

科伦药业 (002422.SZ)

业绩符合预期，下半年拭目以待——科伦 2019H1 业绩预告点评

事件: 科伦药业发布 2019 年半年度业绩预告, 预计归母净利润 6.97~7.74 亿元, 同比下滑 0~10%。

整体业绩符合预期, 表观看上半年业绩下滑, 主要是基数的因素影响。公司 2018 全年业绩 12.13 亿, 上半年 7.74 亿, 下半年 4.39 亿, 上半年由于流感的因素基数相对来说比较高。2019 上半年公司整体各项经营情况良好, 输液稳步增长、制剂新产品放量超预期, 川宁所得税免税优惠政策 2018 年到期, 故川宁上半年利润同比略有下降。全年公司高增速预期不变 (股权激励考核 15.6 亿元以上, 我们预计在 16 亿元以上), 所以展望下半年, 公司业绩有望呈现逐季向好趋势, Q3、Q4 业绩都有望实现超高增长, 整体下半年业绩有望接近 9 亿, 比去年下半年业绩翻倍。

分季度看归母净利润: 2019Q1 公司归母净利润为 3.36 亿元, 2019Q2 的归母净利润区间为 3.61~4.38 亿元。根据 2018Q2 归母净利润为 3.91 亿元, 估算 2019Q2 同比变化-7.67%~12.02%。2019Q1 归母增速-12.40%, Q2 相比 Q1 呈现改善趋势。

归母扣非端: 2018H1 扣非净利润 7.20 亿元, 扣除的非经常性损益主要是子公司浙江国境搬迁造成利润影响 3400 万, 因此预计 2019H1 扣非增速会好于归母增速。

公司长期投资逻辑不变: 大输液产业升级, 结构调整, 科伦盈利能力上升。国内环保第一, 川宁满产利润持续上升。仿制带领创新, 为公司未来业绩高速增长提供动力。

盈利预测与估值: 维持“买入”评级, 对应 2020 年的目标市值为 580 亿。暂不考虑配股后的摊薄及利润变化, 我们认为 2019-2021 年公司输液板块维稳、川宁项目盈利上升、仿制药进入收获期, EPS 高速增长; 2020 年后创新药开始逐步兑现, 以仿制带动创新, 制剂板块未来弹性巨大。三发驱动逐步兑现, 股权激励为业绩提供保障。预计 2019-2021 年归母净利润分别为 16.22 亿元、20.54 亿元、23.33 亿元, 对应增速分别为 33.7%、26.6%、13.6%, EPS 分别为 1.13 元、1.43 元、1.62 元, 对应 PE 分别为 25X、19X、17X。

风险提示: 行业政策变化风险; 川宁不达预期风险, 仿制药一致性评价进度滞后风险; 新药研发失败风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	11,435	16,352	19,537	22,318	24,817
增长率 yoy (%)	33.5	43.0	19.5	14.2	11.2
归母净利润 (百万元)	749	1,213	1,622	2,054	2,333
增长率 yoy (%)	28.0	62.0	33.7	26.6	13.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.52	0.84	1.13	1.43	1.62
净资产收益率 (%)	6.8	9.8	11.3	13.3	13.3
P/E (倍)	53.2	32.8	24.6	19.4	17.1
P/B (倍)	3.4	3.1	2.8	2.5	2.2

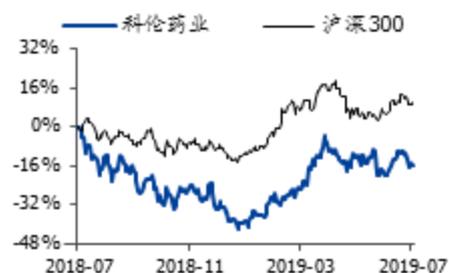
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
最新收盘价	27.75
总市值(百万元)	39,954.06
总股本(百万股)	1,439.79
其中自由流通股(%)	71.71
30 日日均成交量(百万股)	6.30

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号: S0680519010003

邮箱: huruobi@gszq.com

相关研究

- 《科伦药业 (002422.SZ): 配股有望缓解公司财务压力、助力公司良性健康发展》2019-07-10
- 《科伦药业 (002422.SZ): 沧海横流方显英雄本色, 厚积薄发科伦一鸣惊人》2019-06-26



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	11,619	12,622	22,029	23,546	27,051
现金	1,231	1,826	8,502	9,711	10,799
应收账款	4,862	5,679	6,916	7,471	8,527
其他应收款	73	0	87	12	98
预付账款	429	500	609	657	751
存货	2,500	2,973	3,338	3,630	3,921
其他流动资产	2,523	1,645	2,577	2,065	2,955
非流动资产	16,369	16,738	20,042	22,626	24,519
长期投资	2,138	2,306	2,519	2,741	2,975
固定投资	11,065	11,260	13,578	15,522	17,108
无形资产	1,383	1,485	1,463	1,463	1,454
其他非流动资产	1,784	1,688	2,482	2,899	2,983
资产总计	27,988	29,361	42,071	46,172	51,571
流动负债	11,892	10,372	22,204	25,178	29,446
短期借款	2,720	2,650	11,465	16,260	17,936
应付账款	1,387	1,537	1,834	1,887	2,146
其他流动负债	7,785	6,186	8,905	7,031	9,365
非流动负债	4,114	6,024	5,585	4,811	3,773
长期借款	3,496	5,449	5,010	4,236	3,198
其他非流动负债	617	575	575	575	575
负债合计	16,006	16,397	27,789	29,989	33,219
少数股东权益	179	201	198	296	395
股本	1,440	1,440	1,440	1,440	1,440
资本公积	3,532	3,550	3,550	3,550	3,550
留存收益	6,914	7,826	8,918	10,360	11,998
归属母公司股东收益	11,803	12,763	14,084	15,887	17,957
负债和股东权益	27,988	29,361	42,071	46,172	51,571

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	1,103	2,954	2,581	1,438	4,309
净利润	811	1,267	1,619	2,152	2,433
折旧摊销	806	989	912	1,113	1,303
财务费用	553	632	445	719	851
投资损失	-788	-147	-245	-299	-369
营运资金变动	-865	55	-151	-2,248	91
其他经营现金流	585	157	0	0	0
投资活动净现金流	-2,279	-959	-3,971	-3,398	-2,828
资本支出	1,477	1,329	3,091	2,361	1,660
长期投资	-486	-2	-213	-246	-234
其他投资现金流	-1,287	368	-1,093	-1,283	-1,401
筹资活动净现金流	1,211	-1,382	-749	-1,625	-2,070
短期借款	-100	-70	0	0	0
长期借款	2,110	1,953	-439	-774	-1,039
普通股增加	0	-0	0	0	0
资本公积增加	55	18	0	0	0
其他筹资现金流	-853	-3,283	-310	-851	-1,031
现金净增加额	30	612	-2,139	-3,585	-588

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,435	16,352	19,537	22,318	24,817
营业成本	5,568	6,612	7,623	8,416	9,121
营业税金及附加	185	229	263	321	360
营业费用	3,074	5,987	7,815	8,592	9,430
管理费用	1,450	830	1,719	2,020	2,507
财务费用	553	632	445	719	851
资产减值损失	306	113	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	788	147	245	299	369
营业利润	1,157	1,356	1,917	2,548	2,918
营业外收入	7	146	92	85	83
营业外支出	23	169	63	75	82
利润总额	1,141	1,333	1,946	2,558	2,918
所得税	330	66	327	406	485
净利润	811	1,267	1,619	2,152	2,433
少数股东收益	63	55	-3	98	100
归属母公司净利润	749	1,213	1,622	2,054	2,333
EBITDA	2,306	2,788	3,303	4,391	5,073
EPS (元/股)	0.52	0.84	1.13	1.43	1.62

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	33.5	43.0	19.5	14.2	11.2
营业利润 (%)	73.2	17.2	41.3	33.0	14.5
归属母公司净利润 (%)	28.0	62.0	33.7	26.6	13.6
盈利能力					
毛利率 (%)	51.3	59.6	61.0	62.3	63.2
净利率 (%)	6.5	7.4	8.3	9.2	9.4
ROE (%)	6.8	9.8	11.3	13.3	13.3
ROIC (%)	5.5	7.8	6.2	7.2	7.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.2	55.8	66.1	65.0	64.4
净负债比率 (%)	51.5	54.7	64.6	75.1	64.2
流动比率	1.0	1.2	1.0	0.9	0.9
速动比率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.57	0.55	0.51	0.51
应收账款周转率	2.7	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	4.1	4.5	4.5	4.5	4.5
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.52	0.84	1.13	1.43	1.62
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.77	0.76	1.79	1.00	2.99
每股净资产 (最新摊薄)	8.20	8.86	9.78	11.03	12.47
估值指标 (倍)					
P/E	53.2	32.8	24.6	19.4	17.1
P/B	3.4	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	20.1	17.0	15.0	12.0	10.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

