

# 原料药拖累业绩， 转型升级顺利推进

## 事件

公司公告 2019 年半年度业绩预告，预计实现归属于上市公司净利润为 69661.93 万元~77402.14 万元，同比增速为-10%~0%。

## 点评

### 输液产品结构持续优化，收入毛利获得提升

公司输液类产品竞争格局稳定，市场需求稳定增长，同时，公司通过产品结构调整和升级、强化生产运营管理，实现均价和毛利率的提升。预计 2019 年上半年，在 2018 年同期高基数的基础上仍实现一定增长。我们认为考虑基数影响，公司输液板块下半年增速将有所提升，全年增速有望达到 5%-10%之间。

### 预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	16,351.8	18,058.8	20,532.2	23,014.7
营业收入增长率	43.0%	10.4%	13.7%	12.1%
净利润(百万)	1,212.9	1,574.8	1,956.6	2,324.8
净利润增长率	62.0%	29.8%	24.2%	18.8%
ROE	9.5%	11.1%	12.8%	13.7%
EPS(元)	0.84	1.09	1.36	1.61
P/E	32.8	25.3	20.4	17.1
P/B	3.1	2.8	2.6	2.4

## 科伦药业(002422)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

86-10-86451162

执业证书编号: S1440517050001

研究助理: 袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

86-10-85130634

发布日期: 2019 年 07 月 15 日

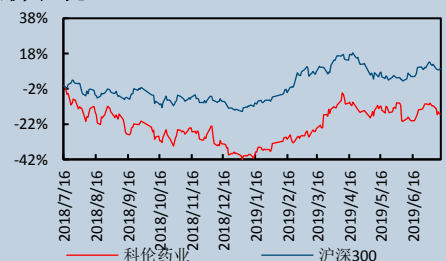
当前股价: 27.75 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	3.78/0.43	-6.5/-1.99	-16.0/-25.05
12 月最高/最低价(元)			34.0/19.13
总股本(万股)			143,978.61
流通 A 股(万股)			103,244.01
总市值(亿元)			399.54
流通市值(亿元)			286.5
近 3 月日均成交量(万)			860.31
主要股东			
刘革新			26.33%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 19.07.10 【中信建投医药生物】科伦药业(002422):公告配股预案,改善融资结构
- 18.08.28 【中信建投医药】科伦药业(002422.sz):业绩实现高增长,制剂销售放量可期
- 18.05.29 【中信建投医药】科伦药业(002422.SZ): 与国控战略合作,制剂销售放量可期

