

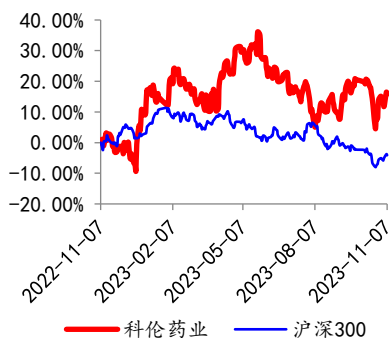
23Q3 输液业务维持稳定，子公司川宁量价齐升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-07

收盘价（元）	27.97
近 12 个月最高/最低（元）	33.28/18.83
总股本（百万股）	1475
流通 A 股（百万股）	1180
流通股比例（%）	80.01
总市值（亿元）	412.6
流通市值（亿元）	330.1

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：SAC:S0010521120002

电话：055516888

邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】科伦药业(002422)公司深度：三大业务板块焕然一新，创新驱动长期向好 2023-09-18

主要观点：

● 事件

2023 年 10 月 31 日，科伦药业发布 2023 年三季度业绩报告，报告期内公司实现营业收入 157.43 亿元，同比+12.93%；归母净利润 19.63 亿元，同比+39.70%；扣非归母净利润 19.22 亿元，同比+40.14%。经营性现金流净额为 42.52 亿元，同比+120.47%。

● 点评

✓ 降费增效提高利润贡献，基础业务企稳持续拉动增长

公司整体毛利率为 52.93%，同比-1.35 个百分点；期间费用率 37.02%，同比-4.62 个百分点；其中销售费用率 20.64%，同比-3.56 个百分点；管理费用率 15.07%，同比+0.22 个百分点；财务费用率 1.31%，同比-1.20 个百分点。公司单三季度实现营收 49.45 亿元，同比增长 3.79%，实现归母净利润 5.60 亿元，同比增长 3.46%。今年以来，公司基础输液板块随着诊疗恢复需求量提高，前三季度净利润已超过去年全年净利润。

✓ 仿创新药研发持续投入，多项临床申报进展积极

新药板块多个产品表现优秀，报告期内公司仿制改良创新项目获批 10 项，四季度将持续推进项目获批。三季度，肠外营养系列录得较好增幅，前期集采即将到期，续约规则整体稳中向好，对销量现有稳定基础上小幅提升。麻醉镇痛系列医院开发数量新增 300 家，销量持续增加，截至 Q3 业绩任务已超额完成，全年指标达成在望。子公司博泰创新药整体管线 33 个，其中 10 个小分子 23 个大分子，报告期内 SKB264 在 ESMO 公布其关键临床数据，在经治 HR+HER2-乳腺癌中，实现 ORR=36.8%、DCR=89.5%的优秀数据，目前已就 TNBC 适应症已向 CDE 递交新药上市申请 NDA，后续 NSCLC 等适应症拓展推进中。

✓ 子公司川宁生物快速增收，产品实现量价齐升

科伦药业子公司川宁生物 2023 年前三季度实现营业收入 35.81 亿元，同比增长 21.83%；归属于上市公司股东的净利润 6.40 亿元，同比增长 92.65%；经营性现金流量净额超 11 亿元，同比增长超 10 倍。产品拆分来看，硫氰酸红霉素实现营收 10.95 亿元，同比增长 7.87%；头孢类中间体实现营收 7.33 亿元，同比增长 12.27%；青霉素类中间体实现营业收入 14.58 亿元，同比增长 44.75%；其他产品实现营业收入 2.95 亿元，同比增长 11.76%。近年来通过内部管理优化升级，公司利润提高，合成生物学板块贡献增长料全年及明年业绩将维持高速增长

● 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 211.25 亿元、229.60 亿元、248.50 亿元，分别同比增长 11.7%/8.7%/8.2%，归母净利润分别为 25.71 亿元、32.72 亿元、34.80 亿元，同比增长 50.5%/27.3%/6.4%，对应 PE 为 16X/13X/12X。维持“买入”评级。

● 风险提示

行业政策变化风险；研发进度不及预期风险；审批准入不及预期风险；成本上升的风险

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18913	21125	22960	24850
收入同比 (%)	9.5%	11.7%	8.7%	8.2%
归属母公司净利润	1709	2571	3272	3480
净利润同比 (%)	55.0%	50.5%	27.3%	6.4%
毛利率 (%)	52.6%	52.8%	54.0%	55.4%
ROE (%)	10.8%	13.2%	14.4%	13.3%
每股收益 (元)	1.22	1.74	2.22	2.36
P/E	21.81	16.05	12.61	11.85
P/B	2.40	2.12	1.81	1.57
EV/EBITDA	11.96	10.09	7.87	7.03

资料来源: Wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	16601	19217	23284	28073	营业收入	18913	21125	22960	24850
现金	4725	6981	10877	15133	营业成本	8959	9970	10566	11093
应收账款	5682	5868	6186	6509	营业税金及附加	251	283	312	343
其他应收款	254	241	270	318	销售费用	4686	4888	5586	6406
预付账款	429	487	434	429	管理费用	925	1058	1174	1300
存货	3191	3369	3395	3348	财务费用	478	198	110	-26
其他流动资产	2319	2271	2122	2336	资产减值损失	-44	0	0	0
非流动资产	17517	16790	15895	14997	公允价值变动收益	10	0	0	0
长期投资	3792	3792	3792	3792	投资净收益	234	211	230	249
固定资产	10131	9294	8452	7605	营业利润	2199	3162	3896	3993
无形资产	1201	1201	1201	1201	营业外收入	7	5	5	5
其他非流动资产	2393	2503	2449	2398	营业外支出	134	100	90	80
资产总计	34118	36007	39179	43071	利润总额	2071	3067	3811	3918
流动负债	12022	11108	11040	11484	所得税	364	521	572	470
短期借款	3291	3025	2875	2875	净利润	1707	2546	3240	3448
应付账款	1978	2155	2091	2366	少数股东损益	-1	-25	-32	-33
其他流动负债	6753	5929	6075	6244	归属母公司净利润	1709	2571	3272	3480
非流动负债	5208	4296	4296	4296	EBITDA	3609	4158	4817	4789
长期借款	2036	1036	1036	1036	EPS (元)	1.22	1.74	2.22	2.36
其他非流动负债	3173	3260	3260	3260					
负债合计	17230	15404	15336	15780					
少数股东权益	1137	1111	1079	1046					
股本	1422	1475	1475	1475					
资本公积	3668	5703	5703	5703					
留存收益	10661	12314	15586	19066					
归属母公司股东	15751	19492	22764	26244					
负债和股东权益	34118	36007	39179	43071					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	3127	3696	4186	4382	成长能力				
净利润	1707	2546	3240	3448	营业收入	9.5%	11.7%	8.7%	8.2%
折旧摊销	1182	893	895	898	营业利润	66.6%	43.8%	23.2%	2.5%
财务费用	478	293	285	300	归属于母公司净利	55.0%	50.5%	27.3%	6.4%
投资损失	-234	-211	-230	-249	获利能力				
营运资金变动	-72	102	-89	-90	毛利率 (%)	52.6%	52.8%	54.0%	55.4%
其他经营现金流	1845	2518	3413	3612	净利率 (%)	9.0%	12.2%	14.3%	14.0%
投资活动现金流	-857	23	145	174	ROE (%)	10.8%	13.2%	14.4%	13.3%
资本支出	-883	-28	-85	-75	ROIC (%)	7.4%	9.6%	10.6%	9.8%
长期投资	-83	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	110	51	230	249	资产负债率 (%)	50.5%	42.8%	39.1%	36.6%
筹资活动现金流	-407	-1466	-435	-300	净负债比率 (%)	102.0%	74.8%	64.3%	57.8%
短期借款	-77	-266	-150	0	流动比率	1.38	1.73	2.11	2.44
长期借款	-1470	-1000	0	0	速动比率	1.05	1.35	1.73	2.08
普通股增加	-3	53	0	0	营运能力				
资本公积增加	86	2036	0	0	总资产周转率	0.58	0.60	0.61	0.60
其他筹资现金流	1056	-2288	-285	-300	应收账款周转率	3.44	3.66	3.81	3.91
现金净增加额	1872	2255	3896	4256	应付账款周转率	4.75	4.82	4.98	4.98
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.22	1.74	2.22	2.36
					每股经营现金流	2.12	2.51	2.84	2.97
					每股净资产	11.07	13.21	15.43	17.79
					估值比率				
					P/E	21.81	16.05	12.61	11.85
					P/B	2.40	2.12	1.81	1.57
					EV/EBITDA	11.96	10.09	7.87	7.03

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，所长助理，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。