

输液龙头业绩亮眼，需求旺盛可持续性较高

科伦药业(002422)

推荐 (维持)

核心观点:

- 事件:** 公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报, 2023 年公司实现收入 214.54 亿元, 同比增长 12.69%, 实现归母净利润 24.56 亿元, 同比增长 44.03%。2024 年一季度公司实现收入 62.19 亿元, 同比增长 10.32%, 实现归母净利润 10.26 亿元, 同比增长 26%。
- 输液持续超预期, 需求旺盛&结构优化, 未来仍将快速增长。** 2023 年公司输液板块收入 101.09 亿元, 同比增长 6.96%; 销量 43.78 亿瓶/袋, 同比增长 10.60%; 毛利率为 63.99%, 同比增长 0.23pct。公司持续推进密闭式输液替代进程, 2023 年密闭式输液占比提升 4.25 个百分点, 在基础输液联盟集采情况下实现销售费用率下降, 销售净收入提升的有效增长。重点品种方面, 左氧氟沙星氯化钠注射液第五轮国采中选, 市场份额位居第一, 2023 年收入 4.88 亿元, 同比增长 8.01%; 盐酸莫西沙星氯化钠注射液全年销量同比增长 175.11%。肠外营养板块, 2023 年销售 2000 余万袋, 其中三腔袋销售 613 万袋, 其中多臻已覆盖包括重症医学科、肿瘤科、外科、儿科、消化科等; 多特集采后继续增长, 全年销售 373 万袋, 同比增长 19.00%; 多裕 2023 年陆续启动第五轮国家集采续标工作。在下游需求旺盛以及公司持续优化输液结构的情况下, 我们预期公司输液板块仍将保持较快增长。
- 量价齐升&降本增效, 抗生素龙头有望持续快速增长。** 2023 年公司抗生素中间体及原料药实现收入 48.43 亿元, 同比增长 23.78%。受益于终端市场需求恢复, 川宁生物硫氰酸红霉素实现收入 15.49 亿元, 同比增长 17.28%; 头孢类中间体实现收入 9.63 亿元, 同比增长 15.01%; 青霉素类中间体实现收入 19.35 亿元, 同比增长 40.94%。2024 年 Q1 抗生素中间体和原料药实现收入 15.33 亿元, 同比增长 19.96%, 净利润实现翻倍增长, Q1 川宁生物销售毛利率为 34.42%, 同比增加 8.26pct, 销售净利率为 23.15%, 同比增加 9.33pct, 公司盈利能力持续提升, 主要由于: ①市场需求恢复, 公司主要产品量价齐升, 根据 wind 数据, 2024 年 3 月硫氰酸红霉素、6-APA 价格分别为 522.5 元/kg 和 330 元/kg, 价格有望维持高位; ②公司工艺技术不断提升, 通过积极推进绿色循环经济、饱和生产、节能降耗等工作, 取得了降本增效的成果; ③利息支出减少及汇兑收益增加, 财务费用率同比下降 2.28pct。公司降本增效成果明显, 逐渐进入新增长周期。
- 科伦博泰里程碑收入持续兑现, SKB264 上市在即备战商业化。** 2023 年博泰营收 15.40 亿元, 同比增长 91.62%, 其中来自默沙东的许可及合作协议收入为 15.32 亿元; 全年归母净利润-5.74 亿元, 同比减亏 6.81%, 调整后年度亏损 4.51 亿元。2023 年, 公司主要推进 10 余项创新项目开展临床研究, 其中 SKB264 首发适应症局部晚期/转移性 TNBC 的 NDA 申请获得受理, 有望年内获批, 一线治疗 TNBC 今年 3 月获得突破性疗法认定, 并已进入 III 期关键临床; 第二项适应症局部晚期/复发 HR+/HER2-BC 获得突破性疗法认定, 其二线治疗已启动 III 期注册临床; 其肺癌适应症分别布局 EGFR 突变及野生型 NSCLC (非小细胞肺癌)。海外部分, 默沙东已开展了 6 项全球 III 期临床试验, 涉及一线 NSCLC 治疗、二线子宫内膜癌治疗、EGFR-TKI 不应答、耐药

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

孙怡

☎:

✉: sunyi_yj@chinastock.com.cn

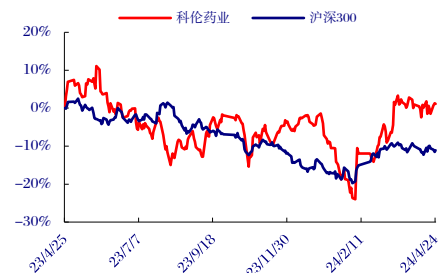
分析师登记编码: S0130524010001

市场数据

2024-04-24

股票代码	002422
A 股收盘价(元)	30.06
上证指数	3,044.82
总股本(万股)	160,159
实际流通 A 股(万股)	130,695
流通 A 股市值(亿元)	393

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河医药】科伦药业三季报点评: 高基数下业绩表现优异, 看好大输液和川宁全年表现

的 NSCLC、HR+/HER2-乳腺癌以及新辅助未达目标的早期 NSCLC 辅助治疗。随着 SKB264 首发适应症的获批，未来公司创新板块将持续贡献更多利润。

