

## 科伦药业 (002422)

# 主营业务稳健，去年高基数导致同比增速较低

### 推荐 (维持)

现价: 30.25 元

#### 主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.kelun.com
大股东/持股	刘革新/26.33%
实际控制人	刘革新
总股本(百万股)	1,440
流通 A 股(百万股)	1,033
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	435.54
流通 A 股市值(亿元)	312.49
每股净资产(元)	9.02
资产负债率(%)	55.7

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《科伦药业\*002422\*药物制剂业务扬帆起航, 百亿元销售计日可期》 2019-04-10
- 《科伦药业\*002422\*业绩符合预期, 非输液制剂发展势头迅猛》 2019-03-21
- 《科伦药业\*002422\*三发驱动齐发力, 创新增长迎未来》 2019-01-04

#### 证券分析师

**叶寅** 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
021-22662299  
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**张熙** 一般从业资格编号  
S1060117020002  
021-20632019  
ZHANGXI218@PINGAN.COM.CN

### 投资要点

#### 事项:

公司公布2019年一季度, 实现收入42.88亿元 (+9.05%), 实现归母净利润3.36亿元 (-12.40%), 扣非归母净利润3.17亿元 (-2.04%)。EPS为0.23元。

#### 平安观点:

- **毛利率平稳, 费用率略有上升:** 毛利率为 58.3% (+0.39pp), 维持平稳; 销售费用率 34.01% (+0.18pp), 管理费用率为 11.51% (+1.78pp), 增加的主要原因是研发费用的增长 (+31%) 以及维修费、员工工资增长等。财务费用率为 3.46% (-0.54pp)。归母净利润下降幅度大于扣非归母净利润下降幅度, 主要是因为去年有浙江国境和四川科伦万和仓库搬迁处置费用 6248 万元。
- **去年一季度基数高, 导致今年同比增速下降:** 去年一季度由于流感爆发, 公司大输液销售猛增, 销售收入达到 39.32 亿元(同比+62%, 环比+12%)。去年的高基数导致了今年收入同比增速有所下降, 预计二季度将恢复正常。
- **融资环境逐渐好转, 公司融资成本有望下降:** 截止 2019 年一季度, 公司有息负债 113 亿, 融资成本的变化对公司利润具有一定影响。融资环境经过去年的紧缩以后, 现在呈现缓和趋势, 公司 2019 年 4 月发的公司债利率为 4.5%, 相对于上一期公司债 (2018 年 10 月) 利率为 5.45%, 具有较大幅度下降。
- **维持“推荐”评级:** 一季度各项业务经营稳健, 全年财务融资成本有望下降, 继续看好公司仿制药在今年放量。维持原预测, 预计公司在 2019-2020 年的 EPS 分别为 1.09 元、1.30 元、1.52 元, 对应 PE 分别为 28X/23X/20X, 维持“推荐”评级。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,435	16,352	19,581	22,566	25,701
YoY(%)	33.5	43.0	19.7	15.2	13.9
净利润(百万元)	748.5	1,213	1,562	1,872	2,187
YoY(%)	28.0	62.0	28.8	19.9	16.8
毛利率(%)	51.3	59.6	60.0	60.0	60.0
净利率(%)	6.5	7.4	8.0	8.3	8.5
ROE(%)	6.8	9.8	11.6	12.3	12.9
EPS(摊薄/元)	0.52	0.84	1.09	1.30	1.52
P/E(倍)	58.2	35.9	27.9	23.3	19.9
P/B(倍)	3.7	3.4	3.1	2.8	2.5

## ■ 风险提示：

- 1、政策风险：医药行业政策频出，药品带量采购、招标降价、辅助用药名单出台、DRGs 管理路径等政策出台短期对药品销售造成一定负面影响。
- 2、产品不能中标的风险：公司产品基本为处方药，需要进院销售，若重要品种在某些省份缺标，则可能对销售收入造成影响。
- 3、研发项目失败的风险：公司多个在研项目，其中不乏完全创新的药物，一般情况下，药品创新程度越高，研发失败的风险越大。
- 4、抗生素原料药价格波动的风险：原料药价格波动较大，对公司业绩可能造成影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	12622	22258	24163	28645
现金	1826	8520	9820	11184
应收票据及应收账款	5679	6944	7603	8964
其他应收款	0	87	13	101
预付账款	500	612	669	790
存货	2973	3511	3962	4549
其他流动资产	1645	2584	2096	3057
<b>非流动资产</b>	16738	20209	23148	25841
长期投资	2306	2636	2982	3346
固定资产	11260	13617	15748	17909
无形资产	1485	1463	1463	1454
其他非流动资产	1688	2493	2955	3132
<b>资产总计</b>	29361	42467	47311	54486
<b>流动负债</b>	10372	22547	26448	32526
短期借款	2650	11637	17191	20356
应付票据及应付账款	1537	1927	2065	2481
其他流动负债	6186	8984	7192	9689
<b>非流动负债</b>	6024	5596	4866	3947
长期借款	5449	5021	4291	3373
其他非流动负债	575	575	575	575
<b>负债合计</b>	16397	28143	31314	36474
少数股东权益	201	300	402	532
股本	1440	1440	1440	1440
资本公积	3550	3550	3550	3550
留存收益	7826	8948	10355	11962
<b>归属母公司股东权益</b>	12763	14024	15595	17480
<b>负债和股东权益</b>	29361	42467	47311	54486

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	2954	2921	1308	3998
净利润	1267	1662	1974	2316
折旧摊销	989	913	1122	1338
财务费用	632	700	780	860
投资损失	-147	-161	-177	-195
营运资金变动	55	-193	-2391	-322
其他经营现金流	157	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-959	-4223	-3883	-3836
资本支出	1329	3141	2592	2329
长期投资	-2	-330	-169	-364
其他投资现金流	368	-1412	-1459	-1871
<b>筹资活动现金流</b>	-1382	-991	-1680	-1963
短期借款	-70	0	0	0
长期借款	1953	-429	-730	-918
普通股增加	-0	-0	0	0
资本公积增加	18	0	0	0
其他筹资现金流	-3283	-562	-950	-1045
<b>现金净增加额</b>	612	-2292	-4255	-1801

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	16352	19581	22566	25701
营业成本	6612	7832	9027	10280
营业税金及附加	229	294	338	386
营业费用	5987	7049	8090	9175
管理费用	1716	1860	2121	2390
财务费用	632	700	780	860
资产减值损失	113	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	147	161	177	195
<b>营业利润</b>	1356	2007	2388	2805
营业外收入	146	50	50	50
营业外支出	169	30	30	30
<b>利润总额</b>	1333	2027	2408	2825
所得税	66	365	433	508
<b>净利润</b>	1267	1662	1974	2316
少数股东损益	55	100	102	129
<b>归属母公司净利润</b>	1213	1562	1872	2187
EBITDA	2788	3391	4282	5112
EPS (元)	0.84	1.09	1.30	1.52

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	43.0	19.7	15.2	13.9
营业利润(%)	17.2	48.0	19.0	17.5
归属于母公司净利润(%)	62.0	28.8	19.9	16.8
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	59.6	60.0	60.0	60.0
净利率(%)	7.4	8.0	8.3	8.5
ROE(%)	9.8	11.6	12.3	12.9
ROIC(%)	7.8	6.3	6.7	7.2
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	55.8	66.3	66.2	66.9
净负债比率(%)	54.7	65.6	81.6	78.0
流动比率	1.2	1.0	0.9	0.9
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	4.5	4.5	4.5	4.5
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.84	1.09	1.30	1.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	2.03	0.91	2.78
每股净资产(最新摊薄)	8.86	9.74	10.83	12.14
<b>估值比率</b>				
P/E	35.91	27.88	23.26	19.91
P/B	3.41	3.11	2.79	2.49
EV/EBITDA	18.4	15.8	13.4	11.4

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033