

品字型架构持续发力，创新成果逐步兑现

——科伦药业 2024 年三季度报点评

核心观点

- 事件：**2024 年前三季度公司实现收入 167.89 亿元（+6.64%），归母净利润 24.71 亿元（+25.85%）。单三季度实现收入 49.62 亿元（+0.35%），归母净利润 6.71 亿元（+19.88%）。前三季度业绩快速增长，盈利能力提升，主要驱动力来自于输液产品结构持续优化、抗生素中间体量价齐升、子公司科伦博泰多款创新药的里程碑付款以及费用管控出色。
- ADC 平台国内领先，产品即将步入收获期。**报告期内，SKB264（TROP-2 ADC）多项研究成果在欧洲肿瘤内科学会（ESMO）披露，治疗末线三阴性乳腺癌有望率先于今年底获批。此外，多款 ADC 研发有序推进：A166（HER2 ADC）上市在即。临床前管线 SKB571 产品对外授权默沙东。同时，公司非 ADC 管线储备丰富，PD-L1、西妥昔单抗类似物有望于年内或明年初获批上市，科伦博泰将迎来商业化元年。
- 合成生物学新品上市，抗生素因需求旺盛量价齐升。**川宁已实现合成生物学从研发到生产的一体化布局，已交付红没药醇、5-羟基色氨酸、麦角硫因等产品，未来将逐步贡献收入增量。同时，市场对于抗生素需求旺盛，公司核心品种量价齐升，盈利能力迎来向上拐点。仿制药方面，公司首仿抢仿能力突出，新产品梯队完整，存量产品集采影响已消化，新产品借力集采实现放量。
- 国内输液龙头，独创可立袋提供充足现金流。**虽然受季节性因素以及带量采购影响，单三季度收入环比下降，但集采推动输液量稳定增长以及销售费用快速下降，保证了利润稳健增长。同时，公司积极推进内部产品结构优化，密闭式输液的销量占比不断提升，输液板块中长期内生增长稳健。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 1.88、2.11、2.36 元。根据可比公司估值水平，我们认为公司的合理估值水平为 2024 年的 21 倍市盈率，对应目标价为 39.48 元，维持买入评级。

风险提示

- 仿制药品种进入集采或集采超出预期的风险、产品竞争加剧或者销售不及预期的风险、创新药研发进度不及预期的风险、抗生素中间体市场价格波动的风险等。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,038	21,454	23,337	25,465	28,330
同比增长(%)	10.2%	12.7%	8.8%	9.1%	11.3%
营业利润(百万元)	2,195	3,654	4,205	4,786	5,365
同比增长(%)	66.3%	66.5%	15.1%	13.8%	12.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,705	2,456	3,019	3,375	3,780
同比增长(%)	54.7%	44.0%	22.9%	11.8%	12.0%
每股收益(元)	1.06	1.53	1.88	2.11	2.36
毛利率(%)	52.5%	52.4%	51.7%	52.3%	53.1%
净利率(%)	9.0%	11.4%	12.9%	13.3%	13.3%
净资产收益率(%)	11.5%	13.9%	14.1%	14.0%	14.5%
市盈率	30.2	21.0	17.0	15.2	13.6
市净率	3.3	2.6	2.2	2.1	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年10月30日）	32.13元
目标价格	39.48元
52周最高价/最低价	34.91/20.91元
总股本/流通A股（万股）	160,159/130,866
A股市值（百万元）	51,459
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024年10月31日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	0.69	1.21	12.1	19.41
相对表现%	2.8	4.41	-3.34	10.88
沪深300%	-2.11	-3.2	15.44	8.53



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020001
	香港证监会牌照：BRX199
傅肖依	fuxiaoyi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524080006

相关报告

创新步入正轨，ADC 龙头商业化曙光将 2024-05-24
至：——科伦药业首次覆盖报告

图 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2024/10/30	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
复星医药	600196	26.68	0.89	1.20	1.48	1.74	29.87	22.18	17.98	15.30
华润双鹤	600062	21.60	1.28	1.67	1.84	2.01	16.84	12.91	11.73	10.77
石药集团	01093	5.58	0.50	0.54	0.57	0.61	11.12	10.42	9.79	9.14
恒瑞医药	600276	47.20	0.67	0.93	1.05	1.25	69.98	50.63	44.97	37.65
信立泰	002294	32.38	0.52	0.56	0.64	0.77	62.23	57.54	50.41	41.87
石四药集团	02005	3.44	0.41	0.42	0.48	0.53	8.41	8.19	7.17	6.48
辰欣药业	603367	13.76	1.15	1.29	1.43	1.59	11.95	10.69	9.62	8.65
	调整后平均						26.40	21.37	18.82	16.30

