

**投资评级 优于大市 维持**

## 传统业务稳健发展，创新领域持续发力

### 股票数据

04月20日收盘价(元)	29.98
52周股价波动(元)	14.53-32.02
总股本/流通A股(百万股)	1471/1174
总市值/流通市值(百万元)	44109/35204

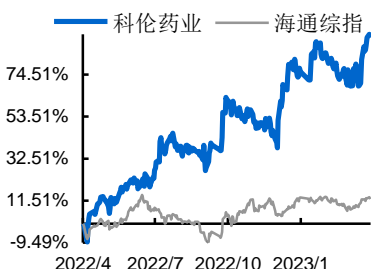
### 相关研究

《传统业务稳健增长，ADC步入全球创新》  
2022.12.07

《科伦药业(002422)调研简报：明年大输液增速和毛利率好于今年 20121107》  
2012.11.07

《科伦药业(002422)：2012年仍将受益于行业集中度提高 20120229》  
2012.02.29

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.1	2.3	7.8
相对涨幅(%)	7.7	2.8	9.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

分析师:朱赵明

Tel:(021)23154120

Email:zzm12569@haitong.com

证书:S0850521070002

联系人:肖治键

Tel:(021)23219164

Email:xzj14562@haitong.com

### 投资要点:

- 事件:** 公司发布2022年年报,实现营业收入189.13亿元(同比+9.46%),归母净利润17.09亿元(同比+54.98%),扣非归母净利润16.46亿元(同比+58.60%)。第四季度,收入50.54亿元(同比+10.08%),归母净利润2.98亿元(+17.10%),扣非归母净利润2.69亿元(+14.70%)。全年销售费用率24.78%,管理费用率4.89%,研发费用率9.49%,现金及现金等价物余额46.72亿元。公司发布2023年一季度业绩预告,预计2023Q1实现归母净利润7.50-8.50亿元(同比+157.40%-191.72%);归母扣非净利润7.30-8.20亿元(同比+177.02%-211.17%)。
- 输液产品、非输液产品板块发展稳健,创新药板块提供新增长动能。**2022年输液产品业务实现收入94.52亿元(同比-3.56%),毛利率为63.76%(同比下降2.29个百分点),输液产品结构持续优化,密闭式输液量占比提升1.91个百分点,以及新获批产品销量增长,利润同比增加。2022年非输液产品收入82.74亿元(同比+16.21%),毛利率为39.81%(同比下降3.2个百分点),其中非输液药品销售收入41.26亿元(同比+5.51%),公司非输液新获批产品销售持续放量,营业收入和利润同比增加。2022年抗生素中间体、原料药整体对外实现营业收入39.13亿元(同比+23.28%),毛利9.28亿元(同比+35.58%),原料药中间体主要产品价格恢复,营业收入及利润同比增加。2022年公司创新研发项目与MSD达成合作协议以及有偿独家许可,实现收入7.3亿元,增加归属于母公司净利润3.00亿元。2023年Q1子公司四川科伦博泰生物医药股份有限公司研发项目取得海外授权收入,利润同比增加;公司全力拓展产品市场,持续优化产品结构,输液、非输液制剂、原料药中间体产品销售收入及利润同比增长。
- 创新药板块持续发力,9个ADC项目授权默沙东。**截至2023Q1,公司创新研发管线共33个项目(含创新小分子药物9项,生物大分子药物24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。2022年1月1日-2023年3月31日,完成3次,至多9个ADC项目与MSD的授权合作,总交易金额近118亿美元。公司计划2023年,主要推动14项临床研究阶段的创新临床项目,计划推动3个项目申报生产,5-6个项目开展注册临床研究,1-2个项目完成(pre)IND申报,集中资源加速推进重点品种:SKB264、A166、SKB315、SKB410、A167、A140、A400、SKB337、A289、A296、A223、A277、SKB378、SKB336。其中,(1)SKB264/MK2870(TROP2-ADC):TNBC III期注册研究按计划全力推进入组,准备(pre)NDA申报工作;其他适应症II期拓展:获得POC验证的阶段性临床数据,基于数据确定是否进入注册研究;重点适应症的联用探索研究全力推进入组。(2)A166(HER2-ADC):完成A166HER2+乳