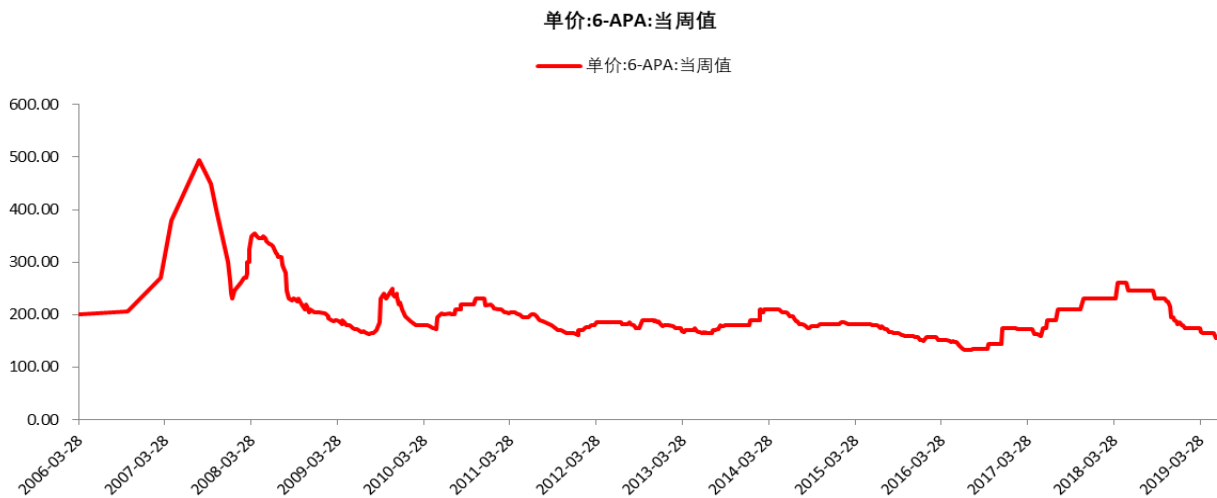
### 制剂产品快速放量，在研产品有望陆续获批

公司累计获得仿制药批文 25 个，通过仿制药一致性评价品种 11 个，分别为草酸艾司西酞普兰片、氢溴酸西酞普兰片、盐酸克林霉素胶囊、阿莫西林胶囊、甲硝唑片、替硝唑片、氢溴酸西酞普兰胶囊、阿昔洛韦片、氟康唑片、头孢氨苄胶囊、福多司坦片。5 个创新药获得国内临床批件，1 个创新药获得美国临床批件。其中，KL-A167（PD-L1 单抗）进入临床 II 期，KL-A166（HER2-ADC）注射液在中、美同步进行 I 期临床研究。预计未来 2-3 年有 60-80 个产品陆续获批，公司仿制药产品群将形成，我们认为产品群策略在仿制药集采趋势下具有较大优势。2018 年非输液制剂类产品实现销售收入 28.57 亿元，同比增长 51%，其中集采中标品种草酸艾司西酞普兰实现销售额 2.08 亿，同比增长 73%。我们认为，公司具备通过一致性评价的仿制药产品群，有望借助仿制药集采实现快速放量。

### 原料药竞争加剧，拖累整体业绩

由于竞争对手复产，公司伊犁川宁的中间体产品 6-APA 价格回落，同时，川宁的免税政策于 2018 年到期，2019 年开始所得税恢复至 25%。考虑到税收和产品价格影响，公司原料药业绩出现负增长，拖累整体业绩增长。我们认为，6-APA 当前价格已处于历史较低位置，硫氢酸红霉素、7-ACA、青霉素工业盐价格稳定，考虑到环保监管趋势严格，进一步下降可能性不大，且公司原料药上游成本仍有下降空间，毛利率在下半年有望回升。

**图表1： 2006 年以来 6-APA 价格趋势**



资料来源:Wind, 中信建投证券研究发展部

### 盈利预测与投资评级

暂不考虑本次配股带来的股本和财务费用变化，我们预计 2019-2021 年归母净利润分别为 15.7 亿元、19.6 亿元、23.2 亿元，增长分别为 30%、25%、18%，对应每股 EPS 为 1.09、1.37 和 1.61 元/股。公司在大输液和抗生素中间体的龙头地位稳固，同时仿制药进入批量上市阶段。维持买入评级。

### 风险提示

原料药价格波动；制剂注册进度不达预期；仿制药集采降价超预期

**图表2： 公司未来盈利预测情况**

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
<b>利润表（百万元）</b>							
营业收入	16,351.8	18,058.8	10.4%	20,532.2	13.7%	23,014.7	12.1%
营业成本	6,612.2	8,196.6	24.0%	9,100.1	11.0%	9,746.2	7.1%
营业税金及附加	229.2	265.1	15.7%	306.9	15.8%	334.8	9.1%
营业费用	5,987.2	5,105.0	-14.7%	6,023.9	18.0%	7,108.2	18.0%
管理费用	830.4	2,038.3	145.5%	2,366.4	16.1%	2,696.2	13.9%
财务费用	631.5	600.0	-5.0%	444.4	-25.9%	170.0	-61.7%
资产减值损失	113.5	186.9	64.7%	202.3	8.2%	167.6	-17.2%
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-	-
投资净收益	146.7	316.7	115.9%	417.1	31.7%	293.5	-29.6%
营业利润	1,356.2	1,983.6	46.3%	2,505.2	26.3%	3,085.2	23.2%
营业外收入	146.3	82.8	-43.4%	78.7	-4.9%	102.6	30.3%
营业外支出	169.1	79.5	-53.0%	90.4	13.8%	113.0	25.0%
利润总额	1,333.4	1,987.0	49.0%	2,493.6	25.5%	3,074.8	23.3%
所得税	65.9	309.5	369.5%	411.0	32.8%	615.0	49.6%
净利润	1,267.5	1,677.5	32.3%	2,082.5	24.1%	2,459.9	18.1%
少数股东损益	54.5	102.7	88.3%	125.9	22.6%	135.1	7.3%
归属母公司净利润	1,212.9	1,574.8	29.8%	1,956.6	24.2%	2,324.8	18.8%
EBITDA	3,712.9	3,558.0	-4.2%	3,924.0	10.3%	4,229.6	7.8%
EPS（摊薄）	0.84	1.09	29.8%	1.36	24.2%	1.61	18.8%
<b>资产负债表（百万元）</b>							
流动资产	12,622.5	16,323.0	29.3%	15,274.7	-6.4%	19,091.2	25.0%
现金	1,825.8	1,444.7	-20.9%	1,642.6	13.7%	1,889.4	15.0%
应收账款	5,678.8	7,268.0	28.0%	7,221.3	-0.6%	8,672.0	20.1%
其它应收款	1,008.3	2,269.3	125.1%	1,277.8	-43.7%	2,597.9	103.3%
预付账款	499.5	505.5	1.2%	676.5	33.8%	599.9	-11.3%
存货	2,973.4	4,005.1	34.7%	3,613.2	-9.8%	4,561.9	26.3%
其他	636.6	830.4	30.4%	843.4	1.6%	770.1	-8.7%
非流动资产	16,738.4	15,800.9	-5.6%	14,668.6	-7.2%	13,781.8	-6.0%
长期投资	2,306.3	2,306.3	0.0%	2,306.3	0.0%	2,306.3	0.0%
固定资产	11,259.9	10,353.2	-8.1%	9,446.5	-8.8%	8,539.8	-9.6%
无形资产	920.7	853.1	-7.3%	785.4	-7.9%	717.8	-8.6%
其他	2,251.5	2,288.4	1.6%	2,130.4	-6.9%	2,218.0	4.1%
资产总计	29,360.9	32,124.0	9.4%	29,943.3	-6.8%	32,873.1	9.8%
流动负债	10,372.4	14,132.9	36.3%	10,041.3	-29.0%	11,087.9	10.4%
短期借款	2,650.0	3,393.3	28.1%	1,430.4	-57.8%	-	-100.0%
应付账款	1,536.9	2,607.9	69.7%	1,762.7	-32.4%	2,877.0	63.2%
其他	6,185.5	8,131.6	31.5%	6,848.2	-15.8%	8,210.9	19.9%

