

医药	收盘价 人民币 32.40	目标价 人民币 40.00个	潜在涨幅 +23.5%	2024年4月29日
----	------------------	-------------------	----------------	------------

## 科伦药业 (002422 CH)

### 2023/1Q24 业绩强劲增长，重点关注原料药和创新业务，上调目标价

各板块齐发力，行业变局中持续录得强劲业绩增速：公司2023年营业收入214.5亿元（人民币，下同；同比+12.7%），扣非净利润23.7亿元（同比+43.8%），单4Q23营收/扣非净利润分别同比+12.0%/+61.9%。1Q24收入/扣非净利润分别同比+10.3%/+25.7%，收入维持两位数强劲增长的同时，利润率持续改善，销售费用的改善尤为明显，2023全年/1Q24分别下降4.1/3.0ppts至20.7%/17.7%。2023年收入分板块来看：**1) 大输液板块**增长7%，销量同比+10.6%至43.8亿瓶/袋，密闭式输液占比显著提升4.25ppts，高于此前指引；**公司指引2024年销量达到47-48亿袋，对应高单位数增速。****2) 非输液制剂**集采影响逐步出清，1Q24增速回升至同比+10%左右；**3) 中间体及原料药**同比+23.8%，得益于主要品种量价齐升；**4) 研发项目**确认收入15.5亿元，与默沙东合作款项有关，1Q24再确认7,500万美金SKB264相关的里程碑收入。公司宣告2023年分红12.7亿元，派息率51.8%，与2022年基本持平；**同时指引2024年上半年派息20-40%，未来3年每年派息率维持在40-60%。**

**2024年川宁表现可期**：当前公司主要原料药/中间体品种的需求和价格均处高位：**1) 硫红**：竞争对手停产导致行业供给偏紧，同时呼吸道疾病流行导致需求攀升，2024年仍将呈现量价齐升的状态；**2) 青霉素**：海外竞争对手尚不具备产业链优势或处于减产过程中，公司满产满销、预计今年价格仍将在高位盘整；**3) 头孢**：1Q24价格回暖，后续将稳步回升至合理利润率水平。**4) 合成生物**：红没药醇和5-羟色氨酸已开始量产。

**上调目标价**：我们上调公司2024-25年收入预测2-3%至232亿/259亿元、调高净利润预测17-19%至28.5亿/32.2亿元，以反映原料药/中间体价格回暖下更乐观的收入和利润率预期；同时引入2026年收入/净利润预测290亿/36.8亿元，对应11%/14% 2023-26E CAGR。基于DCF估值模型，我们得到公司最新目标价40.0港元，对应24%潜在升幅和22倍2024年市盈率（高于历史均值0.4个标准差）。近期催化剂包括5-6月ASCO大会上SKB264两项数据读出：TNBC III期和1L NSCLC II期联合PD-L1。

#### 财务数据一览

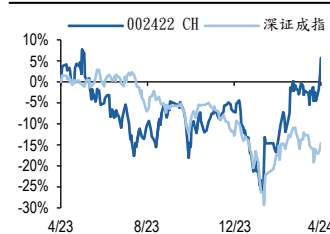
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	19,038	21,454	23,196	25,903	29,002
同比增长(%)	10.2	12.7	8.1	11.7	12.0
净利润(百万人民币)	1,705	2,456	2,854	3,218	3,678
每股盈利(人民币)	1.22	1.69	1.84	2.01	2.30
同比增长(%)	56.4	38.5	8.9	9.2	14.3
前EPS预测值(人民币)			1.62	1.87	
调整幅度(%)			13.5	7.6	
市盈率(倍)	26.6	19.2	17.6	16.1	14.1
每股账面净值(人民币)	11.06	13.12	12.37	13.34	14.46
市账率(倍)	2.93	2.47	2.62	2.43	2.24

资料来源：公司资料，交银国际预测

#### 个股评级

买入

#### 1年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位(人民币)	33.02
52周低位(人民币)	22.59
市值(百万人民币)	39,981.60
日均成交量(百万)	22.73
年初至今变化(%)	11.53
200天平均价(人民币)	27.87

