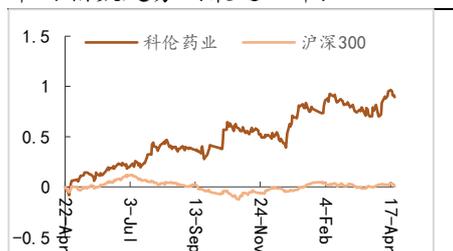


评级： 买入

王斌
首席分析师
SAC 执证编号：S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话：86-10-81152644

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	29.69
一年内最高/最低价(元)	32.02/14.11
市盈率(当前)	25.56
市净率(当前)	2.73
总股本(亿股)	14.71
总市值(亿元)	436.82

资料来源：聚源数据

相关研究

·
·
·

核心观点

- **事件：**公司发布 2022 年报，2022 年实现营业收入 189.13 亿元(+9.46%)，归母净利润 17.08 亿元(+54.98%)，扣非后归母净利润 16.46 亿元(+58.60%)。
- **大输液业务有望迎来恢复性增长，原料药业务有望保持稳健增长，仿制药产品集群持续丰富。**2022 年公司大输液业务受：(1) 外部环境影响；(2) 集采持续推进，部分输液产品销售下降等因素影响，实现营业收入 94.52 亿元(-3.56%)，毛利率为 63.76%(-2.29pct)，但利润贡献同比增加，预计主要是由于销售费用降低所致。非输液药品实现销售收入 41.26 亿元(+5.51%)，2022 年 1 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日，公司在仿制药领域实现了获批生产 38 项，获批临床 3 项，申报生产 41 项；2022 年第七批及 2023 年第八批国家集采共计 18 项产品中标。我们认为公司仿制药产品集群持续丰富，新品种获批后通过集采持续放量，有望带动公司非输液药品收入平稳增长。2022 年子公司川宁生物受益于主要产品价格上涨等有利因素，实现营业收入 38.21 亿(+18.21%)，净利润 4.12 亿元(+269.58%)。目前川宁生物主要原料药价格仍处较好水平，同时正在积极布局合成生物学系列产品，打造第二增长曲线。川宁生物也发布了股票激励计划，对 2023-2025 年业绩制定了较高的解锁条件。我们认为在存量业务稳健增长和合成生物学新产品放量带动下，川宁生物的业绩有望实现较快增长。
- **对外授权验证 ADC 药物研发平台价值。**2022 年公司控股子公司科伦博泰完成 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。2022 年科伦博泰对 MSD 确认收入 7.3 亿元，增加归属于母公司净利润 3.00 亿元。我们认为与 MSD 的交易验证了科伦博泰 ADC 药物研发平台的技术实力，目前科伦博泰已经启动了港股上市工作，我们认为随着科伦博泰上市以及核心品种的研发进展，创新药研发管线价值有望持续得到提升。
- **盈利预测和估值。**我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 210.97、226.39 和 242.29 亿元，同比增速分别为 11.6%、7.3%和 7.0%；归母净利润分别为 19.76、22.48 和 24.63 亿元，同比增速分别为 15.7%、12.7%和 10.6%，以 4 月 21 日收盘价计算，对应 PE 分别为 21.4、19.0 和 17.2 倍。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原料药价格波动，川宁生物业绩低于预期；仿制药或大输液集采降价幅度超预期；创新药研发进度低于预期或研发失败。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	189.13	210.97	226.39	242.29
营收增速(%)	9.5%	11.6%	7.3%	7.0%
净利润(亿元)	17.08	19.76	22.28	24.63
净利润增速(%)	55.0%	15.7%	12.7%	10.6%
EPS(元/股)	1.20	1.39	1.56	1.73
PE	24.7	21.4	19.0	17.2

资料来源: Wind, 首创证券

《抗菌药物临床应用管理办法》和《遏制细菌耐药国家行动计划(2016—2020年)》相继于2012年和2016年发布,抗生物药物的临床使用管理逐步趋严,而大输液的用途之一为抗生素药物的溶媒,因此对大输液的使用量造成了负面影响。此外临床诊疗中对于静脉输液使用的规范化和对门诊输液的限制,也降低了大输液的需求。2020年和2022年受疫情影响,公司大输液销售量同比均有所下降。

由于“限抗”政策实施已有多多年,我们认为政策的负面影响已经充分体现,目前大输液的销量已经体现了真实的临床需求。2023年受益于门诊人次和住院人次回归正常增长,同时考虑到大输液不合理的临床需求也已经得到充分消化,预计大输液需求量有望迎来恢复性增长。此外由于大输液的生产制造和销售等环节规模效应明显,行业集中度较高,竞争格局优于普通仿制药,预计在地方集采中具有较好的维护价格体系稳定的能力。

图 1 公司大输液业务近年来收入和毛利率情况

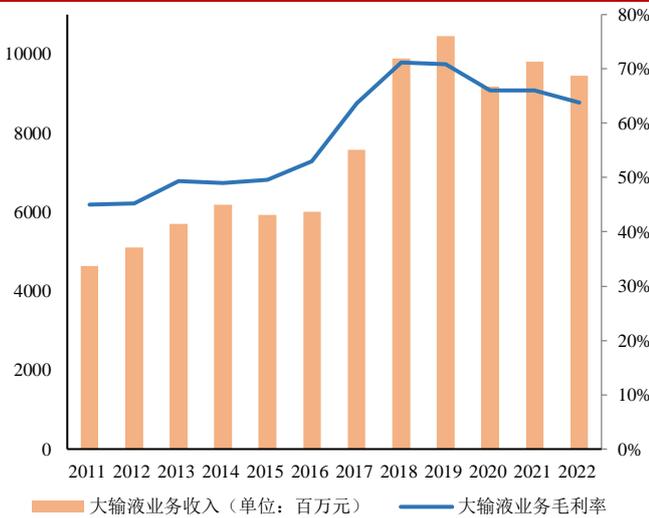
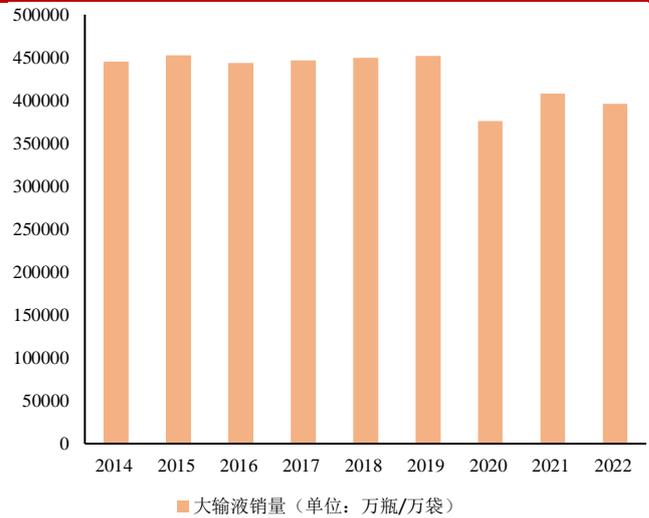


图 2 公司大输液近年来销量情况



资料来源：公司公告，首创证券

资料来源：公司公告，首创证券

川宁生物是抗生素中间体市场的领军型企业,其中硫氰酸红霉素、头孢类中间体、青霉素类中间体产量均达到国内行业前列,并形成了稳固的规模优势。公司硫氰酸红霉素市场产能约3000吨/年,产能占有率达43.86%,位列行业第二;头孢类中间体(7-ACA、D-7ACA和7-ADCA)产能合计拥有约3000吨/年,产能占有率达37.00%,是行业龙头;青霉素类中间体6-APA产能约为6700吨/年,产能占有率达18.00%,位列行业第二。2022年川宁生物受益于:(1)重点品种硫氰酸红霉素、6-APA和青霉素G钾盐价格上涨;(2)停工损失减少,2022年实现营业收入38.21亿元(+18.21%),归母净利润4.12亿元(+269.58%),扣非归母净利润4.47亿元(+147.15%)。

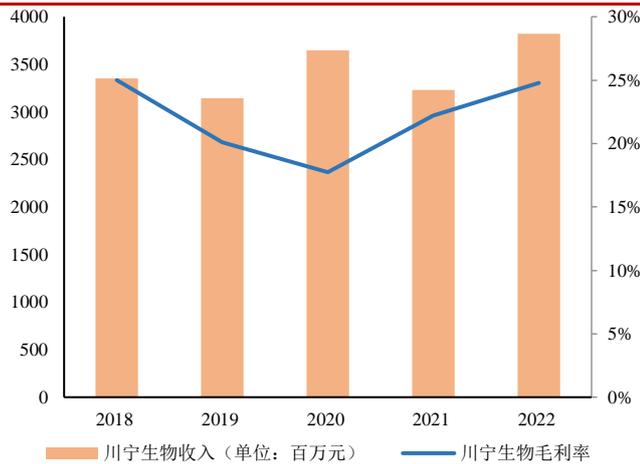
从历史业绩来看,川宁生物业绩受抗生素中间体价格影响较大,目前硫氰酸红霉素、6-APA和青霉素G钾盐价格仍处于近年来较高水平,我们认为川宁生物存量业务有望继续保持较好的盈利能力。

川宁生物积极布局合成生物学技术,全资子公司锐康生物重点打造合成生物学和酶催化技术平台,未来产品领域将围绕保健品原料、生物农药、高附加值天然产物、高端化妆品原料等领域进行布局。2023年川宁生物拟在新疆维吾尔自治区伊犁哈萨克自治州巩留县投资建设“绿色循环产业园项目”,实现合成生物学系列产品的商业化生产,目

前锐康生物通过自主研发已向川宁生物交付了红没药醇、5-羟基色氨酸、麦角硫因等产品，有望成为川宁生物新的业绩增长点。

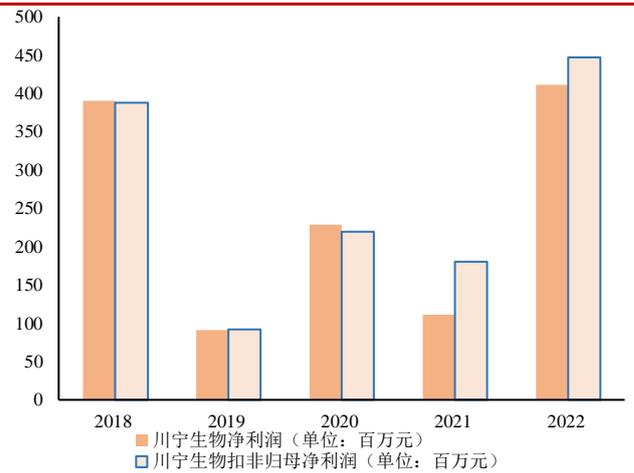
2023年4月川宁生物发布了《2023年限制性股票激励计划（草案）》，对2023-2025年业绩制定了较高的解锁条件，我们认为在存量业务稳健增长和合成生物学新产品放量带动下，川宁生物有望实现激励目标，保持业绩较快增长。

图 3 川宁生物近年来收入和毛利率情况



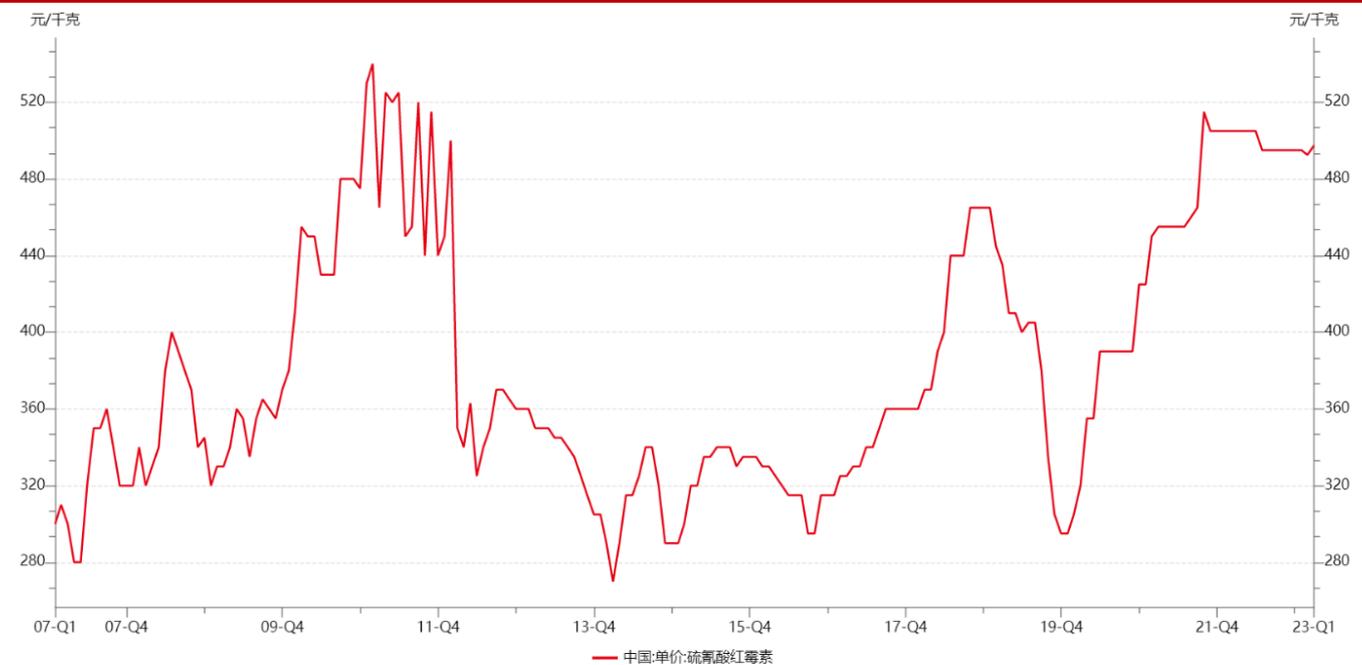
资料来源：公司公告，首创证券

图 4 川宁生物近年来利润情况



资料来源：公司公告，首创证券

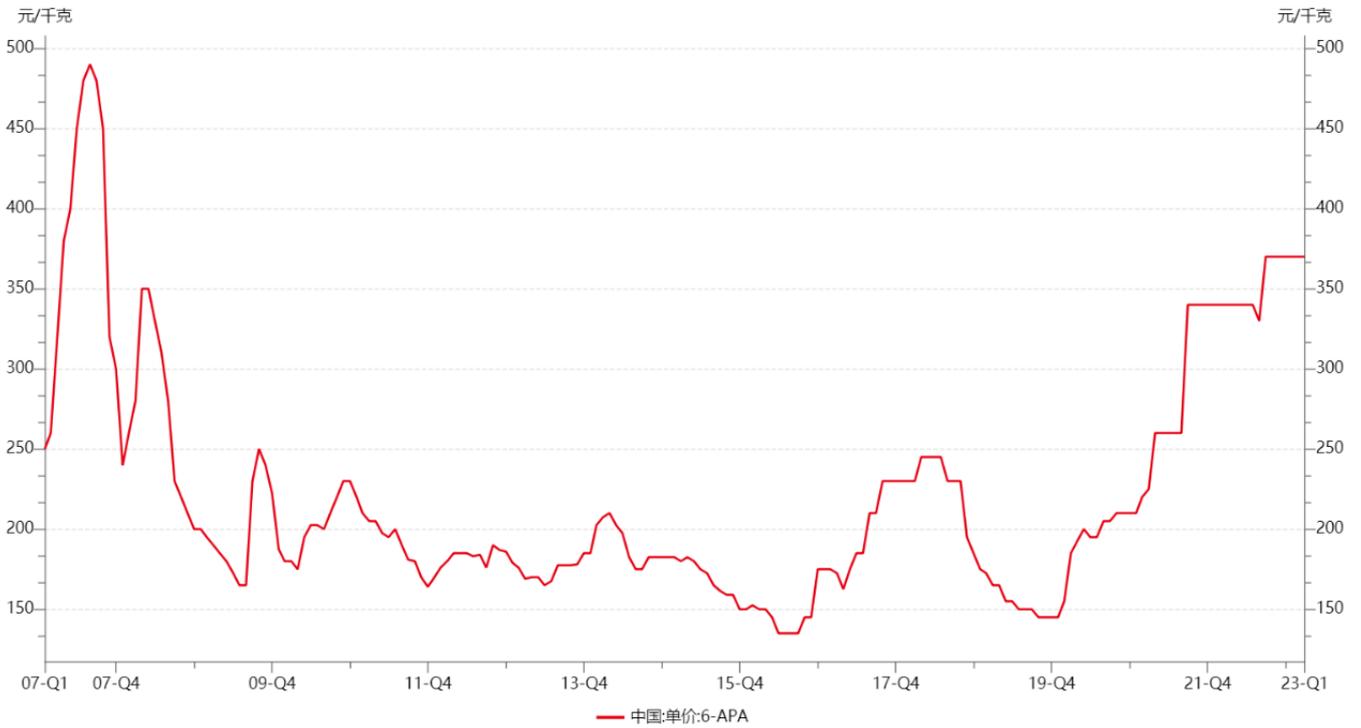
图 5 近年来硫氰酸红霉素价格情况



资料来源：Wind，首创证券

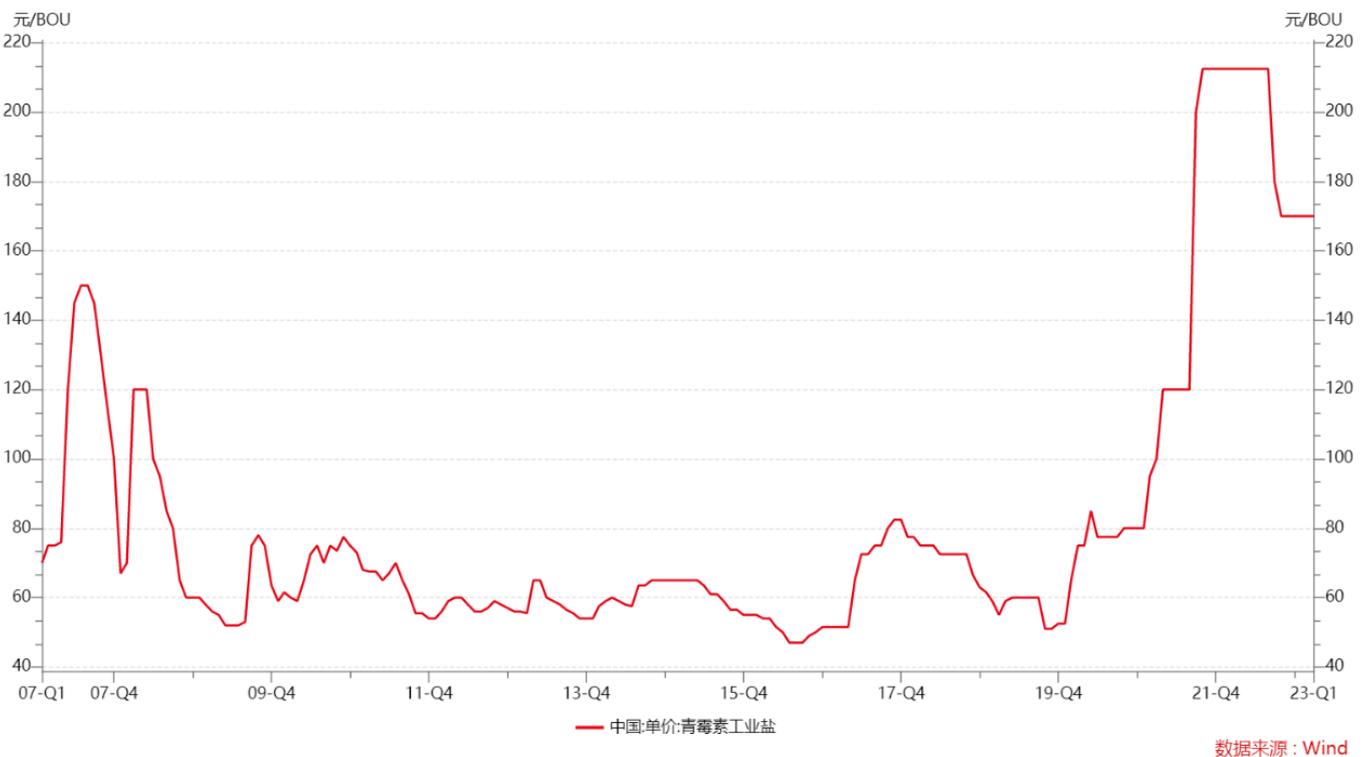
数据来源：Wind

图 6 近年来 6-APA 价格情况



资料来源: Wind, 首创证券

图 7 近年来青霉素工业盐价格情况



资料来源: Wind, 首创证券

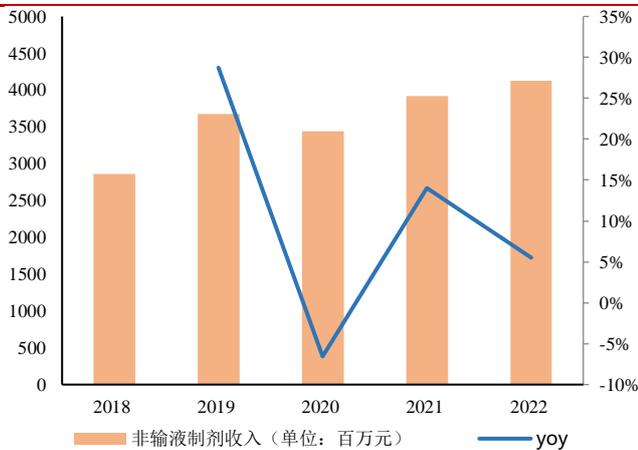
表 1 川宁生物股权激励计划

归属期	考核年度	目标值	触发值
第一个归属期	2023 年	以 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 30%。	——
第二个归属期	2024 年	以 2022 年净利润为基数，2024 年净利润复合增长率不低于 25%；且 2024 年新增不少于 3 个合成生物学产品正式生产并形成收入。	以 2022 年净利润为基数，2024 年净利润复合增长率不低于 20%；且 2024 年新增不少于 2 个合成生物学产品正式生产并形成收入。
第三个归属期	2025 年	以 2022 年净利润为基数，2025 年净利润复合增长率不低于 25%；且 2025 年新增不少于 3 个合成生物学产品正式生产并形成收入。	以 2022 年净利润为基数，2025 年净利润复合增长率不低于 20%；且 2025 年新增不少于 2 个合成生物学产品正式生产并形成收入。

