

2023年09月04日

买入（首次覆盖）

报告原因：业绩点评

科伦药业（002422）：大输液原料药快速增长，创新研发顺利推进

——公司简评报告

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

dyh@longone.com.cn

数据日期	2023/09/04
收盘价	26.43
总股本(万股)	147,505
流通A股/B股(万股)	118,024/0
资产负债率(%)	47.02%
市净率(倍)	2.11
净资产收益率(加权)	8.67
12个月内最高/最低价	33.28/19.45



相关研究

投资要点

- 业绩表现亮眼，盈利能力提升。**2023年上半年，公司实现营业收入107.34亿元(+17.64%)，归母净利润14.02亿元(+61.53%)，扣非后归母净利润13.49亿元(+66.53%)；其中Q2单季实现营业收入51.32亿元(+10.54%)，归母净利润5.92亿元(+2.63%)，扣非后归母净利润5.6亿元(+2.43%)。2023H1，公司销售毛利率为53.28%(-0.89pp)，销售净利率为14.70%(+5.03pp)。期间费用方面，销售费用率为20.30%(-4.39pp)；管理费用率为4.64%(-1.92pp)；研发费用率10.02%(+0.88pp)；财务费用率为1.54%(-1.08pp)。随着医院诊疗端的恢复，公司上半年公司收入端和利润端均实现快速增长，期间费用率显著下降，盈利能力提升明显。
- 输液产品结构持续优化，仿制药种类持续丰富。**2023H1，输液板块实现营收50.27亿元(+14.27%)，毛利率为64.21%，营收和毛利率均高于同行业其他公司。报告期内密闭式输液量占比提升3.70个百分点，可立袋，多室袋、粉液双室袋等高毛利品种带动公司大输液板块收入与利润增长。肠外营养在销品种达到十余个，随着品种的持续丰富，有望实现快速增长。左氧氟沙星氯化钠注射液市场份额位居集采中选企业第一，上半年销售收入2.34亿元(+2.83%)。报告期内，非输液药品销售收入18.34亿元(-8.02%)，受国家及地方集采等外部因素的影响，部分产品销售有所下降。今年以来，公司仿制药实现了获批生产29项，获批临床2项，申报生产28项，进一步丰富了公司在肠外营养、抗感染、男性专科、麻醉镇痛、糖尿病领域的产品种类。随着正常诊疗的恢复，新产品、集采中标增量产品的进院推广，有望支撑公司仿制药业务持续增长。
- 原料药板块增长强劲，合成生物学进展顺利。**2023H1，抗生素中间体及原料药整体对外实现营业收入23.70亿元(+14.54%)，实现毛利6.73亿元(+19.46%)。川宁生物及其子公司实现营收24.17亿元(+21.84%)，归母净利润3.91亿元(+64.82%)，扣非归母净利润3.93亿元(+65.49%)。公司合成生物学项目进展顺利，红没药醇发酵水平及纯度已达到业内最高水平，进入销售阶段，有望贡献收入新增量。上半年青霉素市场快速恢复，部分产品市场需求旺盛，成本控制良好，原料药板块实现了良好增长。
- 研发投入持续加大，创新药逐步步入收获期。**2023H1，公司研发投入10.81亿元(+28.25%)，占营收比为10.07%。公司核心产品SKB264已获得CDE的3项突破性疗法认定，目前用于治疗既往经二线及以上标准治疗的晚期TNBC的III期临床试验达到了主要研究终点，预计今年年底申报上市。SKB264单药用于TKI耐药EGFR突变NSCLC的III期临床研究正快速推进中。A166针对三线治疗HER2+BC适应症已经申报上市。A167针对鼻咽癌三线治疗已经递交上市申请，预计2024年获批上市。A140治疗RAS野生型mCRC预计下半年NDA申请。国际化方面，公司持续加强与默沙东的合作，由默沙东主导推进的多项全球多中心注册性临床研究正在顺利推进中，主要国际市场的商业价值突显。
- 投资建议：**我们预计公司2023-2025年的营收分别为207.78/224.22/243.89亿元，归母净利润分别为23.26/26.98/31.76亿元，对应EPS分别为1.58/1.83/2.15元，对应PE分别为16.76/14.45/12.28，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**仿制药一致性评价进度滞后风险；新药研发进展不及预期风险；原料药价格波动风险；市场风险。

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	16,464.20	17,277.41	18,912.65	20,777.68	22,421.92	24,388.78
增长率（%）	-6.6%	4.9%	9.5%	9.86%	7.91%	8.77%
归母净利润（百万元）	829.39	1,102.55	1,708.70	2,326.48	2,697.63	3,175.87
增长率（%）	-11.6%	32.9%	55.0%	36.15%	15.95%	17.73%
EPS（元/股）	0.58	0.78	1.22	1.58	1.83	2.15
市盈率（P/E）	33.52	24.27	21.81	16.76	14.45	12.28
市净率（P/B）	2.07	1.95	2.40	2.24	1.94	1.68

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2023 年 9 月 4 日收盘）

正文目录

1. 业绩表现亮眼，盈利能力提升	5
2. 各项业务良好发展，创新研发顺利推进	6
2.1. 输液产品结构不断优化.....	6
2.2. 非输液药品种类持续丰富	7
2.3. 抗生素中间体及原料药增长强劲	9
2.4. 创新研发顺利推进.....	9
3. 盈利预测与估值分析	11
3.1. 盈利预测.....	11
3.2. 估值分析.....	12
4. 投资建议	13
5. 风险提示	13

