

2024年10月31日

**买入（维持）**

报告原因：业绩点评

# 科伦药业（002422）：利润端快速增长，创新产品即将商业化

——公司简评报告

**证券分析师**

杜永宏 S0630522040001

dyh@longone.com.cn

**证券分析师**

伍可心 S0630522120001

wkx@longone.com.cn

**联系人**

付婷

futing@longone.com.cn

数据日期	2024/10/30
收盘价	32.13
总股本(万股)	160,159
流通A股/B股(万股)	130,866/0
资产负债率(%)	31.68%
市净率(倍)	1.96
净资产收益率(加权)	11.32
12个月内最高/最低价	35.49/21.60

**相关研究**

《科伦药业（002422）：原料药快速增长，创新药顺利推进——公司简评报告》2024.08.30

《科伦药业（002422）：大输液原料药快速增长，创新药持续兑现——公司简评报告》2024.04.29

**投资要点**

- 盈利能力持续提升。**公司2024前三季度营业收入为167.89亿元（同比+6.64%），归母净利润24.71亿元（同比+25.85%），扣非归母净利润24.47亿元（同比+27.32%）；其中，Q3单季度营业收入49.62亿元（同比+0.35%），归母净利润6.71亿元（同比+19.88%），扣非归母净利润6.93亿元（同比+21.16%）。费用方面，公司2024年前三季度销售费用率15.57%，同比-5.07pct，管理费用率5.84%，同比+1.35pct，研发费用率9.44%，同比-1.14%；Q3单季度销售费用率14.03%，同比-7.33pct，环比-0.53pct。经营性现金流净额为32.75亿元，同比-22.97%。公司费用优化明显，盈利能力持续提升。
- 输液产品结构持续优化，原料药中间体快速增长。**报告期内，大输液板块收入端平稳，利润端增长明显，主要是输液市场需求回落，板块销售费用下降，公司持续优化输液产品结构，密闭式输液量占比持续提升。展望全年，Q4受季节因素影响可能带动输液市场需求恢复，叠加公司持续优化产品结构和集采产品放量，预计全年板块利润增速更快。2024年前三季度川宁抗生素中间体及原料药实现收入44.56亿元（同比+24.43%）；归母净利润10.76亿元（同比+68.07%），业绩增长的主要原因是头孢类产品量价同比均有所增长，同时公司降本增效成果显著。展望全年，主营产品并无新进产能，价格体系总体保持稳定，四季度抗生素市场需求将恢复提升。
- 创新产品商业化在即。**根据公司创新药研发管线进展，预计未来一年时间4个创新品种有望陆续上市销售：芦康沙妥珠单抗（SKB264）、A166、A167、A140，其中芦康沙妥珠单抗已有3项适应症的NDA获NMPA受理。同时公司商业化团队已组建到位，为上市的创新产品销售做好充足准备。海外方面，截至目前，默沙东已开展了10项全球III期临床研究，适应症覆盖NSCLC、子宫内膜癌、乳腺癌、胃癌等。创新药逐步进入收获期，未来将贡献更多业绩增量。
- 投资建议：**公司业绩稳定增长，大输液产品结构持续优化，原料药中间体业务量价齐升，创新管线稳步推进。我们预计2024-2026年营收分别为236.39/258.75/280.42亿元，归母净利润分别为29.17/34.43/40.21亿元（原预测29.17/34.40/40.18亿元），对应EPS分别为1.82/2.15/2.51元，对应PE分别为17.64/14.95/12.80。维持“买入”评级。
- 风险提示：**创新药研发进展不及预期风险；原料药量价波动风险；输液市场减少风险等。

**盈利预测与估值简表**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	17,277	19,038	21,454	23,639	25,875	28,042
增长率（%）	4.94%	10.19%	12.69%	10.19%	9.46%	8.38%
归母净利润（百万元）	1,103	1,705	2,456	2,917	3,443	4,021
增长率（%）	32.94%	54.67%	44.03%	18.78%	18.02%	16.79%
EPS（元/股）	0.69	1.06	1.53	1.82	2.15	2.51
市盈率（P/E）	46.67	30.18	20.95	17.64	14.95	12.80
市净率（P/B）	3.71	3.27	2.62	2.12	1.86	1.62

