

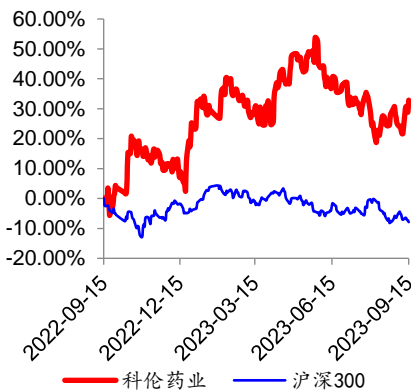
三大业务板块焕然一新，创新驱动长期向好

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-9-18

收盘价（元）	28.40
近 12 个月最高/最低（元）	33.28/18.83
总股本（百万股）	1475
流通 A 股（百万股）	1180
流通股比例（%）	80.01
总市值（亿元）	418.91
流通市值（亿元）	335.19

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：SAC:S0010521120002

电话：055516888

邮箱：tangc@hazq.com

主要观点：

● 坚持“三发驱动”终收获，创新驱动引新增长曲线

在外部环境更趋复杂、医药行业改革持续深入的大环境下，公司坚持“三发驱动，创新增长”的发展战略，努力贯彻“全力创新、全员营销、饱和生产、压缩成本、创造蓝海”二十字经营管理方针。多年来，公司所坚持的以“大输液+抗生素+新药研发”为核心的“三发驱动”战略，在经过集采等行业变化后终取得成效，输液业务大幅恢复，川宁生物成功登陆科创板，科伦博泰出海在即。2023年上半年公司业绩发力明显，营收同比增长 17.64%。

● 大输液：市场格局逐渐稳定，巩固领先地位

输液领域经过多年发展，市场格局逐步稳定。2023年上半年，公司从产品结构升级、新产品推广、医疗终端开发和市场准入积极寻求销售增量。秉承安全输液的理念，公司继续推进安全密闭式输液替代半密闭式输液进程，密闭式输液销售占比同比提升 3.7 个百分点，达到 52.4%，输液产品的销售结构得到进一步优化；全力推动新获批输液产品市场推广，提升销售质量；强化内部激励机制，通过股权激励等措施，加大医疗终端市场的开发力度；坚持准入先行，积极参与国家及地方集采，随着“应采尽采”推进，价格压缩将见底。

● 非输液：加大研发投入，积极应对难估风险

2023年上半年，伊犁川宁以饱和生产为基础，以科研创新为抓手，研发目标集中在保健品原料、生物农药、高附加值天然产物、高端化妆品原料、生物可降解材料等领域，上半年实现营业收入 24.17 亿元，同比增长 21.84%，实现净利润 3.91 亿元，同比增长 64.82%。广西科伦通过科学的生产系统再评价，及时调整生产结构，充分匹配现有产能设计和人员，提高产能利用率；产品质量不断提升，精准开发，拓宽了下游产品市场；广西科伦坚持以质量为基石，通过对生产设备进行自动化和智能化的升级改造，降本增效，使产品结构逐步升级，进一步推升了在高品质市场的影响力，通过产销联动实现扭亏为盈。非输液药品领域，公司通过加大市场投入、提高市场覆盖率、调整产品结构、持续推广新获批品种以积极应对难估风险。

● 仿创新药：加码高端仿制，下一代 ADC 龙头冉冉升起

创新药子公司科伦博泰已经单独拆分上市，并于 2023 年 7 月正式登陆港交所，公司数次获得跨国药企默沙东的大额管线合作，头部管线 TROP 2 ADC 已推进至临床 3 期，其三阴乳腺癌适应症上市申报在即；海外联合 PD-1 的非小细胞肺癌一线治疗的 2 期临床，由合作伙伴默沙东正在稳步推进中。在不同的新药板块公司根据实际经营情况选择差异化的发展战略，均交出了良好的答卷，2023年上半年，公司研发投入达到 108,138.63 万元，同比增长 28.25%。公司仿制药、创新药研发均较为顺利，研发投入逐步进入收获期，有望为公司业绩增长提升新动力，增强自身竞争力。

● 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 211.25 亿元、229.60 亿元、248.50 亿元，分别同比增长 11.7%/8.7%/8.2%，归母净利润分别为 25.71 亿元、32.51 亿元、38.00 亿元，同比增长 50.5%/26.4%/16.9%，对应 PE 为 16X/13X/11X。我们首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

行业政策变化风险；研发进度不及预期风险；审批准入不及预期风险；成本上升的风险

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18913	21125	22960	24850
收入同比 (%)	9.5%	11.7%	8.7%	8.2%
归属母公司净利润	1709	2571	3251	3800
净利润同比 (%)	55.0%	50.5%	26.4%	16.9%
毛利率 (%)	52.6%	52.8%	54.0%	55.4%
ROE (%)	10.8%	14.6%	15.6%	15.4%
每股收益 (元)	1.22	1.74	2.20	2.58
P/E	21.81	15.81	12.50	10.69
P/B	2.40	2.30	1.94	1.65
EV/EBITDA	11.96	10.38	8.02	6.46

资料来源: Wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司概况：“三发驱动，创新增长”	5
1.1 行业稳步发展，增长态势良好	5
1.2 二十余年耕耘，经营范围广阔	5
1.3 贯彻发展战略，驱动基业长青	9
1.4 业绩提升显著，未来预期向好	10
2 输液领域：结构调整，巩固领先地位	11
2.1 背景：终成输液龙头	12
2.2 当下：巩固领先地位	13
3 非输液领域：加强投入，整体增速较快	13
3.1 抗生素药物基本情况	14
3.2 抗生素药物产业链情况	14
3.3 川宁生物经营情况	16
3.4 广西科伦经营情况	17
4 创新研发：下一代 ADC 龙头科伦博泰	17
5 普药事业研发升级，海外不断拓展	21
5.1 肠外营养领域：加强市场覆盖	22
5.2 麻醉镇痛领域：进行整体推广	23
5.3 中枢神经领域：实现全面布局	23
5.4 男性健康领域：建立品牌地位	23
5.5 仿制药物研究：加码高端仿制	24
5.6 国际业务拓展：持续优化结构	27
6 盈利预测与投资建议	29
6.1 盈利预测	29
6.2 可比估值	30
6.3 投资建议	31
风险提示：	32
财务报表与盈利预测	33

图表目录

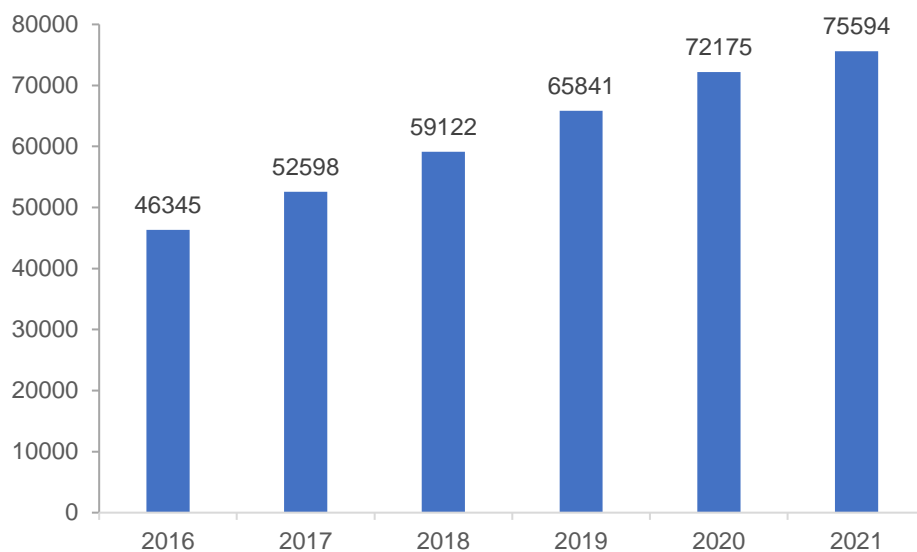
图表 1 我国 2016-2021 卫生总费用 (亿元)	5
图表 2 科伦药业发展历程	6
图表 3 股权结构图	7
图表 4 公司董事会及高管	7
图表 5 获批产品与通过一致性评价产品 (个)	10
图表 6 公司 2018-2023H1 营收情况 (亿元, %)	11
图表 7 公司 2018-2023H1 归母净利润 (亿元, %)	11
图表 8 公司 2018-2023H1 毛利率和净利率 (%)	11
图表 9 公司 2018-2023H1 费用结构 (%)	11
图表 10 不同输液包装形式的性能比较	12
图表 11 可立袋产品示意图	13
图表 12 可立袋袋体自收缩	13
图表 13 抗感染类药物	14
图表 14 青霉素工业盐产业链	15
图表 15 硫氰酸红霉素产业链	16
图表 16 川宁生物主要产品	16
图表 17 科伦药业创新药物进展	21
图表 18 ADC 药物机理图	19
图表 19 输液领域重点品种 2022 年度销售收入及同比增长情况	22
图表 20 科比安产品示意图	23
图表 21 科瑞舒产品示意图	23
图表 22 盐酸达泊西汀片	24
图表 23 盐酸伐地那非片	24
图表 24 仿制药取得生产批文的药 (产) 品情况 (2023 年 1 月 1 日-2023 年 7 月 31 日)	24
图表 25 仿制药申报生产药 (产) 品情况 (2023 年 1 月 1 日—2023 年 7 月 31 日)	26
图表 26 公司各模块收入预测	29
图表 27 可比公司估值情况	30

1 公司概况：“三发驱动，创新增长”

1.1 行业稳步发展，增长态势良好

医疗卫生支出是实现社会公平、保障居民健康的重要手段之一，也是衡量医药产业发展情况的重要指标。从2016年到2021年，中国的医疗卫生总支出从46,345亿元增长到75,594亿元，呈逐年上升趋势，年复合增长率超过10%。根据国家统计局资料，2021年，规模以上医药制造业营业收入为29,288.5亿元，同比增长20.1%；利润总额为6,271.4亿元，同比增长77.9%，医药制造行业呈现出稳步发展的趋势。

图表 1 我国 2016-2021 卫生总费用 (亿元)



资料来源：公司年报、华安证券研究所

中国有着庞大的人口基数规模，伴随着人口老龄化进程加快、预期寿命的不断上升、优化生育配套支持政策的陆续出台、市场主体创新能力持续提高等诸多积极因素的共同驱动，我国医药行业的预计仍将保持良好的发展态势。

1.2 二十余年耕耘，经营范围广阔

科伦药业是国内产业生态体系最为完备的大型医药企业集团之一，横跨医药研发、药品制造和商业流通等领域，业务范围涵盖医药产品的市场化选题、高质量研发、国内外申报注册、规模化精益生产、市场推广和销售等，完整覆盖医药产品全生命周期。

公司先后被评定为国家高新技术企业、国家创新型企业、国家首批技术创新示范企业等。被国家工信部认定为工业品牌培育示范企业、国家级信息化和工业化深度融合示范企业、两化融合管理体系贯标示范企业、全国工业企业质量标杆。科伦共有 3 家企业入选工信部绿色制造体系建设示范绿色工厂和智能制造试点示范项目，分别为科伦药业，以及子公司伊犁川宁、湖南科伦；从 2013 年起，科伦药业国家企业技术中心连续 5 次被国家发改委评价为优秀。“科伦”文字、图形及可立袋商标分别被评定为“中国驰名商标”。

图表 2 科伦药业发展历程

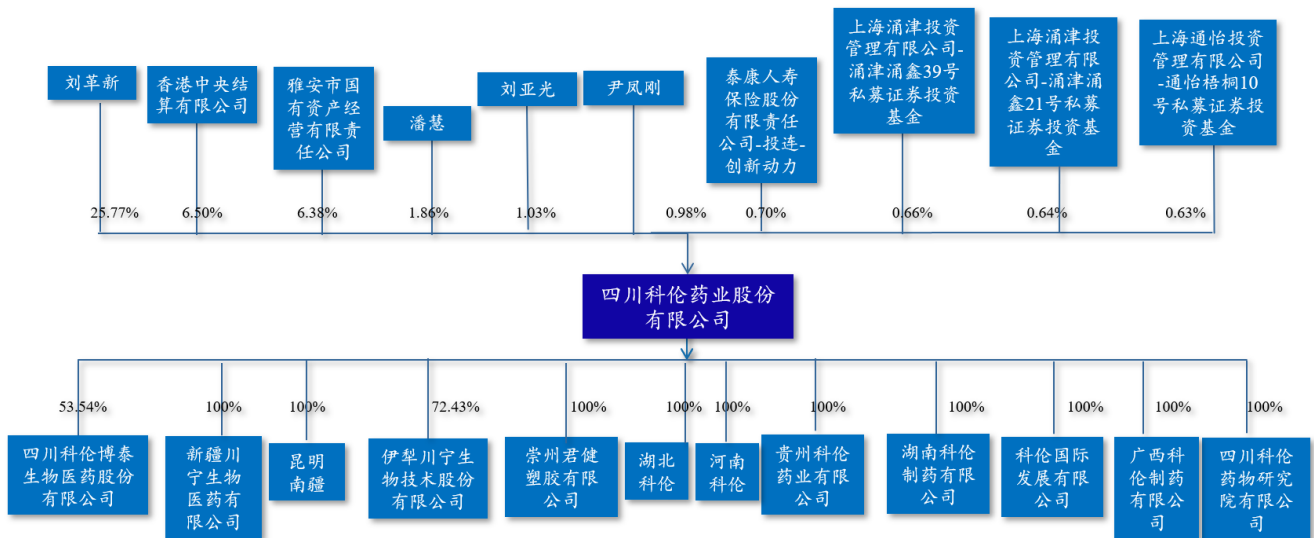
年份	事件
1996	创建四川大药厂
1998	成为四川省首家 GMP 达标的大输液生产企业
2000	设立四川新元制药有限公司，建成公司的原料生产基地
2001	设立湖南科伦制药有限公司，开始向省外的产业进军
2002	四川科伦大药厂整体改制为四川科伦大药厂有限责任公司
2003	四川科伦大药厂有限责任公司整体变更设立为四川科伦药业股份有限公司
2004	建成科伦粉针、冻干粉针、小容量注射剂、中药制剂生产基地
2010	6 月 3 日，科伦药业 (SZ002422) 在深圳证券交易所成功上市
2011	设立四家分公司
2014	在美国设立 KLUS PHARMA INC. (科纳思药业有限公司)
2015	可立袋®获得国家科技进步奖。科伦迈向生物技术药物研发重要领域：科伦开发的重组抗表皮生长因子受体 (EGFR) 人鼠嵌合单克隆抗体注射液获国家食品药品监管总局注册受理，标志公司首个生物技术药物成功申报临床
2016	继续开拓高技术生物医药市场以及国际化战略：投资建设生物医药产业园项目，计划总投资额为 51.61 亿元
2017	公司首个获批上市的补充谷氨酰胺的双室袋。首家获得“注射用帕瑞昔布钠”原料和制剂生产批件
2018	四川科伦药业股份有限公司通过日本 PMDA 的 GMP 认证，成为国内首家通过日本 PMDA GMP 认证的内资输液企业，产品出口至日本
2020	参加联采办组织的第三批全国药品集中采购投标工作，本次共中标四个品种五个规格
2021	公司 15 个产品中选第四、五批国家组织药品集中采购，进入了北京、上海、浙江、广东等重点地区
2022	第七批集采中，科伦药业共有 11 个品种中选 子公司伊犁川宁生物登陆科创板
2023	子公司科伦博泰生物登陆港股

资料来源：公司官网、华安证券研究所

公司股权结构清晰，子公司数量众多

科伦药业董事长刘革新先生持有 25.77% 的股份，作为公司第一大股东控制公司，相对其余股东具有较大权力。科伦药业对有十余家子公司持有 100% 的股权，子公司位于四川、新疆、湖南、湖北、广西、贵州、山东、黑龙江、浙江、上海等地。

图表 3 股权结构图



资料来源：Wind、华安证券研究所

公司管理层具有丰富的管理经验和背景。

科伦药业董事长刘革新先生为公司实控人，具有多年制药企业管理经验。董事会由 8 名董事组成，其中董事长 1 名，独立董事 5 名；公司高级管理人员具有一定的政治背景，且在药物研发、临床开发、财务、管理运营等方面拥有丰富且充足的经验。

图表 4 公司董事会及高管

姓名	职务	履历
刘革新	董事长、董事	1951 年出生,中国国籍,无境外居留权,公司董事长,党委书记,研究生学历,高级工程师.1992 年任四川奇力制药有限公司总经理,1996 年创建科伦大药厂,担任公司董事长至今.1996 至 2003 年期间担任公司总经理,历任四川省工商联副会长,政协四川省第九届委员会常务委员,中共四川省第九次代表大会代表,第十一届全国政协委员,中国共产党成都市第十二次代表大会代表,中国共产党四川省第十次代表大会代表,第十二届全国人民代表大会代表.2005 年,荣获“全国劳动模范”荣誉称号;2008 年,荣获中共四川省委,成都市委授予的“抗震救灾优秀共产党员”光荣称号和四川省委,省政府授予的“抗震救灾模范”荣誉称号;2009 年,被中共中央统战部,工业和信息化部,人力资源和社会保障部,国家工商行政管理总局,全国工商联评为“优秀中国特色社会主义建设者”;2010 年,获中共成都市委,成都市人大常委,成都市人民政府和政协成都市委颁发的“建设成都杰出贡献奖”;2015 年做为项目第一完成人荣获国家科技进步奖;2018 年,被中共四川省委四川省人民政府评为四川省优秀民营企业家,获四川省脱贫攻坚领导小组“四川省脱贫攻坚奉献奖”;2019 年被四川省委,四川

		省人民政府聘为第三届决策咨询委员会委员。目前兼任四川科伦实业集团有限公司董事长
刘思川	董事、总经理	1984 年出生,中国国籍,无境外居留权,公司董事,总经理,硕士研究生学历。2007 年任公司董事长助理,2009 年 6 月起任公司董事,2012 年 7 月任公司副总经理,2015 年 9 月起任公司总经理。历任湖南省第十二届人民代表大会代表,湖南省第十三届人民代表大会代表,政协四川省第十二届委员会常务委员。先后任中华全国青年联合会委员,中国青年志愿者协会常务理事,中国光华科技基金会第六届理事会理事,全国工商联执行委员,湖南省总商会副会长。2014 年,荣获湖南省总工会授予的“湖南省五一劳动奖章称号”;2018 年,荣获中共湖南省委,湖南省人民政府授予的“湖南省优秀企业家称号”;2020 年,荣获党中央,国务院,中央军委授予的“全国抗击新冠肺炎疫情先进个人”和中共湖南省委,湖南省人民政府授予的“湖南省劳动模范称号”。目前兼任四川科伦实业集团有限公司董事
贺国生	董事	1968 年出生,中国国籍,无境外居留权,公司董事,教授,硕士生导师,西南财经大学金融学博士,清华大学理学和经济学双学士。2006 年任西南财经大学金融学院信用管理系系主任,2008 年任西南财经大学证券与期货学院院长助理,2010 年任西南财经大学证券与期货学院副院长至今。2014 年至 2015 年曾任公司监事。2019 年 4 月起任公司董事
邵文波	董事	1966 年出生,中国国籍,无境外居留权,本科学历,毕业院校及专业为四川省委党校函授学院经济管理专业,四川农业大学人力资源管理专业,历任雅安市雨城区委组织部副部长,区政府党组成员,区政府办党组书记,主任,荣经县委常委,组织部部长,党校校长,荣经县常务副县长,雅安市雨城区委常委,副区长,常务副区长,荣经县委副书记,荣经县人民政府县长,雅安市委编办主任,雅安市委组织部副部长,编办主任,现任雅安市国有资产经营有限责任公司党委书记,董事长。2013 年被评为四川省抗震救灾先进个人
王广基	董事	1953 年 4 月出生,中国国籍,无境外居留权,公司独立董事,中国工程院院士,原中国药科大学副校长。现任江苏省药物代谢动力学重点实验室主任,国家科技部临床前药代动力学研究平台主任,国家中医药管理局中药复方药代动力学方法重点实验室主任,任中国药学会应用药理专业委员会,中国药理学会制药工业专业委员会主任委员,江苏省药学会理事长。获国家科学技术进步二等奖 4 项,省部级科技进步一等奖 4 项;获 2012 年何梁何利基金科学与技术进步奖。2014 年 5 月起公司独立董事
卫俊才	副总经理	1964 年出生,中国国籍,无境外居留权,公司副总经理,大学本科学历,高级营销师。先后任四川省第三人民医院,深圳海王药业等单位医师,高级营销经理,营销总监等职务。2008 年先后任公司招投标事务部总经理和市场与招投标部总监,主管公司政策研究及市场准入工作,2012 年 7 月起任公司副总经理。2015 年参与项目荣获国家科技进步二等奖。现为中国卫生法学会副会长,中国化学制药工业协会注射剂专委会秘书长,四川省医疗保险研究会常务理事,四川省政协社会与法制专业委员会特邀成员,成都市医疗保险研究会副会长
谭鸿波	副总经理	1971 年出生,中国国籍,无境外居留权,公司副总经理,大学本科,高级工程师,无党派。曾任职于成轴集团公司轴承检测西南分中心,从事技术管理工作;1996 年起加入公司前身四川科伦大药厂;2006 年起任四川科伦药业股份有限公司新都基地总经理;成都市新都区第十七届人大常委会委员。2001 年荣获成都市新都区人民政府颁发“成都市新都区科技进步特等奖”,2002 年荣获成都市人民政府颁发“成都市科技进步二等奖”,2006 年四川省质量技术监督局授予“四川省质量管理先进工作者”荣誉称号,2011 年荣获四川省人民政府,成都市人民政府颁发的“四川省科技进步一等奖”,“成都市科技进步特等奖”,2015 年参与项目荣获国家科技进步二等奖。2013 年 6 月起任公司副总经理。
冯昊	副总经理、董事会秘书	1980 年出生,中国国籍,无境外居留权,公司副总经理兼董事会秘书,中共党员,硕士研究生学历。先后任华中科技大学经济学院教师,太平人寿保险有限公司精算部分析员,上海华信惠悦(咨询)有限

		责任公司精算咨询顾问,平安证券有限责任公司投资银行部高级经理,国金证券股份有限公司投资银行部业务董事.2014年4月起任公司副总经理兼董事会秘书.目前兼任石四药集团有限公司非执行董事.
赖德贵	副总经理、财务总监	1971年出生,中国国籍,无境外居留权,公司副总经理兼财务总监,本科学历.先后任成都蓝风(集团)股份有限公司,成都蓝风集团(控股)有限公司会计,财务经理,2001年加入公司前身四川科伦大药厂任会计,财务部副经理,2006年起任公司会计机构负责人.2014年10月起任公司副总经理兼财务总监
戈韬	副总经理	1980年出生,中国国籍,无境外居留权,公司副总经理,成都药学会理事,本科学历.1999年进入公司前身四川科伦大药厂销售服务部工作,2003年起任公司营销管理部执行总经理,负责东北,华北区域覆盖八省区的营销管理工作.2015年2月起任公司副总经理
吴中华	副总经理	1968年出生,中国国籍,无境外居留权,公司副总经理,中共党员,大学本科学历,机械工程师,执业药师和高级经济师,中国共产党安阳市第十三届人民代表大会代表.曾供职于湖南省岳阳市制药二厂,湖南天御龙药业有限公司.2004年任湖南中南科伦药业有限公司生产部长,先后任四川珍珠制药有限公司总经理,河南科伦药业有限公司总经理.2016年1月起任科伦药业副总经理.
丁南超	副总经理	1986年出生,中国国籍,无境外居留权,中共党员,西南交通大学毕业,大学本科学历,学士学位.2008年入职科伦药业,先后任公司营销管理部区域销售助理,经理,副总监,新药销售部销售总监.2020年4月起拟任公司副总经理,分管新药营销板块.
樊文弟	副总经理	1982年出生,中国国籍,无境外居留权,MBA在读.曾任湖北省医药行业协会第三届常务理事,政协仙桃市委员会第九届常务委员.2008年入职科伦药业,先后任公司营销管理部区域销售经理,执行总经理,湖北科伦医贸有限公司兼江西科伦医贸有限公司总经理.任湖北科伦医贸有限公司总经理期间,科伦产品在湖北省区销售额增长数倍.2021年1月起任公司营销中心总经理,负责市场准入,销售,学术,KA,商务,运营管理等各销售及销售辅助部门管理工作.2022年4月起任公司副总经理,分管营销方面相关工作.
廖益虹	副总经理	1979年出生,中国国籍,无境外居留权,硕士研究生学历.自2002年8月起先后加入国际四大会计师事务所普华永道和毕马威,拥有10年以上的审计工作经验.2014年12月加入科伦药业任公司内部审计负责人.2022年4月起任公司副总经理,分管采购方面相关工作.
王亮	副总经理	1973年出生,中国国籍,无境外居留权.本科毕业于中国药科大学,取得北京大学硕士学位,执业药师,高级工程师,无党派.曾就职于成都康弘制药,北京博尔达医药科技有限公司,成都远志达医药科技有限公司.于2005年加入科伦药业,先后任质量监管中心副总监,总监.主要负责公司集团化质量管理体系设计,构建,持续完善,带领下属子(分)公司不断提升产品质量,推进质量品牌建设等.王亮女士现任中国医药质量管理协会专家,四川省医保化协会副秘书长,四川省药学会药分专委会委员.2019年获得全国医药行业开展质量管理(QC)小组活动40周年“卓越推进者”荣誉称号.2022年4月起任公司副总经理,分管质量方面的工作.

资料来源: Wind、华安证券研究所

1.3 贯彻发展战略, 驱动基业长青

公司属医药制造业,秉承“科学求真,伦理求善”的经营理念,坚持“三发驱动,创新增长”的发展战略,多年专注于多技术类别、全功能平台高技术内涵医药产品(高端仿制、改良创新和源头创新)的研发能力和体系建设,已建成国家级企业技术中

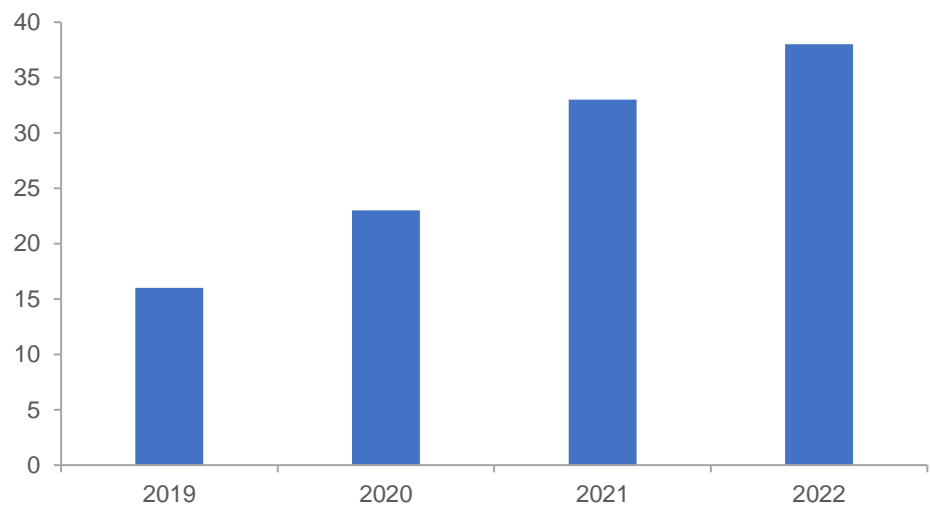
心、新型给药系统药物工程研究中心等多个国家和省市创新平台。主要从事大容量注射剂（输液）、小容量注射剂（水针）、注射用无菌粉针（含分装粉针及冻干粉针）、片剂、胶囊剂、颗粒剂、口服液、腹膜透析液等 23 种剂型药品及抗生素中间体、原料药、医药包材等产品的研发、生产和销售。主要产品涵盖抗肿瘤、心脑血管、麻醉镇痛、精神、抗病原微生物、营养输液、呼吸、抗骨质疏松、男性专科、糖尿病、水电解质平衡、诊断造影、乙肝等疾病领域。

截至 2022 年 6 月 30 日，公司拥有 634 个品种共 1,007 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 种规格的其它剂型医药产品、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。

公司生产的药品按临床应用范围分类，共有 24 个剂型 634 种药品。其中，进入《国家基本药物目录（2018 年版）》的药品为 132 种，被列入 OTC 品种目录的药品为 70 种，被列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（2022 年版）的药品为 299 种。

在发展战略方面，公司将继续实施“三发驱动，创新增长”的发展战略，通过持续的产业创新升级和品种结构调整，保持科伦在输液领域的领先地位；通过对优质自然资源的创新性开发利用，构建从中间体、原料药到药品的抗生素产业链竞争优势；通过研发体系的建设和多元化的技术创新，积累企业基业长青的终极驱动力量。

图表 5 获批产品与通过一致性评价产品（个）



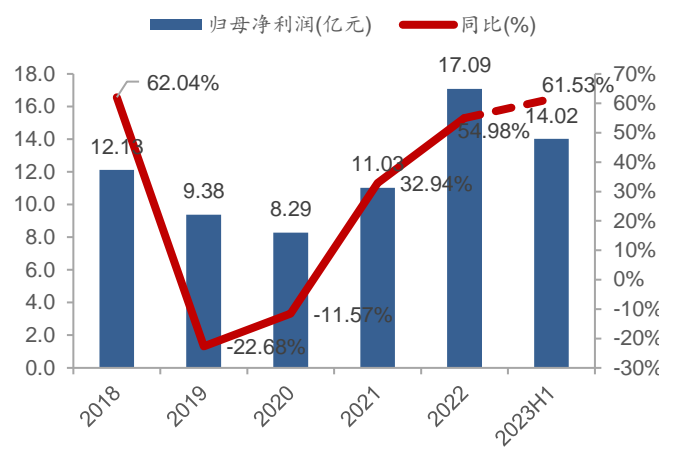
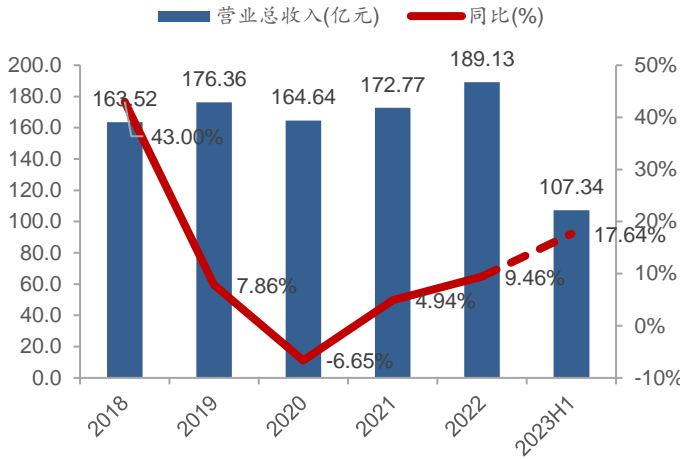
资料来源：公司年报、华安证券研究所

1.4 业绩提升显著，未来预期向好

在外部环境更趋复杂、医药行业改革持续深入的大环境下，公司坚持“三发驱动，创新增长”发展战略，努力贯彻“全力创新、全员营销、饱和生产、压缩成本、创造蓝海”二十字经营管理方针，2023 年上半年公司实现归母净利润 14.02 亿元，同比提升约 61.53%，2021 年，公司所有生产企业和销售片区在积极响应政府防疫和改革政策的同时，全力做好生产经营，2021 年公司整体经营业绩较 2020 年明显提升。2023 年上半年业绩改善明显，超出预期。

图表 6 公司 2018-2023H1 营收情况 (亿元, %)

图表 7 公司 2018-2023H1 归母净利润 (亿元, %)

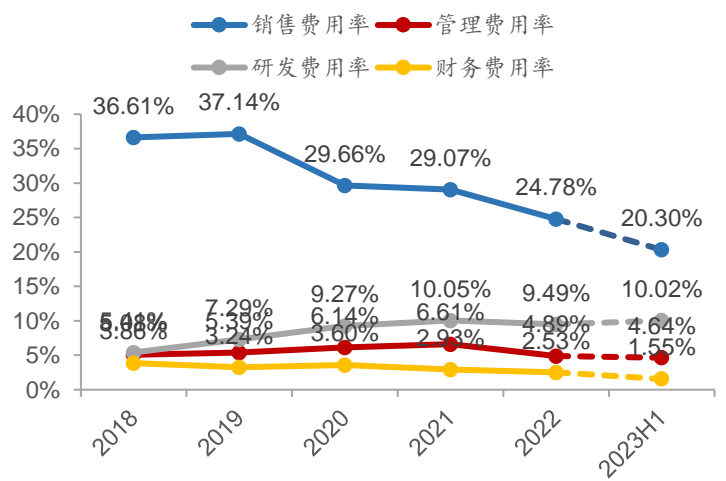
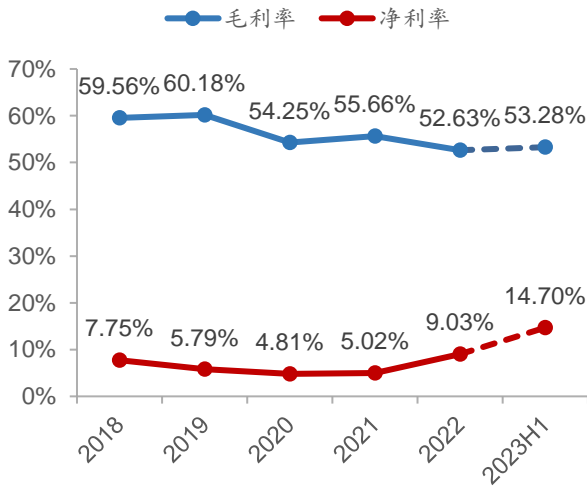


资料来源: Wind、华安证券研究所

资料来源: 公司官网、华安证券研究所

图表 8 公司 2018-2023H1 毛利率和净利率 (%)

图表 9 公司 2018-2023H1 费用结构 (%)



资料来源: 公司官网、华安证券研究所

资料来源: 公司官网、华安证券研究所

近年来公司销售费用水平相对保持稳定,但随着营收增加销售费用率逐年降低。由于公司经营规模的扩大,管理费用在 2019 年-2021 年有所上升,2022-2023 年逐步回稳。同时,公司持续大力推进“创新驱动战略”,研发费用 2019 年-2022 年同比增加,2023 年上半年研发投入达到 10.76 亿元,占上半年营业收入 10.02%,单季度来看,公司第二季度研发投入有明显提升。

2 输液领域: 结构调整, 巩固领先地位

2.1 背景：终成输液龙头

大容量注射液俗称大输液 (Large Volume Parenteral, LVP)，通常是指容量大于等于 50ml 并直接由静脉滴注输入体内的液体灭菌制剂，按其临床用途，大输液大致可分为 5 类：体液平衡用输液、营养用输液、血容量扩张用输液、治疗用药物输液和透析造影类。从临床应用以来，输液产品包装容器经历了 3 代变化，在我国输液市场上存在的包材主要有玻璃瓶、塑瓶、非 PVC 软袋和直立式软袋四种形式。非 PVC 软袋和直立式软袋，是大输液包装技术主要发展方向。

图表 10 不同输液包装形式的性能比较

包装形式	玻璃瓶	塑料瓶	非 PVC 输液袋	直立式聚丙烯袋
化学稳定性	较好	好		好
药物相容性	好	一般	好	好
透明度	好	一般	好	好
温度适应性	差 (低温度)	差 (PP 低温)	好	好
价格及成本	价格低，成本低	价格高于玻璃瓶，成本与玻璃瓶相近	价格最高，成本最高	价格略低于软袋，成本略低于塑料瓶
毒性	无	无	无	无
环保问题	一般	无	无	无

资料来源：CNKI (曾艳等.各种大输液包装形式的特点和性能)、华安证券研究所

在大输液包装方面，科伦药业自主研发的拥有多项专利技术的“直立式软袋”（可立袋）于 2006 年成功问世，该产品代表着中国未来输液包材的发展方向，深刻地改变了输液行业的格局。

可立袋是继玻璃瓶、聚丙烯塑瓶、非 PVC 多层共挤膜软袋之后国家食品药品监督管理局(SFDA)批准的第四类全新的输液包装材料和容器。它具有以下四大特点：

(一)同多层共挤膜输液袋一样，可以采用密闭输液的方式，无需导入外界空气，有效地避免了二次污染。

(二)由于其可以直立摆放，与玻璃瓶和塑瓶的临床配液规程一致，符合医护人员的操作习惯，克服了多层共挤膜输液袋不能直立摆放、配液操作不便等缺点，提高了护理工作的效率，适用性更强。该产品自 2006 年问世以来，受到广大医护工作者的热烈欢迎和充分肯定。

(三)可立袋的材料是由日本 CHISSO 公司提供的医用聚丙烯粒料经特殊工艺改性而成，具有无毒、无味、化学稳定性好、耐腐蚀、耐药液浸泡等优点，在药理上比其它塑材更安全，适宜运输和贮存。废袋焚烧以后的分解物无毒性，完全避免了医疗垃圾对环境的污染和危害，是环境友好型产品。

(四)该产品是科伦历时四年，耗资五千万元人民币研制成功的具有自主知识产权的创新型产品，已获国家科技进步奖及多项国家专利，是输液行业的最新技术成就。

生产可立袋所需的注塑和吹瓶等模具均属自主设计，其独特的制造工艺解决了袋体自收缩的力学难题，并保持袋体成型的稳定和均一。

在输液领域，经过多年发展与沉淀，公司实施全面的产业创新升级，在具备高端制造和新型材料双重竞争力的同时，占据了产品技术创新和质量标杆的战略高地，拥有着较大的领先地位。输液也是科伦“三发驱动”中的第一台发动机。

图表 11 可立袋产品示意图



图表 12 可立袋袋体自收缩



资料来源：公司官网、华安证券研究所

资料来源：公司官网、华安证券研究所

2.2 当下：巩固领先地位

输液领域经过多年发展，市场格局逐步稳定。2023 年，公司从产品结构升级、新产品推广、医疗终端开发和市场准入积极寻求销售增量。秉承安全输液的理念，公司继续推进安全密闭式输液替代半密闭式输液进程，密闭式输血量在 2023 年上半年占比提升 3.7 个百分点，达到 52.4%，输液产品的销售结构得到进一步优化；全力推动新获批输液产品市场推广，提升销售质量；强化内部激励机制，通过股权激励等措施，加大医疗终端市场的开发力度；坚持准入先行，积极参与国家及地方集采，为增量产品争取市场空间。2023 上半年，公司总体输液产品实现营业收入 50.27 亿元，同比增加 14.27%。总体来看，上半年输液板块发展较好。

3 非输液领域：加强投入，整体增速较快

科伦药业非输液领域包括抗生素中间体、原料药，以及非输液药品领域等。根据公司 2023 年半年报，受到国家及地方集采等外部因素的影响，2023 年非输液药品销售亿元、同比降低 8.02%、收入占比 21.8%，具体品种看，草酸艾司西酞普兰片续标后销售额达 18.34 亿元，同比下降约 8.02%。

盐酸达泊西汀片销量端同比增长 28.80%，但由于市场竞争加剧，公司进行了价格策略调整，报告期内销售收入 1,455 万元，同比降幅为 89.98%。此外，包括康复新液、草酸艾司西酞普兰（百洛特）、注射用紫杉醇（白蛋白结合型）（科瑞菲）等产品受集采价格影响导致价格下降，销售收入均同比下降 30% 以上。

丙泊酚中/长链脂肪乳注射液（科比安）、降糖药物（包括恩格列净片（科糖恩）、

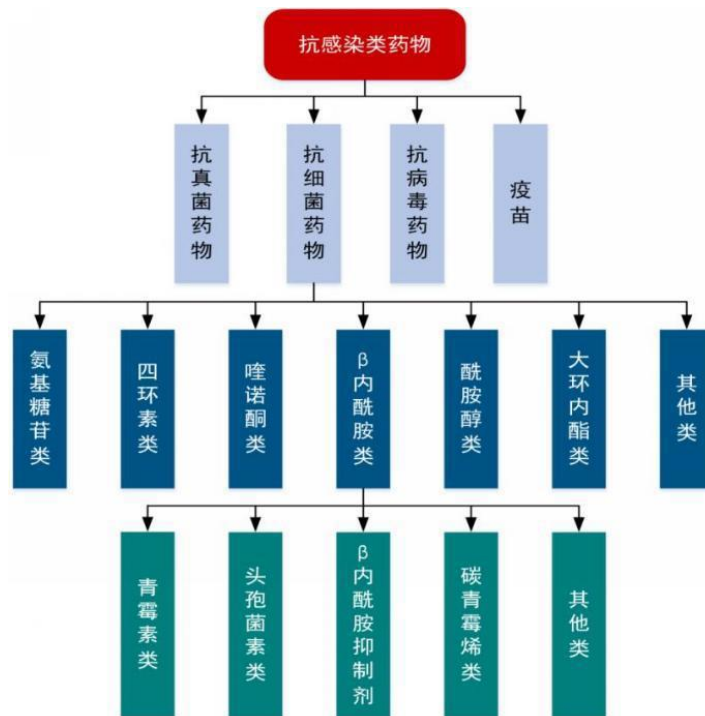
卡格列净片（科糖愈）、磷酸西格列汀片、利格列汀片、琥珀酸曲格列汀片、氢溴酸替格列汀片（科糖文）、枸橼酸托法替布片（科乐嘉）等产品在中选区域放量、陆续入院、推广下沉的情况下，带动非输液药品持续增长。

3.1 抗生素药物基本情况

抗生素药物是抗感染类药物的重要组成部分，抗感染类药物具有杀灭或抑制各种病原微生物的作用，并通过口服、肌肉注射、静脉注射等给药途径发挥药效。抗感染药物是基础性用药，在细菌感染、真菌感染、衣原体感染、病毒感染等各类感染性疾病以及其他疾病带来的感染性并发症治疗中均有广泛的应用，为临床用药中最主要的分支类别之一。

抗感染类药物包括抗细菌药物、抗病毒药物、抗真菌药物、疫苗等。其中抗生素药物为最大的抗感染药物类别，占整个抗感染药物的 90%左右。依据其化学结构及抗菌机理的不同，抗生素可分为 β -内酰胺类抗生素、氨基糖苷类抗生素、四环类抗生素、喹诺酮类抗生素、酰胺醇类抗生素、大环内脂类抗生素等大类。目前以头孢菌素和青霉素为主的 β -内酰胺类抗生素约占世界抗生素市场的 70%。 β -内酰胺类抗菌药物又可细分为青霉素类抗菌药物、头孢菌素类抗菌药物、 β -内酰胺类抑制剂和碳青霉烯类抗菌药物等子类。

图表 13 抗感染类药物



资料来源：川宁生物招股书、华安证券研究所

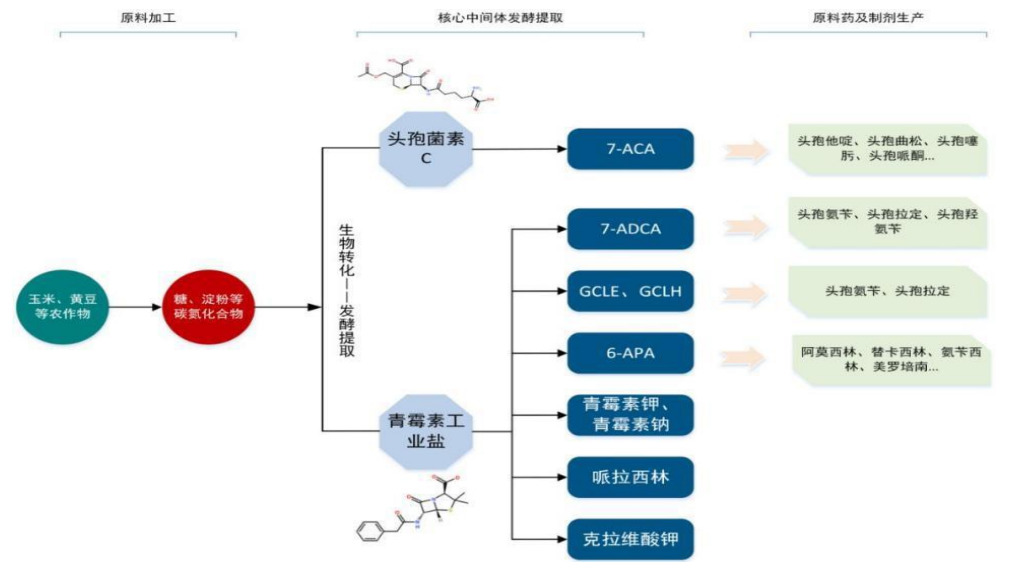
3.2 抗生素药物产业链情况

自 1928 年英国细菌学家发现青霉素以来，抗生素为人类征服疾病做出了巨大的贡献。抗生素发现和使用后，许多致命的细菌感染性疾病得到有效控制，人类死

亡率大大降低。抗生素在临床上发挥了巨大的作用,但在医疗实践中出现了超范围、大剂量、长时间使用抗生素的情况,导致耐药菌株增加,降低了部分现有抗生素的疗效。在数十年的使用过程中,抗生素滥用的现象,以及与之相伴的细菌耐药性增强逐渐成为困扰全球的问题。在全球市场抑制抗生素滥用的同时,抗生素作为基础性药物的关键作用仍无可替代。

抗生素的生产过程中伴随着一定的污染物产生,尤其是异味治理问题成为世界难题。受境外环境保护和国内生产成本优势的影响,抗生素产业逐渐向中国转移,我国已经成为全球最主要的抗生素生产基地。近年来我国对抗生素产业链企业环保要求不断提高,企业环保成本不断增长,通过传统化学法合成抗生素的低门槛、高污染工艺已经几乎全部淘汰。目前国内抗生素药物的生产工艺路线主要为生物发酵酶化提取合成工艺,即以玉米、黄豆等为原料,加工成淀粉、糖、豆油等含碳、氮化合物,以此为菌种提供营养,通过微生物转化的方式,制取头孢菌素、青霉素工业盐等核心中间体,并进一步生产合成抗生素药物。头孢菌素、青霉素工业盐的产业链情况如下:

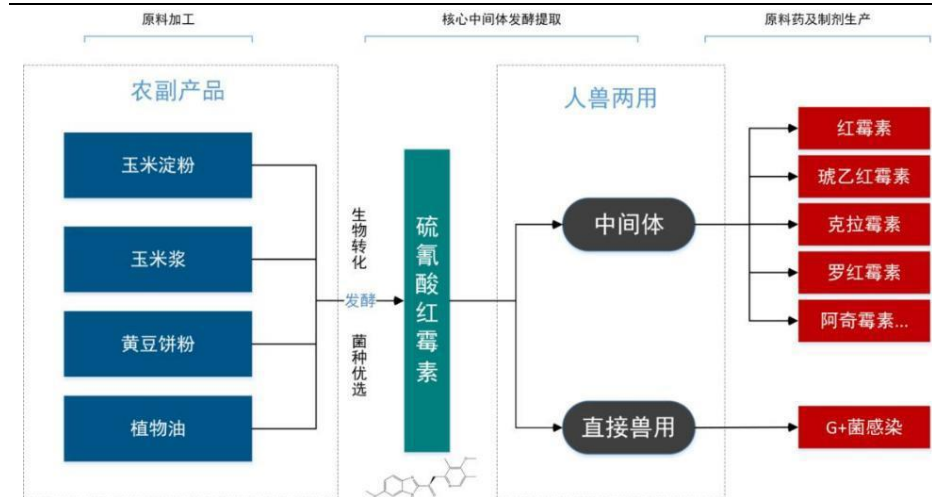
图表 14 青霉素工业盐产业链



资料来源:川宁生物招股书、华安证券研究所

大环内酯类抗生素亦为重要的抗生素之一,而作为其中间体的硫氰酸红霉素是生产红霉素、阿奇霉素、琥乙红霉素和克拉霉素等红霉素衍生物的重要中间体原料。红霉素产品可治疗革兰氏阳性菌和支原体、衣原体等感染,中间体硫氰酸红霉素可直接作为兽用抗生素,用于治疗对青霉素耐药的葡萄球菌、链球菌等引起的感染,国外普遍用作“动物生长促进剂”。硫氰酸红霉素当前主要采用生物发酵转化、酶法催化生产,产业链情况如下:

图表 15 硫氰酸红霉素产业链



资料来源：川宁生物招股书、华安证券研究所

3.3 川宁生物经营情况

川宁生物是科伦药业旗下的一家子公司，主要从事生物发酵技术的研发和产业化。公司自创立以来，始终聚焦生物发酵领域的工艺技术革新，特别是抗生素中间体发酵法生产工艺的创新和改进，持续耕耘、不断开拓，努力引领行业技术发展。川宁生物是国内较晚一批进入抗生素中间体生产行业的企业，但凭借着生物发酵领域的技术积累，将高转化率的生物发酵及提取技术率先应用在抗生素中间体的产业化生产上，目前相关产品产能和产量均达到较高水平。

图表 16 川宁生物主要产品

名称	CAS NO.	化学名	分子式
硫氰酸红霉素	7704-67-8	硫氰酸红霉素	C38H68N2O13S
6-氨基青霉烷酸 (6-APA)	551-16-6	6-氨基青霉烷酸	C8H12N2O3S
青霉素 G 钾盐 (青霉素工业盐)	113-98-4	(2S,5R,6R) -3,3-二甲基-6-(2-苯乙酰氨基)-7-氧代-4-硫杂-1-氮杂双环[3.2.0]庚烷-2-甲酸钾盐	C16H17KN2O4S
7-氨基头孢烷酸 (7-ACA)	957-68-6	7-氨基-3-[(乙酰氧)甲基]-8-氧代-5-硫杂-1-氮杂二环[4,2,0]-2-烯-2-羧酸	C10H12N2O5S
去乙酰-7-氨基头孢烷酸 (D-7ACA)	15690-38-7	7-氨基-3-去乙酰基-头孢烷酸	C8H10N2O4S
7-氨基去乙酰氧基头孢烷酸 (7-ADCA)	26395-99-3	7-氨基-3-甲基-3-头孢烯-4-羧酸	C8H10N2O3S
熊去氧胆酸粗品	128-13-2	3 α ,7 β -二羟基-5 β -胆甾烷-24-酸	C24H40O4

资料来源：川宁生物招股书、华安证券研究所

2022 年，伊犁川宁以饱和生产为基础，以科研创新为抓手，研发目标集中在保健品原料、生物农药、高附加值天然产物、高端化妆品原料、生物可降解材料等领域，于 2022 年 12 月成功登陆深圳证券交易所创业板，成为新疆伊犁地区首家 A

股上市公司。依托在上海临港新区设立的上海锐康生物人才及技术优势，进一步丰富中间体生物发酵法可生产品类，向高附加值天然产物的合成生物学制造领域发展，通过自动化智能化构建、筛选、优化产品的生物合成途径，提高生产菌株的表达和生产效率，满足相关产品的产业化生产需求。2023年，川宁生物以“安全环保、盈利分红”为总目标，贯彻二十字经营方针，一切工作围绕熨平生产波动、自动化改造、建设疆宁项目、合成生物学产品创新研发四大任务为中心开展，为实现产业转型升级打下坚实基础。

2019年-2020年，伊犁川宁及其子公司营业总收入从31.43亿元增长至36.49亿元，2021年有所下降至32.32亿元。2022年，公司实现营业收入38.21亿元，同比增长18.21%，归母净利润4.12亿元，同比增长269.58%。公司2022年营业成本28.73亿元，同比增长14.3%，成本增速低于营业收入增速导致公司毛利率上升2.6%。

根据半年报来看，2023年上半年，川宁生物公司在新疆伊犁州巩留县投资建设疆宁生物绿色循环产业园项目，一期项目于2023年3月启动建设，预计今年年底完成建设进入试生产阶段。报告期内，川宁生物生产及销售工作有序推进，得益于青霉素市场恢复快于预期、7ADCA销量大幅增加以及良好的成本控制，川宁生物及其子公司实现营业收入24.17亿元，同比增长21.84%，实现归属于川宁生物母公司净利润3.91亿元，同比增长64.82%。

3.4 广西科伦经营情况

2023年，广西科伦通过科学的生产系统再评价，及时调整生产结构，充分匹配现有产能设计和人员，提高产能利用率；产品质量不断提升，精准开发，拓宽了下游产品市场；广西科伦坚持以质量为基石，通过对生产设备进行自动化和智能化的升级改造，降本增效，使产品结构逐步升级，进一步推升了在高品质市场的影响力。

4 创新研发：下一代ADC龙头科伦博泰

截至2023年6月30日，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、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，主要推动14项创新临床项目，同时开发7项创新临床前阶段项目和12项药物发现阶段项目。

2023年1月1日—2023年6月30日，共14项创新项目开展临床研究，包括SKB264、A166、SKB315、SKB410、A167、A140、A400等，涉及恶性肿瘤、自身免疫与炎症等重大疾病领域；共计2项临床研究获NMPA批准开展，2项研究与监管沟通，获同意开展，1项研究申报NDA获国家药监局受理。

A167 PD-L1 单抗：A167是科伦博泰生物首个进入新药申报阶段的创新项目，是在鼻咽癌适应症上首个申请NDA的PD-L1单抗，作为3L+鼻咽癌关键II期研究NDA申请的确证性临床试验，一线治疗鼻咽癌III期注册研究于2022年3月获得临床批件，已于2023年5月完成入组，正按计划进行患者随访和数据清理工作。

A166 HER2-ADC: 采用新一代 ADC 技术, 稳定 linker 偶联抗体和毒素, 降低毒素脱离率, 提升耐受性和安全性, 从而提高药效。2023 年 5 月, 注射用 A166 治疗晚期 3L+ HER2+乳腺癌患者研究的 NDA 申请获国家药品监督管理局受理, 2023 年 6 月启动 A166 对照 T-DM1 治疗晚期 2L+ HER2+乳腺癌的 III 期研究。其他拓展 Ib 期研究正在按计划推进中。

SKB264 (TROP2-ADC): SKB264/MK2870 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), 结合了单抗对肿瘤细胞表面靶抗原的特异性和细胞毒性药物的高效性。基于初步临床数据, SKB264 目前正在开展针对多个瘤种的单药/联用的 II 期和 III 期临床试验。

SKB264 在 TNBC 的注册 III 期研究进展顺利, 2023 年 4 月, SKB264 用于 EGFR-TKI 治疗失败的 EGFR 突变的局部晚期或转移性非鳞 NSCLC III 期研究获批开展。

联合帕博利珠单抗治疗晚期实体瘤篮子 II 期研究, 2023 年 6 月 16 日获得 EMA 批准开展临床研究。

单药或联合帕博利珠单抗(加或不加化疗)或联合奥希替尼治疗 NSCLC 篮子研究-II 期: 2023 年 1 月 11 日, SKB264 联合奥西替尼在 EGFR 激活突变的一线治疗非小细胞肺癌, 作为 II 期篮子研究的一个队列获 NMPA 批准 IND。

2023 年 6 月的 ASCO 年会上, SKB264 以壁报形式公布了用于经治的局部晚期或转移性非小细胞肺癌患者的 II 期拓展研究数据。

此外, 公司于 2023 年 8 月公布, SKB264 用于治疗既往经二线及以上标准治疗的不可手术切除的局部晚期、复发或转移性 TNBC 的 III 期临床试验达到主要研究终点。

公司于 2023 年 8 月公布, SKB264 将于 2023 年 ESMO 大会(2023 年 10 月 20 日-24 日), 以口头报告的形式公布用于经治的转移性激素受体阳性(HR+)和人表皮生长因子受体 2 阴性 (HER2-) 的乳腺癌患者的临床 I/II 期研究数据。

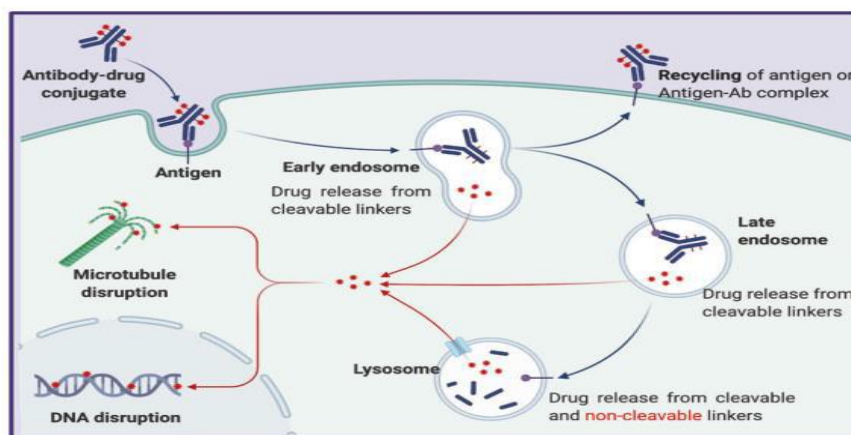
A140 EGFR 单抗: 西妥昔单抗生物类似药, 与原研头对头 III 期研究已完成入组。

A277 外周 κ 阿片受体激动剂 (小分子): 尿毒症瘙痒 II 期 2023 年 4 月完成首例入组, 按计划开展受试者入组工作。

A223 JAK1/2 抑制剂 (小分子): 类风湿关节炎 II 期研究已完成入组, 已递交注册临床研究的 CDE 咨询申请; 拓展适应症斑秃按计划开展后续工作。

其他处于 I 期研究的项目: 包括 SKB378 (TSLP 单抗)、SKB336 (FXI/FXIa 单抗)、SKB315 (CLDN18.2-ADC)、SKB337 (PD-L1/CTLA4 双抗)、A289 (LAG3 单抗)、A296 (STING 小分子激动剂): 均开展 I 期临床研究, 按计划推进入组。

图表 17 ADC 药物机理图



资料来源：Pubmed、华安证券研究所

抗体偶联药物（ADC），通过化学反应将传统的小分子抗癌药物和重组单克隆抗体分子通过连接分子结合，所形成的新分子。抗体偶联药物的研究可以追溯到 1980s，但是直到 2000 年，首个抗体偶联药物（商品名 Mylotarg，Pfizer 研发）才被 FDA 批准用于治疗急性粒细胞白血病。时至今日，ADC 已经发展至以 Enhertu 为代表的第三代。目前，全球共有 14 款 ADC 产品获 FDA 批准上市。

国内 ADC 的研究起步相对较晚，但现在已经有很多玩家入场，科伦药业是其中的佼佼者之一。其子公司科伦博泰很早就建立了具有自主知识产权的 ADC 平台，目前，公司有三款 ADC 药物处于临床阶段。

2022 年 1 月 1 日—2023 年 6 月 30 日，完成 3 次，至多 9 个 ADC 项目与 MSD 的授权合作（MSD 是美国新泽西州罗威市默克公司的公司简称），包括：