	2018	2019E	增长率	2020E	增长率	2021E	增长率
非流动负债	6,024.4	3,504.8	-41.8%	4,188.3	19.5%	4,282.4	2.2%
长期借款	870.3	-	-100.0%	-		-	
其他	5,154.0	3,504.8	-32.0%	4,188.3	19.5%	4,282.4	2.2%
负债合计	16,396.8	17,637.7	7.6%	14,229.6	-19.3%	15,370.3	8.0%
少数股东权益	200.6	298.2	48.6%	422.0	41.5%	554.1	31.3%
归属母公司股东权益	12,964.1	14,486.3	11.7%	15,713.7	8.5%	17,502.8	11.4%
负债和股东权益	29,360.9	32,124.0	9.4%	29,943.3	-6.8%	32,873.1	9.8%

**现金流量表（百万元）**

经营活动现金流	2,953.5	1,151.8	-61.0%	2,706.7	135.0%	2,126.5	-21.4%
净利润	1,267.5	1,574.8	24.2%	1,956.6	24.2%	2,324.8	18.8%
折旧摊销	989.0	974.3	-1.5%	974.3	0.0%	974.3	0.0%
财务费用	651.8	600.0	-7.9%	444.4	-25.9%	170.0	-61.7%
投资损失	-146.7	-316.7	115.9%	-417.1	31.7%	-293.5	-29.6%
营运资金变动	732.9	-1,783.3	-343.3%	-377.5	-78.8%	-1,184.3	213.7%
其它	-540.9	102.7	-119.0%	125.9	22.6%	135.1	7.3%
投资活动现金流	-959.0	-1.9	-99.8%	629.5	-33980.6%	258.1	-59.0%
资本支出	-	-318.6		212.4	-166.7%	-35.4	-116.7%
长期投资	-168.6	-0.0	-100.0%	-0.0	0.0%	-0.0	0.0%
其他	-790.4	316.7	-140.1%	417.1	31.7%	293.5	-29.6%
筹资活动现金流	-1,381.9	-1,531.1	10.8%	-3,138.3	105.0%	-2,137.7	-31.9%
短期借款	-70.0	743.3	-1161.9%	-1,963.0	-364.1%	-1,430.4	-27.1%
长期借款	662.3	-870.3	-231.4%	-	-100.0%	-	
其他	-1,974.2	-1,404.1	-28.9%	-1,175.3	-16.3%	-707.3	-39.8%
现金净增加额	612.6	-381.1	-162.2%	197.9	-151.9%	246.8	24.7%

资料来源：中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**贺菊颖：**医药行业首席分析师，毕业于复旦大学，管理学硕士。10年医药行业研究经验，2017年加入中信建投证券研究发展部。

## 研究助理

**袁清慧** 15600030536 yuanqinghui@csc.com.cn

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师慧 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859