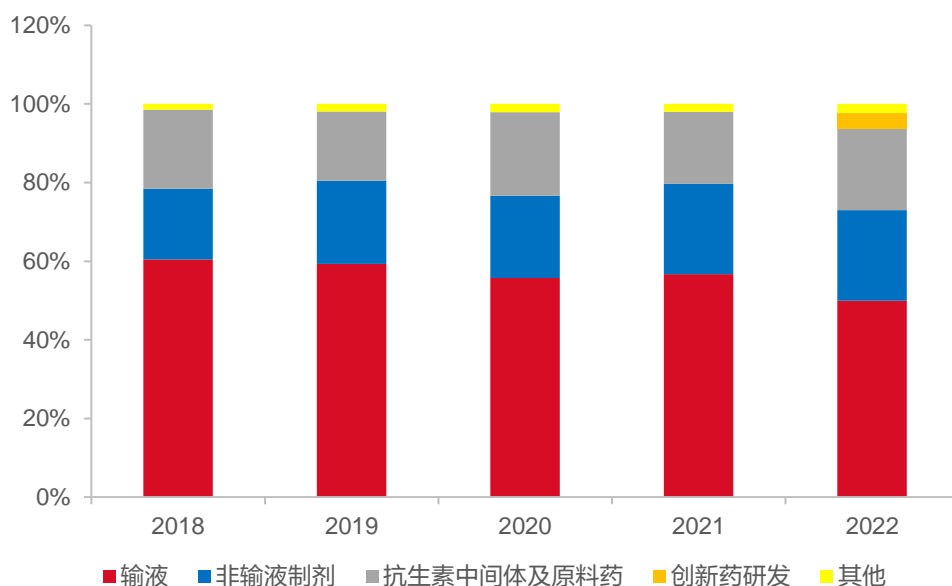
图表目录

图 1 公司主营业务收入占比 (%)	5
图 2 公司营业收入增长情况 (亿元)	6
图 3 公司利润增长情况 (亿元)	6
图 4 公司毛利率和净利率变化情况	6
图 5 公司四项费用率变化情况	6
图 6 2018-2023 年主要企业大输液营业收入 (亿元)	7
图 7 2018-2023 年主要企业输液板块毛利率比较	7
图 8 肠外营养输液产品收入 (亿元)	7
图 9 非输液制剂营业收入增长情况	8
图 10 抗生素中间体及原料药营业收入增长情况	9
图 11 不同产品收入占比 (%)	9
图 12 公司研发投入不断增加	10
图 13 公司 PE-Bands	13
表 1 2023 年以来仿制药取得生产批文药 (产) 品情况	8
表 2 公司主要在研创新药进展	10
表 3 公司与默沙东授权合作项目情况	11
表 4 盈利预测表	12
表 5 可比公司一览	13
附录：三大报表预测值	14

1.业绩表现亮眼，盈利能力提升

科伦药业创建于 1996 年，经过 27 年的发展，现已成为拥有海内外 100 多家子（分）公司的现代化药业集团。公司 2010 年 6 月在深圳证券交易所上市，控股子公司川宁生物 2022 年 12 月在深圳证券交易所创业板上市、科伦博泰 2023 年 7 月在香港联交所上市。公司主要从事大容量注射剂（输液）、小容量注射剂（水针）、注射用无菌粉针、片剂、胶囊剂、颗粒剂、口服液、腹膜透析液等 23 种剂型药品及抗生素中间体、原料药、医药包材等产品的研发、生产和销售。截至 2023 年 6 月 30 日，公司拥有 634 个品种共 1007 种规格的医药产品，其中有 132 个品种共 297 种规格的输液产品、420 个品种共 626 种规格的其他剂型医药产品、82 个品种共 84 种规格的原料药，以及 2 个品种共 2 种规格的药用辅料，13 个品种的抗生素中间体，6 个品种共 13 种规格的医疗器械。主要产品涵盖抗肿瘤、心脑血管、麻醉镇痛、精神、抗病原微生物、营养输液、呼吸、抗骨质疏松、男性专科、糖尿病、水电解质平衡、诊断造影、乙肝等疾病领域。公司以输液领域领先地位和生物发酵领域竞争优势为依托，加大对创新药、新型给药系统和高端仿制药的研发投入，拓展国际化合作资源。公司制剂业务蓬勃发展、在研管线丰富，在我国制药工业中占据重要地位。

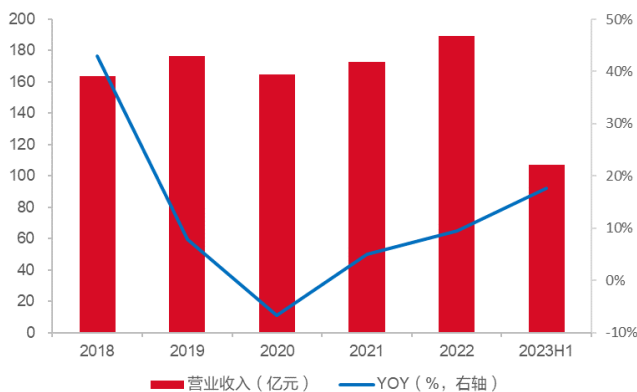
图1 公司主营业务收入占比（%）



资料来源：同花顺 iFind，东海证券研究所

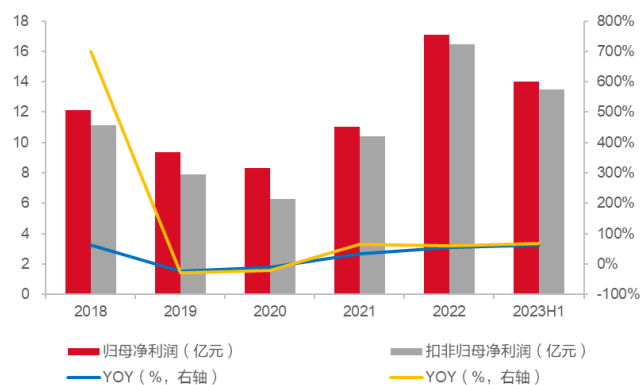
公司营业收入从 2018 年的 163.52 亿元增至 2022 年的 189.13 亿元。2023 年上半年，公司实现营业收入 107.34 亿元，同比增长 17.64%；归母净利润 14.02 亿元，同比增长 61.53%；扣非后归母净利润 13.49 亿元，同比增长 66.53%。其中 Q2 单季实现营业收入 51.32 亿元，同比增长 10.54%；归母净利润 5.92 亿元，同比增长 2.63%；扣非后归母净利润 5.6 亿元，同比增长 2.43%。随着医院诊疗端的恢复，公司收入端和利润端均实现快速增长，业绩表现亮眼。