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2024年10月30日收盘）

## 附录：三大报表预测值

## 利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>21,454</b>	<b>23,639</b>	<b>25,875</b>	<b>28,042</b>
%同比增速	13%	10%	9%	8%
营业成本	10,206	11,199	11,958	12,707
毛利	11,248	12,441	13,917	15,335
%营业收入	52%	53%	54%	55%
税金及附加	303	331	362	393
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	4,450	4,964	5,382	5,749
%营业收入	21%	21%	21%	21%
管理费用	1,142	1,300	1,449	1,598
%营业收入	5%	6%	6%	6%
研发费用	1,944	2,198	2,458	2,636
%营业收入	9%	9%	10%	9%
财务费用	234	104	48	-9
%营业收入	1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-131	-40	-40	-40
信用减值损失	-46	0	0	0
其他收益	278	307	336	365
投资收益	359	355	388	421
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	15	0	0	0
资产处置收益	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>3,654</b>	<b>4,165</b>	<b>4,902</b>	<b>5,714</b>
%营业收入	17%	18%	19%	20%
营业外收支	-74	-70	-70	-70
<b>利润总额</b>	<b>3,580</b>	<b>4,095</b>	<b>4,832</b>	<b>5,644</b>
%营业收入	17%	17%	19%	20%
所得税费用	934	1,024	1,208	1,411
净利润	2,647	3,071	3,624	4,233
%营业收入	12%	13%	14%	15%
<b>归属于母公司的净利</b>	<b>2,456</b>	<b>2,917</b>	<b>3,443</b>	<b>4,021</b>
%同比增速	44%	19%	18%	17%
少数股东损益	191	154	181	212
EPS (元/股)	1.53	1.82	2.15	2.51

## 基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	1.53	1.82	2.15	2.51
BVPS	13.12	15.14	17.29	19.80
PE	20.95	17.64	14.95	12.80
PEG	0.48	0.94	0.83	0.76
PB	2.62	2.12	1.86	1.62
EV/EBITDA	9.54	9.19	7.61	6.18
ROE	12%	12%	12%	13%
ROIC	9%	9%	10%	10%

## 资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,675	6,813	9,154	12,458
交易性金融资产	1,691	1,791	1,891	1,991
应收账款及应收票据	4,683	5,253	5,391	5,453
存货	3,840	4,044	4,152	4,236
预付账款	386	504	538	572
其他流动资产	3,015	3,466	3,842	4,211
流动资产合计	18,290	21,871	24,967	28,921
长期股权投资	3,976	4,176	4,376	4,576
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	9,750	9,517	9,204	8,798
无形资产	1,277	1,377	1,477	1,577
商誉	99	99	99	99
递延所得税资产	343	391	391	391
其他非流动资产	2,720	2,875	2,908	2,878
<b>资产总计</b>	<b>36,455</b>	<b>40,307</b>	<b>43,422</b>	<b>47,240</b>
短期借款	3,458	3,558	3,658	3,758
应付票据及应付账款	2,539	2,644	2,823	3,000
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	308	347	383	419
应交税费	277	319	349	379
其他流动负债	3,411	3,185	3,182	3,174
流动负债合计	9,993	10,054	10,395	10,731
长期借款	1,082	582	82	-418
应付债券	1,566	1,066	666	366
递延所得税负债	264	273	273	273
其他非流动负债	534	593	643	693
<b>负债合计</b>	<b>13,439</b>	<b>12,568</b>	<b>12,059</b>	<b>11,645</b>
归属于母公司的所有者权益	19,672	24,242	27,685	31,706
少数股东权益	3,343	3,497	3,678	3,890
<b>股东权益</b>	<b>23,016</b>	<b>27,738</b>	<b>31,363</b>	<b>35,596</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>36,455</b>	<b>40,307</b>	<b>43,422</b>	<b>47,240</b>

## 现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>5,337</b>	<b>2,959</b>	<b>4,483</b>	<b>5,192</b>
投资	-1,727	-300	-300	-300
资本性支出	-1,768	-1,409	-1,320	-1,220
其他	125	290	378	411
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3,370</b>	<b>-1,419</b>	<b>-1,242</b>	<b>-1,109</b>
债权融资	-3,237	-889	-750	-650
股权融资	2,491	2,260	0	0
支付股利及利息	-1,239	-588	-150	-128
其他	-74	-175	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2,059</b>	<b>609</b>	<b>-900</b>	<b>-778</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-87</b>	<b>2,137</b>	<b>2,341</b>	<b>3,305</b>

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2024 年 10 月 30 日）

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 二、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并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8621) 20333619  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089