事件

科伦药业发布 2019 年半年度业绩预告，预计归母净利润 6.97~7.74 亿元，同比下滑 0~10%。

观点

整体业绩符合预期，表观看上半年业绩下滑，主要是基数的因素影响。公司 2018 全年业绩 12.13 亿，上半年 7.74 亿，下半年 4.39 亿，上半年由于流感的因素基数相对来说比较高。2019 上半年公司整体各项经营情况良好，输液稳步增长、制剂新产品放量超预期，川宁所得税免税优惠政策 2018 年到期，故川宁上半年利润同比略有下降。全年公司高增速预期不变（股权激励考核 15.6 亿以上，我们预计在 16 亿以上），所以展望下半年，公司业绩有望呈现逐季向好趋势，Q3、Q4 业绩都有望实现超高增长，整体下半年业绩有望接近 9 亿，比去年下半年业绩翻倍。

分季度看归母净利润：2019Q1 公司归母净利润为 3.36 亿元，2019Q2 的归母净利润区间为 3.61~4.38 亿元。根据 2018Q2 归母净利润为 3.91 亿元，估算 2019Q2 同比变化 -7.67%~12.02%。2019Q1 归母增速-12.40%，Q2 相比 Q1 呈现改善趋势。

归母扣非端：2018H1 扣非净利润 7.20 亿元，扣除的非经常性损益主要是子公司浙江国境搬迁造成利润影响 3400 万，因此预计 2019H1 扣非增速会好于归母增速。

公司长期投资逻辑不变：大输液产业升级，结构调整，科伦盈利能力上升。国内环保第一，川宁满产利润持续上升。仿制带领创新，为公司未来业绩高增长提供动力。

上半年公司仿制药集中获批，已进入收获期

年初至今科伦的氢溴酸西酞普兰胶囊、阿昔洛韦片、氟康唑片、头孢氨苄胶囊、福多司坦片已通过一致性评价，其中氢溴酸西酞普兰胶囊、氟康唑片、头孢氨苄胶囊都是首家通过，后来者居上。

科伦布局的仿制药梯队迎来集中收获期，这只是厚积薄发的爆发前夜，未来 2-3 年科伦将迎来密集的产品报产，也将为公司制剂板块、输液板块提供新的增长点，带来巨大的业绩弹性。

科伦研究院的研发能力再次得到印证，新规下申报的仿制药获批是视同通过一致性评价，事实上是后发优势。公司未来以仿制药推动创新药，涵盖肿瘤及辅助用药、细菌感染、肠外营养、心血管、精神神经、糖尿病、麻醉等多个国内大病种大领域。

图表 1: 2019 年至今通过一致性评价情况

序号	名称	时间	适应症	所处状态
1	氢溴酸西酞普兰胶囊	2019/1/25	抑郁症	首家通过一致性评价
2	阿昔洛韦片	2019/3/14	抗病毒	通过一致性评价
3	氟康唑片	2019/3/19	抗感染	首家通过一致性评价
4	头孢氨苄胶囊	2019/4/11	抗感染	首家通过一致性评价
5	福多司坦片	2019/5/31	呼吸系统疾病	通过一致性评价

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 2: 2019 年至今获得药品注册批件情况

序号	名称	时间	适应症	所处状态
1	盐酸莫西沙星氯化钠注射液	2019/5/5	抗感染	获得注册批件
2	碳酸氢钠林格注射液	2019/6/3	维持酸碱平衡及 电解质平衡	获得注册批件

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司长期逻辑再论述

1. 大输液产业升级, 结构调整, 科伦盈利能力上升。大输液行业优胜劣汰洗牌已基本完成。科伦目前是大输液国内第一, 占据 50% 以上份额。目前大输液行业总量基本稳定, 公司用高毛利的软袋、直软替代低端塑瓶, 通过调整结构提高毛利率, 盈利能力还在持续上升, 未来有望维持 5-8% 稳健增长。

2. 国内环保第一, 川宁满产利润有望超过 8 亿。川宁立项时以成本和质量竞争为立足点, 用“史上最严格”的环保标准要求自己, 目前已解决全部环保问题并满产。2018 年川宁盈利超 6 亿, 四大产品兼具产能与成本优势, 满产有望贡献超过 8 亿利润。未来若国内环保标准进一步提高其他竞争企业可能达不到环保要求而被迫退出导致价格提升, 盈利能力有望进一步提升。

