

# 科伦药业 (002422.SZ)

## 买入 (维持评级)

### 业绩稳健增长, SKB264 获批在即

#### 投资要点:

► **事件:** 公司发布 2024 年三季报, 2024 前三季度实现收入 167.9 亿元(同比+6.6%), 归母净利润 24.7 亿元(同比+25.9%), 扣非净利润 24.5 亿元(同比+27.3%), 2024Q3 单季度实现收入 49.6 亿元(同比+0.4%), 归母净利润 6.7 亿元(同比+19.9%), 扣非净利润 6.9 亿元(同比+21.2%)。

► **费用优化显著, 业绩表现稳定增长:** 2024 年第三季度公司毛利率和净利率分别为 49.4% 和 14.2%, 净利率较去年同期有所上升。费用率方面, 2024Q3 公司销售费用率 14.0% (同比-7.3pct), 管理费用率 7.4% (同比+3.2pct), 研发费用率 10.2% (同比-1.6pct), 财务费用率 0.6% (同比-0.3pct), 公司通过持续优化输液产品结构, 强化非输液产品集群并依托集采中标优势, 加大市场拓展提高市场覆盖率, 同时因执行国家药品集采政策销售费用下降, 公司销售费用率下降显著, 带动整体利润增加。

► **公司主营业务表现稳健, 大输液、川宁和仿制药均有望企稳:** (1) 公司大输液为行业龙头, 通过布局肠外营养等新品种, 整体利润水平有望稳中有升。(2) 仿制药: 公司聚焦抗感染、中枢神经、内分泌代谢和男科等领域, 根据 2024 上半年数据, 公司非输液药品销售收入 20.20 亿元(同比+6.38%), 随着仿制药品种逐步放量, 有望企稳。(3) 抗生素中间体: 2024Q3 川宁生物实现收入 12.6 亿元(同比+8.3%), 归母净利润 3.1 亿元(同比+24.2%), 板块表现稳健。

► **SKB264 上市在即, 2025 年创新药或有众多催化:** (1) **核心产品 SKB264:** TNBC+NSCLC+HR+/HER2-三大适应症中美双开, 国内 SKB264 针对三线治疗 TNBC 已于 2023 年 12 月获 NMPA 受理, 针对局部晚期或转移性 EGFR 突变 NSCLC 于 2024 年 8 月获得 NMPA 受理, 针对 EGFR-TKI 治疗后进展的 EGFR 突变局部晚期或转移性 NSCLC 于 2024 年 10 月受理。(2) **国际化合作方面,** 截至 24H1, 默沙东已启动十项 264 作为单药疗法或联合帕博利珠单抗或其他药物用于多种适应症的全球 3 期临床研究。此外 2024 年 8 月, 默沙东就 SKB571 (双抗 ADC) 行使独家选择权, 并向科伦博泰支付 3750 万美元, 科伦药业国际合作持续兑现中。(3) **其他项目:** 此外 A166 于 2023 年 5 月获 NMPA 批准, SKB315、SKB410、SKB518 等产品临床陆续推进中。

#### 盈利预测与投资建议

根据科伦药业前三季度财务数据, 我们调整公司 2024-2026 年归母净利润分别为 30.4/34.7/39.9 亿元(原值: 29.2/33.3/38.3 亿元)。考虑到科伦药业在大输液领域及抗生素中间体领域的龙头地位, 以及未来 ADC 等创新药管线上市等带来的业绩高增长性, 维持“买入”评级。

#### 风险提示

集采降价风险; 行业政策变革风险; 产品研发及上市不及预期的风险; 产品销售不及预期的风险。

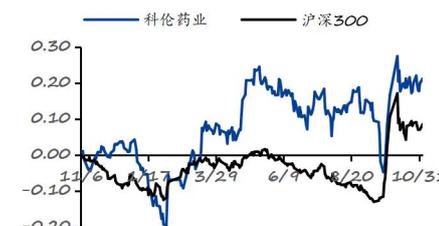
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,913	21,454	23,620	25,880	28,302
增长率	9%	13%	10%	10%	9%
净利润(百万元)	1,709	2,456	3,038	3,474	3,989
增长率	55%	44%	24%	14%	15%
EPS(元/股)	1.07	1.53	1.90	2.17	2.49
市盈率(P/E)	30.9	21.5	17.4	15.2	13.3
市净率(P/B)	3.4	2.7	2.5	2.2	2.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

#### 基本数据

日期	2024-11-04
收盘价:	33.01 元
总股本/流通股本(百万股)	1,601.59/1,308.66
流通 A 股市值(百万元)	43,198.94
每股净资产(元)	14.08
资产负债率(%)	31.68
一年内最高/最低价(元)	35.49/21.60

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师: 陈铁林(S0210524080007)  
 cti30598@hfzq.com.cn  
 分析师: 吴沛柯(S0210524070003)  
 wpk30483@hfzq.com.cn

