

科伦药业 (002422.SZ)

再合作 MSD 签订 9 亿美元大单，创新兑现持续超预期

科伦药业发布关于科伦博泰临床早期治疗实体瘤 ADC 项目有偿许可 MSD 公司在全球范围内商业化开发的公告。

公司控股子公司科伦博泰将其具有自主知识产权的一款临床早期用于治疗实体瘤的抗体偶联物 (ADC) 药物项目 B 有偿独家许可给 MSD 在全球范围内进行研究、开发、生产制造与商业化。根据协议内容，双方还将对该款 ADC 药物的早期临床开发进行合作。默沙东将根据协议内容和商业化开发阶段向科伦博泰支付 3500 万美金首付款，累计不超过 9.01 亿美金的各类里程碑付款及相应净销售额提成。

半年内两次与 MSD 达成 10 亿美金级别授权大额交易，创新兑现超预期。5 月，科伦博泰生物 Trop 2 ADC 海外权益独家授权 MSD，交易包括 1700 万美元首付款，协议修正案签署后 3000 万美元付款，里程碑款不超过 13.63 亿美元及净销售额提成，总交易金额超 14 亿美元。时隔两月，科伦博泰再次与 MSD 达成 9 亿美元大单，创新价值接连超预期兑现。

ADC 平台建立赋能公司长期创新价值，创新平台和体系持续得到海外大药企认可。科伦博泰从早期开始布局 ADC 平台，目前在国内 ADC 同行中处于领先地位。

ADC 管线 A166、SKB264、A315 陆续进入临床，存量 10 余项处于不同阶段的 ADC 项目。上半年两个项目接连合作 MSD，充分证明了科伦博泰创新平台与研究体系持续受到海外大药企认可，未来产品国际化及商业化潜力巨大，创新平台产品长期价值兑现具有确定性。

产品授权带动国际化策略进一步推进，公司估值有望持续提升（创新平台价值前期在市值中未体现）。公司与 MSD 达成合作开始国际化策略推进，获得认可的创新平台有望支持未来长期海外市场的拓展。我们认为对于科伦的估值不应再局限于存量传统业务，公司创新研发管线价值与公司国际化能力价值应给予额外溢价估值。

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 2019-2021 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，科伦盈利能力上升。国内环保标准高，川宁满产利润好转。仿制带领创新，为公司未来业绩高速增长提供动力。公司 2021 年年报可以看出创新药也逐步进入收获期，期待后续更多创新品种推进。

盈利预测与估值。公司 2021 年已逐渐从疫情影响中恢复，仿制药成果兑现进一步推动业绩实现高速增长，后续品种不断跟进将给予公司营收持续动力，公司转型脚步越发稳健。我们上调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 15.5 亿元、18.0 亿元、20.6 亿元，对应增速分别为 40.9%、16.2%、14.0%，EPS 分别为 1.09 元、1.27 元、1.44 元，对应 PE 分别为 18X、15X、13X，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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	16,464	17,277	20,439	24,118	28,074
增长率 yoy (%)	-6.6	4.9	18.3	18.0	16.4
归母净利润 (百万元)	829	1,103	1,554	1,805	2,059
增长率 yoy (%)	-11.6	32.9	40.9	16.2	14.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.58	0.77	1.09	1.27	1.44
净资产收益率 (%)	5.7	6.1	9.9	10.4	10.6
P/E (倍)	33.0	24.8	17.6	15.1	13.3
P/B (倍)	2.0	2.0	1.8	1.7	1.6

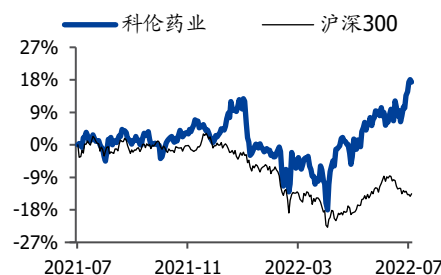
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 7 月 26 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
7月26日收盘价(元)	20.68
总市值(百万元)	29,301.73
总股本(百万股)	1,416.91
其中自由流通股(%)	79.04
30日日均成交量(百万股)	14.87

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)：2022 年上半年预期上调，高速增长超预期，创新进入收获期》2022-07-07
- 《科伦药业 (002422.SZ)：2022Q1 超预期，川宁、新药动力十足，2022 全年业绩可期》2022-04-26
- 《科伦药业 (002422.SZ)：2021 年新药品种增速强劲，仿制带创转型渐入佳境》2022-04-10

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	14700	14009	22446	24093	29688	营业收入	16464	17277	20439	24118	28074
现金	2772	2920	7699	9085	10575	营业成本	7533	7660	8871	10371	12156
应收票据及应收账款	5679	5301	7688	7639	10202	营业税金及附加	199	224	256	307	354
其他应收款	118	222	180	294	257	营业费用	4883	5022	5723	6633	7720
预付账款	391	411	538	582	722	管理费用	1011	1142	1533	1761	1965
存货	3468	3363	4548	4701	6139	研发费用	1527	1737	1799	2074	2386
其他流动资产	2272	1793	1793	1793	1793	财务费用	592	506	768	1152	1429
非流动资产	17283	17531	17430	17188	16879	资产减值损失	-57	-50	0	0	0
长期投资	2751	3409	4200	4988	5765	其他收益	325	216	216	216	216
固定资产	11146	10662	10224	9467	8624	公允价值变动收益	0	5	1	2	2
无形资产	1457	1381	1318	1238	1138	投资净收益	95	215	134	130	120
其他非流动资产	1928	2079	1688	1495	1351	资产处置收益	-20	-8	0	0	0
资产总计	31983	31540	39876	41281	46567	营业利润	1010	1320	1841	2169	2401
流动负债	12258	13408	21822	23033	27997	营业外收入	13	3	42	16	19
短期借款	4261	3367	12819	13778	16943	营业外支出	68	146	102	85	100
应付票据及应付账款	1861	2156	2496	2943	3432	利润总额	955	1178	1781	2099	2319
其他流动负债	6136	7885	6508	6312	7622	所得税	164	309	298	414	463
非流动负债	5722	4002	3049	2050	1056	净利润	791	868	1482	1685	1856
长期借款	5100	3506	2553	1553	559	少数股东损益	-38	-234	-72	-120	-203
其他非流动负债	623	496	496	496	496	归属母公司净利润	829	1103	1554	1805	2059
负债合计	17980	17410	24871	25082	29052	EBITDA	2627	2739	3113	3640	3912
少数股东权益	504	273	201	81	-122	EPS (元)	0.58	0.77	1.09	1.27	1.44
股本	1439	1425	1425	1425	1425						
资本公积	3889	3581	3581	3581	3581						
留存收益	8675	9328	10067	10801	11651						
归属母公司股东权益	13499	13857	14804	16117	17636						
负债和股东权益	31983	31540	39876	41281	46567						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2219	2847	831	3614	1779
净利润	791	868	1482	1685	1856
折旧摊销	1161	1213	901	919	922
财务费用	592	506	768	1152	1429
投资损失	-95	-215	-134	-130	-120
营运资金变动	-467	368	-2186	-10	-2306
其他经营现金流	237	107	-1	-2	-2
投资活动现金流	-905	-1530	-665	-544	-492
资本支出	1231	991	-798	-1038	-1092
长期投资	-382	-579	-791	-788	-777
其他投资现金流	-56	-1118	-2254	-2371	-2360
筹资活动现金流	-722	-1271	-4839	-2643	-2963
短期借款	1086	-894	0	0	0
长期借款	2953	-1594	-953	-999	-994
普通股增加	-1	-13	0	0	0
资本公积增加	339	-308	0	0	0
其他筹资现金流	-5100	1538	-3885	-1644	-1969
现金净增加额	564	38	-4672	427	-1675

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-6.6	4.9	18.3	18.0	16.4
营业利润(%)	-20.9	30.7	39.5	17.8	10.7
归属于母公司净利润(%)	-11.6	32.9	40.9	16.2	14.0
获利能力					
毛利率(%)	54.2	55.7	56.6	57.0	56.7
净利率(%)	5.0	6.4	7.6	7.5	7.3
ROE(%)	5.7	6.1	9.9	10.4	10.6
ROIC(%)	4.8	4.7	5.9	6.7	6.6
偿债能力					
资产负债率(%)	56.2	55.2	62.4	60.8	62.4
净负债比率(%)	65.4	52.4	57.4	44.4	44.9
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	2.7	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	4.3	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.77	1.09	1.27	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	1.56	2.00	0.58	2.54	1.25
每股净资产(最新摊薄)	9.47	9.72	10.39	11.31	12.37
估值比率					
P/E	33.0	24.8	17.6	15.1	13.3
P/B	2.0	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	14.0	12.7	11.5	9.4	8.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 7 月 26 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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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：021-38124100
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