3. 仿制带领创新, 为公司未来业绩高增长提供动力。科伦研究院成立以来, 在多个领域均有布局, 包括肿瘤、糖尿病、麻醉镇痛、抗感染等。目前仿制推动创新成果显著 (A140 有望成为国内首仿、PD-L1 海外授权、KL-A167 进入关键临床 II 期、ADC 项目中美同步临床及 FDA 孤儿药突破性疗法资格认证等)。药品评审及临床试验从严, 科伦后发优势明显, 目前通过一致性评价 16 个品规, 国内排名第三。受益“4+7”带量采购, 有望扩大市场规模。

公司估值再论述

公司未来两年利润粗略拆分如下:

- **2019 年: 预计 16 亿左右。**其中输液板块 15 亿利润 (含石四药并表), 川宁 7 亿以上利润, 近期获批新药 1.8-2 亿利润, 老普药 1 亿左右利润, 财务费用节约和环保减亏利润弹性 1 亿左右, 税改弹性 2 亿左右, 研发投入 14-15 亿 (费用化 12 亿)。
- **2020 年: 预计 20 亿以上。**其中输液板块 16 亿利润 (含石四药并表), 川宁 8 亿利润, 新药 3.6-4 亿利润, 普药 1 亿利润, 税改弹性 3-3.5 亿, 研发投入 14-15 亿

(费用化 12 亿)。

看当下 2019 年，科伦输液部分 15 亿利润(含石四药并表)，给予 15 倍估值，支撑 225 亿以上市值。川宁抗生素原料药部分 7 亿利润，给予 18 倍估值，支撑 126 亿市值。制剂部分目前体量较小，2019 年利润在 1.8 亿左右，给予 40 倍估值，支撑 72 亿市值。研发 12 亿投入给予 5 倍估值，支撑 60 亿市值(这些年研究院整体研发投入近 40 亿，可支撑 60 亿市值)，看当下，合理市值在 480 亿左右，仍有上升空间。

看 12-18 个月(2020 年估值切换)：输液部分 16 亿利润(含石四药并表)，给予 15 倍估值，支撑 240 亿以上市值。川宁抗生素原料药部分 8 亿利润，给予 15 倍估值，支撑 120 亿市值。制剂部分翻倍增长 3.6 亿左右，给予 35 倍估值，支撑 126 亿市值，老普药 1 亿利润，支撑 10 亿市值。研究院产品线将有进展，支撑 80 亿市值，那么看 12-18 个月，合理市值在 580 亿左右，向上空间 40%。(580 亿市值，对应 20 亿以上利润，整体 PE 不到 30X)

维持“买入”评级，对应 2020 年的目标市值为 580 亿。暂不考虑配股后的摊薄及利润变化，我们认为 2019-2021 年公司输液板块维稳、川宁项目盈利上升、仿制药进入收获期，EPS 高速增长；2020 年后创新药开始逐步兑现，以仿制带动创新，制剂板块未来弹性巨大。三发驱动逐步兑现，股权激励为业绩提供保障。预计 2019-2021 年归母净利润分别为 16.22 亿元、20.54 亿元、23.33 亿元，对应增速分别为 33.7%、26.6%、13.6%，EPS 分别为 1.13 元、1.43 元、1.62 元，对应 PE 分别为 25X、19X、17X。

风险提示

- 1) 行业政策变化风险：**目前医药行业处于变革期，政策变化较大。若政策对输液行业进一步限制，则公司输液板块可能面临着收入下滑的风险。
- 2) 川宁项目不达预期的风险：**公司川宁项目目前满产，若由于各种原因(染菌、检修、事故)等停产，则利润可能不达预期。另外若其他厂家扩建产能，可能因为供过于求而影响产品价格，产品价格下降也会造成利润不达预期。
- 3) 仿制药一致性评价进度滞后风险：**CDE 审批速度会影响公司仿制药一致性评价的进度，若速度滞后获批产品不达预期，则可能影响未来制剂板块的销售收入预期。
- 4) 新药研发失败风险：**新药研发存在高投入、高风险、周期长等特点，一旦研发失败，将导致之前的投入全部打水漂，给公司造成损失。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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所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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com