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17277	18913	21046	22404	23383
(+/-)YoY(%)	4.9%	9.5%	11.3%	6.5%	4.4%
净利润(百万元)	1103	1709	2233	2390	2601
(+/-)YoY(%)	32.9%	55.0%	30.7%	7.1%	8.8%
全面摊薄EPS(元)	0.75	1.16	1.52	1.62	1.77
毛利率(%)	55.7%	52.6%	57.4%	57.6%	56.1%
净资产收益率(%)	8.0%	10.8%	12.4%	11.7%	11.3%

资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

腺癌关键II期(注册临床)递交 NDA 申请, 启动验证性注册III期临床研究。(3) SKB315 (CLDN18.2-ADC): 按计划推进入组。(4) SKB410: 获得临床批件, 按计划推进入组。(5) A167 (PD-L1 单抗): 鼻咽癌II期完成报产的后续工作; 鼻咽癌III期确证性临床计划完成入组。(6) A140 (EGFR 单抗): 对比西妥昔单抗原研的III期头对头研究, 预计2023年下半年递交 NDA 申请。(7) A400/EP0031 (小分子选择性 RET 抑制剂): 计划启动注册研究, 全力推进入组。(8) SKB337 (PD-L1/CTLA4 双抗)、A289 (LAG3 单抗)、A296 (STING 小分子激动剂): 按计划推进后续工作。(9) A223 (JAK1/2): 完成首发适应症的风湿关注注册III期研究启动并全力推进入组; 拓展适应症(重度斑秃)研究全力推进入组。(10) A277 (外周κ阿片受体激动剂): 全力推进研究入组和后续工作。(11) SKB378 (TSLP 单抗)、SKB336 (FXI/FXIIa 单抗): 按计划推进后续工作。

- **盈利与估值。**我们预计 2023-24 年营收分别为 210.46 亿、224.04 亿元, 归母净利润分别为 22.33 亿、23.90 亿元, EPS 分别为 1.52、1.62 元。考虑到公司传统输液业务表现稳定, 仿制药业务稳健发展, 原料药、中间体业务盈利能力逐步提升, 创新药业务逐步进入收获期, 我们给与其 2023 年 22-27 倍 PE, 对应合理价值区间 33.39-40.98 元, 给与“优于大市”评级。
- **风险提示:** 新药研发风险、新药审批风险、新药上市风险、技术迭代风险等。

**表 1 公司分项业务拆分及预测**

	2020	2021	2022	2023E	2024E
总收入(百万元)	16460	17280	18910	21046	22404
YoY (%)	-7%	5%	9%	11%	6%
毛利率 (%)	54%	56%	53%	55%	54%
输液(百万元)	9180	9800	9452	9925	10421
YoY (%)	-12%	7%	-4%	5%	5%
毛利率 (%)	66%	66%	64%	63%	62%
非输液药品(百万元)	3441	3908	4126	4291	4463
YoY (%)	-8%	14%	6%	4%	4%
毛利率 (%)	59%	60%	54%	58%	58%
抗生素中间体、原料药(百万元)	3509	3232	3913	4383	4996
YoY (%)	13%	-8%	21%	12%	14%
毛利率 (%)	22%	22%	24%	24%	25%
创新药(百万元)				148	324
YoY (%)					119%
毛利率 (%)					90%
其他(含项目授权收入)	330	340	1419	2300	2200

资料来源: 公司 2022 年报, Wind, 海通证券研究所

**表 2 可比公司估值表**

股票代码	公司简称	收盘价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
000513.SZ	丽珠集团	37.55	1.89	2.04	2.40	2.77	19.87	18.41	15.67	13.58
002019.SZ	亿帆医药	15.18	0.23	0.16	0.58	0.65	66.85	94.88	25.96	23.41
002294.SZ	信立泰	35.41	0.48	0.57	0.69	0.85	73.96	62.12	51.23	41.50
600196.SH	复星医药	32.92	1.85	1.40	1.89	2.22	17.79	23.51	17.46	14.83
<b>均值</b>							<b>53.56</b>	<b>58.47</b>	<b>30.95</b>	<b>26.16</b>