1) 许可另一临床早期项目 SKB315 (CLDN18.2ADC)，在全球范围内进行研究、生产与商业化。

2) 许可另一临床早期项目 B，在全球范围内进行研究、生产与商业化。与默沙东达成授权合作是对科伦博泰 ADC 技术平台及 ADC 项目的重要认可，将默沙东深厚而广泛的全球开发能力与科伦博泰的创新力结合，将为合作项目的开发和商业化产生巨大的协同效应。这些合作将有利于将科伦博泰建立成为一个全球性的、创新的生物制药公司。

3) 许可创新管线中至多七种不同在研临床前 ADC 候选药物项目，以全球独占许可或独占许可选择权形式在全球范围内或在中国大陆、香港和澳门以外地区进行研究、开发、生产制造与商业化。科伦博泰保留部分授予独占许可的项目和有权保留授予独占许可选择权的项目在中国大陆、香港和澳门研究、开发、生产制造和商业化的权利。

与 MSD 达成授权合作是对科伦博泰 ADC 技术平台及 ADC 项目的重要认可，将 MSD 深厚而广泛的全球开发能力与科伦博泰的创新力结合，将为合作项目的开发和商业化产生巨大的协同效应。这些合作将有利于将科伦博泰建立成为一家全球性的创新型生物制药公司。

另 A400/EP0031(RET 小分子激酶抑制剂，KL590586)项目已由海外合作方英

国 Ellipses Pharma 获得美国 FDA、西班牙监管机构用于 RET 基因改变的恶性肿瘤的新药临床研究申请(IND)。本项研究的获批是 A400/EP0031 启动全球 I/II 期临床研究的关键一步。另外多个项目的国内外授权工作进入到商务条款谈判阶段，公司将持续推进在研项目的海外权益授权工作，提升项目的市场价值和国际竞争力。

2023 年上半年，科伦博泰生物实现营业收入 10.46 亿元，其中来自 MSD 确认收入折合人民币 10.37 亿元，上半年子公司亏损 0.31 亿元，同比减亏 88.51%。总的来说，科伦药业的创新转型已进入收获期，其 ADC 平台更是表现亮眼，获得国外大药企的认可，科伦药业子公司科伦博泰生物有望跻身国内创新药企第一梯队。

图表 18 科伦药业创新药物进展

产品	靶点	分子类型	适应症	临床前/IND	Ia期	Ib/2期	注册关键III期/III期	NDA申请	合作伙伴
SKB264	TROP2	ADC	TNBC (3L+)	海外进展					MSD
			TNBC (1L)	联合/不联合A167					
			HR+/HER2-BC (3L+)	海外进展					
			EGFR-突变型NSCLC (TKI无效)	与可瑞达及/或化疗联用					
			EGFR-野生型 (1L) 及EGFR-突变型	与奥斯特尼联用					
			EGFR突变型NSCLC (1L)	联合A167 (联合或不联合铂类化疗)					
			NSCLC (EGFR-野生型 (1L))						
			GC (2L+)	海外进展					
			OC (铂耐药)	海外进展					
			实体瘤 (SCLC、UC、HNSCC及EC)	海外进展					
			NPC (PD-(L)1复发性或难治性)						
			CC (2/3L)	与可瑞达联用					
			UC (1L)	与可瑞达联用					
			OC (2L维持)	与可瑞达联用					
			CRPC (2L+)	与可瑞达联用					
A166	HER2	ADC	HER2+BC (3L+) HER2+GC (2L+) HER2+CRC (3L+)						
SKB315	CLDN18.2	ADC	实体瘤					MSD	
SKB410	未披露	ADC	实体瘤					MSD	
多项临床前	/	ADC	实体瘤					MSD	
A167	PD-L1	单抗	NPC (3L+) NPC (1L)	与化疗联用				HARBOUR BIOMED	
A140	EGFR	单抗	CRC ²						
A400	RET	小分子	RET+NSCLC (1L)						ELL:PSES
			RET+NSCLC (2L+)						
			RET+MTC及其他RET+实体瘤						
			RET+抑制剂耐药性实体瘤						
SKB337	PD-L1/CTLA4	双抗	实体瘤						
A289	LAG3	单抗	实体瘤						
A296	STING	小分子	实体瘤 (透过静脉注入给药)						
			实体瘤 (透过瘤内注射给药)						
A233	JAK 1/2	小分子	类风湿性关节炎 斑秃						
A277	KOR	小分子	CKD-aP						
SKB378	TSLP	单抗	哮喘						HARBOUR BIOMED
SKB336	FXI/FXIIa	单抗	血栓栓塞性疾病						

资料来源：科伦博泰招股说明书、华安证券研究所

5 普药事业研发升级，海外不断拓展

创新驱动转型是医药行业发展的核心任务，在国家鼓励创新的大背景下，当前我国医药创新驶入了快车道。“十三五”期间，我国新药研发水平也大踏步跃升，新靶

点、新机制药物大量布局，大大缩短和国外同类产品的的时间差，一批产品开展中外同步注册申报，向境外授权的新药日渐增多。

九年来，科伦启动了面向国内外市场的 300 余项药物的研究，其中包括 308 项具有集群、难度、特色和成本优势的仿制药和改良创新药、33 项具有 me-better 特征的创新小分子和生物技术药。截止 2023 年 6 月 30 日，科伦药业及子（分）公司共申请 4,576 项专利，其中发明专利申请 1,502 项、实用新型申请 2,438 项和外观设计专利申请 469 项，国际 PCT 专利申请 167 项。获得授权的专利数量已达到 2,083 项（发明专利 578 项、实用新型专利 1,283 项和外观设计专利 222 项），科伦的创新专利成果在 2023 年的国际合作中起到支持作用。

图表 19 输液领域重点品种 2022 年度销售收入及同比增长情况

项目	分类	2022 年销售收入 (万元)	2021 年销售收入 (万元)	同比增长
肠外营养输液产品	输液药品	118,582	139,977	-15.28%
左氧氟沙星氯化钠注射液	输液药品	45,218	15,761	186.90%
奥硝唑氯化钠注射液	输液药品	35,881	49,750	-27.88%
盐酸左氧氟沙星氯化钠注射液	输液药品	18,833	16,084	17.09%
甘露醇注射液	输液药品	12,397	13,187	-5.99%
复方醋酸钠林	输液药品	11,223	12,511	-10.30%
唑来膦酸注射	输液药品	10,113	9,184	10.12%

资料来源：公司年报、华安证券研究所

5.1 肠外营养领域：加强市场覆盖

肠外营养是从静脉内供给营养作为手术前后及危重患者的营养支持，全部营养从肠外供给称全胃肠外营养。肠外营养的途径有周围静脉营养和中心静脉营养。肠外营养（PN）是经静脉途径供应病人所需要的营养要素，包括热量（碳水化合物、脂肪乳剂）、必需和非必需氨基酸、维生素、电解质及微量元素。肠外营养分为完全肠外营养和部分补充肠外营养。目的是使病人在无法正常进食的状况下仍可以维持营养状况、体重增加和创伤愈合，幼儿可以继续生长、发育。静脉输注途径和输注技术是肠外营养的必要保证。

肠外营养产品是公司输液领域的重要品种，2023 年上半年，不断调整品种结构、拓宽覆盖渠道，成为了肠外营养产品国内领先企业。报告期内，公司肠外营养产品在销品种达到十余个，新上市或启动销售品种包括中长链脂肪乳/氨基酸（16）/葡萄糖（36%）注射液（多臻）和中长链脂肪乳/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，目前在售品种不断增加，大幅扩宽肠外营养产品品种范围，并拓展到肠外营养脂肪乳外的其他类别。脂肪乳氨基酸（17）葡萄糖（11%）注射液（多特）为公司存量品种，于 2021 年第五轮国家集采中标，因产品价格优势，在 DRGs/DIP 等政策加持下，报告期内销量同比增长 33.08%。中长链脂肪乳/氨基酸（16）/葡萄糖（36%）注射液（多臻）作为国谈身份产品，本年度启动销售，得益于 625ml 规格满足临床需求和肠外营养诊疗能力的提升，报告期销量增长趋势良好。丙氨酰谷氨酰胺氨基酸（18）注射液（多蒙捷）作为非医保品种，受手术量的恢复和基层销售进一步拓展，报告期销量同比增长 33.56%。下半年，公

司将继续推进肠外营养临床诊疗及实施规范，提升在核心医院的竞争力及市场份额，实现销量增长及品牌价值提升的双重目标。

左氧氟沙星氯化钠注射液于 2021 年第五轮国家集采中标，得益于正常诊疗的恢复销售量持续提升，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%。

5.2 麻醉镇痛领域：进行整体推广

2021 年，麻醉镇痛领域在销品种共 4 个，新上市或启动品种包括科比安（丙泊酚中/长链脂肪乳注射液）、术力平（碳酸氢钠林格注射液）。因原核心品种科瑞舒（注射用帕瑞昔布钠）受国家集采影响，导致麻醉镇痛产品销量及利润下降幅度较大。

2022 年起，公司将加强对麻醉镇痛领域的外部合作引进，通过优势产品的引入并形成产品集群，公司将麻醉镇痛产品进行整体推广，增强在麻醉镇痛领域的竞争优势，并在 2023 年有效贯彻。

图表 20 科比安产品示意图



科比安®丙泊酚中/长链脂肪乳注射液

图表 21 科瑞舒产品示意图



科瑞舒®注射用帕瑞昔布钠

资料来源：公司官网、华安证券研究所

资料来源：公司官网、华安证券研究所

5.3 中枢神经领域：实现全面布局

2021 年，中枢神经领域在销品种 3 个，其中占比最大的为百洛特（草酸艾司西酞普兰片）。受新冠疫情反复及集中带量采购的影响，抗抑郁市场销售额同比有所下滑。在公司销售团队的努力下，公司的百洛特销售收入同比增长 38.99%。

2021 年，喜太乐（氢溴酸西酞普兰片）作为集采中选品种，在包括广东、浙江、江苏、山东等经济大省在内的 15 省中标，与百洛特的已中选省份相结合，基本实现了全国抗抑郁市场的全覆盖，氢溴酸系列的增长趋势良好。

同时，2021 年中枢神经领域新增启动销售思洛宁，为精神分裂症治疗领域第一大品种奥氮平片，实现中枢神经领域的全管线布局。随着集采续标工作的推进，思洛宁在广东等省份新增中选，2022 年其在中枢神经领域的销售贡献也逐渐提高。

5.4 男性健康领域：建立品牌地位

公司男科领域已上市产品共有 3 个，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，也是公司首个男性健康领域产品。报告期内因市场竞争加剧，公司调整了市场价格策略，通过 OTC 连锁市场、互联网平台等多渠道抢占市场，继续保持销量领先地位，销量端同比增长 28.80%，但是对收入端的影响较大，报告期内销售收入 1,455 万元，降幅为 89.98%。为推动品牌营销转型，公司持续加强男科领域的市场影响力，“OKMAN”品牌市场认可度持续提升。

图表 22 盐酸达泊西汀片



图表 23 盐酸伐地那非片



资料来源：公司官网、华安证券研究所

资料来源：公司官网、华安证券研究所

5.5 仿制药研究：加码高端仿制

2012 年转型至今，科伦仿制药研发成功实现了从单纯输液到全面、综合、内涵发展的蜕变。

仿制及一致性评价陆续启动了 410 项产品的研究，2017 年至 2023 年 7 月 31 日实现了 152 项产品的获批，耗时 10 年进一步夯实了在中国输液市场的行业领先地位，建立起了在肿瘤、肠外营养、细菌感染、体液平衡、麻醉镇痛及男性专科等疾病领域的产品集群优势，开始进入心脑血管、糖尿病、造影、乙肝等疾病领域并在逐步强化。

2023 年科伦继续将质量优先战略、成本优先战略坚定的植入仿制药的研发体系，以市场为导向，强化成本核算，2023 年 1 月 1 日—2023 年 7 月 31 日，实现了获批生产 29 项，获批临床 2 项，申报生产 28 项。

2023 年第八批国家集采，科伦共计 7 项产品中标，中标数量位居全国前列；截至第八批国家集采，科伦累计 43 个品种中标，科伦已然成为国家集采的头部供应商之一。