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,729	4,675	8,592	10,121	11,522	营业收入	19,038	21,454	23,337	25,465	28,330
应收票据、账款及款项融资	7,198	6,120	6,412	6,725	7,150	营业成本	9,040	10,206	11,275	12,157	13,288
预付账款	432	386	501	528	569	销售费用	4,728	4,450	4,450	4,718	5,283
存货	3,214	3,840	4,400	4,547	5,052	管理费用	929	1,142	1,229	1,366	1,549
其他	1,077	3,268	1,779	2,085	2,423	研发费用	1,795	1,944	2,113	2,434	2,847
流动资产合计	16,649	18,290	21,684	24,004	26,715	财务费用	480	234	214	168	142
长期股权投资	3,794	3,976	4,500	4,090	4,189	资产、信用减值损失	107	177	142	159	150
固定资产	10,132	9,750	9,805	9,555	9,278	公允价值变动收益	10	15	(1)	8	7
在建工程	1,126	2,045	2,322	2,437	2,540	投资净收益	235	359	301	330	315
无形资产	1,201	1,277	1,263	1,248	1,213	其他	(9)	(22)	(9)	(14)	(27)
其他	1,303	1,117	1,465	1,499	1,448	营业利润	2,195	3,654	4,205	4,786	5,365
非流动资产合计	17,557	18,165	19,355	18,828	18,668	营业外收入	7	12	10	10	11
资产总计	34,206	36,455	41,039	42,833	45,383	营业外支出	135	86	130	117	111
短期借款	3,291	3,458	3,372	3,374	3,401	利润总额	2,068	3,580	4,085	4,679	5,265
应付票据及应付账款	2,244	2,539	2,926	3,066	3,368	所得税	364	934	868	1,017	1,113
其他	6,569	3,996	6,229	5,699	5,445	净利润	1,704	2,647	3,217	3,663	4,152
流动负债合计	12,104	9,993	12,526	12,138	12,215	少数股东损益	(1)	191	198	288	372
长期借款	2,036	1,082	1,082	1,082	1,082	归属于母公司净利润	1,705	2,456	3,019	3,375	3,780
应付债券	2,669	1,566	2	2	2	每股收益(元)	1.06	1.53	1.88	2.11	2.36
其他	526	798	748	755	767						
非流动负债合计	5,231	3,446	1,832	1,839	1,851	主要财务比率					
负债合计	17,335	13,439	14,358	13,977	14,065		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	1,137	3,343	3,541	3,829	4,201	成长能力					
实收资本(或股本)	1,422	1,499	1,602	1,602	1,602	营业收入	10.2%	12.7%	8.8%	9.1%	11.3%
资本公积	3,436	5,929	7,686	7,686	7,686	营业利润	66.3%	66.5%	15.1%	13.8%	12.1%
留存收益	10,416	11,973	13,792	15,633	17,741	归属于母公司净利润	54.7%	44.0%	22.9%	11.8%	12.0%
其他	460	272	60	106	88	获利能力					
股东权益合计	16,871	23,016	26,681	28,856	31,318	毛利率	52.5%	52.4%	51.7%	52.3%	53.1%
负债和股东权益总计	34,206	36,455	41,039	42,833	45,383	净利率	9.0%	11.4%	12.9%	13.3%	13.3%
						ROE	11.5%	13.9%	14.1%	14.0%	14.5%
						ROIC	8.6%	10.1%	11.0%	11.4%	12.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	50.7%	36.9%	35.0%	32.6%	31.0%
净利润	1,704	2,647	3,217	3,663	4,152	净负债率	31.4%	9.6%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,023	1,149	859	907	953	流动比率	1.38	1.83	1.73	1.98	2.19
财务费用	480	234	214	168	142	速动比率	1.11	1.44	1.38	1.60	1.77
投资损失	(235)	(359)	(301)	(330)	(315)	营运能力					
营运资金变动	(791)	(1,516)	1,060	(627)	(945)	应收账款周转率	3.5	4.1	4.2	3.9	4.1
其它	945	3,183	(547)	97	26	存货周转率	2.7	2.9	2.7	2.7	2.7
经营活动现金流	3,127	5,337	4,503	3,877	4,013	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
资本支出	(714)	(1,655)	(882)	(739)	(728)	每股指标(元)					
长期投资	(385)	(183)	(524)	410	(99)	每股收益	1.06	1.53	1.88	2.11	2.36
其他	242	(1,532)	803	82	141	每股经营现金流	2.20	3.56	2.81	2.42	2.51
投资活动现金流	(857)	(3,370)	(602)	(247)	(685)	每股净资产	9.82	12.28	14.45	15.63	16.93
债权融资	17	(3,297)	(344)	(401)	(140)	估值比率					
股权融资	251	2,569	1,860	0	0	市盈率	30.2	21.0	17.0	15.2	13.6
其他	(676)	(1,332)	(1,500)	(1,701)	(1,786)	市净率	3.3	2.6	2.2	2.1	1.9
筹资活动现金流	(407)	(2,059)	16	(2,101)	(1,926)	EV/EBITDA	13.1	9.7	9.2	8.3	7.5
汇率变动影响	8	5	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.2	12.5	11.0	9.8	8.8
现金净增加额	1,871	(87)	3,916	1,529	1,401						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。