- **投资建议：**公司输液板块稳定增长，原料药和中间体业务量价齐升，科伦博泰管线持续推进，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 28.82/33.32/38.22 亿元，同比增长 17.35%/15.62%/14.70%，EPS 分别为 1.80/2.08/2.39 元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 17/14/13 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**疫情反复使得医院诊疗用药需求减少的风险、新签约产品运营推广进度不达预期的风险、医药销售合规的风险等。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21453.93	23176.39	25516.53	28508.52
收入增长率%	12.69	8.03	10.10	11.73
归母净利润(百万元)	2456.11	2882.27	3332.43	3822.24
利润增速%	44.03	17.35	15.62	14.70
毛利率%	52.43	55.14	54.18	56.06
摊薄 EPS(元)	1.53	1.80	2.08	2.39
PE	19.60	16.70	14.45	12.60
PB	2.45	2.00	1.75	1.54
PS	2.10	2.08	1.89	1.69

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	18290.03	22110.67	26748.30	31740.44	营业收入	21453.93	23176.39	25516.53	28508.52
现金	4675.48	6975.57	9842.20	13068.15	营业成本	10205.53	10398.01	11691.39	12527.43
应收账款	4682.76	5150.31	5670.34	6335.23	营业税金及附加	302.73	347.65	382.75	427.63
其它应收款	162.49	193.14	212.64	237.57	营业费用	4449.72	5214.69	5613.64	6328.89
预付账款	386.36	519.90	584.57	626.37	管理费用	1142.05	1344.23	1403.41	1653.49
存货	3839.80	4043.67	4546.65	4871.78	财务费用	233.76	300.00	300.00	300.00
其他	4543.14	5228.09	5891.90	6601.34	资产减值损失	-130.55	28.00	28.00	28.00
非流动资产	18164.87	18386.04	18573.24	18743.44	公允价值变动收益	14.67	0.00	0.00	0.00
长期投资	3976.37	4176.37	4376.37	4576.37	投资净收益	358.88	360.00	360.00	360.00
固定资产	9750.13	9164.33	8561.54	7941.74	营业利润	3654.14	3924.88	4448.53	5090.93
无形资产	1277.10	1417.10	1557.10	1697.10	营业外收入	11.86	12.00	12.00	12.00
其他	3161.26	3628.23	4078.23	4528.23	营业外支出	85.57	90.00	90.00	90.00
资产总计	36454.90	40496.71	45321.54	50483.88	利润总额	3580.43	3846.88	4370.53	5012.93
流动负债	9993.11	10199.89	10872.09	11352.28	所得税	933.79	730.91	767.90	880.77
短期借款	3458.27	3378.27	3298.27	3218.27	净利润	2646.64	3115.97	3602.62	4132.15
应付账款	2164.12	2310.67	2598.09	2783.87	少数股东损益	190.53	233.70	270.20	309.91
其他	4370.73	4510.96	4975.74	5350.14	归属母公司净利润	2456.11	2882.27	3332.43	3822.24
非流动负债	3446.20	2603.14	3153.14	3703.14	EBITDA	4822.46	5250.68	5791.32	6450.72
长期借款	1082.29	283.29	883.29	1483.29	EPS (元)	1.53	1.80	2.08	2.39
其他	2363.90	2319.85	2269.85	2219.85					
负债合计	13439.31	12803.04	14025.24	15055.43	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	3343.22	3576.91	3847.11	4157.02	营业收入	12.69%	8.03%	10.10%	11.73%
归属母公司股东权益	19672.38	24116.76	27449.19	31271.43	营业利润	66.46%	7.41%	13.34%	14.44%
负债和股东权益	36454.90	40496.71	45321.54	50483.88	归属母公司净利润	44.03%	17.35%	15.62%	14.70%
					毛利率	52.43%	55.14%	54.18%	56.06%
					净利率	11.45%	12.44%	13.06%	13.41%
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE	12.49%	11.95%	12.14%	12.22%
经营活动现金流	5337.07	3218.83	3691.93	4051.25	ROIC	8.72%	9.98%	10.21%	10.35%
净利润	2646.64	3115.97	3602.62	4132.15	资产负债率	36.87%	31.62%	30.95%	29.82%
折旧摊销	1265.62	1103.80	1120.80	1137.80	净负债比率	10.71%	-3.68%	-10.92%	-17.42%
财务费用	361.54	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.83	2.17	2.46	2.80
投资损失	-358.88	-360.00	-360.00	-360.00	速动比率	1.27	1.56	1.82	2.13
营运资金变动	975.50	-678.93	-718.79	-906.00	总资产周转率	0.61	0.60	0.59	0.60
其它	446.65	37.99	47.30	47.30	应收帐款周转率	4.13	4.71	4.72	4.75
投资活动现金流	-3370.32	-1300.20	-1295.30	-1295.30	应付帐款周转率	4.89	4.65	4.76	4.66
资本支出	-1767.91	-1158.63	-1165.30	-1165.30	每股收益	1.53	1.80	2.08	2.39
长期投资	-1726.97	-500.00	-500.00	-500.00	每股经营现金	3.33	2.01	2.31	2.53
其他	124.55	358.43	370.00	370.00	每股净资产	12.28	15.06	17.14	19.53
筹资活动现金流	-2058.77	379.65	470.00	470.00	P/E	19.60	16.70	14.45	12.60
短期借款	167.57	-80.00	-80.00	-80.00	P/B	2.45	2.00	1.75	1.54
长期借款	-953.21	-799.00	600.00	600.00	EV/EBITDA	9.54	8.97	7.72	6.51
其他	-1273.13	1258.65	-50.00	-50.00	PS	2.10	2.08	1.89	1.69
现金净增加额	-86.83	2300.09	2866.63	3225.95					

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业 2022 年第 4 名、2021 年第 5 名、2020 年入围，2021 年上海证券报最佳分析师第 2 名，2019 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 1 名，2018 年第一财经最佳分析师医药行业第 1 名等荣誉。

孙怡，南京大学制药工程/新南威尔士大学商业分析双硕士，2021 年就职于民生证券，2023 年加入银河证券研究院，主要从事医药行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn