

Q1 业绩超预期， ADC 平台加速发展

核心观点

科伦药业发布 2023 年一季报，公司归母净利润增长 178%，业绩超预期；公司在大输液和抗生素中间体的龙头地位稳固，仿制药进入批量上市阶段，川宁生物有望加速成长，创新药逐步进入收获阶段，ADC 技术平台不断推出重磅产品，与海外大药企 MSD 合作为公司打开更大成长空间，我们持续看好公司发展。

事件

公司发布 2023Q1 业绩报告，业绩超预期

2023 年一季度，公司营收为 56.01 亿元，同比增长 24.98%；归母净利润 8.10 亿元，同比增长 178.10%；扣非归母净利润 7.89 亿元，同比增长 199.54%；经营活动产生的现金流量净额 15.12 亿元，同比增长 3488.95%。子公司科伦博泰收到 MSD 付款，同时输液、非输液制剂、原料药中间体产品销售收入及利润同比良好增长，业绩超出市场预期。

简评

科伦博泰：ADC 平台加速发展，逐步走向国际舞台

ADC 布局完善。公司从 A166 项目开始布局 ADC 技术，通过新的 SKB264、SKB315 等项目不断完善 ADC 平台，目前拥有不同偶联模式、不同毒性、不同释放机制的毒素链接子候选库，系统完善 ADC 的立项、设计、筛选评价、工艺研究、生产制备等，拥有 TROP2-ADC、HER2-ADC、CLDN18.2-ADC 等一系列产品。其中①A166 (HER2-ADC) 已经完成 HER2 乳腺癌注册 II 期的患者入组，并且持续拓展其他适应症；②SKB264 (TROP2-ADC) 正在开展三

重要财务指标

主要财务数据和预测	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	17,277	18,913	22,048	22,401	23,936
(+/-)YoY(%)	4.9%	9.5%	16.6%	1.6%	6.9%
净利润 (百万元)	1,103	1,709	2,352	2,674	3,131
(+/-)YoY(%)	32.9%	55.0%	37.7%	13.7%	17.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.75	1.16	1.60	1.82	2.13
毛利率(%)	55.7%	52.6%	55.5%	54.5%	55.1%
净资产收益率(%)	8.0%	10.8%	13.0%	12.8%	13.1%
P/E		26.40	19.18	16.87	14.41
P/B		2.86	2.49	2.17	1.88

资料来源: iFinD, 中信建投证券

科伦药业 (002422.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:s1440520030001

SFC 编号:BPW879

阳明春

yangmingchun@csc.com.cn

010-86451495

SAC 编号:s1440521070004

发布日期: 2023 年 04 月 26 日

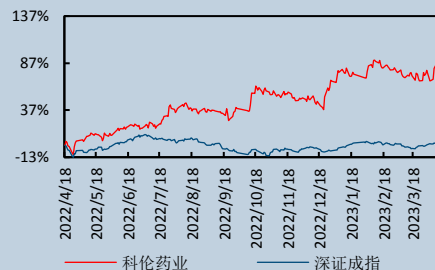
当前股价: 30.66 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
10.42/8.29	5.97/1.50	90.75/86.00
12 月最高/最低价 (元)		30.52/14.70
总股本 (万股)		147,127.03
流通 A 股 (万股)		117,426.07
总市值 (亿元)		449.03
流通市值 (亿元)		358.38
近 3 月日均成交量 (万)		1677.52
主要股东		
刘革新		25.82%

股价表现



阴性乳腺癌 III 期、非小细胞肺癌 II 期，同时积极探索其他适应症，预计将在 ASCO、ESMO 等重要学术会议上持续披露该产品研发进展；③SKB315 (CLDN18.2-ADC) 正在开展临床 I 期；④SKB410 (NECTIN-4 AD) 获批临床；⑤多款临床前产品持续推进至，进一步强化 ADC 药物研发管线。

国际合作伙伴认可，引进多个科伦 ADC 产品。公司已经先后授权默沙东 SKB264 (TROP-2 ADC)、某早期 ADC、7 款临床前 ADC 产品的海外权益，三次合作总额超过 115 亿美元。默沙东为全球知名的跨国药企，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。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。

多个创新管线，持续推进。KL-A167 (PD-L1) 已经递交鼻咽癌上市申请，A223 (JAK1/2 抑制剂) 类风湿关节炎 II 期研究已完成入组，A277 (外周 κ 阿片受体激动剂) 尿毒症瘙痒 II 期处于中心启动阶段，此外多款创新品种处于临床 I 期。

拟港股 IPO，加速发展。2022 年 12 月，科伦博泰顺利完成 B 轮融资，引入默沙东、IDG 资本、国投招商、以及信达资管、Sherpa、上银杏苓、光华梧桐等 13 个投资方。2023 年 2 月，科伦博泰递交港股上市申请，再次融资有望促进科伦博泰创新管线开发速度。

图 1:科伦博泰创新管线

产品	靶点	分子类型	适应症 (治疗线数)	临床前/IND 筹备	Ia 期	1b/2 期	注册关键 II 期/III 期	NDA 申请	NCT/CTR 编号	商业权利/合作方
ADC	TROP2	大分子	TNBC (3L+)	■	■	■	■	■	NCT05347134; CTR20220878	大中华 / MSD (大中华除外)
			TNBC (1L)	■	■	■	■	■	NCT05445908; CTR20221755	
			HR+/HER2-BC (3L+)	■	■	■	■	■	NCT04152499; CTR20201069	
			EGFR-突变型 NSCLC (TKI 无效)	■	■	■	■	■	NCT05631262; CTR20222948	
			EGFR-野生型 (1L) 及 EGFR-突变型 (TKI 无效) NSCLC	■	■	■	■	■	不适用	
			EGFR 突变型 NSCLC (1L)	■	■	■	■	■	不适用	
			NSCLC (EGFR-野生型 (1L))	■	■	■	■	■	NCT05351788; CTR20220980	
			GC (2L+)	■	■	■	■	■	NCT04152499; CTR20201069	
			OC (铂耐类)	■	■	■	■	■	NCT05631262; CTR20222948	
			实体瘤 (SCLC、UC、HNSCC 及 EEC)	■	■	■	■	■	■	
			NPC (PD-L1 复发性或难治性)	■	■	■	■	■	■	
			CC (2/3L)	■	■	■	■	■	■	
			UC (1L)	■	■	■	■	■	■	
OC (2L 维持)	■	■	■	■	■	■				
CRPC (2L+)	■	■	■	■	■	■				
A166	HER2	大分子	HER2+ BC (3L+)	■	■	■	■	已提交 pre-NDA 注册	CTR20212088	全球
			HER2+ GC (2L+)	■	■	■	■	■	CTR20213396	
			HER2+ CRC (3L+)	■	■	■	■	■	CTR20212950	
SKB315	CLDN18.2	大分子	实体瘤	■	■	■	■	■	NCT05367635; CTR20220285	MSD (全球/中国、香港、澳门除外)
多達七項臨床前資產	/	大分子	实体瘤	■	■	■	■	■	不适用	MSD (全球/中国、香港、澳门除外)
A167	PD-L1	大分子	NPC (3L+)	■	■	■	■	■	已提交 NDA (附條件批准)	大中华 / HARBOUR (大中华除外)
			NPC (1L)	■	■	■	■	■	NCT05294172; CTR20220991	
A140	EGFR (Biosimilar)	大分子	CRC ²	■	■	■	■	■	NCT04835142; CTR20203451	全球
A400	RET	小分子	RET+ NSCLC (1L)	■	■	■	■	■	■	大中华及部分亚洲地区
			RET+ NSCLC (2L+)	■	■	■	■	■	■	ELLIPSES (大中华及部分亚洲地区除外)
			RET+ MTC 及其他 RET+ 实体瘤	■	■	■	■	■	NCT05265091; CTR20211547	
			RET+ 抑制剂耐药性实体瘤	■	■	■	■	■	■	
SKB337	PD-L1/ CTLA4	大分子	实体瘤	■	■	■	■	■	CTR20211066	全球
A289	LAG3	大分子	实体瘤	■	■	■	■	■	CTR20211028	全球
A296	STING	小分子	实体瘤 (透透舒康注射剂)	■	■	■	■	■	NCT05387928; CTR20220985	全球
			实体瘤 (透透舒康注射剂)	■	■	■	■	■	NCT05498094; CTR20221772	全球
A223	JAK 1/2	小分子	类风湿性关节炎	■	■	■	■	■	CTR20202664	全球
			斑秃	■	■	■	■	■	NCT05496426; CTR20221881	全球
A277	KOR	小分子	CKD-pP	■	■	■	■	■	CTR20222274	全球
SKB378	TSLP	大分子	哮喘	■	■	■	■	■	CTR20221961	全球 / HARBOUR (共同开发)
SKB336	FXI/FXIIa	大分子	血栓栓塞性疾病	■	■	■	■	■	CTR20211808	全球