2023 年 1 月 1 日—2023 年 7 月 31 日，29 项药物获批上市（首仿/首家 7 项），其中 ω -3 甘油三酯（2%）中/长链脂肪乳/氨基酸（16）/葡萄糖（36%）注射液、泊沙康唑口服混悬液、注射用头孢西丁钠/葡萄糖注射液、注射用头孢美唑钠/氯化钠注射液、氢溴酸替格列汀片、钆布醇注射液等项目的相继获批进一步强化了公司在肠外营养、抗感染、糖尿病及诊断造影等领域的产品管线。

图表 24 仿制药取得生产批文的药（产）品情况（2023 年 1 月 1 日-2023 年 7 月 31 日）

序号	名称	注册分类	功能主治/适应症	所处状态
1	钆布醇注射液	仿制 4 类	杂类	获批生产第 3 家

2	注射用头孢美唑钠/氯化钠注射液	仿制 3 类	全身用抗感染药物	获批生产第 3 家
3	克林霉素磷酸酯注射液	仿制 3 类	全身用抗感染药物	获批生产
4	富马酸伏诺拉生片	仿制 4 类	消化系统及代谢药	获批生产第 3 家
5	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	血液和造血系统药物	获批生产首仿
6	氢溴酸替格列汀片	仿制 4 类	消化系统及代谢药	获批生产首仿
7	枸橼酸托法替布缓释片	仿制 3 类	抗肿瘤和免疫调节剂	获批生产
8	乙磺酸尼达尼布软胶囊	仿制 4 类	抗肿瘤和免疫调节剂	获批生产第 2 家
9	复方电解质注射液 (II)	仿制 4 类	血液和造血系统药物	获批生产首仿
10	葡萄糖酸钙注射液	仿制 3 类	消化系统及代谢药	获批生产
11	注射用头孢西丁钠葡萄糖注射液	仿制 3 类	全身用抗感染药物	获批生产首仿
12	恩扎卢胺软胶囊	仿制 4 类	抗肿瘤和免疫调节剂	获批生产第 3 家
13	泊沙康唑口服混悬液	仿制 4 类	全身用抗感染药物	获批生产首仿
14	盐酸莫西沙星氯化钠注射液	仿制 4 类	全身用抗感染药物	获批生产
15	硫酸特布他林雾化吸入液	仿制 4 类	呼吸系统用药	获批生产
16	普瑞巴林胶囊	仿制 4 类	神经系统药物	获批生产
17	达比加群酯胶囊	仿制 4 类	血液和造血系统药物	获批生产
18	吸入用复方异丙托溴铵溶液	仿制 4 类	哮喘与 COPD	获批生产
一致性评价				
19	胞磷胆碱钠注射液	一致性评价	颅脑外伤	通过一致性评价首家
20	乳酸钠林格注射液	一致性评价	体液平衡	通过一致性评价首家
21	注射用氨苄西林钠舒巴坦钠	一致性评价	抗感染	通过一致性评价第 2 家
22	氯化钾注射液	一致性评价	电解质补充	通过一致性评价第 2 家
23	注射用头孢哌酮钠舒巴坦	一致性评价	抗感染	通过一致性评价
24	碳酸氢钠林格注射液	一致性评价	体液平衡	通过一致性评价
25	注射用阿莫西林钠克拉维酸钾	一致性评价	抗感染	通过一致性评价
26	醋酸钠林格注射液 (湖南)	一致性评价	体液平衡	通过一致性评价
27	注射用头孢呋辛钠	一致性评价	抗感染	通过一致性评价
28	醋酸钠林格注射液 (贵州)	一致性评价	体液平衡	通过一致性评价

29	注射用哌拉西林钠他唑巴坦	一致性评价	抗感染	通过一致性评价
*位次标识仅标示前三家，多基地生产的同一品种仅统计一次，仅统计制剂品种。				

资料来源：公司官网，米内网，华安证券研究所

2023年1月1日—2023年7月31日，科伦共有28项仿制药物申报生产（其中首仿/首家申报5项），注射用美罗培南/氯化钠注射液、 ω -3鱼油中长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(30%)注射液、丁酸氯维地平注射液、布比卡因脂质体注射液、八氟丙烷脂质微球注射液等品种的申报，将进一步提升科伦抗感染、肠外营养、复杂制剂等领域产品线价值。

图表 25 仿制药申报生产药（产）品情况（2023年1月1日—2023年7月31日）

序号	名称	注册分类	功能主治/适应症	所处状态
仿制药				
1	ω -3 鱼油中长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(30%)注射液	化学药品 3 类	肠外营养	申报生产（首仿）
2	注射用美罗培南/氯化钠注射液	化学药品 4 类	抗感染	申报生产（首仿）
3	西尼莫德片	化学药品 4 类	多发性硬化	申报生产（首仿）
4	八氟丙烷脂质微球注射液	化学药品 4 类	超声造影	申报生产（首仿）
5	奈妥匹坦帕洛诺司琼胶囊	化学药品 3 类	用于化疗所致恶心与呕吐	申报生产（首仿）
6	布比卡因脂质体注射液	化学药品 3 类	麻醉镇痛	申报生产（第2家）
7	丙戊酸钠缓释片(I)	化学药品 4 类	癫痫/躁狂	申报生产（第2家）
8	丁酸氯维地平注射液	化学药品 3 类	高血压	申报生产第2家
9	地屈孕酮片	化学药品 4 类	内源性孕酮不足引起的疾病	申报生产第3家
10	口服鱼油二十碳五烯酸乙酯软胶	化学药品 4 类	重度高甘油三酯血症	申报生产第3家
11	瑞戈非尼片	化学药品 4 类	抗肿瘤	申报生产
12	马来酸奈拉替尼片	化学药品 4 类	抗肿瘤	申报生产
13	福莫特罗雾化液	化学药品 4 类	哮喘与 COPD	申报生产
14	骨化三醇软胶囊	化学药品 4 类	骨质疏松	申报生产
15	麦考酚钠肠溶片	化学药品 4 类	肾病	申报生产
16	间苯三酚注射液	化学药品 4 类	消化道解痉	申报生产
17	米诺地尔外用溶液	化学药品 3 类	男性型秃发及斑秃	申报生产

18	复方聚乙二醇电解质散 (III)	化学药品 4 类	术前清肠	申报生产
19	复方氨基酸注射液 (20AA)	化学药品 4 类	肠外营养	申报生产
20	艾地骨化醇软胶囊	化学药品 4 类	骨质疏松	申报生产
21	阿瑞匹坦注射液	化学药品 3 类	化疗止吐	申报生产
一致性评价				
22	硫酸镁注射液	一致性评价	抗惊厥	申报一致性评价
23	注射用头孢唑林钠	一致性评价	抗感染	申报一致性评价
24	乳酸钠林格注射液 (四川科伦)	一致性评价	体液平衡	申报一致性评价
25	甘油果糖氯化钠注射液	一致性评价	脑血管病、脑外伤	申报一致性评价
26	复方醋酸钠林格注射液	一致性评价	体液平衡	申报一致性评价
27	复方电解质注射液	一致性评价	体液平衡	申报一致性评价
28	乳酸钠林格注射液 (贵州科伦)	一致性评价	体液平衡	申报一致性评价
*位次标识仅标示前三家, 多基地生产的同一品种仅统计一次, 仅统计制剂品种。				

资料来源: 公司申报、华安证券研究所

5.6 国际业务拓展: 持续优化结构

尽管受到复杂的国际局势, 汇率大幅波动, 国际运费依旧高企等不利因素影响, 公司持续开展海外市场拓展。

2022 年 12 月 21 日, 子公司科伦博泰生物与 MSD (MSD 是美国新泽西州罗威市默克公司的公司简称) 签署《EXCLUSIVE LICENSE AND COLLABORATION AGREEMENT》(以下简称“《独占许可及合作协议》”), 科伦博泰生物将其具有自主知识产权的至多 7 个 ADC 项目与 MSD 开展合作。以全球独占许可或独占许可选择权形式在全球范围内或在中国大陆、香港和澳门以外地区进行研究、开发、生产制造与商业化。科伦博泰生物保留部分授予独占许可的项目和有权保留授予独占许可选择权的项目在中国大陆、香港和澳门研究、开发、生产制造和商业化的权利。该《独占许可及合作协议》已于北京时间 2023 年 2 月 14 日通过美国 HSR 反垄断审查后正式生效。科伦博泰生物于 2023 年 3 月 30 日收到 MSD 支付的 17,500 万美元首付款 (实际到账金额须扣除按照相关法律计算的代扣代缴税金以及银行手续费)。

与 MSD 达成授权合作是对科伦博泰生物 ADC 技术平台及 ADC 项目的重要认可, 将 MSD 深厚而广泛的全球开发能力与科伦博泰生物的创新力结合, 将为合作项目的开发和商业化产生巨大的协同效应。这些合作将有利于将科伦博泰生物建立成为一个全球性的、创新的生物制药公司。

另 A400/EP0031(RET 小分子激酶抑制剂, KL590586 胶囊)项目已由海外合作方,英国 Ellipses Pharma 获得美国 FDA、西班牙监管机构用于 RET 基因改变的恶性肿瘤的新药临床研究申请(IND)。本项研究的获批,是 A400/EP0031 启动全球 I/II 期临床研究的关键一步。科伦博泰生物获得相应的开发里程碑付款。

科伦博泰生物持续关注 ADC 领域的新靶点、新技术,强化 ADC 管线,增加 ADC 平台实力。公司将持续推进在研项目的海外权益授权工作,提升项目的市场价值和国际竞争力。

未来,科伦继续积极开拓全球市场,培育公司品牌的全球形象。一是发挥日本 GMP 认证优势,继续推动向日本为代表的规范市场出口;二是积极推动公司新的仿制药在国外注册,为今后的出口做准备;三是借助哈萨克斯坦和斯里兰卡生产基地的支点效应,拓展中亚市场和南亚市场;四是加强同国际顶尖研究机构合作,提升全球竞争力。

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

公司已是多年医药研发生产企业，业务范围广泛，收入结构上主要可分为输液领域、非输液领域。2022年，输液领域贡献收入的49.98%，非输液领域贡献收入的43.75%，新药研发以及其他业务贡献6.28%，2023年上半年，输液领域贡献收入的46.83%，非输液领域贡献收入的40.03%，新药研发以及其他业务贡献13.14%，其中2023年上半年创新药子公司科伦博泰生物收到大额里程碑收入，导致母公司研发板块收入占比提高，料此趋势将在未来3~5年内继续维持。

公司是国内大输液龙头，旗下输液产品众多，共有129个品种共294种规格，自2019年集采推动开始，公司输液业务2020年营收利润有所下滑，2021年开始逐步恢复，2022年集采叠加疫情影响逐渐消除，今年上半年叠加各级医疗机构诊疗恢复，输液业务有较大幅得增长，我们预计公司将继续优化输液产品的销售结构，同时考虑到未来可能的竞品增加等原因，给予公司输液领域未来三年2023-2025年14%/9%/8.5%的增速。

非输液领域包括抗生素中间体、原料药、非输液药品等，川宁生物通过合成生物学的生产方法逐渐在抗生素中间体领域占据一定优势，在2022年受疫情影响收入有所下降，观下半年已有不错的恢复，但由于原料上涨以及下游需求变化，今年上半年增速稍有放缓，预计随着产能提升、逐渐形成规模效应而恢复。我们给予公司非输液领域2023-2025年5%/9%/8.5%的增速。

其他业务包括新药研发及其他等收入，考虑到未来3~5年子公司科伦博泰都有望取得来自合作伙伴MSD的里程碑收入以及销售分成，我们给予2023-2025年40%/5%/5%的增速。