#### 相关报告

- 1、业绩高增长, 看好创新持续兑现——2024.09.01
- 2、三发驱动, 发展驶入快车道——2024.08.15



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,675	6,974	9,239	11,056	营业收入	21,454	23,620	25,880	28,302
应收票据及账款	4,683	5,065	5,334	5,741	营业成本	10,206	11,093	12,172	13,175
预付账款	386	531	570	594	税金及附加	303	309	346	381
存货	3,840	4,525	4,146	4,878	销售费用	4,450	4,606	5,021	5,462
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,142	1,252	1,346	1,415
其他流动资产	4,706	4,190	4,540	4,914	研发费用	1,944	2,126	2,252	2,406
流动资产合计	18,290	21,285	23,828	27,183	财务费用	234	118	62	50
长期股权投资	3,976	3,976	3,976	3,976	信用减值损失	-46	-50	-40	-30
固定资产	9,750	9,975	10,167	10,231	资产减值损失	-131	-100	-40	-30
在建工程	2,045	1,945	1,855	1,775	公允价值变动收益	15	0	0	0
无形资产	1,277	1,354	1,428	1,483	投资收益	359	269	288	305
商誉	99	99	99	99	其他收益	278	278	278	278
其他非流动资产	1,018	1,028	1,032	1,037	<b>营业利润</b>	<b>3,654</b>	<b>4,517</b>	<b>5,171</b>	<b>5,939</b>
非流动资产合计	18,165	18,376	18,557	18,601	营业外收入	12	12	12	12
<b>资产合计</b>	<b>36,455</b>	<b>39,661</b>	<b>42,385</b>	<b>45,784</b>	营业外支出	86	86	86	86
短期借款	3,458	3,594	3,428	3,443	<b>利润总额</b>	<b>3,580</b>	<b>4,443</b>	<b>5,097</b>	<b>5,865</b>
应付票据及账款	2,539	3,728	4,134	4,479	所得税	934	1,159	1,329	1,530
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>2,647</b>	<b>3,284</b>	<b>3,768</b>	<b>4,336</b>
合同负债	715	425	466	509	少数股东损益	191	246	294	347
其他应付款	1,883	1,883	1,883	1,883	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,456</b>	<b>3,038</b>	<b>3,474</b>	<b>3,989</b>
其他流动负债	1,398	1,429	1,457	1,478	EPS (按最新股本摊薄)	1.53	1.90	2.17	2.49
流动负债合计	9,993	11,060	11,368	11,793					
长期借款	1,082	1,132	1,062	1,142					
应付债券	1,566	1,566	1,566	1,566					
其他非流动负债	798	798	798	798					
非流动负债合计	3,446	3,496	3,426	3,506					
<b>负债合计</b>	<b>13,439</b>	<b>14,556</b>	<b>14,794</b>	<b>15,299</b>					
归属母公司所有者权益	19,672	21,515	23,707	26,254					
少数股东权益	3,343	3,590	3,883	4,230					
<b>所有者权益合计</b>	<b>23,016</b>	<b>25,105</b>	<b>27,591</b>	<b>30,485</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>36,455</b>	<b>39,661</b>	<b>42,385</b>	<b>45,784</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,337</b>	<b>4,477</b>	<b>4,985</b>	<b>4,226</b>
现金收益	4,091	4,609	5,071	5,657
存货影响	-649	-685	379	-732
经营性应收影响	1,173	-427	-268	-401
经营性应付影响	-165	1,189	406	345
其他影响	887	-209	-603	-643
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,370</b>	<b>-1,151</b>	<b>-1,140</b>	<b>-1,012</b>
资本支出	-1,825	-1,409	-1,418	-1,309
股权投资	-184	0	0	0
其他长期资产变化	-1,362	258	278	298
<b>融资活动现金流</b>	<b>-2,059</b>	<b>-1,028</b>	<b>-1,580</b>	<b>-1,397</b>
借款增加	-3,130	186	-237	95
股利及利息支付	-1,239	-1,624	-1,801	-1,976
股东融资	2,491	103	0	0
其他影响	-181	307	458	484

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	13.4%	10.1%	9.6%	9.4%
EBIT 增长率	49.6%	19.6%	13.1%	14.7%
归母公司净利润增长率	43.7%	23.7%	14.4%	14.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	52.4%	53.0%	53.0%	53.5%
净利率	12.3%	13.9%	14.6%	15.3%
ROE	10.7%	12.1%	12.6%	13.1%
ROIC	16.4%	17.8%	18.5%	19.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.9%	36.7%	34.9%	33.4%
流动比率	1.8	1.9	2.1	2.3
速动比率	1.4	1.5	1.7	1.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	87	74	72	70
存货周转天数	124	136	128	123
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.53	1.90	2.17	2.49
每股经营现金流	3.33	2.80	3.11	2.64
每股净资产	12.28	13.43	14.80	16.39
<b>估值比率</b>				
P/E	22	17	15	13
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	32	28	25	22

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn