

增持 (维持)

## 科伦药业 (002422.SZ)

## A166 上市申请获受理, 后续创新管线催化值得期待

2023 年 05 月 13 日

## 市场数据

日期	2023.05.12
收盘价(元)	30.59
总股本(百万股)	14.72
流通股本(百万股)	11.75
净资产(百万元)	141.29
总资产(百万元)	315.40
每股净资产(元)	9.42

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

【兴证医药】科伦药业(002422) 2021 年报点评: 业绩明显提升, 研发投入持续增加, 研发进展良好 20220412

【兴证医药】科伦药业(002422) 2021 年半年报点评: 输液产品明显恢复, 研发进展良好 20210829

## 分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn  
S0190515090001

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn  
S0190519020002

## 投资要点

- 事件:** 近日, 公司公告宣布控股子公司科伦博泰的注射用 A166(HER2-ADC) 上市申请获得 NMPA 受理, 拟定适应症为既往经二线及以上抗 HER2 治疗失败的 HER2 阳性不可切除的局部晚期、复发或转移性乳腺癌, 是科伦博泰首个提交上市许可申请的 ADC 药物。
- A166 展现良好疗效以及差异化安全性。** 公司于 2022 年 ASCO 年会上公布了 A166 用于经过多线治疗 HER2 阳性乳腺癌患者的 1 期剂量扩展研究的更新数据, 4.8mg/kg 组客观缓解率 (ORR) 达 73.9% (17/23), 中位无进展生存期 (PFS) 达 12.3 个月。目前, A166 正在开展多项临床试验, 包括一项治疗 HER2 阳性乳腺癌患者的多中心 2 期临床试验。A166 最常见的治疗相关不良反应 (TRAE) 主要与眼部及周围神经相关且可逆, 而心脏、血液、胃肠道及肺毒性不常见 (<10%) 且在大部分情况下均属轻微, 有别于赫赛莱、DS-8201 及恩美曲妥珠单抗。在乳腺癌适应症中, A166 有望凭借国产先发优势占据一定市场份额。此外, A166 针对胃癌以及结直肠癌的 1b 期临床也正在进行中。
- 创新管线逐步兑现, 后续将迎来多项催化剂。** 子公司科伦博泰已建立 13 款临床阶段候选药物的强大管线, 其中 4 款处于关键试验或 NDA 注册阶段。核心产品 SKB264 (TROP2 ADC), 其治疗晚期 NSCLC 患者的 2 期研究有效性和安全性数据将于 2023 年 ASCO 公布, 其末线治疗三阴乳腺癌目前处于关键注册临床, 预计将于 2023 年内递交 NDA。此外, 针对 SKB164 与帕博利珠单抗的联用, 预计默沙东将启动多项临床 III 期研究。A167 (PD-L1 单抗) 末线治疗鼻咽癌适应症预计将于 2023 年正式获批。
- 我们的观点:** 大输液业务产品结构持续优化, 后续存在提价空间; 仿制药新品种持续上市, 整体板块保持稳健增长; 原料药和中间体基本盘稳定, 新品种即将开始放量。创新管线持续推进, 有望带来弹性空间。我们预测公司归母净利润 2023 年至 2025 年分别为 22.83/24.50/27.63 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 19.8/18.5/16.4, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 大输液行业竞争加剧、原料药和中间体价格波动、仿制药集采不及预期、创新药临床进展不及预期。

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18913	21277	22665	25353
同比增长	9.5%	12.5%	6.5%	11.9%
归母净利润(百万元)	1709	2283	2450	2763
同比增长	55.0%	33.6%	7.3%	12.8%
毛利率	52.6%	52.1%	51.5%	51.3%
ROE	10.8%	13.7%	12.8%	12.5%
每股收益(元)	1.20	1.61	1.72	1.94
市盈率	26.5	19.8	18.5	16.4

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	16601	19107	22175	25869
货币资金	4725	5203	7817	10085
交易性金融资产	448	358	388	398
应收票据及应收账款	5682	6756	6988	7828
预付款项	429	521	559	617
存货	3191	4262	4447	4851
其他	2125	2007	1974	2091
<b>非流动资产</b>	17517	16229	15372	14365
长期股权投资	3792	3317	3506	3539
固定资产	10131	9709	8992	8114
在建工程	1126	563	281	141
无形资产	1201	1183	1175	1176
商誉	99	119	105	108
长期待摊费用	68	77	82	91
其他	1101	1261	1230	1197
<b>资产总计</b>	34118	35336	37547	40234
<b>流动负债</b>	12022	13119	13400	13430
短期借款	3291	3640	3433	3454
应付票据及应付账款	2216	2634	2885	3161
其他	6516	6845	7082	6814
<b>非流动负债</b>	5208	4515	4113	4150
长期借款	2036	2447	2201	1766
其他	3173	2069	1913	2385
<b>负债合计</b>	17230	17634	17513	17580
股本	1422	1471	1471	1471
资本公积	3668	3668	3668	3668
未分配利润	9208	10358	12530	14996
少数股东权益	1137	1019	817	571
<b>股东权益合计</b>	16888	17702	20034	22654
<b>负债及权益合计</b>	34118	35336	37547	40234

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1709	2283	2450	2763
折旧和摊销	1165	1077	1120	1138
资产减值准备	106	-61	-12	84
资产处置损失	-5	8	3	2
公允价值变动损失	-10	-5	-7	-7
财务费用	478	388	335	201
投资损失	-234	-250	-140	-170
少数股东损益	-1	-117	-202	-246
营运资金的变动	-143	-1717	-130	-1234
<b>经营活动产生现金流量</b>	3127	1533	3403	2564
<b>投资活动产生现金流量</b>	-857	558	-125	30
<b>融资活动产生现金流量</b>	-407	-1614	-665	-327
现金净变动	1872	478	2614	2268
现金的期初余额	2800	4725	5203	7817
现金的期末余额	4672	5203	7817	10085

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	18913	21277	22665	25353
营业成本	8959	10183	10993	12342
税金及附加	251	272	295	330
销售费用	4686	4787	4760	5578
管理费用	925	1064	1088	1166
研发费用	1795	1900	2250	2550
财务费用	478	388	335	201
其他收益	237	0	0	0
投资收益	234	250	140	170
公允价值变动收益	10	5	7	7
信用减值损失	-62	-53	-53	-56
资产减值损失	-44	-51	-48	-48
资产处置收益	5	-8	-3	-2
<b>营业利润</b>	2199	2827	2986	3258
营业外收入	7	7	6	7
营业外支出	134	116	132	127
<b>利润总额</b>	2071	2718	2860	3137
所得税	364	553	612	620
净利润	1707	2166	2248	2517
少数股东损益	-1	-117	-202	-246
<b>归属母公司净利润</b>	1709	2283	2450	2763
<b>EPS(元)</b>	1.20	1.61	1.72	1.94

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	9.5%	12.5%	6.5%	11.9%
营业利润增长率	66.6%	28.6%	5.6%	9.1%
归母净利润增长率	55.0%	33.6%	7.3%	12.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	52.6%	52.1%	51.5%	51.3%
归母净利率	9.0%	10.7%	10.8%	10.9%
ROE	10.8%	13.7%	12.8%	12.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	50.5%	49.9%	46.6%	43.7%
流动比率	1.38	1.46	1.65	1.93
速动比率	1.12	1.13	1.32	1.57
<b>营运能力</b>				
资产周转率	57.6%	61.3%	62.2%	65.2%
应收账款周转率	336.4%	330.6%	321.9%	333.0%
存货周转率	271.0%	270.9%	250.3%	263.1%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.20	1.61	1.72	1.94
每股经营现金	2.20	1.08	2.39	1.80
每股净资产	11.07	11.73	13.51	15.53
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	26.5	19.8	18.5	16.4
PB	2.9	2.7	2.4	2.0

## 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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn