

科伦药业(002422)

报告日期: 2023年01月10日

创新衔接、新周期开启

——科伦药业深度报告

投资要点

经历 27 年的探索, 科伦药业成为了横跨传统医药制造(大吨位原料药及中间体、大输液业务等)、壁垒制造(高品质、高壁垒仿制药)、医药创新等多个领域的综合药企; 在公司增长新周期开启的节点, 我们认为公司输液业务有望重回增长轨道、仿制药品类持续丰富、原料药及中间体降本增效、创新药从积累到突破的变化, 长期看公司有望成长为具有国际竞争力的领先药企; 我们首次覆盖, 给予“增持”评级。

□ 医药制造: 2023 年延续降本增效、结构升级

① 输液板块: 产品升级、增长修复。

2021 年公司输液板块总收入占比约 56.7%, 受益于产品规格升级及治疗型输液新产品推广, 我们认为 2021-2024 年公司大输液业务收入 CAGR 约 1-2%, 2023 年医院诊疗的恢复有望带动大输液产品销售量重回增长轨道。我们预计 2022 年肠外营养产品的增长消化多特(脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液)集采降价中标影响, 随着多臻(中长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(36%)注射液, 2022 年 4 月获批)、中长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(30%)注射液(2022 年 4 月获批)进一步市场推广, 我们预计 2023-2024 年公司肠外营养收入增速有望达到 15-20%。

② 川宁生物: 降本增效、创新工艺。

2021 年公司原料药及中间体总收入占比约 18.4%, 我们认为 2022 年该业务收入增长及净利率提升可能来自于主要产品量价齐升(如硫红等), 从川宁在建工程(总资产占比 0.4%)和固定资产(总资产占比 58.1%)的结构看, 我们认为川宁已进入降本增效新周期, 随着公司在合成生物学与酶工程领域新产品(红没药醇、麦角甾醇等)陆续推出及收入占比提升, 我们预计川宁生物净利率中枢有望提升。

③ 带量采购下的仿制药: 基数消化、梯队丰富。

2021 年公司非输液药品总收入占比约 23%, 从集采程度看, 我们估计 2022 年公司非输液药品种已集采品种收入占比约 30%、输液药品中已集采品种收入占比约 2.5%+。从品种结构看, 未来存量大品种集采影响相对可控, 多特等已中标大品种的利润影响有望在 2022 年体现, 2023 年是增长新起点。从申报品种看, COPD 类、抗生素类品种持续申报, 特色专科药、原料药优势制剂上市后有望支撑增长。综上, 我们预计 2021-2024 年公司非输液药品收入 CAGR 为 10.9%。

□ 医药创新: 2023 年是技术平台&商业化验证起点

① SKB264: 潜在 me-better 选择, 预计中国销售额峰值 24.4 亿元。根据 ABCS 等, SKB264 临床二期数据显示 TROP2 高表达患者确认的 ORR 为 55.2%, TROP2 高表达 5mg/kg 剂量组确认的 ORR 为 62.5%, 中位持续缓解时间(DoR)为 11.5 个月, 中位无进展生存期(mPFS)为 5.7 个月, 中位总生存期(mOS)为 14.6 个月; 相比于全球唯一已上市的 Trop-2 靶点的 ADC 药品戈沙妥珠单抗(sacituzumab govitecan, 即 IMMUI32), SKB264 在 ORR、mPFS 等方面显示出 me-better 的潜力。假设顺利上市, 我们估计国内两个适应症销售额峰值(当年值, 不乘以临床阶段成功概率)约 24.4 亿元, 折现且风险调整后(2023 年现值, 已考虑临床 2 期及临床 3 期项目成功概率)销售额峰值约 8.3 亿元。

② A166: 先头项目, 预计中国销售额峰值 12.4 亿元。根据公司在 2021 年 6 月美国 ASCO 汇报的临床一期数据和主 PI 胡夕春接受肿瘤资讯等媒体采访的信息, A166“在有效剂量 4.8 和 6.0mg/kg 中, 58 例疗效可评估的 HER2 阳性乳腺癌患者, 客观缓解率(ORR)超过 70%, 远高于 T-DMI(ORR 约 40%)”。假设顺利

投资评级: 增持(首次)

分析师: 孙建
 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

分析师: 毛雅婷
 执业证书号: S1230522090002
 maoyating@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 28.33
总市值(百万元)	40,292.26
总股本(百万股)	1,422.25

股票走势图



相关报告

上市，估计国内三线以上 HER2 阳性乳腺癌适应症销售额峰值（当年值，不乘以临床阶段成功概率）12.4 亿元，折现且风险调整后（2023 年现值，已考虑临床成功概率）销售额峰值约 8.3 亿元。

③国内创新药估值总结：中后期管线给予 110-120 亿市值。我们汇总了公司处在临床二期及之后的主要管线（A167、A140、A166、SKB264）的收入情况，估算主要品种风险调整后且折现后的收入峰值约 21.9 亿元，DCF 法下将主要产品的风险调整收入转化为现金流并折现，加总永续增长的终值，对应 110-120 亿市值。以上估值方法并未考虑公司 ADC 平台延展性价值、中早期管线全球授权合作里程碑及分成价值（如科伦博泰与 MSD 的 ADC 管线合作），在公司 ADC 产品通过授权合作的方式验证创新研发能力、首个申报产品即将商业化的窗口期，我们持续看好公司医药创新业务的增长曲线展开、创新平台验证。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.14、1.22 和 1.33 元/股，2023 年 1 月 10 日收盘价对应公司 2023 年 PE 为 23 倍。我们认为，2023 年有望成为公司仿制药业务增长的新起点、大输液有望受益于院内诊疗恢复，随着科伦博泰 ADC 产品合作、首个生物创新药获批上市、川宁合成生物学新产品收入占比提升，我们认为公司业绩增长的持续性有望提升，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 风险提示

重要品种临床进度不及预期风险、重要品种集采流标风险、新冠疫情反复影响医院诊疗的风险、原料药及中间体品种量价波动风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	17,277	16,902	18,760	20,575
(+/-) (%)	4.94%	-2.17%	10.99%	9.67%
归母净利润	1,103	1,624	1,738	1,885
(+/-) (%)	32.94%	47.31%	7.00%	8.47%
每股收益(元)	0.78	1.14	1.22	1.33
P/E	36.54	24.81	23.18	21.37

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 科伦药业：创新衔接、新周期开启	6
2 医药制造：2023 年是降本增效、结构升级的延续	8
2.1 输液板块：产品升级、增长修复	8
2.2 川宁生物：降本增效、创新工艺	10
2.3 带量采购下的仿制药：基数消化、梯队丰富	13
3 医药创新：2023 年是技术平台&商业化验证起点	17
3.1 ADC：平台价值突显，打开增长天花板	18
3.1.1 SKB264：潜在 me-better 选择，预计中国销售额峰值 24.4 亿元	18
3.1.2 A166：先头项目，预计中国销售额峰值 12.4 亿元	20
3.2 KL-A167：商业化先锋，看好联用潜力	21
3.3 KL-A140：看好临床应用潜力	21
3.4 国内创新药估值总结：中后期管线给予 110-120 亿市值	22
4 盈利预测与投资建议	24
4.1 收入拆分与盈利预测	24
4.2 估值	25
4.3 投资建议	25
5 风险提示	26

图表目录

图 1: 科伦药业财务&市值复盘: 穿越中国医药市场化改革的革新者	6
图 2: 从投入结构看公司从医药制造到医药创新	7
图 3: 公司主要业务板块毛利润占比	7
图 4: 主要公司大输液收入(亿元)及五年复合增速	8
图 5: 主要公司输液销售量(亿单位)及占比	8
图 6: 主要公司大输液毛利率变化	8
图 7: 主要公司输液业务 2016-2021 年销售量价 CAGR	8
图 8: 科伦药业主要肠外营养产品样本医院销售额(万元)	10
图 9: 科伦药业主要肠外营养产品样本医院市占率	10
图 10: 川宁生物主要产品收入构成及增速(左轴单位为亿元)	10
图 11: 川宁生物固定资产周转率及净利率变动	10
图 12: 川宁生物主要产品价格变动情况(元/千克)	11
图 13: 主要公司抗生素 API 及中间体公司毛利率情况	11
图 14: 2021-2022 年 9 月硫氰酸红霉素出口量及均价	11
图 15: 2022 年 1-10 月硫氰酸红霉素出口量占比	11
图 16: 2021-2022 年 9 月 6-APA 出口量及均价	12
图 17: 2022 年 1-10 月 6-APA 出口量占比	12
图 18: 2021-2022 年 9 月青霉素工业盐出口量及均价	12
图 19: 2022 年 1-10 月青霉素工业盐出口量占比	12
图 20: 川宁生物规模制造&合成生物学能力建设及竞争优势	13
图 21: 2021 年公司非输液药品收入拆分	14
图 22: 2018-2021 年公司新获批及过评品种销售额及占比	14
图 23: 公司部分销售产品 2021 年竞争格局分析	16
图 24: 估计带量采购收入占公司输液及非输液收入比例	16
图 25: 全球主要活跃的 ADC 管线对比	18
图 26: SKB264 结构设计亮点	19
图 27: SKB264 临床二期数据	19
图 28: A166 临床一期研究结果: 服药后肿瘤缓解情况	20
图 29: A166 临床一期研究结果: 剂量与血药浓度	20
表 1: 主要肠外营养产品及公司的样本医院销售额构成	9
表 2: 川宁生物在研项目情况	13
表 3: 科伦药业已集采中标情况梳理	14
表 4: 科伦药业未在集采中标品种总结	15
表 5: 科伦药业部分在申报中的仿制药	16
表 6: 科伦药业主要创新药管线进度	17
表 7: Trop-2 靶点主要 ADC 项目 TNBC 适应症临床数据对比	18
表 8: SKB264 两个主要适应症的收入预测	19
表 9: A166 乳腺癌适应症的收入预测	21
表 10: A167 鼻咽癌适应症的收入预测	21
表 11: A140 转移性结直肠癌适应症的收入预测	22
表 12: 公司部分创新药产品收入预测汇总	22

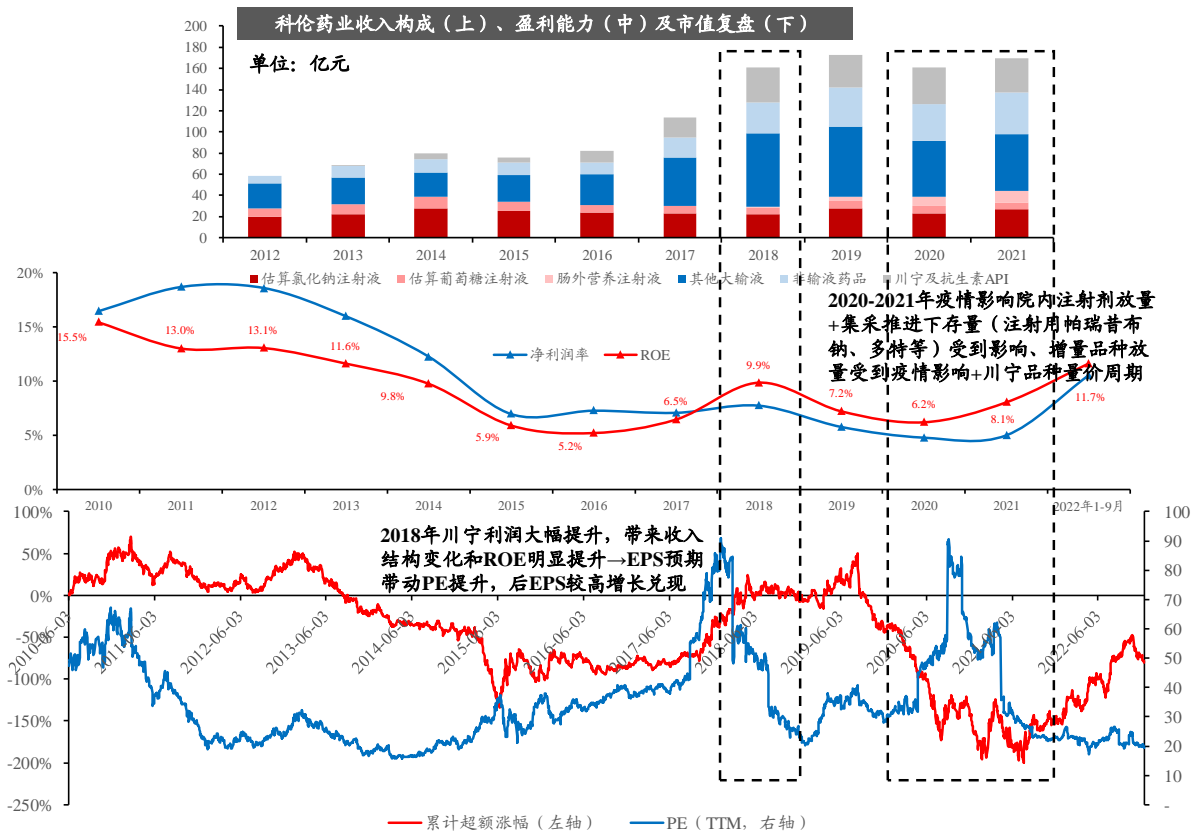
表 13: 公司部分业务拆分及收入预测 (单位: 万元)	24
表 14: 可比公司估值情况.....	25
表附录: 三大报表预测值.....	27

1 科伦药业：创新衔接、新周期开启

从医药制造到医药创新，新增长周期开启。复盘公司发展历史，科伦药业1996年成立以来，历经大输液包装升级、限抗、环保&GMP标准提升、一致性评价&集采、创新药市场化改革等政策背景，迈过了大输液产品升级期（2003年可立袋推出到2012年限塑令执行）、川宁建设期（2010年川宁成立到2018年满产盈利）、创新药研发投入期（2013年科伦研究院一期投入使用到2022年8月与MSD达成创新药独家许可合作）。我们认为，“投入-产出”周期是企业最基本的经营周期，从医药制造到医药创新的转型依赖持续的研发投入&试错成本、管理架构调整，公司横跨传统医药制造（大吨位原料药及中间体、大输液业务等）、壁垒制造（高品质、高壁垒仿制药）、医药创新等多个领域，用27年的时间探索了独特的科伦道路。

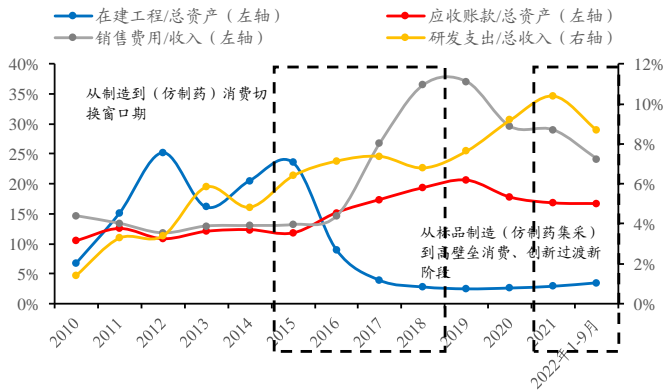
展望2023-2024年，我们认为公司处在新增长周期的起点：输液板块竞争格局整合、诊疗恢复下有望重回增长；仿制药已基本消化了大品种降价中标的基数、抢仿产品陆续上市；川宁进入降本增效期、期待新工艺&新产品提升净利率中枢；创新药从积累到突破、授权费收入+首个生物药商业化带来利润增长。结合对公司主营业务市场空间、竞争格局等的分析，我们预计2021-2024年公司收入CAGR为6%、归母净利润CAGR为19.6%；从创新药估值的角度，仅考虑公司临床中后期管线在中国销售的价值（即暂不考虑中早期项目和MSD授权合作收入），我们用DCF法估计公司创新药价值约110-120亿元。从市值复盘看，我们认为2023年有望成为公司在医药创新领域价值重估的起点，医药制造有望贡献更稳健的EPS增长；在更长周期的视角，我们看好公司在医药创新技术平台延展独具临床价值的药品，成为具有国际竞争力的领先药企。

图1：科伦药业财务&市值复盘：穿越中国医药市场化改革的革新者



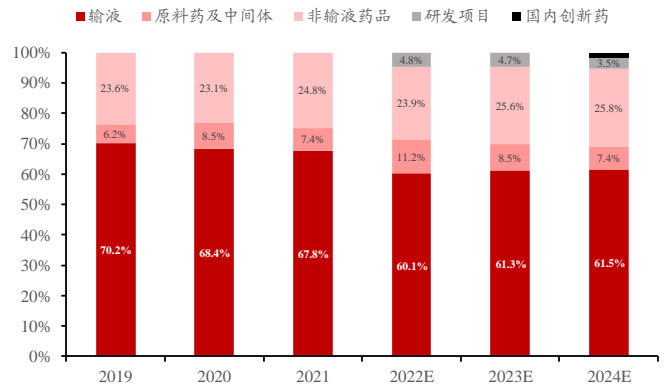
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图2: 从投入结构看公司从医药制造到医药创新



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 公司主要业务板块毛利润占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

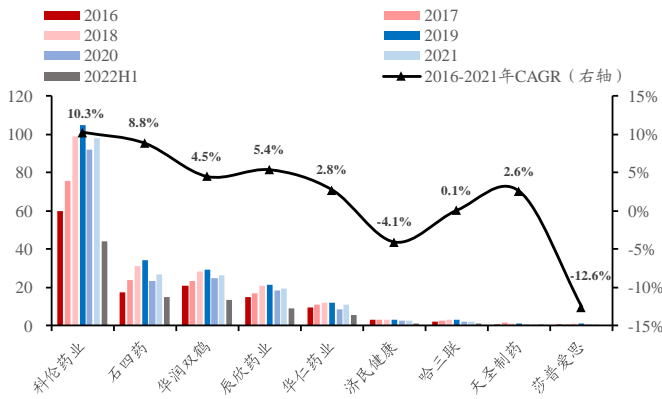
2 医药制造：2023 年是降本增效、结构升级的延续

我们认为，2023 年有望成为公司医药制造板块收入增长的新起点：输液板块有望受益于医院诊疗恢复，仿制药板块重点大品种集采基数消化后有望迎来新增长曲线，随着川宁生物新工艺&新产品收入占比提升、首仿&高壁垒仿制药陆续上市，输液板块产品结构升级，我们预计医药制造业务有望成为公司稳健增长的引擎。

2.1 输液板块：产品升级、增长修复

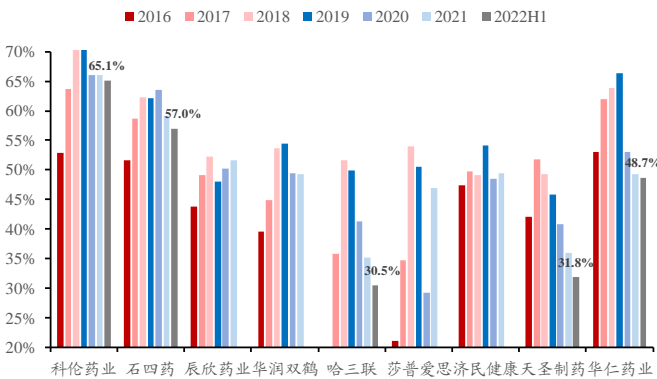
产品升级驱动大输液龙头稳定增长。
①收入构成：根据公司年报，2021 年大输液收入 98 亿元，占总收入 56.7%，我们根据 Wind 医药库样本医院销售额估计，2021 年氯化钠注射液收入占大输液收入比例约 27.8%、葡萄糖注射液占比 6.5%、肠外营养收入占比 11.1%。
②竞争优势：根据智研咨询、中研网等数据，2014-2020 年间中国大输液销售量在 100 亿袋/瓶以上，2021 年 9 家上市公司输液产品销售总量为 76.6 亿袋/瓶（同比增长 11.7%），行业格局较集中，从销售量看科伦药业是国内大输液龙头，公司毛利率同样显著高于行业平均。从公司的产品结构、战略布局角度看，我们认为 2022-2024 年公司大输液业务收入增长主要来自于产品规格升级及治疗型输液新产品推广，特别是防疫政策放开后，疫情感染治疗所需的输液治疗方式，使得基础输液合理恢复使用，公司相应的抗感染、抗病毒产品有望充分把握市场增量机会，带动未来三年收入 CAGR 约 1-2%。

图4： 主要公司大输液收入（亿元）及五年复合增速



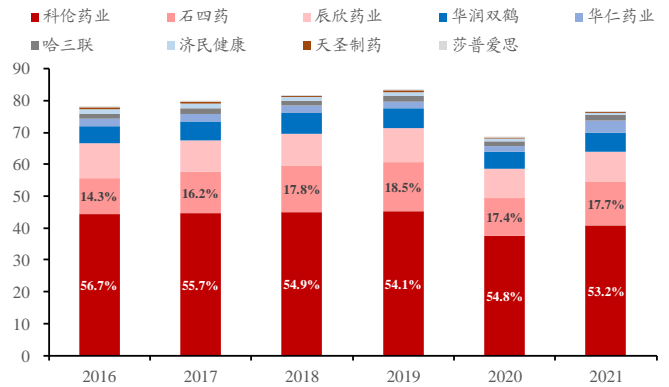
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图6： 主要公司大输液毛利率变化



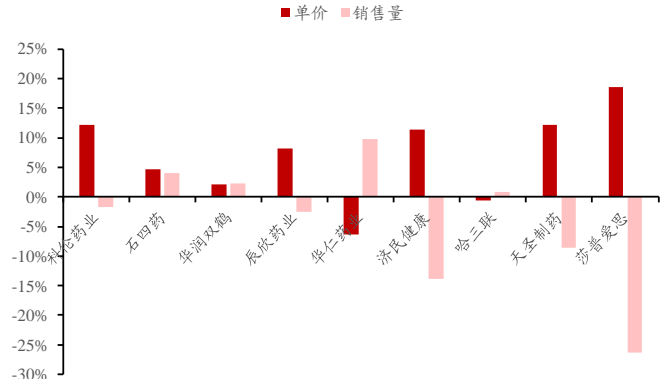
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5： 主要公司输液销售量（亿单位）及占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7： 主要公司输液业务 2016-2021 年销售量价 CAGR



资料来源：Wind，浙商证券研究所

动力①：规格&包装升级。从输液类型上看，公司主要产品从玻璃瓶包装到塑料瓶包装、软袋包装，再到自主知识产权的可立袋、多腔袋包装，大输液的安全性、密闭型加强、单价提升，合益定（头孢他啶葡萄糖注射液，粉液双室袋产品）启动规模销售，公司输液业务结构持续改善。

升级②：治疗型输液产品升级。以肠外营养类产品为例，2021年Wind样本医院主要肠外营养产品销售额36.4亿元（未放大），考虑到肠外营养对围术期患者的抗炎治疗、康复等具有明显增益，及现有肠外营养销售额占总药品或输液产品的销售额比例相对较低，我们认为该类型产品有望实现较快速增长。从产品布局的角度对比，科伦是样本医院销售额中第三大的供应商、复方注射液产品线布局最丰富、多产品的市占率领先（>70%），我们认为可以从侧面验证公司在肠外营养领域销售推广、产品研发等的优势。从公司增长角度看，以样本医院销售情况看，2022年1-9月公司肠外营养品种销售中莫宜林（复方氨基酸(15)双肽(2)注射液）、多悦（脂肪乳(10%)/氨基酸(15)/葡萄糖(20%)注射液）占比相对高，我们预计2022年公司肠外营养业务增长需要消化多特（脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液）集采降价中标的影响，随着多臻（中长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(36%)注射液，2022年4月获批）、中长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(30%)注射液（2022年4月获批）进一步市场推广，我们预计2023-2024年公司肠外营养收入增速有望达到15-20%。前述谈到的疫情治疗所需且在医疗机构广泛使用的广谱抗菌主流产品（左氧氟沙星注射液、莫西沙星注射液）、在连锁药店系统全面恢复销售相应口服抗生素（阿莫西林胶囊）和抗病毒药物也将带来新增业务收入。

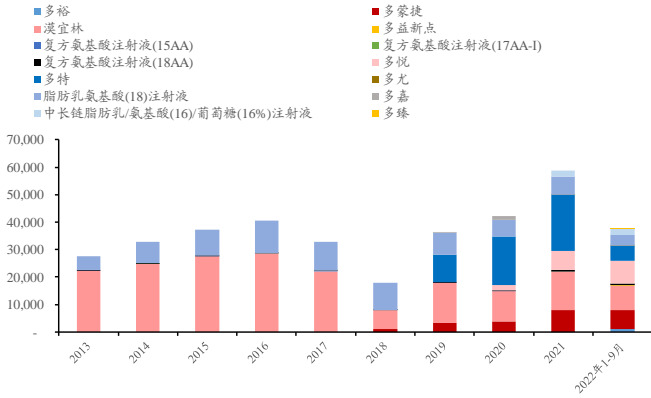
表1：主要肠外营养产品及公司的样本医院销售额构成

	Fresenius Kabi	湖北一半天制药	科伦药业	广州绿十字制药	利泰制药	海思科
ω-3 鱼油脂肪乳注射液	60%					
ω-3 鱼油中/长链脂肪乳注射液			3%			
丙氨酰谷氨酰胺氨基酸(18)注射液			18%			
复方氨基酸(15)双肽(2)注射液	2%		24%			
脂肪乳(10%)/氨基酸(15)/葡萄糖(20%)注射液			22%			
脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液	16%		15%			33%
脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(19%)注射液	9%		0%			
脂肪乳氨基酸(18)注射液			11%			
中长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(16%)电解质注射液			0%			
中长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(16%)注射液			5%			6%
中长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(36%)注射液			0%			
结构脂肪乳(20%)/氨基酸(16)/葡萄糖(13%)注射液	1%					
复方氨基酸(15AA-II)/葡萄糖(10%)电解质注射液			1%			
氨基酸注射液					39%	
复方氨基酸注射液(14AA)		36%				
复方氨基酸注射液(15AA)		0%	0%			
复方氨基酸注射液(15-HBC)		0%				
复方氨基酸注射液(17AA-III)				33%		
复方氨基酸注射液(18AA)		10%	1%		8%	
复方氨基酸注射液(18AA-I)	0%					
复方氨基酸注射液(18AA-II)	12%				14%	
复方氨基酸注射液(18AA-III)					32%	
复方氨基酸注射液(18AA-IV)					4%	
复方氨基酸注射液(18AA-V-SF)		53%				61%
复方氨基酸注射液(18AA-VII)				19%		
复方氨基酸注射液(18AA-N)				48%		

资料来源：Wind 医药库，浙商证券研究所

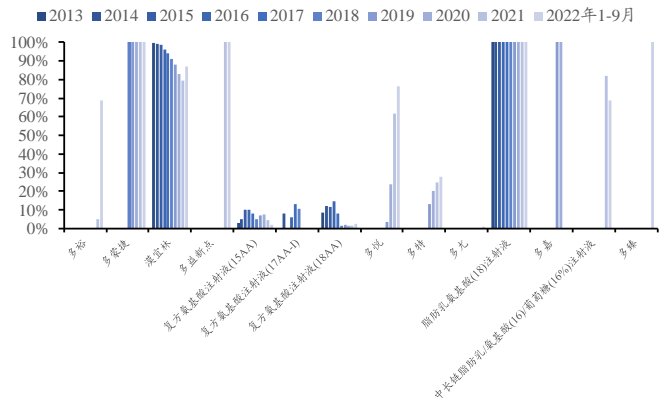
注：表格中数字为各个公司该产品样本医院销售额/公司同类产品总销售额

图8: 科伦药业主要肠外营养产品样本医院销售额(万元)



资料来源: Wind 样本医院, 浙商证券研究所

图9: 科伦药业主要肠外营养产品样本医院市占率

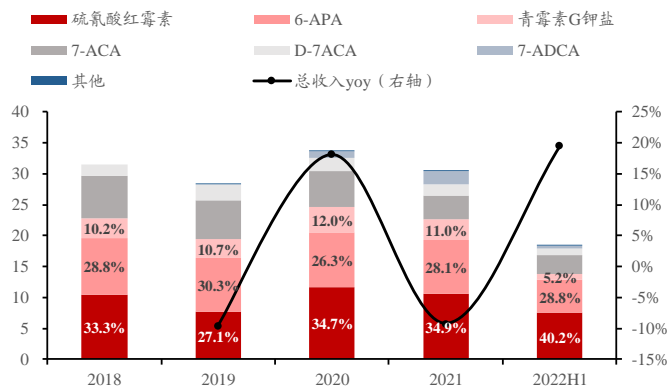


资料来源: Wind 样本医院, 浙商证券研究所

2.2 川宁生物: 降本增效、创新工艺

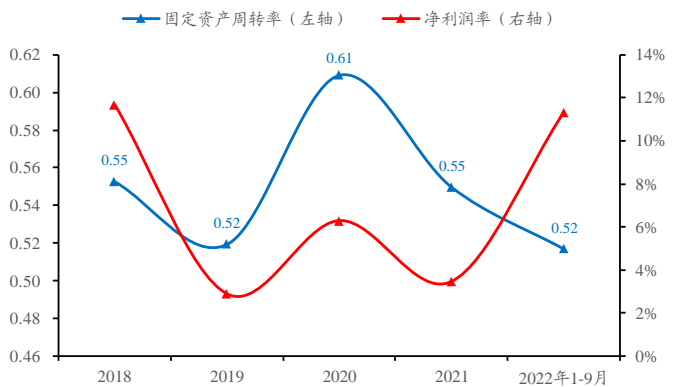
从规模制造到创新工艺, 降本增效新周期、产品结构再切换。①增长驱动: 2022年核心产品量价齐升, 期待新工艺、新产品增量贡献。根据川宁生物招股书, 2022年1-6月硫氨酸红霉素收入占比40.2%、6-APA收入占比28.8%、7-ACA收入占比16.6%, 总收入同比增长19.5%, 我们认为增速可能来自于主要产品量价齐升(如硫红等); 展望后续增长, 我们预计2022-2024年川宁生物收入增长来自于存量优势产品价格波动和新品种(如熊去氧胆酸粗品、辅酶Q10菌丝体、麦角甾醇、红没药醇等)商业化增量。②盈利能力: 期待产品结构优化下净利率中枢提升。根据川宁生物招股说明书, 2022年1-9月川宁生物净利率为11.3%, 基本达到2018年水平(11.7%), 年化ROE约9%, 体现出核心产品量价回升下的盈利弹性, 结合川宁生物主要产品的竞争格局、量价周期(具体分析见后文)等, 我们预计2023年川宁生物净利率略有下降, 此后在降本增效、产品结构优化的背景下净利率有所提升。③增长阶段: 降本增效新周期。根据川宁生物年报, 2014年4月川宁一期通过环保验收、正式投产以来, 经历了2015年初及2015年中旬的停产检查、2017年二期项目环保优化改造、2018年4月全面满产且盈利6.1亿元、2019年硫红等价格下降导致盈利能力下降等, 截至2022年9月30日, 川宁在建工程4184万元(总资产占比0.4%)、固定资产55.5亿元(总资产占比58.1%), 我们认为从在建工程明细和绝对额看, 川宁生物已经进入运营效率提升新周期。

图10: 川宁生物主要产品收入构成及增速(左轴单位为亿元)



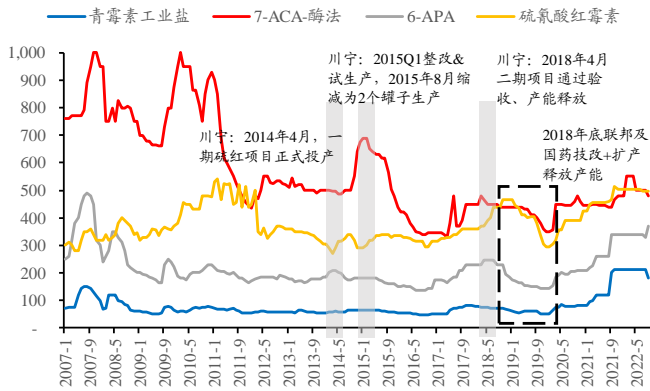
资料来源: Wind, 招股说明书, 浙商证券研究所

图11: 川宁生物固定资产周转率及净利率变动



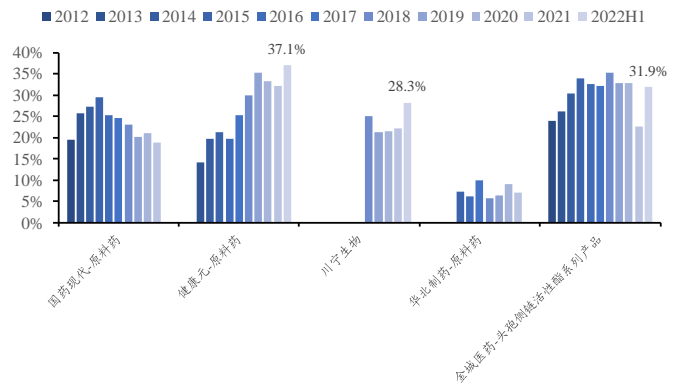
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图12: 川宁生物主要产品价格变动情况(元/千克)



资料来源: Wind, 健康网, 浙商证券研究所

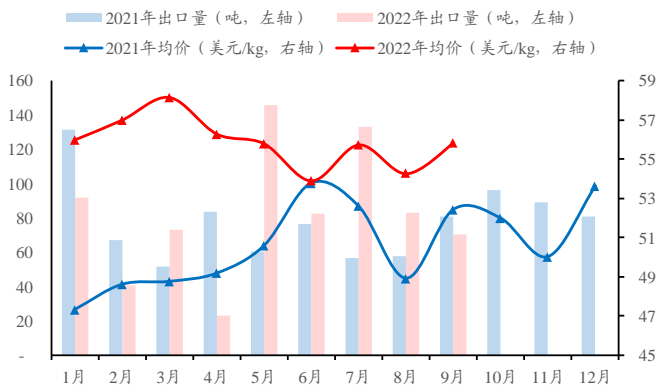
图13: 主要公司抗生素 API 及中间体公司毛利率情况



资料来源: Wind, 公司年报, 浙商证券研究所

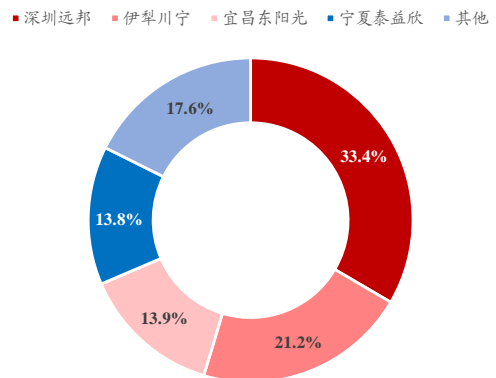
具体品种之硫氰酸红霉素(以下简称硫红): ①市场空间及价格变化: 根据健康网数据, 2022年1-10月中国硫红出口额约4578万美元(即约3.2亿元), 出口均价上涨11%左右; ②竞争格局看, 根据爱企查、各公司官网等数据, 深圳远邦主要为贸易公司, 宁夏泰益欣“是以兽用硫氰酸红霉素原料药为先期开发产品和产业基础, 围绕新型兽用抗生素和化工合成医药中间体产业方向发展的生物制药企”, “公司一期年产3000吨硫氰酸红霉素项目占地861.18亩, 投资近20亿元, 引进了国际先进设备及国内顶级生产工艺, 于2010年9月开工建设, 2012年10月建成并开始试生产”, 考虑到产能和内销情况(东阳光官网: “2013年, 基地的发酵产能已经达到6000吨红霉素和硫氰酸红霉素”; 川宁生物招股书: 2021年硫红产能3000吨), 我们认为川宁和东阳光仍然为国内硫红的主要供应商, 我们预计2023-2024年硫红的价格有所下降但整体在较高位震荡(我们认为2021年以来硫红涨价和成本提升、竞争格局等因素有关, 其中成本因素仍会影响硫红的后续报价)。

图14: 2021-2022年9月硫氰酸红霉素出口量及均价



资料来源: 健康网, 浙商证券研究所

图15: 2022年1-10月硫氰酸红霉素出口量占比

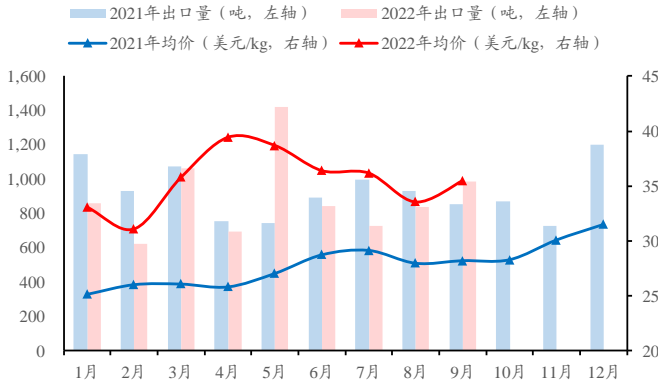


资料来源: 健康网, 浙商证券研究所

具体品种之6-APA: ①市场空间及价格变化: 根据健康网数据, 2022年1-10月中国6-APA出口额约3.2亿美元(即约22.4亿元), 出口均价上涨30%左右; ②竞争格局看, 灿盛、国药威奇达、川宁生物、普洛药业等为中间的出口商, 根据健康网、公司环评、公司年报等信息, 2021年国药威奇达6-APA产能10000吨、灿盛产能4000吨且产值超过7亿元(2021年同比增长36%)、联邦制药产能18000吨、川宁生物产能6000吨, 我们预计2022年6-APA的涨价带来公司该产品的毛利率提升, 考虑到6-APA下游为较成熟的传统

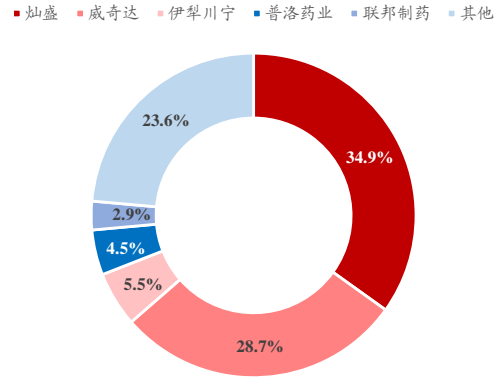
抗生素产品、主要厂商产能集中且少有扩产计划，我们预计 2023 年价格有所回落、2024 年价格基本稳定。

图16: 2021-2022年9月6-APA出口量及均价



资料来源: 健康网, 浙商证券研究所

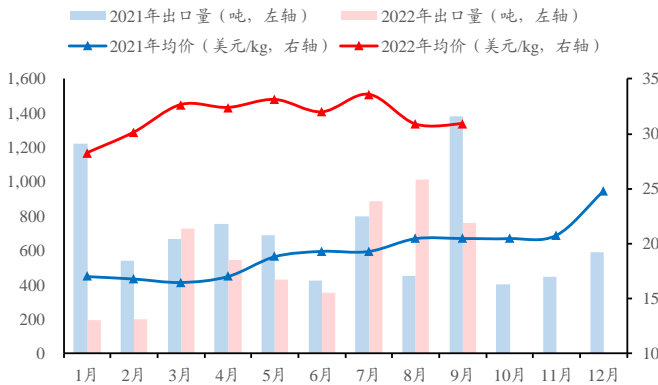
图17: 2022年1-10月6-APA出口量占比



资料来源: 健康网, 浙商证券研究所

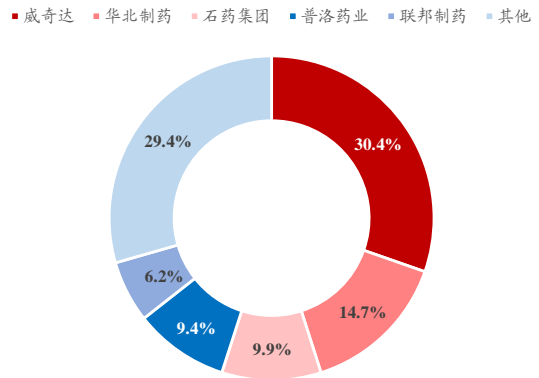
具体品种之青霉素工业盐: ①市场空间及价格变化: 根据健康网数据, 2022年1-10月中国青霉素工业盐出口额约1.7亿美元(即约20亿元), 出口均价上涨67%左右; ②竞争格局看, 国药威奇达、华北制药、石药集团等为中间的出口商, 根据各公司官网及环评信息, 国药威奇达青霉素工业盐产能约10000吨、联邦制药约8400吨、川宁生物产能4000吨。我们认为2022年该产品的涨价可能和成本上涨、全球新冠疫情影响下抗生素需求波动等有关, 我们预计2023年该产品价格有所下降、2024年保持稳定。

图18: 2021-2022年9月青霉素工业盐出口量及均价



资料来源: 健康网, 浙商证券研究所

图19: 2022年1-10月青霉素工业盐出口量占比



资料来源: 健康网, 浙商证券研究所

新品种弹性: 合成生物学与酶工程双轮驱动。 根据川宁生物招股说明书, “目前, 发行人已实现2个合成生物学研发产品的阶段性目标, 其中红没药醇已完成实验室小试, 形成了小试工艺包, 并准备中试; 麦角硫因建立了新的合成途径和菌种, 正在进一步改造。同时完成了7个酶催化项目, 如伊布替尼中间体、特戈拉赞中间体、贝他斯汀中间体和卢立康唑中间体等的酶催化技术研究, 所开发的酶催化技术全部转化率大于95%, 产物浓度100-200g/L的产业化水平”, 根据川宁生物12月28日在互动平台的回复, “近日, 公司在合成生物学领域自主研发的红没药醇(油性)产品发酵水平已接近15g/L, 公司已成功完成红没药醇(油性)中试验证及约3000公斤/月级别规模的试生产”。我们认为, 川宁生物基于微生物异源表达技术、微生物代谢途径改造技术、微生物合成基因簇改造技术等

优势，叠加在生物发酵规模生产领域的经验、借助菌种和酶的自动化智能化高效构建技术（该自动化平台可实现 DNA 自动化组装能力>3000/月，基因组编辑能力>9000/月，相当于 20 个有经验的全职员工半年的工作量），有助于推进川宁生物在合成生物学领域新产品研发及应用酶催化等进一步优化已有合成工艺，我们看好川宁生物新产品的研发和推进节奏。

表2: 川宁生物在研项目情况

项目名称	对应产品/技术	研究进展
青霉素新菌种、新工艺项目	6-APA、青霉素 G 钾盐	研究阶段
头孢新菌种、新工艺项目	7-ACA、D-7ACA、7-ADCA	研究阶段
麦角甾醇研发项目	麦角甾醇	中试阶段
抗生素菌渣无害化处理与资源化利用技术研究	菌渣处理技术	中试阶段
多杀菌素研发项目	多杀菌素	小试阶段
辅酶 Q10 研发项目	辅酶 Q10	小试阶段
红没药醇研发项目	红没药醇	研究阶段
神经酰胺研发项目	神经酰胺	研究阶段

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图20: 川宁生物规模制造&合成生物学能力建设及竞争优势

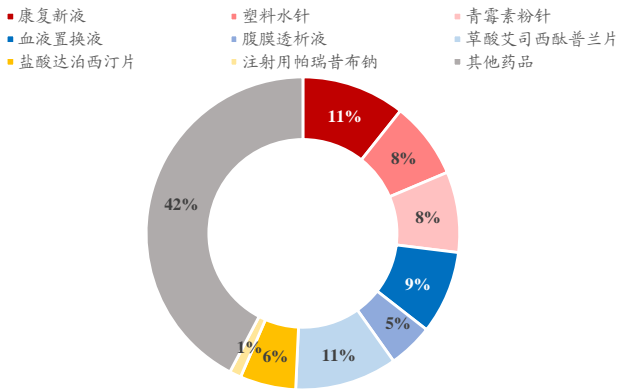


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2.3 带量采购下的仿制药：基数消化、梯队丰富

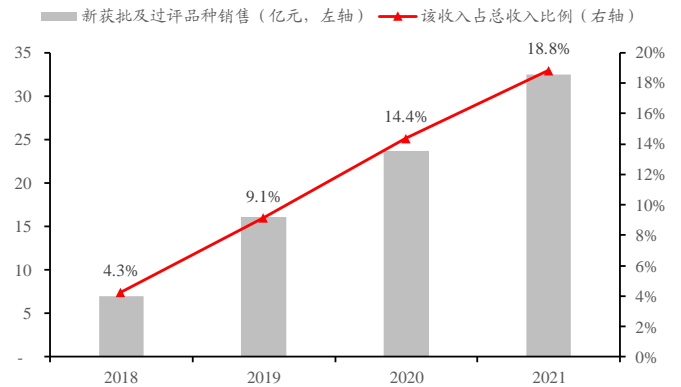
根据公司年报，2021 年公司非输液药品收入（我们定义为公司非输液收入减去公司原料药及中间体业务收入，原料药及中间体业务收入不等于川宁生物收入，根据公司年报及川宁生物招股书，2019-2021 年川宁生物收入占公司中间体及原料药收入比例平均为 102%）占总收入比例 23%，结合年报信息和 Wind 医药库样本医院销售数据，我们估计 2021 年非药品收入中占比较大的包括康复新液（占比约 10.7%）、草酸艾司西酞普兰片（约占比 10.6%）、血液置换液、青霉素粉针等。从增速看，2018-2021 年公司非输液药品收入 CAGR 约 11.1%，从增长结构看，既有集采中标后放量带动（如草酸艾司西酞普兰片在 2018-2021 年 CAGR 约为 26.2%），又有非集采品种市场推广（如公司的男性专科药盐酸达泊西汀片在 2021 年同比增速 331%，塑料水针 2018-2021 年 CAGR 约 19.5%），同时也有存量品种集采中标降价的增长拖累（如第四批集采中标的注射用帕瑞昔布钠）。展望 2022-2024 年公司非输液制剂增速，我们认为：①集采影响：未来存量大品种集采影响相对可控，多特等已中标大品种的利润影响有望在 2022 年体现，2023 年是增长新起点。②增量上市：从申报品种看，COPD 类、抗生素类品种持续申报，特色专科药、原料药优势制剂上市后有望支撑增长。③疫情反复下，医疗机构对专项抗生素、抗病毒药物的有效使用增加。在这几方面的影响下，我们预计 2021-2024 年公司非输液药品收入 CAGR 为 10.9%。

图21: 2021年公司非输液药品收入拆分



资料来源: 公司公告, Wind 医药库, 浙商证券研究所测算

图22: 2018-2021年公司新获批及过评品种销售额及占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

集采影响: 2023 年增长新起点, 新品种集采影响可控。我们把公司已上市的药品划分为已集采已中标、已集采未中标和未集采三类: ①**已集采已中标: 2023 年增长新起点。**一般情况下, 集采中标前该品种收入金额越大(占公司总收入)、市占率越高(占全市场销售额), 该产品集采中标后第二年对公司的收入和利润的负面影响越大; 在已经开展的七批全国带量采购中, 科伦注射用帕瑞昔布钠、脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液在集采前收入相对较大, 我们预计可能分别对公司 2021 年和 2022 年非输液药品收入影响较大。除了这两个品种外, 大部分品种的中标金额大于公司集采中标销售总额, 我们预计 35 个已集采品种有望在 2023 年起进一步贡献收入增量。我们结合公司中标金额和市场推广情况, 估计 2022 年非输液药品种已集采品种收入占比约 30% (浙商医药估计值, 仅供参考)、输液药品中已集采品种收入占比约 2.5%+ (浙商医药估计值, 仅供参考)。②**已集采未中标: 收入&利润影响相对较低。**根据公司上市药品情况和已集采情况, 15 个已集采未中标产品中, 公司在样本医院的销售额较低, 我们认为已集采未中标产品对公司的收入和利润影响相对较低。③**未集采品种: 建议关注盐酸达泊西汀片集采情况, 整体影响可控。**在公司的非输液药品种, 未集采且收入额占比相对较高的品种主要为盐酸达泊西汀片(根据 Wind 数据库, 包括科伦在内已有 3+家公司通过一致性评价), 其他品种的单位收入额较低(约 50+ 个品种分享剩余的收入), 我们预计新增存量产品集采对公司的非输液药品销售增长影响可控, 整体还是以增量收入为主。

表3: 科伦药业已集采中标情况梳理

集采时间	药品名称	适应症	科伦上市时间	中标额(万元)	中标前科伦销售额(万元)	2021 年样本医院总销售额(万元)	2021 年科伦市占率	2021 年原研市占率	一致性评价公司个数	预计集采续约年度
第一轮 2018/12/17	草酸艾司西酞普兰片	抗抑郁药	2018/7/16	4,435	4,366	38,741	37%	33%	大于 10	
	盐酸莫西沙星滴眼液	系统用抗感染药	2021/4/13	207		244	7%	89%	大于 10	2019&2022 年
第二轮 2020/1/21	盐酸克林霉素胶囊	系统用抗感染药	2015/7/17	56	5	95	5%		大于 10	2023 年
	阿莫西林胶囊	系统用抗菌药	2020/7/20	3,068	1	1,650	9%		大于 10	2023 年
	甲硝唑片	抗寄生虫药、杀虫药和驱虫药	2015/11/23	1,547	13	585	25%		大于 10	2022 年
	福多司坦片	咳嗽和感冒用药	2018/1/22	2,706	1,768	2,111	34%		4	2022 年
	氟康唑片	系统用抗感染药	2019/3/19	141	60	213	26%		5	2023 年
第三轮 2020/8/24	氢溴酸西酞普兰胶囊	抗抑郁药	2015/9/6	2,277	486	59	100%		1	2021 年
	盐酸达泊西汀片	系统用抗感染药	2020/5/7	1,782	544	987	55%	8%	8	2021 年
	氢溴酸西酞普兰片	抗抑郁药	2020/6/17	2,277	486	4,935	26%	49%	2	2021 年
	枸橼酸托法替布片	抗炎和抗风湿药	2020/6/29	37	74	10,184	17%		大于 10	2023 年
	阿莫西林颗粒	系统用抗菌药	2016/4/12	637	0	21	58%		大于 10	2023 年

第四轮 2021/2/8	恩格列净片	糖尿病用药	2020/8/12	622	679	9,870	7%	81%	5	2024年
	注射用帕瑞昔布钠	抗炎和抗风湿药	2017/11/21	209	14,951	4,472	25%	44%	大于10	2023年
	盐酸氨基葡萄糖注射液	系统用抗感染药	2018/3/12	1,258	227	19,416	1%	60%	大于10	2024年
	丙泊酚中/长链脂肪乳注射液	血液代用品和灌注液	2020/11/10	3,127		43,093	4%	58%	大于10	2024年
第五轮 2021/6/28	替硝唑片	系统用抗菌药	2017/9/19	116	103	669	52%		6	2022年
	阿昔洛韦片	系统用抗感染药	2015/7/17	164	107	904	22%		3	2022年
	左氧氟沙星氯化钠注射液	系统用抗感染药	2020/6/5	5,751	1,615	24,015	7%	91%	大于10	2024年
	利奈唑胺葡萄糖注射液	血液代用品和灌注液	2019/11/4	35	367	54,343	1%	51%	9	2023年
	氟康唑氯化钠注射液	系统用抗感染药	2020/6/4	2,574	44	1,757	26%	3%	7	2023年
	脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液	血液代用品和灌注液	2017/11/29	2,283	9,831	82,192	25%	39%	3	2023年
	中/长链脂肪乳注射液(C8-24)	血液代用品和灌注液	2017/11/29	147	70	14,213	3%		5	2023年
	ω-3 鱼油中/长链脂肪乳注射液	血液代用品和灌注液	2021/1/27	290	46	916	5%	95%	4	2022年
	注射用头孢他啶	系统用抗菌药	2016/3/23	552	1	60,453	0%	3%	大于10	2024年
	注射用头孢曲松钠	系统用抗菌药	2016/1/6	33	0	28,867	0%	73%	大于10	2024年
第七轮 2022/7/18	磷酸奥司他韦胶囊	系统用抗感染药	2021/11/17	140		5,493	0%	2%	大于10	2025年
	盐酸厄洛替尼片	系统用抗感染药	2021/6/18	104		4,865	0%	70%	7	2025年
	马来酸阿法替尼片	抗肿瘤药	2021/5/11	262		20,351	0%	93%	7	2025年
	罗红霉素片	系统用抗感染药	2015/9/6	2,422	7	904	1%	98%	2	2024年
	奥硝唑片	系统用抗菌药	2020/6/17	462	1	597	0%		4	2025年
	唑来膦酸注射液	影响骨结构及其矿物质化的药物	2018/5/31	2,245	1,670	45,817	4%	39%	5	2024年
	注射用奥美拉唑钠	系统用抗感染药	2016/1/6	387	1	91,628		1%	大于10	2025年
	盐酸利多卡因注射液	系统用抗感染药	2019/8/29	3,802	422	14,924	3%		大于10	2025年
	盐酸替罗非班氯化钠注射液	系统用抗感染药	2020/1/21	172	242	8,653	3%		大于10	2025年

资料来源：公司公告，Wind 医药库，CDE，浙商证券研究所

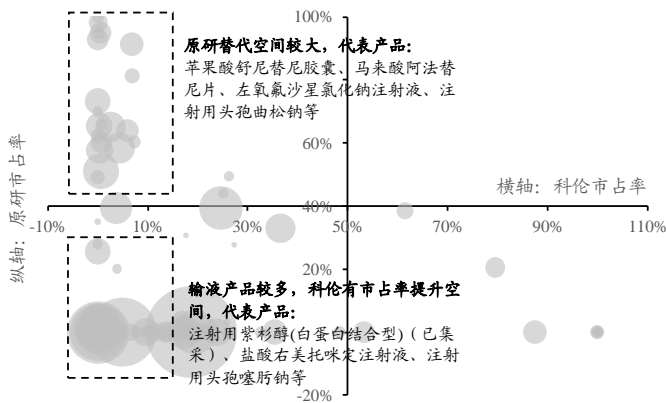
表4：科伦药业未在集采中标品种总结

集采时间	药品名称	适应症或功能主治	科伦上市时间	2021年样本医院总销售额(万元)	2021年科伦样本医院销售额(万元)	2021年科伦市占率	2021年原研机构样本医药市占率	一致性评价公司个数
第一轮 2018/12/17	盐酸右美托咪定注射液	系统用抗感染药	2018/5/31	138,931	153	0%		大于10
	吉非替尼片	抗肿瘤药和免疫机能调节药	2019/12/6	29,263	88	0%	65%	大于10
	奥氮平片	安定药	2020/7/21	28,120	0	0%	26%	大于10
第二轮 2020/1/21	头孢氨苄胶囊	系统用抗菌药	2020/8/4	56	8	15%		大于10
	注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	抗肿瘤药和免疫机能调节药	2020/8/17	166,168	266	0%		4
第三轮 2020/8/24	盐酸莫西沙星氯化钠注射液	系统用抗感染药	2019/4/25	30,872	117	0%	58%	大于10
	阿哌沙班片	抗血栓形成药	2019/11/4	1,540	154	10%	1%	大于10
	奥美拉唑肠溶胶囊	治疗与胃酸分泌相关疾病的药物	2021/1/8	5,194	0	0%	28%	5
第四轮 2021/2/8	替米沙坦片	作用于肾素-血管紧张素系统的药物	2015/9/7	9,700	0	0%	62%	9
	诺氟沙星胶囊	系统用抗感染药	2020/6/17	69	3	4%		8
	盐酸奥洛他定滴眼液	系统用抗感染药	2018/9/27	4,455	30	1%	66%	2
第五轮 2021/6/28	注射用头孢唑林钠	系统用抗菌药	2015/12/7	4,183	152	4%		大于10
	注射用阿奇霉素	系统用抗感染药	2015/12/18	1,272	225	18%	31%	大于10
第七轮 2022/7/18	罗红霉素分散片	系统用抗感染药	2015/11/30	140	1	1%		1
	苹果酸舒尼替尼胶囊	抗肿瘤药和免疫机能调节药	2021/3/23	16,718	12	0%	98%	5

资料来源：Wind 医药库，CDE，浙商证券研究所

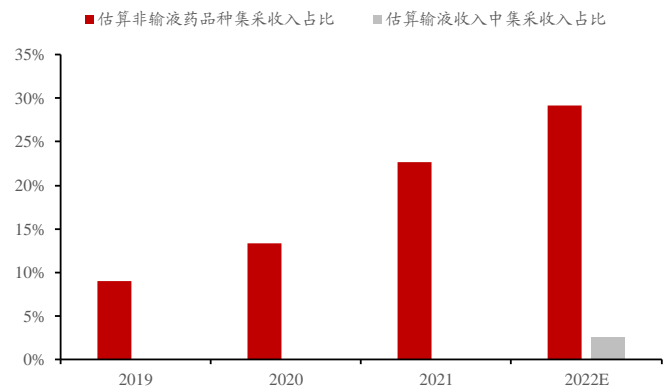
增量上市：首仿、壁垒品种申报，构成增长支撑。①从公司已上市品种的市占率看，仍有较多产品样本医院市占率在10%以下，我们认为在学术推广下较多专科用药有市占率提升空间。②从公司在审品种看，我们关注到公司多侧重于专利到期前大产品、COPD类、复方抗生素等，从Wind医药库搜索到的公司已申报的51个产品市场总销售额（2021年）约60亿元（未放大），假设相关产品在2023-2024年陆续上市销售、参考集采平均降价幅度和市占率情况，对应9亿元收入增量（未放大），样本医院放大5倍（注：放大倍数参考Wind样本医院样本分布及经验），对应45亿收入增量潜力，构成公司仿制药业务持续增长的支持。

图23： 公司部分销售产品 2021 年竞争格局分析



资料来源：Wind 医药库，浙商证券研究所

图24： 估计带量采购收入占公司输液及非输液收入比例



资料来源：公司公告，上海阳光医药采购网，浙商证券研究所

表5： 科伦药业部分在申报中的仿制药

品种	CDE 承办日期	2021 年销售 额 (万元)	原研市占 率	适应症	备注
沙库巴曲缬沙坦钠片	2021-06-11	73,965	100%	作用于肾素-血管紧张素系统的药物	专利未到期
ω-3 鱼油脂乳注射液	2022-03-03	46,647	100%	血液代用品和灌注液	
奥拉帕利片	2022-09-08	41,979	100%	抗肿瘤药	2024 年专利到期
乳果糖口服溶液	2021-12-03	39,183	65%	轻泻药	
盐酸莫西沙星氯化钠注射液	2021-01-01	30,872	58%	系统用抗菌药	
甲苯磺酸索拉非尼片	2022-01-24	26,095	76%	抗肿瘤药	
葡萄糖酸钙注射液	2021-11-10	24,194		矿物质补充剂	
左氧氟沙星氯化钠注射液	2022-03-16	24,015		系统用抗菌药	
泊沙康唑口服混悬液	2021-09-26	19,779	100%	系统用药的抗真菌药	原研外仅科伦申报
复方氨基酸注射液 (18AA-VII)	2022-09-23	19,689		抗出血药	
磺达肝癸钠注射液	2021-02-26	19,584	19%	抗血栓形成药	
盐酸罗哌卡因注射液	2021-06-28	19,528	82%	血管保护药	
艾曲泊帕乙醇胺片	2021-02-09	17,951	100%	抗出血药	6 家申报，仅原研过评
注射用头孢他啶阿维巴坦钠	2022-01-27	16,670	100%	系统用抗菌药	
注射用头孢他啶阿维巴坦钠/氯化钠注射液	2022-06-14	16,670	100%	系统用抗菌药	
己酮可可碱注射液	2022-09-29	15,421		外周血管扩张剂	
吸入用复方异丙托溴铵溶液	2022-01-11	7,050	90%	阻塞性气管疾病用药	
盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液	2022-04-19	5,302		阻塞性气管疾病用药	
硫酸特布他林雾化吸入用溶液	2021-08-24	1,731		阻塞性气管疾病用药	

资料来源：CDE，Wind 医药库，浙商证券研究所

注：灰色底色为已集采产品。

3 医药创新：2023 年是技术平台&商业化验证起点

创新药从积累到突破。根据公司 2022 年中报，“科伦创新管线在研项目 33 项（创新小分子 11 项，生物技术药 22 项）”，“当前创新临床研究阶段临床项目共 14 项，临床前开发阶段项目 4 项，药物发现阶段项目 15 项”。结合公司已有管线的进度、已披露的临床数据等，我们认为 2022 年是公司创新产品竞争力验证、现金流回报的起点，2024 年有望成为公司创新药管线有望陆续上市销售、贡献利润。我们通过 DCF 的方法对公司的几个临床二期后的项目进行估值，仅考虑国内销售、暂不考虑全球权益的临床二期后的管线，我们认为 SKB264 注射液、A166 注射液、A140、KL-A167 注射液等的销售峰值约 45-50 亿元、风险调整且折现后的国内销售峰值（用于估值）约为 20-25 亿元（均不含海外合作的权益分成和里程碑收入估值）。

表6：科伦药业主要创新药管线进度

产品名称	靶点	适应症	临床前	IND 获批	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期
A140	EGFR	转移性结直肠癌一线治疗					
		至少经二线治疗失败的晚期或转移性 TNBC 患者					
		至少经二线治疗失败的晚期或转移性 TNBC 患者					
		晚期或转移性非小细胞肺癌					
SKB264 注射液	Trop-2	单药或联合帕博利珠单抗治疗晚期或转移性 NSCLC					
		单药治疗选定的晚期实体瘤					
		联合 A167-NSCLC					
		联合 A167-TNBC					
KL-A167 注射液	PD-L1	三线及以上治疗复发或转移性鼻咽癌					
A166 注射液	HER2	既往经二线及以上抗 HER2 治疗失败的 HER2 阳性不可切除的局部晚期、复发或转移性乳腺癌					
A277 (KL280006 注射液)	KOR	术后镇痛					
	KOR	尿毒症瘙痒					
A223 (KL130008 胶囊)	JAK	类风湿性关节炎					
	JAK	重度斑秃					
A400 (KL590586 胶囊)	RET	RET 基因融合或突变的晚期非小细胞肺癌 (NSCLC)、甲状腺髓样癌 (MTC) 及其他晚期实体瘤					
SKB337 注射液	CTLA4;PD-L1	实体瘤					
SKB336 注射液	FXI/FXIa	静脉血栓栓塞					
A289 注射液	LAG3	实体瘤					
SKB315 注射液	Claudin18.2	实体瘤					
SKB378 注射液		中重度哮喘					
A296 (KL340399 注射液)		静脉注射-晚期实体瘤					
		瘤内给药-晚期实体瘤					
A204 (KL060332 胶囊)		乙肝					
注射用 SKB410							

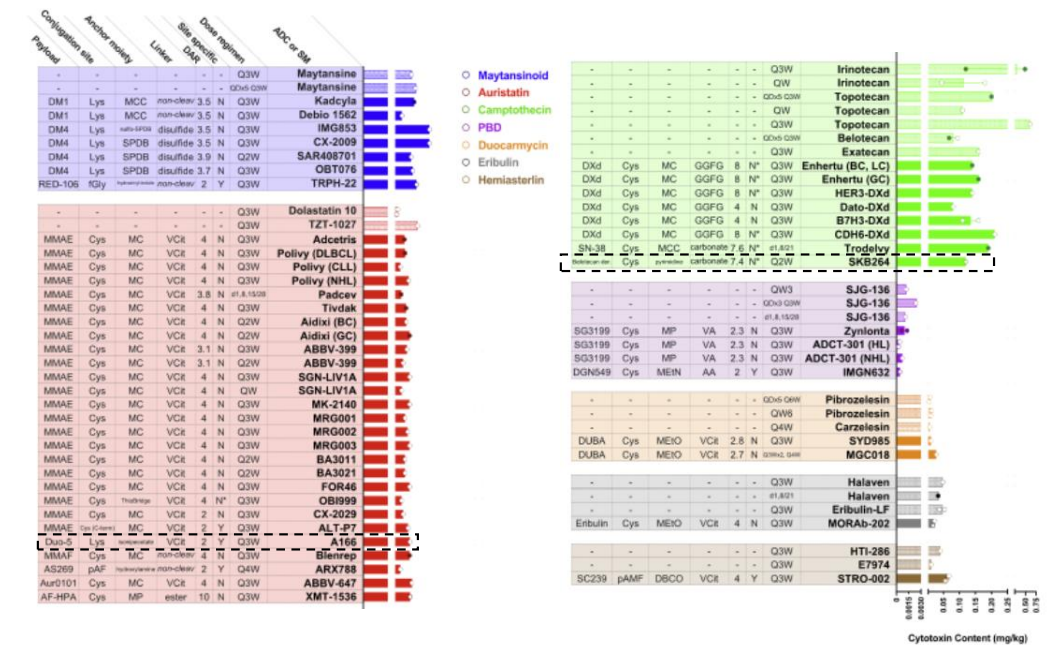
资料来源：CDE，Wind 医药库，公司年报，浙商证券研究所

注：红色字体为公告授权合作项目，蓝色管线为海外临床，黄色管线为国内临床，加粗的管线为 ADC 项目

3.1 ADC: 平台价值突显, 打开增长天花板

根据公司年报, 公司已有 3 款 ADC 产品获批临床、1 款 ADC 产品 (SKB410 注射液) 临床申请在 2022 年 12 月底被 CDE 受理, 下文讲分别对科伦博泰两个进入临床二期后的项目分析并估值。

图25: 全球主要活跃的 ADC 管线对比



资料来源: Cancer Cell, 浙商证券研究所

3.1.1 SKB264: 潜在 me-better 选择, 预计中国销售额峰值 24.4 亿元

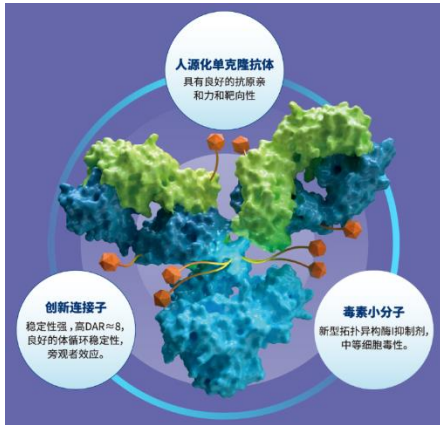
临床二期数据亮眼, 显示出在三阴乳腺癌 me-better 的潜力。根据公司公众号, “SKB264 是由科伦博泰拥有自主知识产权的靶向 TROP2 的人源化单克隆抗体, 可酶促裂解的 Linker 和新型拓扑异构酶 I 抑制剂组合而成的新一代抗体偶联药物(ADC)”。根据 2022 年 SABCS 公布数据, SKB264 临床二期数据显示全部患者的 ORR 为 40%, TROP2 高表达患者确认的 ORR 为 55.2%, TROP2 高表达 5mg/kg 剂量组 (III 期临床的推荐剂量) 确认的 ORR 为 62.5%, 中位持续缓解时间(DoR)为 11.5 个月, 中位无进展生存期(mPFS)为 5.7 个月, 中位总生存期(mOS)为 14.6 个月; 相比于全球唯一已上市的 Trop-2 靶点的 ADC 药品戈沙妥珠单抗 (sacituzumab govitecan, 即 IMMU132), SKB264 在疗效上显示出 me-better 的潜力, 我们期待该项目 III 期临床推进及更多临床数据披露。

表7: Trop-2 靶点主要 ADC 项目 TNBC 适应症临床数据对比

	SKB264	IMMU132	DS1062
ADC 设计			
Payload	Belotecan derivative	SN-38	DXd
Linker	site-specific conjugation and highly stable linker	proprietary hydrolyzable linker	A tetrapeptide-based linker
DAR	7.4	7.6	~4
临床数据对比			
临床阶段	Phase 2 expansion	Phase 3	Phase 1
临床数据披露时间	2022.12	2022.4	2022.12
ORR	40%	35%	32%
DCR	80%		80%
mPFS	5.7	5.6	4.3
mOS	14.6	12.1	12.9
≥ 3 级不良反应	57.6%	64%	50%

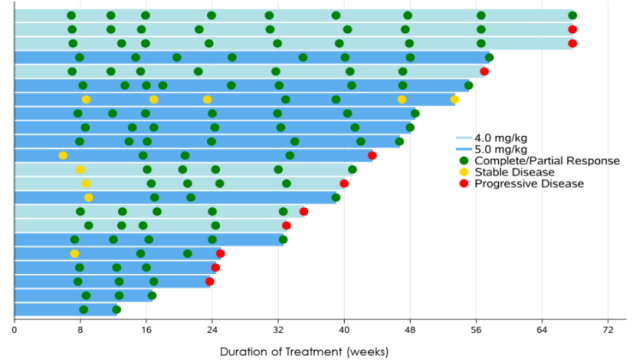
资料来源: ABCS, The New England Journal of Medicine, 浙商证券研究所

图26: SKB264 结构设计亮点



资料来源: 公司公众号, 浙商证券研究所

图27: SKB264 临床二期数据



资料来源: SABCS, 浙商证券研究所

销售峰值: 假设顺利上市, 估计国内两个适应症销售峰值(当年值, 不乘以临床阶段成功概率) **24.4 亿元**, 折现且风险调整后(2023 年现值, 已考虑临床 2 期及临床 3 期项目成功概率) **销售额峰值约 8.3 亿元**。我们分别对 SKB264 的三阴乳腺癌适应症及单独或联合 A167 用于晚期或转移性 NSCLC 进行估计, 主要的假设包括:

- **①上市时间:** 三阴乳腺癌适应症用药在 2024 年在中国上市、2025 年销售; 假设单用或联用治疗 NSCLC 的适应症晚一年上市销售。
- **②患者池:** 2020 年中国乳腺癌和 NSCLC 患病人数主要参考 Global Cancer Burden in 2020 的估计, 此后假设患病率略有提升, 提升幅度与历史水平相当, 三阴乳腺癌人数的占比参考 Journal of Clinical Oncology 等的估计。
- **③知晓率&治疗率:** 参考行业协会等对中国肿瘤症状认知的统计并假设认知水平提升、市场推广有助于提升有效治疗水平。
- **④科伦市占率:** 考虑到适应症内用药较多且竞品可能陆续上市, 我们假设 5 年左右销售额达到峰值。结合该产品的用药竞争格局, 我们假设科伦的峰值市占率为 4-6%; 考虑到 NSCLC 适应症用药格局较复杂, 我们假设公司市占率峰值在 1-1.5%, 建议关注公司 NSCLC 适应症后续临床结果。
- **⑤单价:** 我们假设每个患者每年治疗周期为 mPFS (5.7 个月), 全年费用参考戈沙妥珠单抗的进入医保前的全年费用(假设科伦定价为戈沙妥珠单抗的 70%) 且假设 SKB264 降价 45% 进入医保, 此后每两年降价 10%。
- **⑥风险调整概率:** 参考 BIO、QLS Advisors 等发布的《Clinical Development Success Rates and Contributing Factors 2011-2020》中对全球不同临床阶段项目成功率, 并结合项目的创新度、适应症等对成功率略有调整; 以下所有创新药的分析中, 同一个临床阶段采用同样的风险调整概率。

表8: SKB264 两个主要适应症的收入预测

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
三阴乳腺癌适应症收入	1.3	2.2	3.9	5.8	9.2
NSCLC 适应症收入		1.7	10.6	18.0	15.2
收入合并(亿元)	1.3	3.9	14.5	23.9	24.4
三阴乳腺癌适应症					
乳腺癌新发病人数(万人)	52	53	55	57	59
患病率	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
知晓率&治疗率	80%	81%	82%	83%	84%

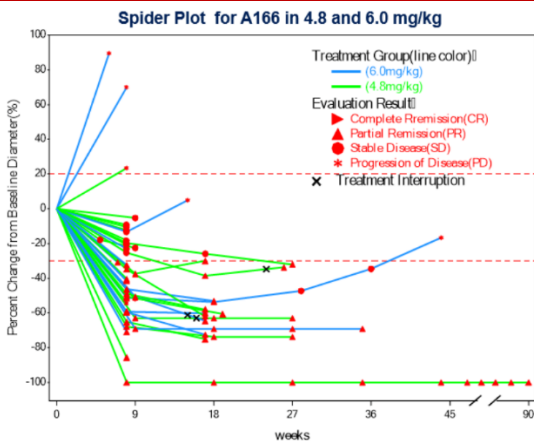
变化	1%	1%	1%	1%	1%
三阴乳腺癌患者人数占比	15%	15%	15%	15%	15%
三阴乳腺癌患者人数(万人)	6.2	6.5	6.8	7.1	7.5
假设科伦市占率	0.5%	1.5%	2.5%	4.0%	6.0%
对应销售人数(万人)	0.0	0.1	0.2	0.4	0.6
假设单价(万元/人/年)	41.4	22.8	22.8	20.5	20.5
YOY		-45%		-10%	
销售额(亿元)	1.3	2.2	3.9	5.8	9.2
非小细胞肺癌适应症					
NSCLC 新发病人数(万人)	91	93	94	96	98
患病率	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
知晓率&治疗率	80%	81%	82%	83%	84%
变化	1%	1%	1%	1%	1%
假设科伦市占率		0.1%	0.6%	1.1%	0.9%
对应销售人数(万人)		0.1	0.5	0.9	0.7
假设单价(万元/人/年)		22.8	22.8	20.5	20.5
销售额(亿元)		1.7	10.6	18.0	15.2

资料来源:《Global Cancer Burden in 2020》, Journal of Clinical Oncology, Wind 医药库, 浙商证券研究所

3.1.2 A166: 先头项目, 预计中国销售额峰值 12.4 亿元

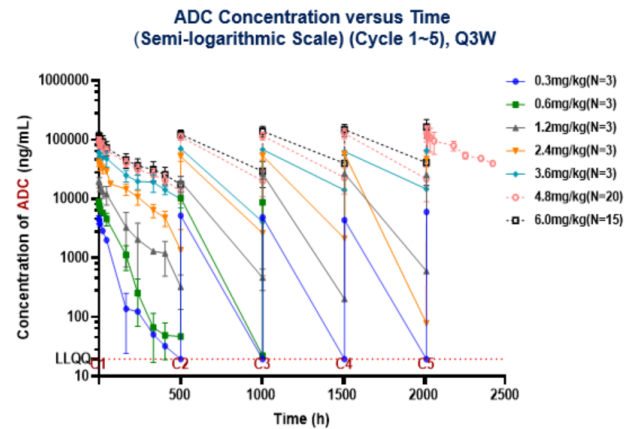
根据公司公告, A166 通过蛋白酶可裂解 linker 将新型毒素分子 (Duo-5, 微管蛋白抑制剂) 定点偶联至 HER2 抗体 (曲妥珠单抗), 已于 2018 年 6 月获得 FDA 胃癌孤儿药认定, 2022 年 4 月完成关键 II 期入组。根据公司在 2021 年 6 月美国 ASCO 汇报的临床一期数据和主 PI 胡夕春接受肿瘤资讯等媒体采访的信息, A166 “在有效剂量 4.8 和 6.0mg/kg 中, 58 例疗效可评估的 HER2 阳性乳腺癌患者, 客观缓解率 (ORR) 超过 70%, 远高于 T-DM1 (ORR 约 40%)”。整体看 A166 具有稳定性高、安全性可控 (使用 A166 的患者间质性肺炎、血液学毒性、消化道毒性比同类 ADC 发生率和严重程度更优), 在经多线治疗的 HER2 阳性乳腺癌患者中表现出具有临床意义的抗肿瘤活性, 我们看好 A166 在 HER2 阳性相关适应症的临床进展。

图28: A166 临床一期研究结果: 服药后肿瘤缓解情况



资料来源: ASCO, 浙商证券研究所

图29: A166 临床一期研究结果: 剂量与血药浓度



资料来源: ASCO, 浙商证券研究所

销售峰值: 假设顺利上市, 估计国内三线及以上 HER2 阳性乳腺癌适应症销售额峰值 (当年值, 不乘以临床阶段成功概率) 12.4 亿元, 折现且风险调整后 (2023 年现值, 已考虑临床 2 期及临床 3 期项目成功概率) 销售额峰值约 8.3 亿元, 主要的假设包括:

- ①上市时间: 假设三线及以上 HER2 阳性乳腺癌适应症在 2023 年 NDA、2024 年上市, 2025 年开始市占率提升。
- ②患者池: 乳腺癌人数、知晓率&治疗率等参考 SKB264 的估计, HER2 阳性患者占比参考科伦在 ASCO 中汇报的比例 (“在乳腺癌患者中, HER2 阳性患者的比例达到 20%~25%”)。

- **③科伦市占率:** 我们假设 5 年左右销售额达峰, 考虑到 A166 的比较优势, 我们假设峰值市占率 10%, 我们暂未考虑 A166 联用其他药品治疗的场景 (胡夕春曾在采访中表示“未来 A166 或与国内自主知识产权的吡咯替尼进行强强联合, 以进一步提高疗效”)。
- **④单价:** 我们假设每个患者每年治疗周期为 mPFS, 全年费用参考恩美曲妥珠 (T-DM1) 的进入医保前的全年费用且假设 A166 降价 45% 进入医保, 此后每两年降价 10%。

表9: A166 乳腺癌适应症的收入预测

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
HER2 阳性占比	25%	25%	25%	25%	25%
HER2 阳性患者人数 (万人)	10	10	11	11	12
假设科伦市占率	1.0%	3.0%	5.0%	7.0%	10.0%
对应销售人数 (万人)	0.1	0.3	0.5	0.8	1.2
假设单价 (万元/人/年)	21	12	12	10	10
YOY		-45%		-10%	
销售额 (亿元)	2.1	3.6	6.3	8.3	12.4

资料来源:《Global Cancer Burden in 2020》, ASCO, Wind 医药库, 浙商证券研究所

3.2 KL-A167: 商业化先锋, 看好联用潜力

2021 年 11 月公司泰特利单抗注射液 (KL-A167) 上市申请获得 CDE 受理, 适应症为治疗既往接受过三线及以上化疗失败的复发或转移性鼻咽癌; 根据 2021CSCO 鼻咽癌诊疗指南, 鼻咽癌细胞表达 PD-L1 高达 89-95%, 纳武利尤单抗、帕博利珠单抗、卡瑞利珠单抗均基于 2B 类证据作为三级推荐。我们估计 A167 有望在 2023 年获批上市、2024 年起贡献收入和利润, 暂时不考虑联用下的收入弹性, 我们的主要假设包括:

- **①患者池:** 2020 年中国鼻咽癌患病人数参考《Global Cancer Burden in 2020》, 此后假设患病率略有提升, 提升幅度与历史水平相当; 三线治疗后复发人数占比参考《鼻咽癌复发、转移诊断专家共识 (2018)》。
- **②科伦市占率:** 我们假设 5 年左右销售额达峰, 考虑到三线以上适应症获批药品较多, 我们假设科伦市占率峰值为 6%。
- **③单价:** 我们假设每个患者每年治疗周期为 mPFS, 全年费用参考三个国产 PD-1 的全年费用平均值。

表10: A167 鼻咽癌适应症的收入预测

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
鼻咽癌患病人数 (万人)	8.8	9.0	9.2	9.3	9.5
患病率	0.006%	0.006%	0.007%	0.007%	0.007%
知晓率&治疗率	79%	80%	81%	82%	83%
变化	1%	1%	1%	1%	1%
二线及以上治疗人占比	25%	25%	25%	25%	25%
二线及以上治疗患者 (万人)	2	2	2	2	2
假设科伦市占率	1%	2.0%	4.0%	5.0%	6.0%
对应销售人数 (万人)	0.02	0.04	0.08	0.11	0.14
假设单价 (万元/人/年)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
销售额 (亿元)	0.04	0.09	0.19	0.24	0.30

资料来源:《Global Cancer Burden in 2020》,《鼻咽癌复发、转移诊断专家共识 (2018)》, Wind 医药库, 浙商证券研究所

3.3 KL-A140: 看好临床应用潜力

根据公司年报, KL-A140 为西妥昔单抗生物类似物, 根据《中国临床药理学杂志》, 西妥昔单抗在中国 2017 年专利到期, 申报上市/临床的公司中科伦药业、迈博药业、安普泽生物等临床进度相对较快。假设顺利上市, 我们估计 A140 国内转移性结直肠癌一线治疗适应症销售额峰值 (当年值, 不乘以临床阶段成功概率) 10 亿元, 折现且风险调整后

(2023年现值, 已考虑临床3期项目成功概率) **销售额峰值约5.5亿元**, 主要的假设包括:

- **①上市时间:** 我们假设2023年申报NDA、2024年获批上市、2025年实现销售。
- **②患者池:** 2022年结直肠癌患病人数数据参考国家癌症中心的全国癌症报告, 转移性结直肠癌占比参考中国中晚期结直肠癌患者诊疗现状调查。
- **③科伦市占率:** 我们假设3年左右销售额达峰, 根据Wind医药库, 2021年西妥昔单抗销售量约62.4万单位, 假设其中转移性结直肠癌患者占比高且平均每人治疗6个疗程, 估计2021年西妥昔单抗用药人数占估计的转移性结直肠癌治疗患者的15-20%。我们假设A140为该适应症中较早上市的西妥昔单抗类似物, 市占率峰值为10-12%。
- **④单价:** 我们假设每个患者每年治疗周期为mPFS, 定价假设为西妥昔单抗医保价格的80%, 此后每两年降价10%。

表11: A140 转移性结直肠癌适应症的收入预测

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
结直肠癌患病人数(万人)	65	67	69	71	73
患病率	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
知晓率&治疗率	80%	81%	82%	83%	84%
变化	1%	1%	1%	1%	1%
转移性结直肠癌占比	44%	44%	44%	44%	44%
转移性结直肠癌患者(万人)	23	24	25	26	27
假设科伦市占率	5.0%	10.0%	12.0%	11.0%	10.0%
对应销售人数(万人)	1.1	2.4	3.0	2.8	2.7
假设单价(万元/人/年)	3.7	3.7	3.3	3.3	3.0
YoY			-10%		-10%
销售额(亿元)	4.3	8.9	10.0	9.5	8.1

资料来源:《Global Cancer Burden in 2020》,《鼻咽癌复发、转移诊断专家共识》(2018), Wind医药库, 浙商证券研究所

3.4 国内创新药估值总结: 中后期管线给予110-120亿市值

综合上述分析, 我们汇总了公司处在临床二期及之后的主要管线的收入情况, 估算主要品种风险调整后且折现后的总收入峰值约21.9亿元。从估值上看, 我们采用DCF法, 对应公司国内创新药临床二期及之后的管线的市值空间约110-120亿元:

- DCF法: 将主要产品的风险调整收入转化为现金流并折现, 加总永续增长的终值, 对应110-120亿市值, 主要假设包括:
 - 折现率: WACC来自于Wind的WACC计算器计算, 其中无风险收益率采用十年期国债收益率, 市场收益率采用5年沪深300指数平均收益;
 - 永续增长: 参考公司管线的竞争力和达峰情况, 假设为2%;
 - 现金流比率: 我们选取主要收入为商业化的生物创新药销售的公司的“经营活动现金流净额/总收入”比率的平均值作为公司现金流回报率

表12: 公司部分创新药产品收入预测汇总

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
A167(二线及以上鼻咽癌)	0.04	0.09	0.19	0.24	0.30
A140(转移性结直肠癌)		4.3	8.9	10.0	9.5
SKB264(三阴乳腺癌+NSCLC)		1.3	3.9	14.5	23.9
A166(HER2阳性乳腺癌)	2.1	3.6	6.3	8.3	12.4
收入求和	2.1	9.2	19.2	32.9	46.0
YoY		338%	109%	71%	40%
折现率	0.94	0.89	0.84	0.79	0.75
风险调整后的收入折现(亿元)					
A167(二线及以上鼻咽癌)	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
A140(转移性结直肠癌)		2.7	5.2	5.5	5.0

SKB264(三阴乳腺癌+NSCLC)		0.5	1.5	5.4	8.3
A166(HER2 阳性乳腺癌)	1.7	2.9	4.7	5.9	8.3
风险调整收入(亿元)	1.8	6.1	11.7	17.0	21.9

