

# 科伦药业 (002422.SZ)

## 主营业务恢复, 创新转型破冰在望

### 核心观点:

- **21年业绩恢复增长, 22年Q1靓丽。**2021年公司收入172.77亿元, 同比增长4.94%, 归母净利润11.03亿元, 同比增长32.94%, 扣非后归母净利润10.38亿元, 同比增长65.14%; 毛利率55.66%, 较上年提升1.42pp, 销售费用率29.07%, 较上年减少0.59pp, 管理费用率6.61%, 较上年提升0.47pp。22年Q1收入44.82亿元, 同比增长7.97%, 归母净利润2.91亿元, 同比增长66.09%。
- **输液和制剂业务恢复增长, 原料药受疫情短期影响。**2021年输液业务收入98亿元, 同比增长6.74%, 销量增长8.6%恢复至40.78亿瓶/袋, 毛利率持平; 非输液制剂收入39.62亿元, 同比增长15.28%, 毛利率有所提升; 原料药业务收入31.74亿元, 同比下滑9.55%, 毛利率下滑2pp。
- **创新药研发破冰在望, 与海外NMC合作突破。**仿制药制剂方面已形成丰富的在售产品线, 创新药方面已立项超过50项, 21年7项创新药获批IND, 临床在研项目12项, 其中新一代ADC项目A166注册临床快速推进, SKB264多瘤种拓展快速推进; 创新药项目首次与MNC MSD达成合作, 获得1700万美金首期付款, 合作项目后续国际化可期。
- **盈利预测与投资建议。**预计22-24年业绩分别为0.94、1.11、1.22元/股; 考虑公司大输液板块快速恢复, 有望保持稳定; 川宁原料药/中间体盈利水平逐步提升; 新上市仿制药快速放量; 创新药研发持续强化, 创新药在研项目快速推进, 创新成果有望逐步落地, 创新项目国际化突破在望。维持合理价值27.30元/股的判断, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**创新药研发不及预期, 传统板块增长不及预期。

### 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	16,464	17,277	17,984	18,683	19,209
增长率 (%)	-6.6	4.9	4.1	3.9	2.8
EBITDA (百万元)	2,472	2,718	2,539	2,685	2,766
归母净利润 (百万元)	829	1,103	1,328	1,565	1,726
增长率 (%)	-11.6	32.9	20.5	17.8	10.3
EPS (元/股)	0.58	0.77	0.94	1.11	1.22
市盈率 (x)	33.72	24.47	17.20	14.60	13.24
ROE (%)	6.1	8.0	8.7	9.2	9.2
EV/EBITDA (x)	14.87	12.57	11.64	10.38	9.38

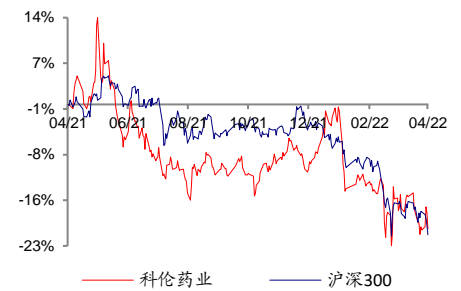
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格	16.18元
合理价值	27.3元
前次评级	买入
报告日期	2022-04-21

### 相对市场表现



### 分析师:

李安飞



SAC 执证号: S0260520100005



021-38003669



lianfei@gf.com.cn

### 分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004



SFC CE No. BOR756



021-38003671

luojiarong@gf.com.cn

请注意, 李安飞并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

科伦药业 2021-06-24

(002422.SZ): ADC 创新药

早期数据靓丽, 注册临床获

批启动

科伦药业 (002422.SZ): 新 2021-04-29

产品放量迅速, 研发投入持

续加强

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>14,700</b>	<b>14,009</b>	<b>14,504</b>	<b>15,395</b>	<b>16,905</b>
货币资金	2,772	2,920	2,000	2,500	3,648
应收及预付	6,071	5,711	6,845	7,109	7,314
存货	3,468	3,363	3,619	3,737	3,887
其他流动资产	2,389	2,015	2,039	2,049	2,056
<b>非流动资产</b>	<b>17,283</b>	<b>17,531</b>	<b>17,365</b>	<b>16,999</b>	<b>16,579</b>
长期股权投资	2,751	3,409	3,409	3,409	3,409
固定资产	11,146	10,662	10,164	9,628	9,008
在建工程	841	923	1,023	1,143	1,293
无形资产	988	1,063	1,113	1,163	1,213
其他长期资产	1,557	1,475	1,656	1,656	1,656
<b>资产总计</b>	<b>31,983</b>	<b>31,540</b>	<b>31,869</b>	<b>32,394</b>	<b>33,484</b>
<b>流动负债</b>	<b>12,258</b>	<b>13,408</b>	<b>12,418</b>	<b>11,413</b>	<b>10,833</b>
短期借款	4,261	3,367	1,983	800	0
应付及预收	1,861	2,156	2,150	2,220	2,309
其他流动负债	6,136	7,885	8,286	8,393	8,524
<b>非流动负债</b>	<b>5,722</b>	<b>4,002</b>	<b>4,002</b>	<b>4,002</b>	<b>4,002</b>
长期借款	3,185	3,506	3,506	3,506	3,506
应付债券	1,915	0	0	0	0
其他非流动负债	623	496	496	496	496
<b>负债合计</b>	<b>17,980</b>	<b>17,410</b>	<b>16,421</b>	<b>15,415</b>	<b>14,835</b>
股本	1,439	1,425	1,412	1,412	1,412
资本公积	3,889	3,581	3,594	3,594	3,594
留存收益	8,675	9,328	10,758	12,437	14,292
归属母公司股东权益	13,499	13,857	15,274	16,953	18,808
少数股东权益	504	273	174	26	-159
<b>负债和股东权益</b>	<b>31,983</b>	<b>31,540</b>	<b>31,869</b>	<b>32,394</b>	<b>33,484</b>

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>16,464</b>	<b>17,277</b>	<b>17,984</b>	<b>18,683</b>	<b>19,209</b>
营业成本	7,533	7,660	8,006	8,267	8,599
营业税金及附加	199	224	216	224	231
销售费用	4,883	5,022	5,269	5,418	5,455
管理费用	1,011	1,142	1,205	1,233	1,249
研发费用	1,527	1,737	1,798	1,906	1,959
财务费用	592	506	213	157	108
资产减值损失	-57	-50	0	0	0
公允价值变动收益	0	5	0	0	0
投资净收益	95	215	90	93	96
<b>营业利润</b>	<b>1,010</b>	<b>1,320</b>	<b>1,582</b>	<b>1,796</b>	<b>1,934</b>
营业外收支	-55	-142	-100	-100	-100
<b>利润总额</b>	<b>955</b>	<b>1,178</b>	<b>1,482</b>	<b>1,696</b>	<b>1,834</b>
所得税	164	309	252	280	293
<b>净利润</b>	<b>791</b>	<b>868</b>	<b>1,230</b>	<b>1,416</b>	<b>1,541</b>
少数股东损益	-38	-234	-98	-149	-185
<b>归属母公司净利润</b>	<b>829</b>	<b>1,103</b>	<b>1,328</b>	<b>1,565</b>	<b>1,726</b>
EBITDA	2,472	2,718	2,539	2,685	2,766
EPS (元)	0.58	0.77	0.94	1.11	1.22

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,219</b>	<b>2,847</b>	<b>1,495</b>	<b>2,427</b>	<b>2,575</b>
净利润	791	868	1,230	1,416	1,541
折旧摊销	1,161	1,226	1,050	1,050	1,050
营运资金变动	-265	400	-1,020	-214	-143
其它	532	353	236	174	127
<b>投资活动现金流</b>	<b>-905</b>	<b>-1,530</b>	<b>-792</b>	<b>-577</b>	<b>-504</b>
资本支出	-1,225	-983	-882	-670	-600
投资变动	242	-579	0	0	0
其他	78	32	90	93	96
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-722</b>	<b>-1,271</b>	<b>-1,623</b>	<b>-1,350</b>	<b>-924</b>
银行借款	11,614	9,004	-1,384	-1,182	-800
股权融资	10	573	-13	0	0
其他	-12,347	-10,848	-226	-168	-123
<b>现金净增加额</b>	<b>564</b>	<b>38</b>	<b>-920</b>	<b>500</b>	<b>1,148</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>2,198</b>	<b>2,762</b>	<b>2,920</b>	<b>2,000</b>	<b>2,500</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>2,762</b>	<b>2,800</b>	<b>2,000</b>	<b>2,500</b>	<b>3,648</b>

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-6.6%	4.9%	4.1%	3.9%	2.8%
营业利润增长	-20.9%	30.7%	19.8%	13.6%	7.7%
归母净利润增长	-11.6%	32.9%	20.5%	17.8%	10.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	54.2%	55.7%	55.5%	55.8%	55.2%
净利率	4.8%	5.0%	6.8%	7.6%	8.0%
ROE	6.1%	8.0%	8.7%	9.2%	9.2%
ROIC	4.2%	4.5%	5.1%	5.6%	5.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.2%	55.2%	51.5%	47.6%	44.3%
净负债比率	128.4%	123.2%	106.3%	90.8%	79.5%
流动比率	1.20	1.04	1.17	1.35	1.56
速动比率	0.88	0.76	0.84	0.98	1.16
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.51	0.55	0.56	0.58	0.57
应收账款周转率	2.90	3.26	2.81	2.81	2.81
存货周转率	4.75	5.14	4.97	5.00	4.94
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.58	0.77	0.94	1.11	1.22
每股经营现金流	1.54	2.00	1.06	1.72	1.82
每股净资产	9.38	9.72	10.82	12.01	13.32
<b>估值比率</b>					
P/E	33.72	24.47	17.20	14.60	13.24
P/B	2.07	1.95	1.50	1.35	1.21
EV/EBITDA	14.87	12.57	11.64	10.38	9.38

## 广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 漆经纬：资深分析师，美国乔治华盛顿大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：资深分析师，中山大学医学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱新彦：高级研究员，香港中文大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 肖鸿德：高级研究员，南加州大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李桢桐：高级研究员，复旦大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 田鑫：高级研究员，格拉斯哥大学亚当斯密商学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。