注: 收盘价为 2023 年 4 月 20 日股价: 丽珠集团、亿帆医药、信立泰、复星医药为 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>18913</b>	<b>21046</b>	<b>22404</b>	<b>23383</b>
每股收益	1.16	1.52	1.62	1.77	营业成本	8959	8958	9510	10274
每股净资产	11.07	12.26	13.88	15.65	毛利率%	52.6%	57.4%	57.6%	56.1%
每股经营现金流	2.20	2.31	2.31	2.54	营业税金及附加	251	269	291	304
每股股利	0.62	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	4686	5472	5825	5846
P/E	25.81	19.75	18.45	16.96	营业费用率%	24.8%	26.0%	26.0%	25.0%
P/B	2.71	2.45	2.16	1.92	管理费用	925	1263	1344	1380
P/S	2.25	2.10	1.97	1.89	管理费用率%	4.9%	6.0%	6.0%	5.9%
EV/EBITDA	11.96	11.36	10.48	9.40	EBIT	2427	3084	3268	3465
股息率%	<b>2.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	478	478	478	478
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	2.5%	2.3%	2.1%	2.0%
毛利率	52.6%	57.4%	57.6%	56.1%	资产减值损失	-44	20	25	24
净利润率	9.0%	10.6%	10.7%	11.1%	投资收益	234	215	262	267
净资产收益率	10.8%	12.4%	11.7%	11.3%	<b>营业利润</b>	<b>2199</b>	<b>2831</b>	<b>3072</b>	<b>3275</b>
资产回报率	5.0%	6.1%	6.1%	6.1%	营业外收支	-127	0	0	0
投资回报率	7.4%	8.4%	8.1%	8.1%	<b>利润总额</b>	<b>2071</b>	<b>2831</b>	<b>3072</b>	<b>3275</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	3609	4159	4318	4562
营业收入增长率	9.5%	11.3%	6.5%	4.4%	所得税	364	575	657	647
EBIT 增长率	49.9%	27.0%	6.0%	6.1%	有效所得税率%	17.6%	20.3%	21.4%	19.8%
净利润增长率	55.0%	30.7%	7.1%	8.8%	少数股东损益	-1	23	24	26
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1709</b>	<b>2233</b>	<b>2390</b>	<b>2601</b>
资产负债率	50.5%	47.5%	45.0%	43.0%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
流动比率	1.38	1.57	1.74	1.90	货币资金	4725	6900	8902	11292
速动比率	1.05	1.19	1.38	1.50	应收账款及应收票据	5682	6010	6437	6554
现金比率	0.39	0.57	0.71	0.86	存货	3191	3776	3620	4371
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	3003	2415	2690	2613
应收账款周转天数	104.53	100.00	100.00	100.00	流动资产合计	16601	19100	21650	24829
存货周转天数	131.67	140.00	140.00	140.00	长期股权投资	3792	4136	4597	4993
总资产周转率	0.58	0.60	0.59	0.57	固定资产	10131	9478	8844	8191
固定资产周转率	1.82	2.15	2.45	2.75	在建工程	1126	1200	1320	1453
					无形资产	1201	1397	1607	1788
					非流动资产合计	17517	17473	17624	17682
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>34118</b>	<b>36573</b>	<b>39274</b>	<b>42511</b>
净利润	1709	2233	2390	2601	短期借款	3291	3291	3291	3291
少数股东损益	-1	23	24	26	应付票据及应付账款	2216	2318	2409	2744
非现金支出	1288	1055	1025	1073	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	203	269	217	210	其它流动负债	6516	6564	6759	7034
营运资金变动	-72	-174	-261	-180	流动负债合计	12022	12173	12459	13069
<b>经营活动现金流</b>	<b>3127</b>	<b>3405</b>	<b>3395</b>	<b>3730</b>	长期借款	2036	2036	2036	2036
资产	-883	-677	-719	-738	其它长期负债	3173	3173	3173	3173
投资	-83	-343	-462	-396	非流动负债合计	5208	5208	5208	5208
其他	110	215	262	267	<b>负债总计</b>	<b>17230</b>	<b>17381</b>	<b>17667</b>	<b>18277</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-857</b>	<b>-806</b>	<b>-919</b>	<b>-867</b>	实收资本	1422	1471	1471	1471
债权募资	-267	0	0	0	归属于母公司所有者权益	15751	18033	20423	23025
股权募资	1062	49	0	0	少数股东权益	1137	1159	1183	1210
其他	-1203	-474	-474	-474	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>34118</b>	<b>36573</b>	<b>39274</b>	<b>42511</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-407</b>	<b>-425</b>	<b>-474</b>	<b>-474</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>1872</b>	<b>2174</b>	<b>2003</b>	<b>2389</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 20 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

余文心 医药行业  
朱赵明 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天士力,华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,东阿阿胶,博济医药,万孚生物

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。