图表 26 公司各模块收入预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	163.52	176.36	164.64	172.77	189.13	211.25	229.60	248.50
YoY	43.00%	7.86%	-6.65%	4.94%	9.47%	11.69%	8.69%	8.23%
毛利润	97.40	106.14	89.31	96.17	99.53	111.55	123.94	137.57
YoY	66.00%	8.97%	-15.85%	7.68%	3.50%	12.07%	11.11%	11.00%
毛利率	59.56%	60.18%	54.25%	55.66%	52.63%	52.81%	53.98%	55.36%
归母净利润	12.13	9.38	8.29	11.03	17.09	25.71	32.51	38.00
YoY	62.04%	-22.68%	-11.57%	32.94%	54.98%	50.46%	26.43%	16.91%
输液								
收入	98.80	104.60	91.82	98.00	94.52	107.75	117.45	127.43
YoY	30.37%	5.86%	-12.22%	6.74%	-3.55%	14.00%	9.00%	8.50%
毛利	70.33	74.09	60.64	64.73	60.27	69.31	78.32	86.93
YoY	45.67%	5.34%	-18.15%	6.74%	-6.90%	15.00%	13.00%	11.00%
毛利率(%)	71.18%	70.83%	66.05%	66.05%	63.76%	64.32%	66.68%	68.22%
业务收入占比(%)	60.42%	59.31%	55.77%	56.72%	49.98%	51.01%	51.16%	51.28%
非输液								
收入	62.42	68.36	69.46	71.36	82.74	86.88	94.70	102.75

YoY	66.37%	9.51%	1.60%	2.74%	15.95%	5.00%	9.00%	8.50%
毛利	26.64	31.49	28.04	30.78	32.94	34.59	37.36	41.47
YoY	157.17%	18.20%	-10.95%	9.78%	7.02%	5.00%	8.00%	11.00%
毛利率(%)	42.68%	46.06%	40.37%	43.14%	39.81%	39.81%	39.45%	40.36%
业务收入占比(%)	38.18%	38.76%	42.19%	41.30%	43.75%	41.13%	41.24%	41.35%
其他业务								
收入	2.29	3.40	3.37	3.41	11.87	16.62	17.45	18.32
YoY	119.36%	48.61%	-1.09%	1.38%	247.86%	40.00%	5.00%	5.00%
毛利	0.43	0.56	0.63	0.66	6.33	7.65	8.27	9.18
YoY	1155.25%	31.78%	11.89%	4.52%	861.13%	21.00%	8.00%	11.00%
毛利率(%)	18.65%	16.54%	18.71%	19.29%	53.29%	46.06%	47.37%	50.08%
业务收入占比(%)	1.40%	1.93%	2.04%	1.98%	6.28%	7.87%	7.60%	7.37%

资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

综上, 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 211.25 亿元、229.60 亿元、248.50 亿元, 分别同比增长 11.7%/8.7%/8.2%, 归母净利润分别为 25.71 亿元、32.51 亿元、38.00 亿元, 同比增长 50.5%/26.4%/16.9%。

6.2 可比估值

公司属于申万医药行业分类下化学制剂子行业公司, 同一行业分类下, 在进行仿制药及创新药相结合的研发生产销售的药企中, 我们选取了与科伦药业的营收、利润体量相近或发展模式相近的公司, 如信立泰、恩华药业、恒瑞医药、通化东宝、人福医药作为可比公司, 2023~2025 年, 预测行业平均 PE 为 34X/27X/23X, 科伦药业为 16X/13X/11X, 低于平均水平, 具有更大上升空间。

图表 27 可比公司估值情况

股票 代码	股票 名称	总市值 亿元	净利润 (百万元)				PE		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002294.SZ	信立泰	315.49	636.94	671.83	849.70	1067.80	44.62	35.28	28.07
002262.SZ	恩华药业	294.01	900.93	1106.87	1379.41	1730.69	26.56	21.31	16.99
600276.SH	恒瑞医药	2781.24	3906.30	4724.84	5710.49	6955.82	58.86	48.70	39.98
600867.SH	通化东宝	207.14	1581.89	1040.76	1231.05	1448.60	19.90	16.83	14.30
600079.SH	人福医药	404.08	2484.11	2229.50	2633.88	3062.13	18.12	15.34	13.20
平均值							33.61	27.49	22.51
002422.SZ	科伦药业	418.91	1708.70	2641.55	3048.61	3552.75	15.81	12.50	10.69

资料来源: Wind (信立泰为华安医药覆盖, 其余采用一致预测, 市值取 2023/9/15 收盘价), 华安证券研究所

6.3 投资建议

● 坚持“三发驱动”终收获，创新驱动引新增长曲线

在外部环境更趋复杂、医药行业改革持续深入的大环境下，公司坚持“三发驱动，创新增长”发展战略，努力贯彻“全力创新、全员营销、饱和生产、压缩成本、创造蓝海”二十字经营管理方针。多年来，公司所坚持的以“大输液+抗生素+新药研发”为核心的“三发驱动”战略，在经过集采等行业变化后终取得成效，输液业务大幅恢复，川宁生物成功登陆科创板，科伦博泰出海在即，2023年上半年公司业绩发力明显，营收同比增长17.64%。

● 大输液：市场格局逐渐稳定，巩固领先地位

输液领域经过多年发展，市场格局逐步稳定。2022年上半年，公司从产品结构升级、新产品推广、医疗终端开发和市场准入积极寻求销售增量。秉承安全输液的理念，公司继续推进安全密闭式输液替代半密闭式输液进程，密闭式输液占比提升2.87个百分点，输液产品的销售结构得到进一步优化；全力推动新获批输液产品市场推广，提升销售质量；强化内部激励机制，通过股权激励等措施，加大医疗终端市场的开发力度；坚持准入先行，积极参与国家及地方集采，随着“应采尽采”推进，价格压缩将见底。

● 非输液：加大研发投入，积极应对难估风险

2022年上半年，伊犁川宁以饱和生产为基础，以科研创新为抓手，研发目标集中在保健品原料、生物农药、高附加值天然产物、高端化妆品原料、生物可降解材料等领域。广西科伦通过科学的生产系统再评价，及时调整生产结构，充分匹配现有产能设计和人员，提高产能利用率；产品质量不断提升，精准开发，拓宽了下游产品市场；广西科伦坚持以质量为基石，通过对生产设备进行自动化和智能化的升级改造，降本增效，使产品结构逐步升级，进一步推升了在高品质市场的影响力，通过产销联动实现扭亏为盈。非输液药品领域，公司通过加大市场投入、提高市场覆盖率、调整产品结构、持续推广新获批品种以积极应对难估风险。

● 仿创新药：加码高端仿制，下一代ADC龙头冉冉升起

创新药子公司科伦博泰已经单独拆分上市，并于2023年7月正式登陆港交所，公司数次获得跨国药企默沙东的大额管线合作，头部管线TROP 2 ADC已推进至临床3期，其三阴乳腺癌适应症上市申报在即；海外联合PD-1的非小细胞肺癌一线治疗的2期临床，由合作伙伴默沙东正在稳步推进中。在不同的新药板块公司根据实际经营情况选择差异化的发展战略，均交出了良好的答卷，2022年公司研发投入达到179,508.84万元，同比增长3.37%。公司仿制药、创新药研发均较为顺利，研发投入逐步进入收获期，有望为公司业绩增长提升新动力，增强自身竞争力。

我们预计公司2023-2025年营业收入分别为211.25亿元、229.60亿元、248.50亿元，分别同比增长11.7%/8.7%/8.2%，归母净利润分别为25.71亿元、32.51亿元、38.00亿元，同比增长50.5%/26.4%/16.9%，对应PE为16X/13X/11X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

行业政策风险：随着医保控费逐渐深化，国家带量采购政策的全面实施，一系列政策趋势或将影响药品招标价格。市场竞争较大的创新药品种或面临医保谈判降价幅度超预期的风险，生物类似药或面临集中采购降价幅度超预期的风险；

研发进度不及预期的风险：医药行业创新研发投入高、周期性长，风险大。创新之路充满不确定因素的，研发需承担相应的失败风险；

审批准入不及预期风险：胤恩扎鲁胺在申请注册等环节可能面临审批进度不及预期的风险；后续管线临床进度可能有不及预期的风险；

成本上升风险：原材料成本、人力资源成本以及环保成本均呈现刚性上涨趋势，给公司的成本控制带来压力。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	16601	17484	21531	26635	营业收入	18913	21125	22960	24850
现金	4725	5248	9124	13694	营业成本	8959	9970	10566	11093
应收账款	5682	5868	6186	6509	营业税金及附加	251	283	312	343
其他应收款	254	241	270	318	销售费用	4686	4888	5331	5880
预付账款	429	487	434	429	管理费用	925	1058	1174	1300
存货	3191	3369	3395	3348	财务费用	478	198	153	26
其他流动资产	2319	2271	2122	2336	资产减值损失	-44	0	0	0
非流动资产	17517	16748	15853	14955	公允价值变动收益	10	0	0	0
长期投资	3792	3792	3792	3792	投资净收益	234	211	230	249
固定资产	10131	9294	8452	7605	营业利润	2199	3162	3926	4522
无形资产	1201	1201	1201	1201	营业外收入	7	5	5	5
其他非流动资产	2393	2460	2407	2356	营业外支出	134	100	100	100
资产总计	34118	34233	37384	41590	利润总额	2071	3067	3831	4427
流动负债	12022	11197	11129	11573	所得税	364	521	613	664
短期借款	3291	3025	2875	2875	净利润	1707	2546	3218	3763
应付账款	1978	2155	2091	2366	少数股东损益	-1	-25	-32	-38
其他流动负债	6753	6018	6164	6333	归属母公司净利润	1709	2571	3251	3800
非流动负债	5208	4280	4280	4280	EBITDA	3609	4158	4880	5351
长期借款	2036	1036	1036	1036	EPS (元)	1.22	1.74	2.20	2.58
其他非流动负债	3173	3245	3245	3245					
负债合计	17230	15477	15410	15854					
少数股东权益	1137	1111	1079	1041					
股本	1422	1475	1475	1475					
资本公积	3668	3832	3832	3832					
留存收益	10661	12337	15588	19388					
归属母公司股东	15751	17644	20895	24695					
负债和股东权益	34118	34233	37384	41590					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	3127	3709	4175	4717	成长能力				
净利润	1707	2546	3218	3763	营业收入	9.5%	11.7%	8.7%	8.2%
折旧摊销	1182	893	895	898	营业利润	66.6%	43.8%	24.2%	15.2%
财务费用	478	293	285	300	归属于母公司净利	55.0%	50.5%	26.4%	16.9%
投资损失	-234	-211	-230	-249	获利能力				
营运资金变动	-72	102	-89	-90	毛利率 (%)	52.6%	52.8%	54.0%	55.4%
其他经营现金流	1845	2530	3402	3947	净利率 (%)	9.0%	12.2%	14.2%	15.3%
投资活动现金流	-857	61	135	154	ROE (%)	10.8%	14.6%	15.6%	15.4%
资本支出	-883	-56	-95	-95	ROIC (%)	7.4%	10.2%	11.3%	11.3%
长期投资	-83	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	110	117	230	249	资产负债率 (%)	50.5%	45.2%	41.2%	38.1%
筹资活动现金流	-407	-3257	-435	-300	净负债比率 (%)	102.0%	82.5%	70.1%	61.6%
短期借款	-77	-266	-150	0	流动比率	1.38	1.56	1.93	2.30
长期借款	-1470	-1000	0	0	速动比率	1.05	1.18	1.56	1.94
普通股增加	-3	53	0	0	营运能力				
资本公积增加	86	164	0	0	总资产周转率	0.58	0.62	0.64	0.63
其他筹资现金流	1056	-2208	-285	-300	应收账款周转率	3.44	3.66	3.81	3.91
现金净增加额	1872	523	3875	4571	应付账款周转率	4.75	4.82	4.98	4.98

每股指标 (元)				
每股收益	1.22	1.74	2.20	2.58
每股经营现金流	2.12	2.51	2.83	3.20
每股净资产	11.07	11.96	14.17	16.74

估值比率				
P/E	21.81	15.81	12.50	10.69
P/B	2.40	2.30	1.94	1.65
EV/EBITDA	11.96	10.38	8.02	6.46

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，所长助理，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。