

# 科伦药业 (002422.SZ)

## 一季度利润超高速增长符合预期, ADC 在研项目梯队持续推进

**事件: 科伦药业发布 2023 年一季度报告。**公司 2023Q1 实现营业收入 56.02 亿元, 同比增长 24.98%; 实现归母净利润 8.10 亿元, 同比增长 178.10%; 实现归母扣非净利润 7.89 亿元, 同比增长 199.54%。

**公司创新研发项目 SKB410 启动 1 期临床。**2023 年 4 月 25 日, 药物临床试验登记与信息公示平台显示, 子公司科伦博泰 Nectin-4 ADC (研发代号: SKB410) 启动 1 期临床试验, 评价在晚期实体瘤受试者中的安全性、耐受性、药代动力学和初步疗效。这是公司启动临床的第 4 个 ADC 项目。

**一季度收入利润符合预期, ADC 项目研发推进顺利、平台价值持续兑现。**

- 公司产品结构持续优化, 输液、非输液制剂销售收入及利润实现同比增长;
- 原料药中间体主要产品营业收入及利润同比增加。川宁生物公告 2023 年一季度收入 12.70 亿元 (同比+27.34%)、净利润 1.75 亿元 (同比+74.41%), 其中科伦药业对川宁生物持股比例为 70.63%;
- 子公司科伦博泰与 MSD 合作 ADC 项目收到授权首付款;
- 公司融资总额减少, 融资利率下降, 相应利息支出同比减少。

2023Q1 公司利润实现超高速增长, 主要由于院端诊疗量恢复、输液产品市场需求增加。且公司利润增速远超收入增速, 来自 MSD 对合作 ADC 项目授权首付款的确认。

**财务指标方面,** 2023Q1, 公司销售费用率 20.70%, 相较 2022 年同期的 26.91% 下降 6.21pp; 公司管理费用率为 5.09%, 相较 2022 年同期 7.38% 下降 2.29pp; 公司研发支出同比增长 17.89%, 占比营收 8.78%, 相较 2022 年同期 9.30% 下降 0.53pp; 经营性现金流 15.12 亿元, 2022 年同期为 4213 万元。

**高效研发仿创全面推进, ADC 项目自研合作双线并行。**2023 年一季度公司研发投入达 4.92 亿元, 2022 年报显示公司已启动 400 余项药物研究, 其中创新药达 33 项 (24 项为生物大分子, 14 项进入临床阶段)。子公司科伦博泰 ADC 平台建设日臻成熟, 已与 MSD 就至多 9 个 ADC 项目达成授权, 总交易金额近 118 亿美元。目前公司已有 4 个 ADC 项目进入临床研究阶段: SKB264 (TROP2 ADC, III 期临床, 首发适应症三阴性乳腺癌)、A166 (HER2 ADC, pre-NDA)、SKB315 (CLDN18.2 ADC, I 期临床)、SKB410 (Nectin-4 ADC, I 期临床), ADC 产品已逐渐形成梯队, 平台价值不断兑现。

**公司长期投资逻辑梳理:** 公司在困难时期依然选择了高研发投入, 从 2019-2021 获批产品来看仿制药已逐步进入收获期。公司长期逻辑不变, 大输液产业升级, 结构调整, 科伦盈利能力上升。国内环保标准高, 川宁满产利润好转。仿制带领创新, 为公司未来业绩高速增长提供动力。公司创新药已经逐步进入收获期, 期待后续更多创新品种推进。

**盈利预测与投资评级。**公司仿制药成果兑现进一步推动业绩实现高速增长, 后续品种不断跟进将给予公司营收持续动力, 转型脚步越发稳健。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 21.2 亿元、24.6 亿元、28.5 亿元, 对应增速分别为 24.1%、16.1%、15.7%, EPS 分别为 1.44 元、1.67 元、1.93 元, 对应 PE 分别为 21X、18X、15X, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 行业政策变化风险; 科伦博泰项目不达预期风险; 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	17,277	18,913	23,003	27,273	31,699
增长率 yoy (%)	4.9	9.5	21.6	18.6	16.2
归母净利润 (百万元)	1,103	1,709	2,120	2,460	2,847
增长率 yoy (%)	32.9	55.0	24.1	16.1	15.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.75	1.16	1.44	1.67	1.93
净资产收益率 (%)	6.1	10.1	11.1	11.5	12.0
P/E (倍)	39.7	25.6	20.6	17.8	15.4
P/B (倍)	3.2	2.8	2.6	2.4	2.1

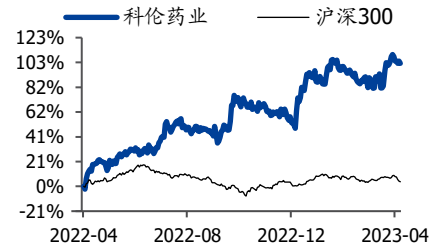
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
4 月 25 日收盘价(元)	29.72
总市值(百万元)	43,726.15
总股本(百万股)	1,471.27
其中自由流通股(%)	79.81
30 日日均成交量(百万股)	17.46

### 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

研究助理 宋歌

执业证书编号: S0680121110003

邮箱: songge@gszq.com

### 相关研究

- 《科伦药业 (002422.SZ): 产品结构优化提升盈利能力, 创新平台成为新增长引擎》2023-04-14
- 《科伦药业 (002422.SZ): 公司发布 2022 年全年业绩预告, SKB264 纳入突破性治疗品种》2023-01-30
- 《科伦药业 (002422.SZ): 7 项 ADC 授权 MSD, 创新产出持续, 平台价值再获认可!》2022-12-22



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	14009	16601	23644	25804	31151
现金	2920	4725	8097	9600	11158
应收票据及应收账款	5301	5682	7676	8162	10247
其他应收款	222	254	325	362	436
预付账款	411	429	592	619	789
存货	3363	3191	4634	4743	6202
其他流动资产	1793	2319	2319	2319	2319
<b>非流动资产</b>	17531	17517	17065	16309	15489
长期投资	3409	3792	4330	4863	5411
固定资产	10662	10131	9361	8447	7409
无形资产	1381	1359	1265	1150	1031
其他非流动资产	2079	2235	2108	1849	1638
<b>资产总计</b>	31540	34118	40709	42113	46640
<b>流动负债</b>	13408	12022	18681	19806	23796
短期借款	3367	3291	9530	10044	12505
应付票据及应付账款	2156	2216	3004	3251	4050
其他流动负债	7885	6516	6147	6511	7241
<b>非流动负债</b>	4002	5208	3966	2654	1282
长期借款	3506	4704	3462	2150	778
其他非流动负债	496	504	504	504	504
<b>负债合计</b>	17410	17230	22646	22460	25078
少数股东权益	273	1137	1018	806	533
股本	1425	1422	1471	1471	1471
资本公积	3581	3668	3668	3668	3668
留存收益	9328	10439	11305	12325	13499
归属母公司股东权益	13857	15751	17044	18847	21029
<b>负债和股东权益</b>	31540	34118	40709	42113	46640

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2847	3127	1109	3581	1720
净利润	868	1707	2001	2248	2574
折旧摊销	1213	1165	927	931	933
财务费用	506	478	503	602	644
投资损失	-215	-234	-154	-149	-165
营运资金变动	368	-143	-2164	-46	-2261
其他经营现金流	107	155	-4	-5	-6
<b>投资活动现金流</b>	-1530	-857	-317	-22	58
资本支出	991	896	-1007	-1293	-1377
长期投资	-579	-89	-538	-533	-548
其他投资现金流	-1118	-50	-1862	-1848	-1867
<b>筹资活动现金流</b>	-1271	-407	-3660	-2570	-2681
短期借款	-894	-77	0	0	0
长期借款	-1594	1199	-1242	-1312	-1372
普通股增加	-13	-3	49	0	0
资本公积增加	-308	86	0	0	0
其他筹资现金流	1538	-1612	-2467	-1258	-1309
<b>现金净增加额</b>	38	1872	-2868	989	-903

**利润表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	17277	18913	23003	27273	31699
营业成本	7660	8959	10697	12818	14962
营业税金及附加	224	251	302	360	417
营业费用	5022	4686	6245	7364	8559
管理费用	1142	925	996	1145	1300
研发费用	1737	1795	2070	2455	2853
财务费用	506	478	503	602	644
资产减值损失	-50	-44	0	0	0
其他收益	216	237	237	237	237
公允价值变动收益	5	10	4	5	6
投资净收益	215	234	154	149	165
资产处置收益	-8	5	0	0	0
<b>营业利润</b>	1320	2199	2585	2920	3372
营业外收入	3	7	7	8	6
营业外支出	146	134	94	110	121
<b>利润总额</b>	1178	2071	2499	2818	3258
所得税	309	364	498	570	684
<b>净利润</b>	868	1707	2001	2248	2574
少数股东损益	-234	-1	-118	-212	-273
<b>归属母公司净利润</b>	1103	1709	2120	2460	2847
EBITDA	2739	3604	3757	4169	4611
EPS (元)	0.75	1.16	1.44	1.67	1.93

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	4.9	9.5	21.6	18.6	16.2
营业利润(%)	30.7	66.6	17.6	13.0	15.5
归属于母公司净利润(%)	32.9	55.0	24.1	16.1	15.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	55.7	52.6	53.5	53.0	52.8
净利率(%)	6.4	9.0	9.2	9.0	9.0
ROE(%)	6.1	10.1	11.1	11.5	12.0
ROIC(%)	4.7	7.7	7.3	8.0	8.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.2	50.5	55.6	53.3	53.8
净负债比率(%)	52.4	32.8	33.7	19.2	15.4
流动比率	1.0	1.4	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	3.1	3.4	3.4	3.4	3.4
应付账款周转率	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.75	1.16	1.44	1.67	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.94	2.13	0.75	2.43	1.17
每股净资产(最新摊薄)	9.42	10.50	11.35	12.57	14.06
<b>估值比率</b>					
P/E	39.7	25.6	20.6	17.8	15.4
P/B	3.2	2.8	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	18.6	13.9	13.4	11.5	10.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价

### 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。

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
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

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 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com