图2 公司营业收入增长情况（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

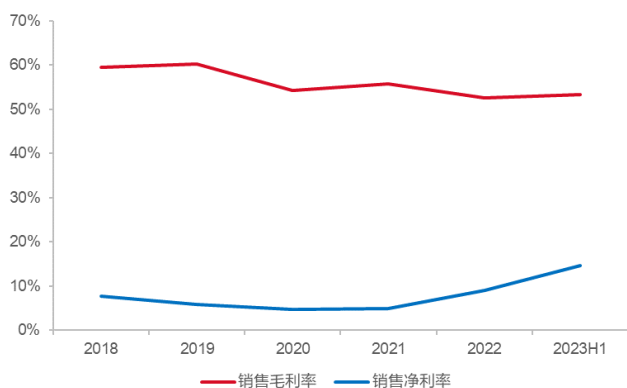
图3 公司利润增长情况（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

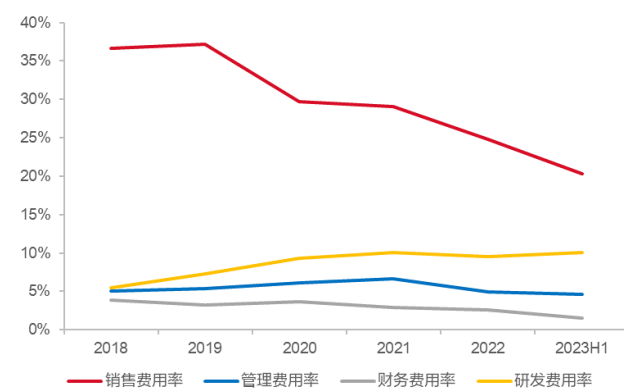
2023 年上半年,公司销售毛利率为 53.28%,同比下降 0.89pp;销售净利率为 14.70%,同比提升 5.03pp;从四项费用来看,2023 年上半年公司销售费用率为 20.30%,比去年同期下降 4.39pp,公司积极参加国家集采,市场推广活动减少,销售费用有所下降;管理费用率为 4.64%,比去年同期下降 1.92pp;研发费用率 10.02%,比去年同期提升 0.88pp;财务费用 1.54%,较去年同期下降 1.08pp,公司积极优化融资结构,财务费用减少。公司整体费用下降,盈利能力逐步提升。

图4 公司毛利率和净利率变化情况（%）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 公司四项费用率变化情况（%）



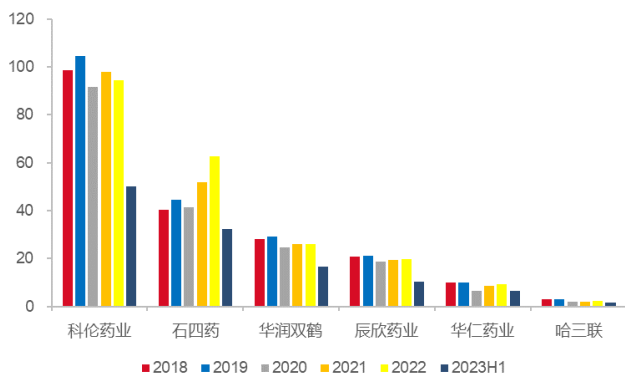
资料来源：Wind，东海证券研究所

2.各项业务良好发展，创新研发顺利推进

2.1.输液产品结构不断优化

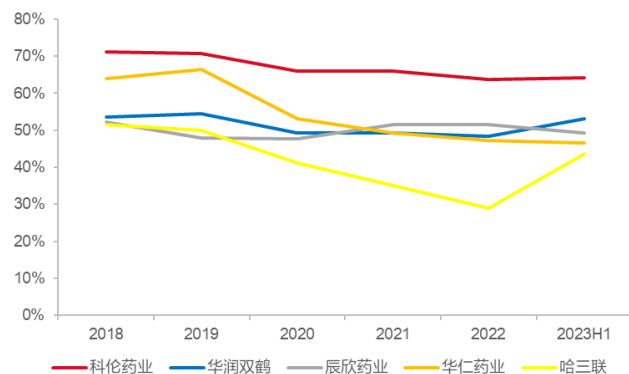
龙头优势突出，毛利率行业领先。大输液是科伦的优势领域，2018 年-2022 年间平均销量每年 42.1 亿瓶/袋，平均营业收入 93.9 亿元，不论是产销量还是营业收入，科伦药业都稳居行业第一的位置。2023H1，输液板块实现营收 50.27 亿元，同比增长 14.27%，占总营收 46.83%。公司输液板块的毛利率为 65%左右，高于同行业其他公司，生产成本更低，生产效率更高。公司持续优化输液产品结构，报告期内密闭式输液量占比提升 3.70 个百分点，可立袋，多室袋、粉液双室袋等高毛利品种带动公司大输液板块收入与利润增长，随着医院端诊疗恢复，预计大输液板块持续稳健增长。