资料来源: FactSet

#### 丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com  
(852) 3766 1834

#### 李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1854

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表1: 科伦药业财务预测变动

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	23,196	22,513	+3.0%	25,903	25,297	+2.4%	29,002		
毛利润	12,075	11,528	+4.7%	13,421	12,935	+3.8%	15,189		
毛利率	52.06%	51.21%	+0.9 pts	51.81%	51.13%	+0.7 pts	52.37%		
归母净利润	2,854	2,393	+19.3%	3,218	2,754	16.8%	3,678		

资料来源: 交银国际预测

图表2: 科伦药业 DCF 估值

人民币, 百万	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	21,454	23,196	25,903	29,002	31,455	33,621	35,509	36,983	38,210	39,266
EBIT	3,410	3,694	4,113	4,665	5,057	5,704	6,292	6,749	7,169	7,496
EBIT * (1-t)	2,899	3,140	3,496	3,966	4,299	4,848	5,348	5,737	6,094	6,371
加: 折旧摊销	1,244	968	963	963	968	978	992	1,008	1,024	1,042
减: 营运资金增加(减少)	757	-168	-224	-502	-311	-465	-450	-465	-423	-397
减: 资本开支	-1,769	-921	-967	-1,015	-1,066	-1,119	-1,146	-1,173	-1,200	-1,229
自由现金流	3,130	3,018	3,268	3,412	3,891	4,242	4,745	5,107	5,495	5,787
永续增长率	2%									
自由现金流现值	29,219									
终值现值	36,933									
企业价值	66,152									
净现金	1,403									
少数股东权益	-3,493									
<b>股权价值 (百万人民币)</b>	<b>64,061</b>									
股份数量 (百万)	1,602									
<b>每股价值 (人民币)</b>	<b>40.00</b>									

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.1
股权成本	10.7%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	9.4%

资料来源: 交银国际预测

图表 3: 科伦药业 (002422 CH) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9995 HK	荣昌生物	买入	30.50	56.00	83.6%	2024 年 03 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	48.70	70.00	43.7%	2024 年 03 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	11.02	27.75	151.8%	2024 年 03 月 12 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.93	4.40	373.6%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	4.67	7.40	58.4%	2023 年 11 月 16 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	20.50	42.00	104.9%	2024 年 02 月 02 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	13.48	16.20	20.2%	2024 年 03 月 27 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	32.40	49.00	51.2%	2024 年 03 月 28 日	医疗服务
002422 CH	科伦药业	买入	32.40	40.00	23.5%	2024 年 04 月 29 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	2.77	4.80	73.3%	2024 年 04 月 01 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	10.59	14.00	32.2%	2024 年 04 月 01 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	5.30	11.50	116.9%	2024 年 02 月 19 日	制药
1093 HK	石药集团	买入	6.60	10.00	51.5%	2023 年 11 月 22 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	45.61	45.50	-0.2%	2024 年 04 月 18 日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	17.22	16.00	-7.1%	2024 年 03 月 27 日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 4 月 26 日

## 财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	19,038	21,454	23,196	25,903	29,002
主营业务成本	(9,040)	(10,206)	(11,120)	(12,482)	(13,813)
<b>毛利</b>	<b>9,998</b>	<b>11,248</b>	<b>12,075</b>	<b>13,421</b>	<b>15,189</b>
销售及管理费用	(5,657)	(5,592)	(5,907)	(6,492)	(7,356)
研发费用	(1,795)	(1,944)	(2,148)	(2,450)	(2,772)
其他经营净收入/费用	(351)	(59)	(24)	27	88
<b>经营利润</b>	<b>2,195</b>	<b>3,654</b>	<b>3,997</b>	<b>4,506</b>	<b>5,148</b>
其他非经营净收入/费用	(127)	(74)	(80)	(89)	(100)
<b>税前利润</b>	<b>2,068</b>	<b>3,580</b>	<b>3,917</b>	<b>4,417</b>	<b>5,049</b>
税费	(364)	(934)	(913)	(1,030)	(1,177)
非控股权益	1	(191)	(150)	(169)	(194)
<b>净利润</b>	<b>1,705</b>	<b>2,456</b>	<b>2,854</b>	<b>3,218</b>	<b>3,678</b>
作每股收益计算的净利润	1,705	2,456	2,854	3,218	3,678

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4,675	4,588	5,856	7,100	8,256
有价证券	448	1,691	1,691	1,691	1,691
应收账款及票据	5,696	4,683	4,745	4,802	5,138
存货	3,214	3,840	4,184	4,696	5,197
其他流动资产	2,616	3,488	3,593	3,718	3,852
<b>总流动资产</b>	<b>16,649</b>	<b>18,290</b>	<b>20,069</b>	<b>22,008</b>	<b>24,135</b>
投资物业	3,794	3,976	4,175	4,384	4,603
物业、厂房及设备	10,132	9,750	9,434	9,347	9,312
无形资产	1,201	1,277	195	286	373
其他长期资产	2,429	3,161	3,226	3,292	3,359
<b>总长期资产</b>	<b>17,557</b>	<b>18,165</b>	<b>17,030</b>	<b>17,308</b>	<b>17,647</b>
<b>总资产</b>	<b>34,206</b>	<b>36,455</b>	<b>37,099</b>	<b>39,316</b>	<b>41,782</b>
短期贷款	3,291	3,458	3,458	3,458	3,458
应付账款	2,244	2,539	2,766	3,105	3,436
其他短期负债	6,569	3,996	4,116	4,253	4,399
<b>总流动负债</b>	<b>12,104</b>	<b>9,993</b>	<b>10,341</b>	<b>10,817</b>	<b>11,294</b>
长期贷款	2,036	1,082	1,082	1,082	1,082
其他长期负债	3,195	2,364	2,374	2,385	2,396
<b>总长期负债</b>	<b>5,231</b>	<b>3,446</b>	<b>3,457</b>	<b>3,467</b>	<b>3,478</b>
<b>总负债</b>	<b>17,335</b>	<b>13,439</b>	<b>13,797</b>	<b>14,284</b>	<b>14,772</b>
股本	1,422	1,499	1,602	1,602	1,602
储备及其他资本项目	14,312	18,173	18,206	19,768	21,552
<b>股东权益</b>	<b>15,734</b>	<b>19,672</b>	<b>19,808</b>	<b>21,369</b>	<b>23,154</b>
非控股权益	1,137	3,343	3,493	3,663	3,856
<b>总权益</b>	<b>16,871</b>	<b>23,016</b>	<b>23,301</b>	<b>25,032</b>	<b>27,010</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	2,068	3,580	3,917	4,417	5,049
折旧及摊销	1,165	1,244	968	963	963
营运资本变动	(168)	757	(168)	(224)	(502)
其他经营活动现金流	62	(244)	(696)	(840)	(1,014)
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,127</b>	<b>5,337</b>	<b>4,021</b>	<b>4,316</b>	<b>4,496</b>
资本开支	(896)	(1,769)	(921)	(967)	(1,015)
投资活动	(5,106)	(1,808)	0	0	0
其他投资活动现金流	5,145	207	(242)	(252)	(264)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(857)</b>	<b>(3,370)</b>	<b>(1,163)</b>	<b>(1,220)</b>	<b>(1,279)</b>
负债净变动	(267)	(3,237)	0	0	0
股息	(141)	1,178	(1,590)	(1,852)	(2,062)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(407)</b>	<b>(2,059)</b>	<b>(1,590)</b>	<b>(1,852)</b>	<b>(2,062)</b>
汇率收益/损失	8	5	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>2,800</b>	<b>4,675</b>	<b>4,588</b>	<b>5,856</b>	<b>7,100</b>
<b>年末现金</b>	<b>4,675</b>	<b>4,588</b>	<b>5,856</b>	<b>7,100</b>	<b>8,256</b>

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	1.220	1.690	1.841	2.009	2.296
全面摊薄每股收益	1.150	1.590	1.841	2.009	2.296
每股账面值	11.063	13.123	12.368	13.343	14.457
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	52.5	52.4	52.1	51.8	52.4
EBITDA利润率	0.0	21.7	20.1	19.6	19.4
EBIT利润率	12.1	15.9	15.9	15.9	16.1
净利率	9.0	11.4	12.3	12.4	12.7
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	5.0	6.7	7.7	8.2	8.8
ROE	10.1	10.7	12.2	12.9	13.6
ROIC	7.7	8.9	10.2	10.9	11.7
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	3.9	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.4	1.8	1.9	2.0	2.1
存货周转天数	129.8	137.3	137.3	137.3	137.3
应收账款周转天数	109.2	79.7	74.7	67.7	64.7
应付账款周转天数	90.6	90.8	90.8	90.8	90.8

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极觅速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、長久股份有限公司、乐思集团有限公司及出门问问有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。