数据来源: 科伦博泰招股说明书, 中信建投证券

川宁生物: 盈利能力大幅提升, 积极转型合成生物学

产能价格大幅上涨, 盈利能力提升: 2022 年硫氰酸红霉素、6-APA 和青霉素 G 钾盐平均销售价分别增长 17.74%、41.87% 和 56.93%, 且 2022 年度疫情造成的停工损失较 2021 年下降 48.45%, 2022 年川宁生物营业收入

入为 38.21 亿元，同比增长 18.2%，归母净利润为 4.12 亿元，同比增长 269.58%。2023Q1，川宁生物收入为 12.70 亿元，同比增长 27.34%；归母净利润为 1.75 亿元，同比增长 74.41%。我们预计 2023 年医院恢复正常运行，川宁重要产品预计实现明显量增，价格维持较高水平，Q2 有望实现较高利润增速。

发酵技术领先，多个在研项目进入中试阶段。经过多年的技术积累，川宁形成了多项生物发酵技术、酶催化反应技术、三废处置技术等先进的自主知识产权生产技术。多年来一直坚持研发及工艺开发技术创新，结合市场需求进行有针对性的产品主动开发，目前麦角甾醇研发项目、抗生素菌渣无害化处理与资源化利用技术研究等项目已经推进至中试阶段，预计将在今年 5 月份之后推出，有望推动川宁未来几年业绩增长。

表 1:川宁生物在研项目

序号	项目名称	对应产品/技术	研究进展
1	麦角甾醇研发项目	麦角甾醇	中试阶段
2	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
3	多杀菌素研发项目	多杀菌素	小试阶段
4	红没药醇研发项目	红没药醇	研究阶段
5	神经酰胺研发项目	神经酰胺	研究阶段

资料来源：川宁生物招股书，中信建投证券

大输液格局稳定，2023 年有望迎来恢复性增长

在输液领域，公司与石四药、辰欣药业等行业领先企业均有合作，竞争格局稳定，避免了恶性竞争。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。2022 年，公司总体输液产品销售较去年有小幅下降，实现营业收入 94.52 亿元，同比下降 3.56%。可立袋等创新品种有望带动公司大输液板块收入与利润增长，此外 2023 年疫情扰动减少，随着医院端诊疗恢复，公司大输液板块有望加速增长。

仿制药：集采存量消化，“光脚品种”进场

九年以来，随着 100 余项优秀仿制药产品的续贯上市。科伦建立起了在肿瘤、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，并且大部分产品均以“光脚”身份通过集采放量。2022 年，公司非输液药品销售收入为 41.26 亿元，同比增长 5.51%。后续研发将在已建立产品集群优势的基础上，持续加大对复杂原料、复杂制剂、NDDS 和改良创新项目的布局和投入，我们预期公司仿制药业务将保持稳定增长。

盈利预测与评级

公司在大输液和抗生素中间体的龙头地位稳固，仿制药进入批量上市阶段，川宁生物有望加速成长，创新药逐步进入收获阶段，ADC 平台不断推出新产品，海外与 MSD 合作为公司打开更大成长空间。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 23.31 亿元、26.39 亿元、30.95 亿元，增长分别为 36.4%、13.2%、17.3%，每股 EPS 为 1.58、1.79 和 2.10 元/股，对应 PE 估值分别为 19X、16X、14X，维持买入评级。

风险提示

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，另外整个行业受到医保、招标、集采的政策影响，医药制造企业面临持续的销售降价压力。

研发创新风险。新药研发创新具有高投入、周期长、成功率低的属性，导致其具有较高的风险。研发过程包括药物设计、合成、生物筛选、药理、毒理等临床前试验、药品处方及稳定性试验、放大试验、人体临床试验、注册上市和售后监督等诸多复杂环节，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。

原料药价格波动风险。抗生素中间体行业受市场需求、下游原料药行业、环保政策、市场竞争格局等因素影响较大。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投证券制药及生物科技组首席分析师，中山大学本科，佐治亚州立大学硕士。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技产业研究，擅长创新药及其产业链分析，深度跟踪全球及中国新药研发、商业化趋势。

阳明春

北京大学药学院本科，药事管理硕士。2019 年加入中信建投研究发展部，主要负责医药外包、制药、互联网医疗及医药政策等板块，研究系统、踏实，紧密追踪热点时事。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

<p>中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk</p>