图6 2018-2023 年主要企业大输液营业收入（亿元）



资料来源：公司年报，东海证券研究所

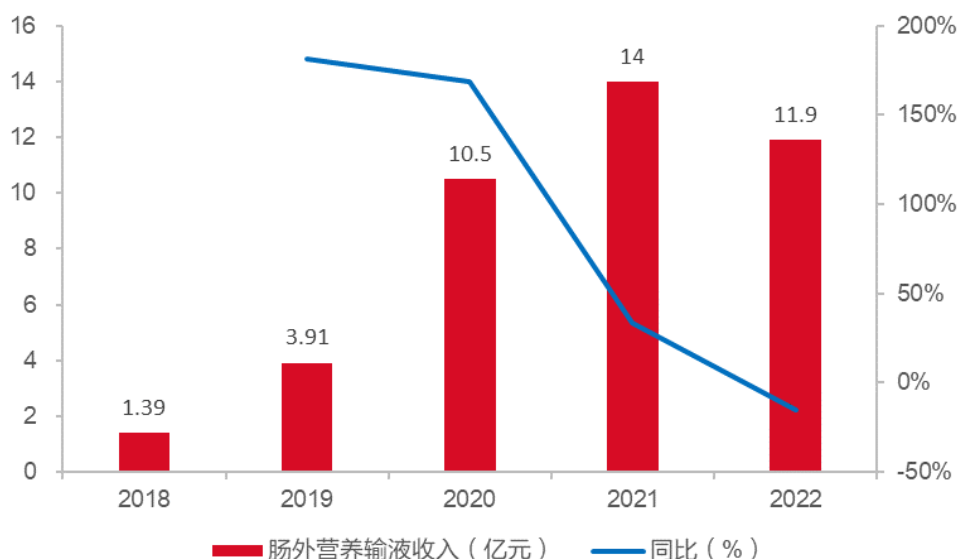
图7 2018-2023 年主要企业输液板块毛利率比较（%）



资料来源：公司年报，东海证券研究所

持续布局高附加值输液新产品。2017 年以来，公司布局多项肠外营养产品，至今已有 15 项肠外营养输液产品获批上市，目前在销品种达到十余个。存量品种多特在集采中标优势下持续放量，销量同比增长 33.08%；非医保品种多蒙捷受手术量的恢复和基层拓展，销量同比增长 33.56%；多臻作为国谈产品，今年启动销售，得益于肠外营养诊疗能力的提升，销量增长趋势良好。报告期内，新启动销售品种包括中长链脂肪乳/氨基酸（16）/葡萄糖（30%）注射液（多芮）两个工业化三腔袋、复方氨基酸（15AA-//）/葡萄糖（10%）电解质注射液（多益新点）肠外营养双室袋、甘油磷酸钠等，肠外营养产品种类不断拓宽。左氧氟沙星氯化钠注射液于 2021 年第五轮国家集采中标，市场份额位居集采中选企业第一，报告期内实现销售收入 2.34 亿元，同比增长 2.83%。随着正常诊疗的恢复，新产品、集采中标增量产品的进院和学术推广，有望支撑输液业务的良好增长。

图8 肠外营养输液产品收入（亿元）



资料来源：公司年报，东海证券研究所

2.2.非输液药品种类持续丰富

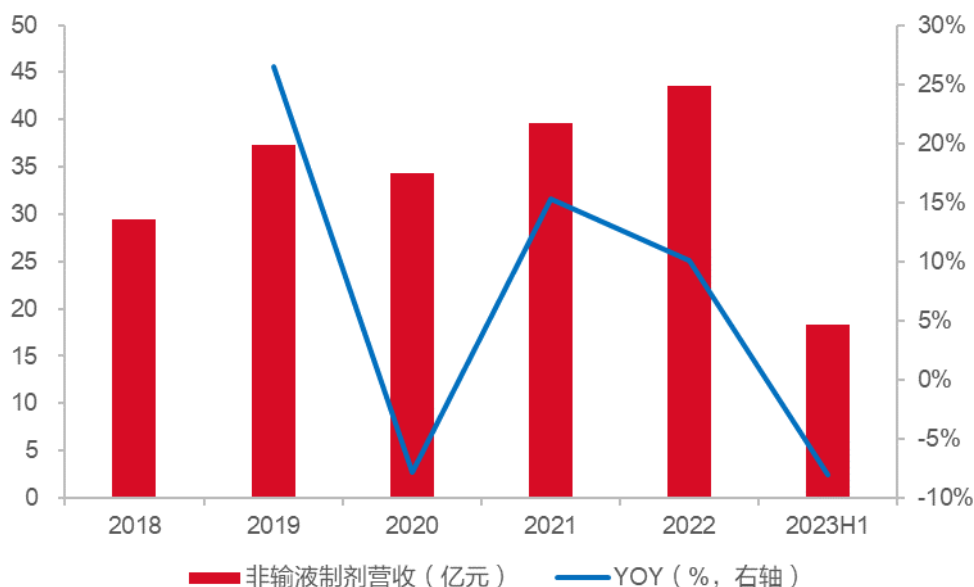
仿制药品种众多，特色领域优势不断增强。2018 年-2022 年间，非输液药品营收从 29.48 亿元增长至 41.26 亿元，年复合增长率为 8.77%。报告期内，非输液药品销售收入 18.34 亿元，同比下降 8.02%，受国家及地方集采等外部因素的影响，康复新液、草酸艾司

西酞普兰片、注射用紫杉醇（白蛋白结合型）等产品销售有所下降。2023 年以来，公司仿制药实现了获批生产 29 项，获批临床 2 项，申报生产 28 项，进一步丰富了公司在肠外营养、抗感染、男性专科、麻醉镇痛、糖尿病领域的产品种类。

男科品牌建设有助于品种持续放量。公司建立男科领域的品牌“OKMAN”，加强品牌营销。男科领域共有 3 个品种，其中盐酸达泊西汀片作为全球唯一获批的男性早泄适应症的治疗性药物，报告期内因市场竞争加剧，通过 OTC 连锁市场、互联网平台等多渠道抢占市场，销量同比增长 28.8%。西地那非口崩片是公司 2023 年重点打造的品种，已纳入第九批集采目录，预计是下半年的销售增长点。

糖尿病领域产品市场占比提升。公司布局的新型口服降糖药物已有 6 个上市，分别是恩格列净片、卡格列净片、磷酸西格列汀片、利格列汀片、琥珀酸曲格列汀片、氢溴酸替格列汀片。其中，恩格列净片作为 SGLT2 抑制剂，位于国家集采中标周期内，保持放量态势，全国同通用名市场销量占比排名第一，报告期内实现销售收入 9112 万元，同比增长 97.15%，2023 年 3 月新增成人慢性心衰适应症纳入医保，预计带动该产品新的增长。

图9 非输液制剂营业收入增长情况



资料来源：公司年报，东海证券研究所

表1 2023 年以来仿制药取得生产批文药（产）品情况

产品名称	注册类别	功能主治	所处状态
注射用头孢唑肟钠/氯化钠注射液	仿制 4 类	抗感染	获批生产首家
钆布醇注射液	仿制 4 类	造影剂	获批生产第 3 家
注射用头孢美唑钠/氯化钠注射液	仿制 3 类	抗感染	获批生产
克林霉素磷酸酯注射液	仿制 3 类	抗感染	获批生产
富马酸伏诺拉生片	仿制 4 类	抗胃酸分泌	获批生产第 3 家
w-3 甘油三酯(2%)中/长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(36%)注射液	仿制 3 类	肠外营养	获批生产首仿
氢溴酸替格列汀片	仿制 4 类	糖尿病	获批生产首仿
枸橼酸托法替布缓释片	仿制 3 类	类风湿性关节炎	获批生产
乙磺酸尼达尼布软胶囊	仿制 4 类	系统性硬化病相关、进行性纤维化性间质性肺病	获批生产第 2 家

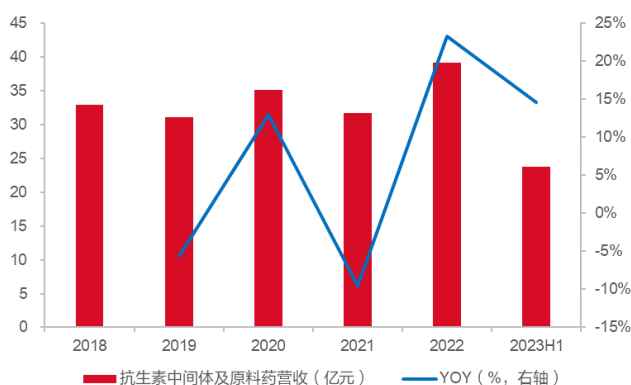
复方电解质注射液(II)	仿制 4 类	电解质补充	获批生产首仿
葡萄糖酸钙注射液	仿制 3 类	钙缺乏	获批生产
注射用头孢西丁钠葡萄糖注射液	仿制 3 类	抗感染	获批生产首家
恩扎卢胺软胶囊	仿制 4 类	抗肿瘤	获批生产第 3 家
盐酸莫西沙星氯化钠注射液	仿制 4 类	抗感染	获批生产
硫酸特布他林雾化吸入用液	仿制 4 类	哮喘与 COPD	获批生产
普瑞巴林胶囊	仿制 4 类	外周神经疾病	获批生产
达比加群酯胶囊	仿制 4 类	抗凝血	获批生产
吸入用复方异丙托溴铵溶液	仿制 3 类	哮喘与 COPD	获批生产
泊沙康唑口服混悬液	仿制 4 类	抗感染	获批生产首仿

资料来源：公司半年报、公司公告，东海证券研究所

2.3. 抗生素中间体及原料药增长强劲

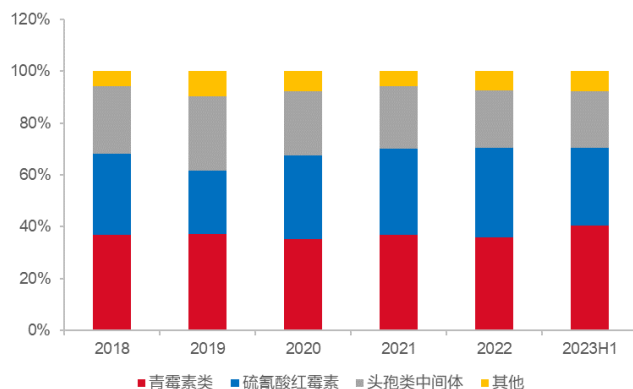
营收利润高速增长，合成生物学项目进展顺利。2023H1，抗生素中间体及原料药整体对外实现营业收入 23.70 亿元，同比增长 14.54%，实现毛利 6.73 亿元，同比增长 19.46%。川宁生物及其子公司实现营收 24.17 亿元(+21.84%)，归母净利润 3.91 亿元(+64.82%)，扣非归母净利润 3.93 亿元(+65.49%)。从细分产品来看，硫氰酸红霉素实现营业收入 7.28 亿元(-2.41%)，头孢类中间体实现营业收入 5.26 亿元(+16.27%)，青霉素类中间体实现营业收入 9.76 亿元(+54.66%)，其他产品实现营业收入 1.87 亿元(+21.07%)。合成生物学项目进展顺利，红没药醇发酵水平及纯度已达到业内最高水平，进入销售阶段，有望贡献收入新增量。5-羟基色氨酸、麦角硫因等产品正在进行中试生产。2023H1，得益于青霉素市场恢复快于预期、7-ADCA 销量大幅增加以及良好的成本控制，公司中间体及原料药整体经营情况呈稳健向上的态势。

图10 抗生素中间体及原料药营业收入增长情况



资料来源：公司年报，东海证券研究所

图11 不同产品收入占比 (%)

