 单季度 3.28 亿元。

**分板块来看：输液板块下滑，川宁平稳，新药持续放量**

- **输液板块：收到疫情影响较为严重。**2020 年全年公司输液板块实现营业收入 80.31 亿元，同比下滑 19.75%，输液销量 37.56 亿瓶，同比下滑 16.86%；毛利率 66.05%（相较去年 70.83%，同比下降 4.78pp）。
  - 肠外营养系列产品收入 9.30 亿元，同比增长 137.71%。肠外营养输液产品新生产线投产，新增产能在 2020 年释放，助力公司进一步提升市场占有率。
- **非输液领域整体收入 69.46 亿元，增长 1.60%。毛利率 40.37%，同比下降 5.69pp。**
- **非输液制剂板块：总体稳健增长，新药快速放量。**非输液制剂 2021 年销售收入 34.47 亿元，同比下降 6.6%，其中新药收入 23.64 亿元（2019 年收入 17.07 亿元）。

- **科瑞舒**: 收入 4.98 亿元, 同比增速 -4.18%;
- **百洛特**: 收入 3.01 亿元, 同比增速 -8.66%;
- **肠外营养输液产品**: 收入 9.30 亿元, 同比增速 137.71%;
- **唑来膦酸**: 收入 1.03 亿元, 同比增速 207.85%。
- **VB6**: 收入 0.79 亿元, 同比增速 242.87%。

图表 1: 科伦重点新药销售收入情况

项目	品名	2020 年销售收入 (万元)	2019 年销售收入 (万元)	2018 年销售收入 (万元)
注射用帕瑞昔布钠	科瑞舒	49,781	51,950	13,455
草酸艾司西酞普兰片	百洛特	30,087	32,926	20,802
多室袋输液产品	多特、多蒙捷等	93,023	39,113	13,896
其中三室袋	多特等	84,353	33,406	
唑来膦酸	科密固	10,323	3,353	363
维生素 B6 注射液 (塑料安瓿)		7,875	2,297	531
盐酸达泊西汀片	艾时达	5,301		
羟乙基淀粉 130/0.4 电解质注射液	术必安	1,209		
<b>其他</b>		<b>38,821</b>	<b>41,076</b>	<b>28,930</b>
<b>合计</b>		<b>236,420</b>	<b>170,749</b>	<b>77,977</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **抗生素中间体及原料药板块**: 实现销售收入 35.09 亿元, 同比增长 12.89%。
  - 川宁实现销售收入 36 亿元, 同比增长 17.41%, 净利润 2.28 亿元, 同比增长 248.02%, 主要原因系产品价格由于市场竞争加剧大幅下降, 造成利润下降。伊犁川宁由要素驱动向创新驱动转变。伊犁川宁产品平均售价较 2019 年有恢复性上涨, 利润同比大幅增加。

**2021 年 Q1 公司业务回暖, 整体符合预期。**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 输液产销量基本恢复, 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, 整体 Q1 业绩符合预期。中报预告利润 4-5 亿, Q2 呈现持续回暖的趋势。

## 2020 年公司研发投入力度大, 创新即将加速

公司研发持续推进。2020 年, 公司研发投入 **15.16 亿元**, 同比增长 **12.24%**, 研发投入占销售收入的比重达到 **9.21%**, 2020 年度 **23 项**产品获批上市, **24 项**申报生产, 有力地支持了公司的项目研发和创新发展。自 2017 年至 2021 年 4 月 24 日, 获批上市 **75 项**, 开展了 **20 项**创新药物临床研究, 有 **57 项**处于申报生产阶段。

科伦启动了面向国内外市场的 400 余项药物的研究，其中包括 328 项具有集群、难度、特色和成本优势的仿制药和改良创新药、74 项具有 me-better 优势的创新小分子和生物技术药。

科伦布局的仿制药已经成功进入收获期，2013 年转型至今，科伦仿制药研发成功实现了从单纯输液到全面、综合、内涵发展的蜕变。截至 2021 年 4 月 24 日，已有 75 项仿制药物续贯获批上市，建立起了科伦在肠外营养、细菌感染及体液平衡的产品集群优势，开始进入肿瘤、心脑血管、麻醉镇痛、男性专科、糖尿病等疾病领域并逐步强化。

- **2020 年 1 月 1 日至 2021 年 4 月 24 日，38 项药物获批上市：**奥硝唑片、注射用头孢曲松、注射用帕瑞昔布 钠等通过一致性评价，盐酸替罗非班氯化钠注射液、唑来膦酸注射液（4mg/100ml）、注射用紫杉醇（白蛋白结合型）、苹果酸舒尼替尼胶囊、丙泊酚中/长链脂肪乳注射液等项目的相继获批，进一步加强了公司在细菌感染、心脑血管、肿瘤和麻醉镇痛领域的产品管线；盐酸达泊西汀片和伐地那非片为科伦首批进入男科领域的产品，将成为公司新的重磅产品组合；托法替布片为治疗类风湿性关节炎的重要小分子靶向药物，研究表明其对溃疡性结肠炎、活动性银屑病关节炎等多种相关疾病有良好的治疗效果，随着该产品的获批，科伦正式进入自身免疫性疾病领域；恩格列净片是科伦首个进入糖尿病领域的药物，兼具降糖、心血管获益和肾功能获益，为糖尿病领域的重要治疗药物。
- **2020 年 1 月 1 日至 2021 年 4 月 24 日，科伦共有 38 项药物申报生产，其中仿制药 26 项（首仿申报 7 项），一致性评价项目 12 项。**随着后续品种的陆续获批，将进一步提升科伦肿瘤、细菌感染、自身免疫性疾病、糖尿病等产品线价值，并首次进入诊断造影领域
- **集采方面，公司共有 14 项产品进入国家集采。**2020 年 1 月至 2021 年 3 月，公司 13 个产品进入第二、三、四批国家组织药品集中采购的年度采购：阿莫西林胶囊、氟康唑片、福多司坦片、甲硝唑片、盐酸克林霉素胶囊、枸橼酸托法替布片、氢溴酸西酞普兰片、盐酸达泊西汀片、阿莫西林颗粒、丙泊酚中/长链脂肪乳注射液、恩格列净片、注射用帕瑞昔布钠、盐酸氨溴索注射液，进入了湖南、广东、江苏、新疆等重点地区。

科伦布局的创新药即将加速兑现。科伦研究院的创新药物平台建于 2014 年，包括创新小分子、生物技术药和新型给药系统。截至 2021 年 4 月 24 日，共 12 项创新项目获批临床，其中 9 个创新项目已有患者实质入组，涉及 20 项临床研究，主要为 A167、A166、SKB264、A140、A168、A223、A277、A204、A206，涉及恶性肿瘤、自身免疫、麻醉镇痛等重大疾病领域。

- **A167 PD-L1 单抗：**A167 是博泰生物首个进入申报阶段的创新项目，其中淋巴瘤适应症已提交 pre-NDA，是全球首个在复发或难治 cHL 适应症提交 pre-NDA 的 PD-L1 单抗；已完成第二项拟申报适应症鼻咽癌的入组，目前正处于鼻咽癌数据清理及 pre-NDA 准备阶段。
- **A140 EGFR 单抗：**对比原研西妥昔单抗的 III 期头对头研究于 2020 年已完成启动前准备，已完成首家研究中心启动和首例入组（2021 年 2 月）。
- **A166 HER2-ADC：**采用新一代 ADC 技术，稳定 linker 偶联抗体和毒素，降低毒素脱离率，提升耐受性和安全性，从而提高药效。目前中国临床 I 期数据显示，HER2+乳腺癌成药性风险已释放，显示具有潜在优于 T-DM1，不劣于 DS-8201 的数据；首发适应症已提交关键 II 期 CDE 咨询，其他扩展适应症处于临床启动前准备阶段。
- **SKB264 TROP2-ADC：**SKB264 中美已完成 3 个剂量组爬坡，整体耐受性良好，且前 3 个剂量组均观察到初步疗效，在 TNBC、卵巢癌和胃癌都展示了疗效趋势；PK 数据显示，第 2 个剂量与同靶点 ADC 药物临床获批剂量的暴露量一致，成药风险基本释放；根据中美 I 期爬坡的结果，当前已确定首个 II 期拓展剂量。
- **A277 外周镇痛小分子：**①I 期健康人已完成 88 例入组，2-20ug/kg 安全性良好，主要 PK 参数与 CR845 无明显差异，释放临床成药性风险；②首发适应症术后镇痛 II 期完成 0.5ug/kg 组 45 例研究，安全和耐受性良好，患者 PK 与健康人 PK 基本相似，如何精准评估 A277 术后镇痛效果有待揭盲数据确证。③肾功能不全 Ib 期完

- 成 0.25ug/kg 组 6 例入组，安全和耐受性良好。
- A223 类风关小分子：①I 期健康人研究已完成，临床数据显示 A223 在健康人中安全性良好，且显示了与同靶点药物不同的人体 PK 特征。②I 期类风关患者研究，2020Q4 完成 I 期 RA 试验 2 个剂量入组受试者研究，初步结果显示在疗效和安全方面观有明显的 Me-better 潜力。
  - A204 乙肝小分子：已完成 Ia 期健康人单次给药剂量递增研究、空腹多次给药研究和食物影响研究。结果显示安全性良好，研究过程中未发生 ≥ 3 级的 AE 及严重不良事件。与同类药物相比，半衰期更长，等剂量下暴露量更高，支持 QD 给药。
  - A289 注射液：A289 注射液在 2020Q3 获得临床试验通知书，当前正在进行临床研究前的准备工作。
  - SKB337 注射液：SKB337 项目属于肿瘤免疫检查点新一代双特异抗体，临床前数据显示，相对于所选的两个靶点的单抗药物，SKB337 耐受性良好，药效更优，安全性相当。项目于 2021 年 2 月 8 日获得临床试验通知书，正在进行临床研究启动前准备工作。
  - A256 乙肝小分子：A256 项目是新一代替诺福韦（TFV）前药，靶点成熟，作用机制明确。与 TAF（富马酸丙酚替诺福韦）或 TDF（替诺福韦二吡呋酯）相比具有明显的差异化特征，是具有临床前转化医学证据的、极具潜质的第三代替诺福韦。2021 年 4 月 23 日，A256 乙肝小分子创新药 A256 项目获得临床试验通知书。

## 公司长期逻辑再论述

**1. 大输液产业升级，结构调整，科伦盈利能力上升。**大输液行业优胜劣汰洗牌已基本完成。科伦目前是大输液国内第一，占据 50% 以上份额。目前大输液行业总量基本稳定，公司用高毛利的软袋、直软替代低端塑瓶，通过调整结构提高毛利率，盈利能力还在持续上升，未来有望维持 5-8% 稳健增长。

**2. 环保严格要求自己，川宁有望持续改善。**川宁立项时以成本和质量竞争为立足点，用“史上最严格”的环保标准要求自己，报告期内以饱和生产为基础，硫氰酸红霉素、头孢系列、青霉素生产线产能全面释放，坚持“环保优先、永续发展的经营战略”。未来若国内环保标准进一步提高其他竞争企业可能达不到环保要求而被迫退出导致价格提升，盈利能力有望进一步提升。

**3. 仿制带领创新，为公司未来业绩高增长提供动力。**科伦研究院成立以来，在多个领域均有布局，包括肿瘤、糖尿病、麻醉镇痛、抗感染等。目前仿制推动创新成果显著。药品评审及临床试验从严，科伦后发优势明显，受益“4+7”带量采购和销售队伍的扩充，科伦有望扩大市场规模。

## 盈利预测与投资建议

预计 2021-2023 年归母净利润分别为 11.14 亿元、13.05 亿元、15.50 亿元，对应增速分别为 34.3%、17.1%、18.8%，EPS 分别为 0.77 元、0.91 元、1.08 元，对应 PE 分别为 27X、23X、20X，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1) 行业政策变化风险:** 目前医药行业处于变革期, 政策变化较大。若政策对输液行业进一步限制, 则公司输液板块可能面临着收入下滑的风险。
- 2) 川宁项目不达预期的风险:** 公司川宁项目目前满产, 若由于各种原因(染菌、检修、事故)等停产, 则利润可能不达预期。另外若其他厂家扩建产能, 可能因为供过于求而影响产品价格, 产品价格下降也会造成利润不达预期。
- 3) 仿制药一致性评价进度滞后风险:** CDE 审批速度会影响公司仿制药一致性评价的进度, 若速度滞后获批产品不达预期, 则可能影响未来制剂板块的销售收入预期。
- 4) 新药研发失败风险:** 新药研发存在高投入、高风险、周期长等特点, 一旦研发失败, 将导致之前的投入全部打水漂, 给公司造成损失。

### 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