

携手 MNC 布局全球管线，打造 ADC 平台持续推新

证券研究报告

2023 年 04 月 14 日

科伦药业 (002422.SZ) 2022 年报点评

核心结论

业绩摘要：公司 2022 年实现营收 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%。

输液板块小幅下降，2022 年收入 94.52 亿元 (yoy-3.56%)，利润贡献同比增加。**非输液药品**，2022 年收入 41.26 亿元 (yoy+5.51%)，其中男科领域药品、白蛋白紫杉醇、恩格列净片贡献主要增长。**原料药板块收入利润双增长**，2022 年收入 39.13 亿元 (yoy+23.28%)，实现毛利 9.28 亿元 (yoy+35.58%)，其中川宁生物及其子公司 2022 年收入 38.21 亿元 (yoy+18.21%)，净利润 4.12 亿元 (+269.58%)。

创新药持续推进，子公司科伦博泰 2023 年 2 月已启动港股上市流程，主要推进 14 项创新临床项目，包含 ADC、单抗、小分子，涉及多种肿瘤和自免等多个领域。其中 NDA 或 pre-NDA 沟通阶段 2 个：KL-A167(PD-L1)治疗 3L+鼻咽癌，A166 (HER2-ADC) 治疗 3L+乳腺癌；三期阶段 2 个：SKB264 (TROP2-ADC) 治疗 TNBC；A167 治疗 1L 鼻咽癌三期。

创新药出海方面，SKB264，SKB315 及至多 9 个临床前 ADC 资产已和默沙东签订授权协议，总交易额近 118 亿美元。公司目前拥有新一代 ADC 研发平台，采用稳定的 linker 偶联抗体和毒素，降低毒素非靶位置解离率，提升耐受性与安全性。目前已公布部分研究结果显示良好的安全性与有效率。

盈利预测与评级：预计 2023-2025 年营收分别为 202.40/212.00/225.99 亿元，同比增长 7.0%/4.7%/6.6%。归母净利润 20.37/21.10/23.64 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：商业化推进不及预期，临床试验失败风险，后续产品竞争风险，集采降价幅度大于预期。

核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	17,277	18,913	20,240	21,200	22,599
增长率	4.9%	9.5%	7.0%	4.7%	6.6%
归母净利润 (百万元)	1,103	1,709	2,037	2,110	2,364
增长率	5.3%	55.0%	19.2%	3.6%	12.0%
每股收益 (EPS)	0.75	1.16	1.38	1.43	1.61
市盈率 (P/E)	39.9	25.7	21.6	20.8	18.6
市净率 (P/B)	3.1	2.7	2.5	2.3	2.0

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级

买入

股票代码 002422.SZ

前次评级 买入

评级变动 维持

当前价格 29.87

近一年股价走势



分析师

李梦园 S0800523010001



limengyuan@research.xbmail.com.cn

相关研究

科伦药业：创新药研发持续兑现，ADC 平台渐成熟—科伦药业 (002422.SZ) 2022 三季报点评 2022-10-31

科伦药业：大分子研发成果初成，ADC 产品获 MNC 认可—科伦药业 (002422.SZ) 2022 中报点评 2022-08-30

科伦药业：一季度业绩超预期，看好全年恢复性增长—科伦药业 (002422.SZ) 2022 年一季报点评 2022-04-28

图1：科伦药业创新药管线

		產品	靶點	分子類型	適應症 (治療線數)	臨床前/IN1準備	1a期	1b/2期	註冊關鍵日期/T1期	NDA申請	NCT/CTR編號	商業權利/合作方	
ADC	★	SKB264	TROP2	大分子	TNBC (3L+)	聯合/不聯合A167					NCT05347134; CTR20220878	大中華 / MSD (大中華除外)	
					TNBC (1L)								NCT05445908; CTR20221755
					HR+/HER2-BC (3L+)								NCT04152499; CTR20201069
					EGFR-突變型NSCLC (TKI無效)	與可瑞達及/或化療聯用				(1H 2023) ³			NCT05631262; CTR20222948
					EGFR-野生型(1L)及EGFR-突變型 (TKI無效) NSCLC	與奧希替尼聯用							不適用
					EGFR突變型NSCLC (1L)	聯合A167 (聯合或不聯合鉍類化療)							NCT05351788; CTR20220980
					NSCLC (EGFR-野生型(1L))								
					GC (2L+)								
					OC (鉍耐藥)								NCT04152499; CTR20201069
					實體瘤 (SCLC、UC、HNSCC及EC)								
					NPC (PD-L1)復發性或難治性)								NCT05601262; CTR20222948
					CC (2/3L)	與可瑞達聯用							
					UC (1L)	與可瑞達聯用							NCT05642780; CTR20221615
					OC (2L維持)	與可瑞達聯用							
					CRPC (2L+)	與可瑞達聯用							
其他形式	★	A166	HER2	大分子	HER2+ BC (3L+)	已提交pre-NDA諮詢 ⁴					CTR20212088	全球	
					HER2+ GC (2L+)						CTR20213396		
					HER2+ CRC (3L+)						CTR20212950		
					實體瘤						NCT05367635; CTR20202085		
					多達七項臨床前資產						不適用		
					實體瘤						NCT05848286; CTR20190152		
					實體瘤						NCT05294172; CTR20220691		
					實體瘤						NCT04835142; CTR20202451		
					實體瘤								
					實體瘤								
非腫瘤	★	A167	PD-L1	大分子	NPC (3L+)	與化療聯用					已提交NDA(附條件批准)	大中華 / HARBOR (大中華除外)	
					NPC (1L)								
					實體瘤								
					實體瘤								
					實體瘤								
					實體瘤								
					實體瘤								
					實體瘤								
					實體瘤								
					實體瘤								
非腫瘤	★	A140	EGFR (Biosimilars)	大分子	CRC ²							全球	
					RET+ NSCLC (1L)					(2H 2023) ³			
					RET+ NSCLC (2L+)					(1H 2023) ³			
					RET+ MTC及其他RET+ 實體瘤								
					RET+抑制劑耐藥性實體瘤								
					實體瘤								
					實體瘤								
					實體瘤 (透過靜脈注射給藥)								
					實體瘤 (透過瘤內注射給藥)								
					實體瘤								
非腫瘤	★	A223	JAK/2	小分子	類風濕性關節炎						(1H 2023) ³	全球	
					斑禿							CTR20202664	
					CKD-aP							NCT05496426; CTR20221881	
					哮喘							CTR20222274	
					哮喘								
					哮喘								
					哮喘								
					哮喘								
					哮喘								
					哮喘								

★ 核心產品 ☆ 主要產品 ⚡ 突破性指定

縮寫：TNBC：三陰性乳腺癌；BC：乳腺癌；NSCLC：非小細胞肺癌；NPC：鼻咽癌；GC：胃癌；OC：卵巢癌；SCLC：小細胞肺癌；UC：尿路上皮癌；HNSCC：頭頸部鱗狀細胞癌；EC：子宮內膜癌；CC：宮頸癌；CRPC：去勢抵抗性前列腺癌；CRC：結直腸癌；MTC：甲狀腺髓樣癌；CKD aP：慢性腎臟疾病相關瘙癢
附註：1. 包括免疫療法及靶向療法；2. 生物類似藥候選藥物在中國無需進行II期臨床試驗；3. 已完成藥審中心諮詢；4. 我們於2023年2月收到藥審中心臨床分部的反饋意見，同意我們提交優先審查的NDA。待有條件批准後，我們計劃於2023年上半年開始確證性3期試驗；5. 藥審中心諮詢持續進行中。

資料來源：科倫博泰H股上市申請書，西部證券研發中心

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2,920	4,725	3,472	7,293	5,021	营业收入	17,277	18,913	20,240	21,200	22,599
应收款项	5,933	6,366	8,073	6,517	8,935	营业成本	7,660	8,959	9,363	10,050	10,794
存货净额	3,363	3,191	4,639	3,545	4,997	营业税金及附加	5,022	4,686	5,015	5,152	5,424
其他流动资产	1,793	2,319	2,128	2,080	2,176	销售费用	1,142	925	1,012	1,004	993
流动资产合计	14,009	16,601	18,312	19,435	21,129	管理费用	1,737	1,795	2,024	2,120	2,260
固定资产及在建工程	11,585	11,256	11,401	11,247	11,286	财务费用	506	478	452	374	321
长期股权投资	3,409	3,792	3,317	3,506	3,539	其他费用/(-收入)	(109)	(129)	(1)	38	49
无形资产	1,381	1,359	1,266	1,165	1,069	营业利润	1,320	2,199	2,377	2,461	2,758
其他非流动资产	1,156	1,109	1,109	1,124	1,106	营业外净收支	(142)	(127)	0	0	0
非流动资产合计	17,531	17,517	17,093	17,043	17,000	利润总额	1,178	2,071	2,377	2,461	2,758
资产总计	31,540	34,118	35,405	36,478	38,129	所得税费用	309	364	418	433	485
短期借款	3,367	3,291	4,312	3,433	3,454	净利润	868	1,707	1,959	2,029	2,273
应付款项	8,198	7,500	8,085	8,426	8,575	少数股东损益	(234)	(1)	(78)	(81)	(91)
其他流动负债	1,843	1,232	1,303	1,459	1,331	归属于母公司净利润	1,103	1,709	2,037	2,110	2,364
流动负债合计	13,408	12,022	13,700	13,318	13,361						
长期借款及应付债券	3,506	4,704	2,447	2,201	1,766	财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他长期负债	496	504	490	493	496	盈利能力					
长期负债合计	4,002	5,208	2,936	2,693	2,261	ROE	8.1%	11.5%	12.2%	11.3%	11.5%
负债合计	17,410	17,230	16,637	16,011	15,622	毛利率	55.7%	52.6%	53.7%	52.6%	52.2%
股本	1,425	1,422	1,471	1,471	1,471	营业利润率	7.6%	11.6%	11.7%	11.6%	12.2%
股东权益	14,129	16,888	18,768	20,466	22,507	销售净利率	5.0%	9.0%	9.7%	9.6%	10.1%
负债和股东权益总计	31,540	34,118	35,405	36,478	38,129	成长能力					
						营业收入增长率	4.9%	9.5%	7.0%	4.7%	6.6%
						营业利润增长率	7.5%	66.6%	8.1%	3.6%	12.0%
						归母净利润增长率	5.3%	55.0%	19.2%	3.6%	12.0%
						偿债能力					
						资产负债率	55.2%	50.5%	47.0%	43.9%	41.0%
						流动比	1.04	1.38	1.34	1.46	1.58
						速动比	0.79	1.12	1.00	1.19	1.21
						每股指标与估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
						每股指标					
						EPS	0.75	1.16	1.38	1.43	1.61
						BVPS	9.42	10.71	12.04	13.25	14.70
						估值					
						P/E	39.9	25.7	21.6	20.8	18.6
						P/B	3.1	2.7	2.5	2.3	2.0
						P/S	2.5	2.3	2.2	2.1	1.9

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人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，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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。