资料来源: Wind 医药库, 浙商证券研究所

创新药估值外: 全球管线合作背后创新能力从积累到突破。考虑到早期管线价值会大幅受到风险调整概率影响和中期维度下里程碑收入的预测具有不确定性, 以上估值方法并未考虑公司 ADC 平台延展性价值、中早期管线全球授权合作里程碑及分成价值(如科伦博泰与 MSD 的 ADC 管线合作), 我们将该部分利润与主营业务利润一起给予 PE 倍数估值。我们认为, 医药创新与医药制造在资源禀赋、组织管理等领域有较大差异, 2018 年至 2022 年 9 月, 公司已累计研发投入接近 70 亿元, 创新团队搭建、成果产出实属不易; 在公司 ADC 产品通过授权合作的方式验证能力、首个申报产品即将商业化的窗口期, 我们持续看好公司医药创新业务的增长曲线展开、创新平台验证。

4 盈利预测与投资建议

4.1 收入拆分与盈利预测

综合上文分析，我们对公司的主要业务板块进行收入拆分和盈利预测：

- **输液板块：**我们将该部分收入拆分为氯化钠注射液、葡萄糖注射液、肠外营养产品、其他输液等，2022年主要品种的收入增长参考该品种在Wind样本医院数据2022年1-9月的同比增速，2022年由于全国疫情影响，我们预计国内输液量同比下降25-35%，但在集采中标的左氧氟沙星氯化钠注射液等放量的影响下，我们预计其他输液产品销售额基本持平；我们预计2023-2024年由于疫情防控放松和疫情治疗的需求增加，公司主要输液产品需求有所恢复，基础输液在相应医疗渠道合理恢复，抗病毒、抗感染、肠外营养产品增速更快，带动2021-2024年输液板块收入CAGR为1.9%。
- **非输液板块：**我们将该部分收入拆分为中间体&原料药和非输液药品：
 - **中间体&原料药：**我们假设2022年川宁生物主要产品量价齐升、2023年价格略有下降、2024年量价平稳且合成生物学新产品收入&利润贡献更多，对应川宁生物2021-2024年收入CAGR约5%；川宁以外的收入增速在10%左右。
 - **非输液药品：**我们将该部分收入拆分为康复新液、塑料水针、青霉素粉针、血液置换液、腹膜透析液、其他非输液药品，重点药品在其他非输液药品中单独体现，2022年主要品种的收入增长参考该品种在Wind样本医院数据2022年1-9月的同比增速，2023-2024年品种的收入增速来自于我们对每个品类新上市产品个数和特点的分析，我们预计2021-2024年公司非输液药品收入CAGR在10.9%。
- **研发项目及创新药板块：**根据公司公告，我们预计2022年研发项目相关收入在6-6.5亿元，根据公司在2022年12月23日公告的《关于向默沙东授权七个在研ADC项目的公告》，我们预计2023年研发项目收入可能在5-6亿元。创新药看，我们假设2024年起A166和A167可能开始贡献收入，收入假设参考正文的分析。

在这样的拆分和估计下，我们预计2021-2024年公司收入CAGR有望达到6%。毛利率看，我们假设输液业务毛利率提升（来自于品种升级）、中间体&原料药毛利率下降、非输液药品毛利率下降（来自于集采中标下制剂毛利率下降但净利率提升）、研发项目及创新药毛利率在80%左右，在收入结构调整下，2022-2024年公司综合毛利率基本持平在55%左右。

表13： 公司部分业务拆分及收入预测（单位：万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
输液板块					
收入	918,177	980,030	858,070	950,935	1,036,411
YOY	-12.2%	6.7%	-12.4%	10.8%	9.0%
总收入占比	55.8%	56.7%	50.8%	50.7%	50.3%
毛利率	66.1%	66.1%	65.0%	66.0%	67.0%
其中：肠外营养					
收入	93,023	108,584	70,580	84,696	97,400
YOY	137.7%	16.7%	-35%	20%	15%
总收入占比	5.7%	6.3%	4.2%	4.5%	4.7%
非输液板块					
收入	694,583	713,588	735,850	827,526	908,904

	YOY	1.6%	2.7%	3.1%	12.5%	9.8%
	总收入占比	42.2%	41.3%	43.5%	44.1%	44.1%
	毛利率	40.4%	43.1%	44.2%	42.1%	41.2%
其中：中间体及原料药						
	收入	350,873	317,400	366,629	367,346	368,979
	YOY	12.9%	-9.5%	15.5%	0.2%	0.4%
	总收入占比	21.3%	18.4%	21.7%	19.6%	17.9%
	毛利率	21.6%	22.2%	28.4%	23.6%	22.6%
其中：非输液药品						
	收入	343,710	396,188	369,222	460,180	539,924
	YOY	-7.8%	15.3%	-6.8%	24.6%	17.3%
	总收入占比	20.9%	22.9%	21.8%	24.5%	26.2%
	毛利率	59.5%	59.9%	59.9%	56.9%	53.9%
研发项目						
	收入			62,500	60,000	50,000
	YOY				-4.0%	-16.7%
	总收入占比			3.7%	3.2%	2.4%
	毛利率			70.9%	80%	80%
国内创新药						
	收入					21,010
	YOY					
	总收入占比					1.0%
	毛利率					80%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

4.2 估值

综合上述分析，我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.14、1.22 和 1.33 元/股，2023 年 1 月 10 日收盘价对应公司 2023 年 PE 为 23 倍，低于可比公司平均（我们从营收构成、所处产业链环节、发展阶段等角度选择可比公司）。

表14：可比公司估值情况

代码	重点公司	现价		EPS					PE			评级
		2023-1-10	2021A	2022E	2023E	2024E	TTM	2022E	2023E	2024E		
000513.SZ	丽珠集团	33.5	1.90	2.06	2.39	2.76	17.1	16.2	14.0	12.1	无评级	
002294.SZ	信立泰	35.2	0.48	0.62	0.74	0.91	57.5	56.8	47.3	38.5	无评级	
600276.SH	恒瑞医药	39.4	0.71	0.68	0.78	0.93	71.8	58.1	50.5	42.2	无评级	
600062.SH	华润双鹤	18.9	0.90	1.07	1.20	1.32	19.2	17.7	15.8	14.4	无评级	
600196.SH	复星医药	35.8	1.77	1.68	2.22	2.68	26.4	21.3	16.1	13.3	买入	
	平均						38.4	34.0	28.7	24.1		
002422.SZ	科伦药业	28.3	0.78	1.14	1.22	1.33	24.2	24.8	23.2	21.4	增持	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：复星医药 2022-2024 年 EPS 来自于浙商证券估计，其他公司 EPS 来自于 Wind 一致预期

4.3 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 169 亿元、187.6 亿元和 205.8 亿元，同比下降 2.2%、增长 11%和 9.7%；实现归母净利润 16.2 亿元、17.4 亿元和 18.9 亿元，同比增速分别为 47.3%、7.0%、8.5%。我们认为，2023 年有望成为公司仿制药业务增长的新起点、大输液有望受益于院内诊疗恢复，随着科伦博泰 ADC 产品合作、首个生物创新药获批上市、川宁合成生物学新产品收入占比提升，我们认为公司业绩增长的持续性有望提升，首次覆盖，给予“增持”评级。

5 风险提示

重要品种临床进度不及预期风险：根据公司 2022 年中报，“科伦创新管线在研项目 33 项（创新小分子 11 项，生物技术药 22 项），以肿瘤为主，同时布局了自身免疫、麻醉镇痛、心血管等疾病领域，形成了疾病集群和产品迭代优势。当前创新临床研究阶段临床项目共 14 项，临床前开发阶段项目 4 项，药物发现阶段项目 15 项”，如果临床管线进度不及预期，可能导致研发回报率下降，并对公司的市值产生影响。

重要品种集采流标风险：根据公司 2022 年中报，“2017 年至 2022 年 6 月 30 日实现了 105 项产品的获批”，如果公司的重要仿制药品种未能在国家带量采购或后续续标中中标，可能对公司的仿制药业务增长产生不利影响。

新冠疫情反复影响医院诊疗的风险：考虑到公司一半左右的收入来自于输液业务，新冠疫情反复可能影响正常的手术和医院诊疗，进而对公司的院内制剂业务产生不利影响。

原料药及中间体品种量价波动风险：根据川宁生物招股说明书，公司的主要原料药及中间体品种历史价格和毛利率存在一定的波动，如果主要品种量价大幅波动，可能对公司的短期盈利能力产生不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	14,009	15,145	18,604	21,202
现金	2,920	4,630	5,087	8,316
交易性金融资产	360	360	360	360
应收账款	5,301	6,046	8,086	7,425
其它应收款	222	107	258	142
预付账款	411	401	448	499
存货	3,363	3,331	4,095	4,190
其他	1,433	271	271	271
非流动资产	17,531	16,893	16,158	15,380
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	3,409	3,409	3,409	3,409
固定资产	10,662	10,072	9,407	8,675
无形资产	1,063	1,159	1,205	1,251
在建工程	923	778	663	570
其他	1,475	1,475	1,475	1,475
资产总计	31,540	32,037	34,763	36,582
流动负债	13,408	13,063	14,078	14,034
短期借款	3,367	3,267	3,117	3,017
应付款项	2,156	1,796	2,616	2,298
预收账款	0	0	0	0
其他	7,885	8,000	8,345	8,718
非流动负债	4,002	3,902	3,802	3,702
长期借款	3,506	3,406	3,306	3,206
其他	496	496	496	496
负债合计	17,410	16,965	17,880	17,736
少数股东权益	273	340	413	491
归属母公司股东权	13,857	14,732	16,470	18,355
负债和股东权益	31,540	32,037	34,763	36,582

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,847	3,512	1,431	4,119
净利润	868	1,692	1,810	1,964
折旧摊销	1,226	1,288	1,334	1,379
财务费用	506	307	297	287
投资损失	(215)	(203)	(225)	(247)
营运资金变动	400	272	(1,893)	631
其它	62	156	107	105
投资活动现金流	(1,530)	(551)	(431)	(408)
资本支出	(983)	(760)	(660)	(660)
长期投资	(657)	0	0	0
其他	110	209	229	252
筹资活动现金流	(1,271)	(1,250)	(543)	(482)
短期借款	(894)	(100)	(150)	(100)
长期借款	321	(100)	(100)	(100)
其他	(698)	(1,050)	(293)	(282)
现金净增加额	38	1,711	457	3,228

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	17,277	16,902	18,760	20,575
营业成本	7,660	7,568	8,449	9,411
营业税金及附加	224	219	244	267
营业费用	5,022	4,564	5,065	5,452
管理费用	1,142	1,048	1,219	1,337
研发费用	1,737	1,386	1,595	1,749
财务费用	506	378	401	436
资产减值损失	(50)	(55)	(54)	(53)
公允价值变动损益	5	6	4	5
投资净收益	215	203	225	247
其他经营收益	216	203	225	247
营业利润	1,320	2,100	2,190	2,370
营业外收支	(142)	(110)	(60)	(60)
利润总额	1,178	1,990	2,130	2,310
所得税	309	299	319	347
净利润	868	1,692	1,810	1,964
少数股东损益	(234)	68	72	79
归属母公司净利润	1,103	1,624	1,738	1,885
EBITDA	2,845	3,606	3,744	3,981
EPS (最新摊薄)	0.78	1.14	1.22	1.33

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	4.94%	-2.17%	10.99%	9.67%
营业利润	30.68%	59.14%	4.26%	8.23%
归属母公司净利润	32.94%	47.31%	7.00%	8.47%
获利能力				
毛利率	55.66%	55.23%	54.96%	54.26%
净利率	6.38%	9.61%	9.26%	9.16%
ROE	7.96%	11.03%	10.55%	10.27%
ROIC	4.93%	7.89%	7.72%	7.82%
偿债能力				
资产负债率	55.20%	52.96%	51.44%	48.48%
净负债比率	123.22%	112.56%	105.91%	94.11%
流动比率	1.04	1.16	1.32	1.51
速动比率	0.74	0.85	0.98	1.16
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.53	0.56	0.58
应收账款周转率	3.15	3.27	3.13	3.13
应付账款周转率	4.51	4.50	4.50	4.50
每股指标(元)				
每股收益	0.78	1.14	1.22	1.33
每股经营现金	2.00	2.47	1.01	2.90
每股净资产	9.74	10.36	11.58	12.91
估值比率				
P/E	36.54	24.81	23.18	21.37
P/B	2.91	2.74	2.45	2.20
EV/EBITDA	12.01	12.63	11.98	10.41

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>