

## 输液业务表现亮眼，创新转型加速兑现

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 2023 年公司实现营业收入 214.5 亿元, 同比增长 12.7%; 归母净利润 24.6 亿元, 同比增长 44%; 扣非归母净利润 23.7 亿元, 同比增长 43.8%。2024Q1 实现营业收入 62.2 亿元, 同比增长 10.3%; 归母净利润 10.3 亿元, 同比增长 26%; 扣非归母净利润 9.9 亿元, 同比增长 25.7%, 业绩符合预期。
- **科伦博泰创新平台持续推进, 商业化值得期待。** 2023 年科伦博泰实现营收 15.4 亿元 (+91.6%), 来自默沙东的许可及合作协议收入 15.3 亿元; 归母净利润-5.7 亿元, 同比减亏 6.8%; 默沙东启动三项关键性全球 III 期临床试验触发总金额为 7500 万美元的相关临床里程碑付款。公司主要推进 10 余项创新项目临床研究, 涉及恶性肿瘤、自身免疫与炎症等重大疾病领域。其中 SKB264 首发适应症局部晚期/转移性 TNBC 的 NDA 申请获受理并纳入优先审评, 有望年内获批; SKB264 用于 1L TNBC 于 24 年 3 月获得突破性疗法认定, 并已启动 1L 晚期 TNBC III 期关键临床; 用于局部晚期/转移性 HR+/HER2-BC 于 23 年 6 月获突破性疗法认定, 2L+疗法 III 期注册临床已启动; 局部晚期/转移性 EGFR 突变 NSCLC 的 III 期 (2L) 与 II 期注册研究 (3L) 已获批开展并于 2023H2 启动入组; 联用 A167 (加/不加铂类) 用于野生型 NSCLC 的 II 期研究于 22 年 3 月获批 IND, 已获得阶段性疗效数据。海外部分, 默沙东已开展 SKB264 的 7 项全球 III 期临床研究, 覆盖乳腺癌、肺癌、胃癌、子宫内膜癌等适应症。
- **大输液表现超预期, 封闭式输液占比持续提升。** 2023 年公司输液板块实现销售收入 101.1 亿元 (+7%), 销量 43.8 亿瓶/袋 (+10.6%), 封闭式输液占比提升 4.25 个百分点, 在基础输液带量价格联动 (含集采) 的五个省区实现销售费率下降、销售净收入提升的有效增长。重点品种方面, 左氧氟沙星氯化钠注射液第五轮国家集采中选, 市场份额位居第一, 2023 年实现销售收入 4.9 亿元 (+8%); 盐酸莫西沙星氯化钠注射液销量同比增长 175.1%。肠外营养板块 2023 年销售 2000 余万袋, 其中三腔袋销售 613 万袋, 在销品种 10 余个, 新上市并启动包括多臻/多苜工业化三腔袋、多益新点肠外营养双室袋等。
- **降本增效成果显著, 原料药板块有望持续增长。** 2023 年抗生素中间体及原料药板块实现收入 48.4 亿元 (+23.8%)。受益于终端市场需求回复, 川宁生物硫氰酸红霉素实现收入 15.5 亿元 (+17.3%); 头孢类中间体实现收入 9.6 亿元 (+15%); 青霉素类中间体实现收入 19.4 亿元 (+40.9%)。24Q1 抗生素中间体和原料药实现收入 15.3 亿元 (+20%), 川宁生物归母净利润 3.5 亿元 (+101%), 盈利能力持续提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.79 元、2.06 元、2.37 元, 归母净利润增速为 16.5%、15.4%、14.7%, 给予公司 2024 年 22X PE, 对应目标价 39.38 元, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 集采不及预期风险; 研发项目失败风险; 原材料价格波动风险; 公允价值变动风险等。

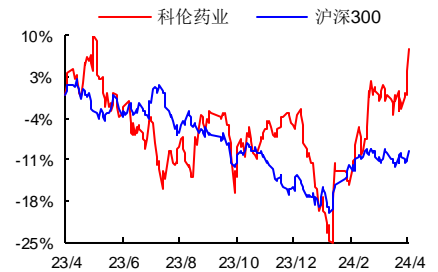
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	21453.93	23580.64	26578.01	30052.54
增长率	13.44%	9.91%	12.71%	13.07%
归属母公司净利润 (百万元)	2456.11	2860.45	3302.16	3788.09
增长率	43.74%	16.46%	15.44%	14.72%
每股收益 EPS (元)	1.53	1.79	2.06	2.37
净资产收益率 ROE	11.50%	12.17%	12.56%	12.86%
PE	21	18	16	14
PB	2.64	2.38	2.12	1.88

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	16.02
流通 A 股(亿股)	13.07
52 周内股价区间(元)	22.59-33.02
总市值(亿元)	518.92
总资产(亿元)	376.76
每股净资产(元)	13.90

### 相关研究

1. 科伦药业 (002422): 三发驱动战略持续兑现, 创新布局步入收获期 (2023-12-10)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：大输液业务龙头地位稳固，包材升级+肠外营养产品推动持续增长。预计 2024-2026 年各大输液品种销量增速分别为 7.1%、9%、12.2%。随着大输液产品的需求复苏，预计未来毛利率分别为 65%、66%、67%；

假设 2：非输液药品业务，公司深度参与国家与地方集采，仿制药序贯上市优势明显，预计 2024-2026 年各品种销量增速分别为 16.4%、17.7%、16.4%，毛利率分别为 57.8%、58%、58.2%；

假设 3：2023 年受需求端持续向好、供应端市场格局稳定，上游原材料成本回落等因素影响，公司抗生素中间体、原料药业务业绩有望大幅提升，预计 2024-2026 年各原料药品种较为稳定，销量增速分别为 21.6%、18%、15%。随着公司产量逐步提升，毛利率分别为 27%、28%、30%；

假设 4：公司创新研发项目进入收获期，自研管线与国际授权合作持续产出，预计 2024-2026 年将分别贡献收入 17.8、19.1、19.7 亿元，毛利率分别为 55%、58%、60%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
输液业务	收入	101.1	108.3	118.0	132.4
	增速	7.0%	7.1%	9.0%	12.2%
	毛利率	64.0%	65.0%	66.0%	67.0%
非输液药品业务	收入	39.6	46.0	54.2	63.0
	增速	-6.9%	16.4%	17.7%	16.4%
	毛利率	57.5%	57.8%	58.0%	58.2%
抗生素中间体、原料药业务	收入	48.4	58.9	69.5	79.9
	增速	23.8%	21.6%	18.0%	15.0%
	毛利率	26.0%	27.0%	28.0%	30.0%
医药研发项目	收入	15.5	17.8	19.1	19.7
	增速	106.0%	15.0%	7.3%	3.0%
	毛利率	51.6%	55.0%	58.0%	60.0%
其他业务	收入	7.4	4.8	5.0	5.5
	增速	69.0%	-35.1%	4.2%	10.0%
	毛利率	27.6%	25.0%	26.0%	28.0%
合计	收入	214.5	235.8	265.8	300.5
	增速	12.7%	9.9%	12.7%	13.1%
	毛利率	52.4%	52.5%	53.1%	54.1%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取与科伦药业业务相接近的四家可比公司，分别为复星医药、华润双鹤、华东医药、翰森制药，2024 年四家公司平均 PE 为 20 倍。公司立足大输液产业升级，盈利能力持续提升；川宁生物分拆上市，公司发展思路更加清晰；三发驱动创新平台布局进入收获期，有望贡献长期业绩弹性。给予公司 2024 年 22 倍 PE，对应目标价 39.38 元，给予“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
600196.SH	复星医药	23.19	0.89	1.30	1.53	1.78	26	18	15	13
600062.SH	华润双鹤	21.20	1.28	1.46	1.65	1.75	17	15	13	12
000963.SZ	华东医药	32.77	1.62	1.93	2.25	2.55	20	17	15	13
3692.HK	翰森制药	17.22	0.52	0.62	0.62	0.71	33	28	28	24
平均值							24	20	18	16

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	21453.93	23580.64	26578.01	30052.54	净利润	2646.64	3082.34	3558.32	4081.95
营业成本	10205.53	11191.89	12463.45	13781.97	折旧与摊销	1210.49	1154.86	1209.75	1210.90
营业税金及附加	302.73	330.13	377.41	429.75	财务费用	233.76	70.74	79.73	90.16
销售费用	4449.72	4881.19	5554.80	6431.24	资产减值损失	-130.55	-100.00	-80.00	-60.00
管理费用	1142.05	3537.10	3933.55	4447.78	经营营运资本变动	-1442.66	2103.60	-695.26	-898.82
财务费用	233.76	70.74	79.73	90.16	其他	2819.39	-463.47	-582.82	-552.48
资产减值损失	-130.55	-100.00	-80.00	-60.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>5337.07</b>	<b>5848.07</b>	<b>3489.73</b>	<b>3871.71</b>
投资收益	358.88	593.28	652.02	675.79	资本支出	-644.92	450.00	450.00	450.00
公允价值变动损益	14.67	10.00	10.00	10.00	其他	-2725.40	1017.61	523.91	731.82
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3370.32</b>	<b>1467.61</b>	<b>973.91</b>	<b>1181.82</b>
<b>营业利润</b>	<b>3654.14</b>	<b>4272.88</b>	<b>4911.09</b>	<b>5617.42</b>	短期借款	167.57	-218.27	-40.00	-40.00
其他非经营损益	-73.72	-103.03	-97.32	-95.29	长期借款	-953.21	-100.00	-100.00	-100.00
<b>利润总额</b>	<b>3580.43</b>	<b>4169.85</b>	<b>4813.77</b>	<b>5522.14</b>	股权融资	2552.87	0.00	0.00	0.00
所得税	933.79	1087.51	1255.45	1440.19	支付股利	-82.90	-491.22	-572.09	-660.43
净利润	2646.64	3082.34	3558.32	4081.95	其他	-3743.10	869.80	-279.73	-290.16
少数股东损益	190.53	221.89	256.16	293.85	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2058.77</b>	<b>60.31</b>	<b>-991.82</b>	<b>-1090.59</b>
归属母公司股东净利润	2456.11	2860.45	3302.16	3788.09	<b>现金流量净额</b>	<b>-86.83</b>	<b>7375.99</b>	<b>3471.81</b>	<b>3962.94</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4675.48	12051.47	15523.28	19486.22	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5227.16	6490.02	7018.29	8038.14	销售收入增长率	13.44%	9.91%	12.71%	13.07%
存货	3839.80	4145.13	4687.59	5152.42	营业利润增长率	66.18%	16.93%	14.94%	14.38%
其他流动资产	4547.59	1276.76	1414.87	1368.83	净利润增长率	55.00%	16.46%	15.44%	14.72%
长期股权投资	3976.37	3976.37	3976.37	3976.37	EBITDA 增长率	32.71%	7.85%	12.77%	11.58%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	11794.76	10339.08	8828.51	7316.79	毛利率	52.43%	52.54%	53.11%	54.14%
无形资产和开发支出	1395.54	1251.95	1108.37	964.79	三费率	27.15%	36.00%	36.00%	36.50%
其他非流动资产	998.20	992.61	987.01	981.42	净利率	12.34%	13.07%	13.39%	13.58%
<b>资产总计</b>	<b>36454.90</b>	<b>40523.40</b>	<b>43544.30</b>	<b>47284.99</b>	ROE	11.50%	12.17%	12.56%	12.86%
短期借款	3458.27	3240.00	3200.00	3160.00	ROA	7.26%	7.61%	8.17%	8.63%
应付和预收款项	3123.89	3070.77	3398.58	3778.56	ROIC	14.49%	16.89%	21.82%	25.82%
长期借款	1082.29	982.29	882.29	782.29	EBITDA/销售收入	23.76%	23.32%	23.33%	23.02%
其他负债	5774.86	7895.69	7742.55	7821.75	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>13439.31</b>	<b>15188.76</b>	<b>15223.43</b>	<b>15542.60</b>	总资产周转率	0.61	0.61	0.63	0.66
股本	1499.10	1601.59	1601.59	1601.59	固定资产周转率	2.16	2.40	2.84	3.69
资本公积	6143.66	6041.17	6041.17	6041.17	应收账款周转率	3.93	4.25	4.16	4.21
留存收益	11972.69	14341.92	17071.99	20199.65	存货周转率	2.87	2.77	2.81	2.79
归属母公司股东权益	19672.38	21769.54	24499.61	27627.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	122.90%	—	—	—
少数股东权益	3343.22	3565.11	3821.27	4115.12	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>23015.59</b>	<b>25334.65</b>	<b>28320.88</b>	<b>31742.39</b>	资产负债率	36.87%	37.48%	34.96%	32.87%
负债和股东权益合计	36454.90	40523.40	43544.30	47284.99	带息债务/总负债	45.44%	38.11%	37.10%	35.44%
					流动比率	1.83	2.02	2.39	2.75
					速动比率	1.45	1.67	2.00	2.33
					股利支付率	3.38%	17.17%	17.32%	17.43%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	5098.39	5498.48	6200.57	6918.49	每股收益	1.53	1.79	2.06	2.37
PE	21.13	18.14	15.71	13.70	每股净资产	12.28	13.59	15.30	17.25
PB	2.64	2.38	2.12	1.88	每股经营现金	3.33	3.65	2.18	2.42
PS	2.42	2.20	1.95	1.73	每股股利	0.05	0.31	0.36	0.41
EV/EBITDA	9.45	8.26	6.69	5.38					
股息率	0.16%	0.95%	1.10%	1.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所  
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---