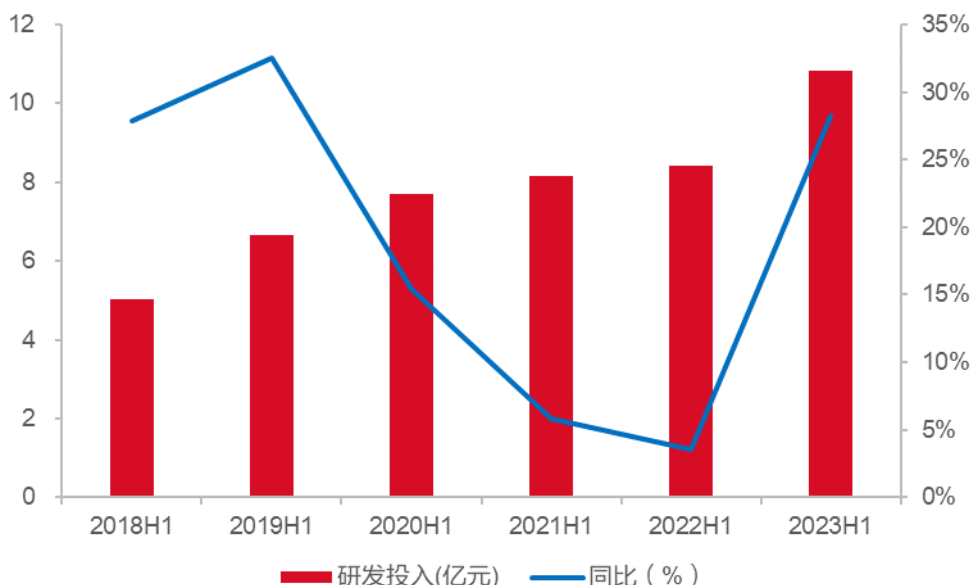


资料来源：川宁生物年报，东海证券研究所

2.4. 创新研发顺利推进

研发投入力度大，研发管线丰富。2023 年上半年公司研发投入 10.81 亿元，同比增长 28.25%，研发投入占营收比为 10.07%。公司创新研发管线共有 33 个项目（含创新小分子药物 10 项，生物大分子药物 23 项），以肿瘤为主，同时布局了自身免疫、炎症和代谢等疾病领域，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 7 项，药物发现阶段项目 12 项。

图12 公司研发投入不断增加



资料来源：公司半年报，东海证券研究所

创新药进展顺利，具备全球化竞争力。创新药治疗领域横跨肿瘤与非肿瘤领域，分子形式包括 ADC、抗体和小分子。核心产品 SKB264 (TROP2-ADC) 已获得 CDE 的 3 项突破性疗法认定，分别用于治疗三阴乳腺癌 (TNBC)、非小细胞肺癌 (NSCLC)、性激素受体阴性和人表皮生长因子受体 2 阴性的乳腺癌 (HR+/HER2- BC)。目前用于治疗既往经二线及以上标准治疗的晚期 TNBC 的 III 期临床试验达到了主要研究终点,预计今年年底申报上市,有望成为首个获批上市的国产 TROP2-ADC。SKB264 单药用于 TKI 耐药 EGFR 突变 NSCLC 的 III 期临床研究正快速推进中。此外,公司还积极探索 SKB264 联合 A167 或 K 药在多种实体瘤一/二线治疗的潜力。

从全球范围看,公司在 2022 年与默沙东达成包括 SKB264 在内的 9 项 ADC 产品的授权合作,总付款可达 118.21 亿美元,由默沙东主导推进的多项全球多中心注册性临床研究正在进行中,2023H1,科伦博泰对默沙东确认收入 10.37 亿元,主要国际市场的商业价值突显。A166 (HER2-ADC) 针对三线治疗 HER2+BC 适应症已经申报上市,有望成为首个针对乳腺癌的国产 ADC。A167 (PD-L1 单抗) 针对鼻咽癌 (NPC) 三线治疗已经递交上市申请,联合化疗一线治疗 NPC 已完成 III 期临床试验患者入组,预计 2024 年获批上市。公司的 SKB315、SKB410 正在进行 Ia 期临床试验,A140 (EGFR 单抗) 治疗 RAS 野生型 mCRC 预计下半年 NDA 申请,小分子 RET 激酶抑制剂 A400 于 2022 年 7 月开始针对晚期 RET+NSCLS 的关键试验。

表2 公司主要在研创新药进展

靶点类型	名称	适应症	最新进展
TROP2-ADC	SKB264 注射液	三阴性乳腺癌 III 期	2023 年 8 月用于治疗二线或以上既往标准治疗失败的不可切除局部晚期、复发或转移性 TNBC 患者的 III 期临床试验已达到主要终点
		EGFR-TKI 无效 EGFR 突变型局部晚期或转移性 NSCLC	2023 年 1 月获 CDE 突破性疗法认定;2023 年 6 月在 ASCO 年会上呈现 II 期研究数据,显示出良好的疗效及可控的安全性;2023 年 7 月关键 III 期试验首例患者入组

HER2-ADC	A166 注射液	HR+/HER2- BC	2023 年 6 月获 CDE 突破性疗法认定, 用于既往接受过至少二线系统化疗的局部晚期或转移性 HR+/HER2- BC
		3L+晚期 HER2+ BC	关键 II 期试验达到主要终点, 2023 年 5 月提交 NDA
		2L+晚期 HER2+ BC	确证性 III 期试验
		多瘤种拓展	在中国进行多项 1b 期临床试验, 以探索用于其他晚期 HER2+实体瘤 (包括 GC、CRC) 的治疗潜力
Claudin1 8-ADC	SKB315 注射液	晚期实体瘤	1a 期临床试验
Nectin4-ADC	SKB410 注射液	晚期实体瘤	2023 年 2 月获批 IND, 2023 年 7 月实现 Ia 期临床试验首例患者入组
PD-L1 单抗	KL-A167 注射液	3L+RM-NPC	关键 II 期临床的 NDA 申请已完成上市前核查工作
		联合化疗一线治疗 RM-NPC	已完成 III 期临床试验患者入组工作
EGFR 单抗	A140 注射液	RAS 野生型 mCRC	2022 年 11 月完成患者入组, 预计 2023 年下半年提交 DNA 申请
RET 激酶抑制剂	A400/EP003 1	RET+MTC	2023 年 7 月获批 IND
		RET+NSCLS	2023 年 7 月开始针对晚期 RET+NSCLS 的关键试验

资料来源: 公司公告、年报, 东海证券研究所

表3 公司与默沙东授权合作项目情况

时间	项目	首付款 (亿美元)	里程碑付款额 (亿美元)	协议总额 (亿美元)	授予权益范围
2022 年 5 月	生物大分子肿瘤项目 A (SKB264)	0.47	13.63	14.1	中国以外
2022 年 7 月	生物大分子肿瘤项目 B (SKB315)	0.35	9.01	9.36	全球范围内进行研究、开发、生产与商业化
2022 年 12 月	七种不同在研临床前 ADC 候选 药物项目	1.75	93	94.75	全球范围内或在大陆、香港澳门以外地区
合计	9 个项目	2.57	115.64	118.21	

资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

3. 盈利预测与估值分析

3.1. 盈利预测

公司是国内大输液龙头, 随着密闭式输液产品占比提升, 输液产品结构持续优化, 产能利用率不断提升, 我们预计 2023 年-2025 年输液产品营收为 103.83/112.85/122.06 亿元。

公司仿制药在研和获批数量在国内处于领先地位, 每年持续有新产品获批上市, 基于公司强大的研发、销售和成本控制能力, 公司非输液制剂业务有望增长, 我们预计 2023 年-2025 年营收为 42.50/46.75/50.49 亿元。

报告期内公司主要原料药、中间体价格和销量均有提升, 随着川宁生物管理水平和生产效率的提升, 以及新产品销售带来增长, 公司原料药业务将会保持较快增长, 我们预计 2023 年-2025 年营收为 46.21/48.85/52.96 亿元。

公司创新药板块逐步迎来收获期, 2023H1 共收到默沙东的 10.37 亿元付款, 随着后续协议里程碑的实现和创新产品商业化落地, 我们预计 2023 年-2025 年收入为 10.46/10.51/12.59 亿元。

表4 盈利预测表

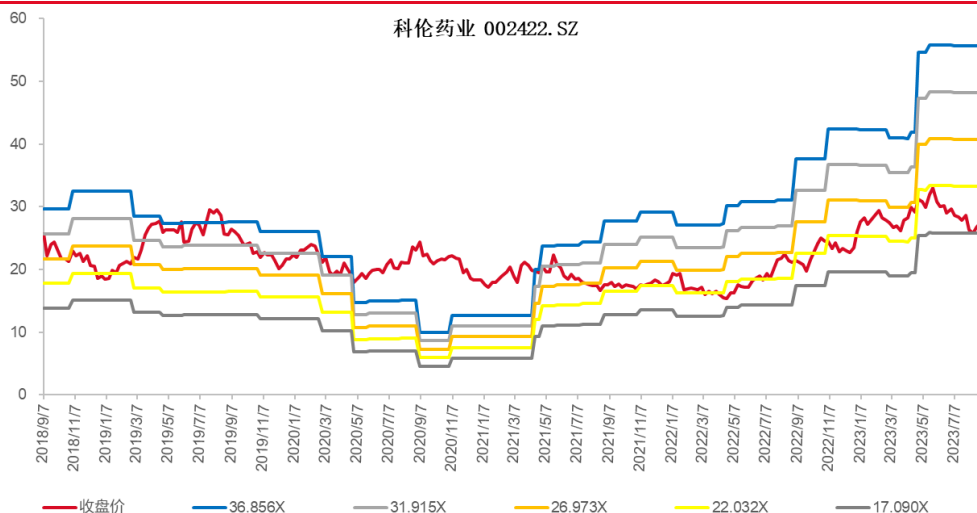
百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总营收	16464	17276	18913	20778	22422	24389
yoy	-6.65%	4.93%	9.48%	9.86%	7.91%	8.77%
毛利率	54.25%	55.66%	52.63%	52.44%	52.99%	53.64%
1. 输液产品						
收入	9182	9800	9452	10383	11285	12206
yoy	-12.22%	6.73%	-3.55%	9.85%	8.69%	8.16%
毛利率	66.05%	66.05%	63.76%	64.00%	64.50%	65.00%
2. 非输液产品						
收入	6945	7135	8274	8870	9560	10345
yoy	1.59%	2.74%	15.96%	7.21%	7.77%	8.22%
毛利率	40.36%	43.13%	39.81%	38.58%	39.30%	39.78%
2.1 非输液药品						
收入	3436	3911	4126	4250	4675	5049
yoy	-7.83%	13.82%	5.50%	3.00%	10.00%	8.00%
毛利率	59.53%	59.37%	50.62%	51.00%	52.00%	53.00%
2.2 抗生素中间体及原料药						
收入	3509	3174	3913	4621	4885	5296
yoy	12.90%	-9.55%	23.28%	18.09%	5.72%	8.43%
毛利率	21.59%	22.21%	24.80%	27.15%	27.14%	27.18%
3. 创新药						
收入	—	—	752	1046	1051	1259
yoy	—	—	—	39.10%	0.45%	19.79%
毛利率	—	—	66.49%	70.00%	70.00%	72.00%
4. 其他						
收入	337	341	435	479	526	579
yoy	-0.88%	1.19%	27.57%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	18.69%	19.35%	30.34%	20.00%	21.00%	22.00%

资料来源：公司公告、年报，东海证券研究所

3.2. 估值分析

公司过去三年 PE 最高为 90.49 倍，最低为 17.09 倍，均值为 32.80 倍。截至 2023 年 9 月 4 日收盘，公司 PE 为 17.38 倍。

图13 公司 PE-Bands



资料来源：Wind，东海证券研究所（截至 2023 年 9 月 4 日收盘）

我们选取 A 股 3 家同行业上市公司进行比较分析，公司的市盈率（2023E 16.76 倍）高于行业平均水平（2023E 14.2 倍）。

表5 可比公司一览

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600380.SH	健康元	223	11.64	0.89	1.05	1.25	13.0	11.1	9.3
600079.SH	人福医药	376	23.03	1.37	1.62	1.87	16.8	14.2	12.3
600062.SH	华润双鹤	170	16.31	1.28	1.45	1.61	12.7	11.3	10.1
	行业均值						14.2	12.2	10.6
002422.SZ	科伦药业	390	26.43	1.58	1.83	2.15	16.76	14.45	12.28

资料来源：Wind，东海证券研究所（截止至 2023 年 9 月 4 日收盘），除“科伦药业”外均为 Wind 一致预期

4. 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年的营收分别为 207.78/224.22/243.89 亿元，归母净利润分别为 23.26/26.98/31.76 亿元，对应 EPS 分别为 1.58/1.83/2.15 元，对应 PE 分别为 16.76/14.45/12.28，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

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。

新药研发进展不及预期风险：新药研发存在高投入、高风险、周期长等特点，研发过程包括诸多复杂环节，期间任何决策的偏差、技术上的失误都可能对药物研发造成重大影响，甚至有可能失败，一旦失败，之前的投入都归零，给公司造成损失。

原料药价格波动风险：公司主要中间体、原料药产品价格波动可能会影响公司营收。

市场风险：药品销售一方面受到行业竞争，存在降价、市场份额被抢夺的风险，目前医药行业处于变革期，整个行业受到医保、招标、集采、反腐的政策影响，医药制造企业面临持续的销售降价压力。

附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,913	20,778	22,422	24,389	货币资金	4,725	5,309	7,880	10,848
%同比增速	9%	10%	8%	9%	交易性金融资产	448	523	603	688
营业成本	8,959	9,883	10,540	11,306	应收账款及应收票据	5,682	6,070	6,384	6,767
毛利	9,953	10,895	11,882	13,083	存货	3,191	3,432	3,601	3,769
%营业收入	53%	52%	53%	54%	预付账款	429	494	527	565
税金及附加	251	280	309	339	其他流动资产	2,125	2,342	2,560	2,810
%营业收入	1%	1%	1%	1%	流动资产合计	16,601	18,170	21,556	25,447
销售费用	4,686	4,883	5,157	5,487	长期股权投资	3,792	3,892	3,992	4,092
%营业收入	25%	24%	23%	23%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	925	1,018	1,099	1,195	固定资产合计	10,131	10,076	10,013	9,959
%营业收入	5%	5%	5%	5%	无形资产	1,201	1,221	1,251	1,291
研发费用	1,795	2,036	2,242	2,488	商誉	99	99	99	99
%营业收入	9%	10%	10%	10%	递延所得税资产	618	686	686	686
财务费用	478	222	226	206	其他非流动资产	1,676	1,567	1,469	1,417
%营业收入	3%	1%	1%	1%	资产总计	34,118	35,712	39,067	42,993
资产减值损失	-44	20	18	16	短期借款	3,291	3,341	3,391	3,441
信用减值损失	-62	-48	-45	-50	应付票据及应付账款	2,216	2,416	2,562	2,732
其他收益	237	270	291	317	预收账款	0	0	0	0
投资收益	234	249	269	293	应付职工薪酬	250	267	274	283
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	274	312	336	366
公允价值变动收益	10	0	0	0	其他流动负债	5,991	5,361	5,610	5,942
资产处置收益	5	6	7	5	流动负债合计	12,022	11,696	12,173	12,764
营业利润	2,199	2,953	3,389	3,948	长期借款	2,036	2,236	2,436	2,636
%营业收入	12%	14%	15%	16%	应付债券	2,669	2,669	2,669	2,669
营业外收支	-127	-130	-132	-133	递延所得税负债	266	326	326	326
利润总额	2,071	2,823	3,257	3,816	其他非流动负债	238	260	268	274
%营业收入	11%	14%	15%	16%	负债合计	17,230	17,187	17,871	18,668
所得税费用	364	508	586	687	归属于母公司的所有 者权益	15,751	17,400	20,097	23,273
净利润	1,707	2,315	2,671	3,129	少数股东权益	1,137	1,125	1,098	1,052
%营业收入	9%	11%	12%	13%	股东权益	16,888	18,525	21,196	24,325
归属于母公司的净利	1,709	2,326	2,698	3,176	负债及股东权益	34,118	35,712	39,067	42,993
%同比增速	55%	36%	16%	18%					
少数股东损益	-1	-12	-27	-47					
EPS (元/股)	1.22	1.58	1.83	2.15					

现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	3,127	3,175	3,548	4,073
投资	-83	-175	-180	-185
资本性支出	-883	-844	-1,014	-1,146
其他	110	135	248	271
投资活动现金流净额	-857	-884	-946	-1,060
债权融资	-267	-762	258	256
股权融资	1,062	217	0	0
支付股利及利息	-1,079	-1,179	-290	-300
其他	-123	6	0	0
筹资活动现金流净额	-407	-1,717	-32	-44
现金净流量	1,872	584	2,570	2,968

基本指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.22	1.58	1.83	2.15
BVPS	11.07	11.80	13.62	15.78
PE	21.81	16.76	14.45	12.28
PEG	0.40	0.46	0.91	0.69
PB	2.40	2.24	1.94	1.68
EV/EBITDA	11.96	10.62	8.95	7.38
ROE	11%	13%	13%	14%
ROIC	7%	9%	9%	10%

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2023年9月4日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089