资料来源：川宁生物公告、首创证券

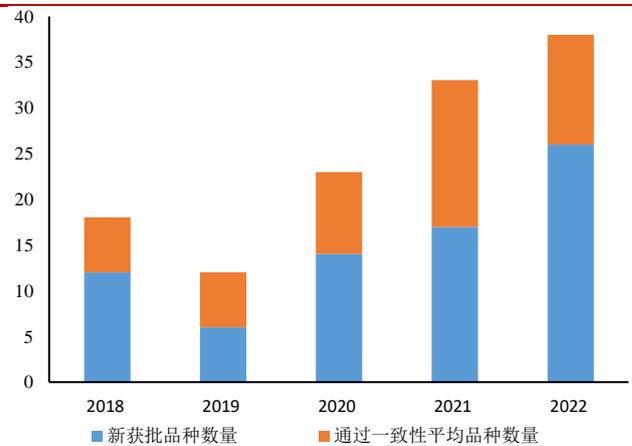
在仿制药领域，公司坚持产品集群战略，2017 年至 2023 年 3 月 31 日实现了 136 项产品的获批。目前公司产品聚焦于肠外营养、细菌感染及体液平衡等疾病领域的核心优势产品集群，并开始逐步强化麻醉镇痛、生殖健康、糖尿病、造影等疾病领域的布局。同时公司积极参与集采，截至前八批国家集采，累计 43 项产品进入国家带量采购，涉及 10 余个疾病领域，其中第七批国家集采 11 项产品中标，第八批国家集采 7 项产品中标。我们认为凭借丰富的仿制药品种储备，新品种获批后通过集采持续放量，有望带动制剂业务平稳增长。

图 8 公司近年来非输液制剂收入情况



资料来源：公司公告，首创证券

图 9 公司近年来仿制药获批情况



资料来源：公司公告，首创证券（2022 年数据为 2022 年 1 月 1 日—2023 年 3 月 31 日）

2022 年公司控股子公司科伦博泰完成 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。2022 年科伦博泰对 MSD 确认收入 7.3 亿元，增加归属于母公司净利润 3.00 亿元。我们认为与 MSD 的交易验证了科伦博泰 ADC 药物研发平台的技术实力，目前科伦博泰已经启动了港股上市工作，我们认为未来上市后有望进一步重估研发管线价值。

科伦博泰研发管线包括 ADC 药物、生物大分子创新药/类似药和小分子药物。ADC 药物中，SKB264 和 A166 已经进入临床 III 期研究，SKB264 在联合帕博利珠单抗治疗

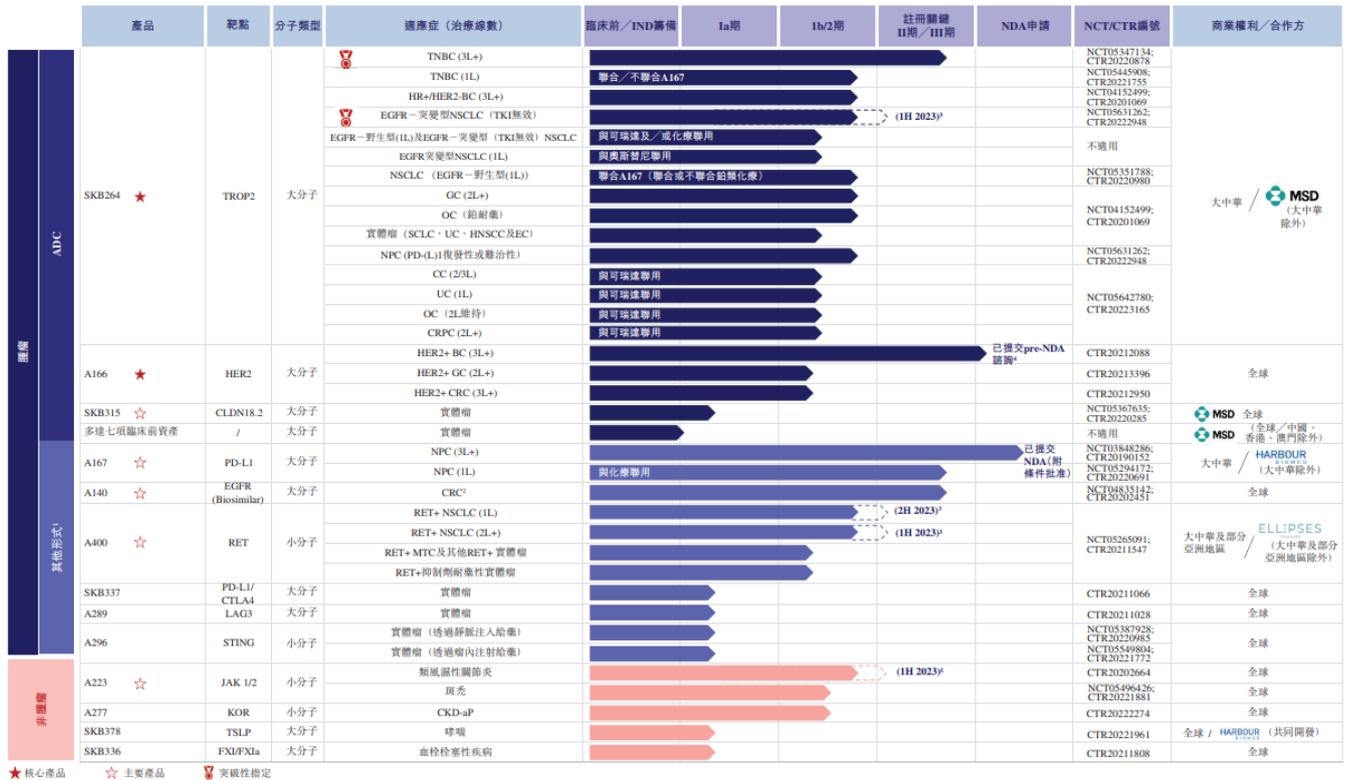
晚期实体瘤篮子研究于2022年7月获NMPA批准IND, 2022年11月获美国FDA批准IND, 2023年2月24日完成首例入组。由于I-O疗法已经成为肿瘤治疗的基础方案, 我们认为若相关临床研究获得成功, 未来SKB264的销售金额将有较大弹性。

表2 科伦博泰与MSD授权合作情况

公告时间	产品	条款
2022年5月16日	SKB264(TROP2 ADC)	MSD将根据商业化开发阶段向科伦博泰支付首付款、各类里程碑付款及相应净销售额提成。科伦博泰于许可协议生效时收到1700万美元一次性、不可退还的付款, 于本协议修正案签署后收到3000万美元一次性、不可退还的付款, 里程碑付款累计不超过13.63亿美元, 并按双方约定的净销售额比例提成。
2022年7月27日	项目B	MSD将根据商业化开发阶段向科伦博泰支付首付款、里程碑付款及相应净销售额提成。科伦博泰将于许可协议生效后一次性收到3500万美元不可退还的首付款, 里程碑付款累计不超过9.01亿美元, 并按双方约定的净销售额比例提成。
2022年12月23日	七个在研ADC项目	科伦博泰将收到一次性合计1.75亿美元不可退还的首付款。默沙东另将根据各项目开发阶段及商业化进展分期向科伦博泰支付里程碑付款, 并对上市产品按净销售额分层支付提成。如科伦博泰决定将全部授予独占许可选择权项目全球权益授权给默沙东, 预计会收到默沙东里程碑付款合计不超过93亿美元。

资料来源: 公司公告、首创证券

图10 科伦博泰研发管线



★ 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: 慢性腎臟疾病相關癢癢
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。

资料来源: 科伦博泰港股招股书, 首创证券

风险提示:

原料药价格波动,川宁生物业绩低于预期;仿制药或大输液集采降价幅度超预期;创新药研发进度低于预期或研发失败。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	16,601	17,775	21,171	25,082	经营活动现金流	3,127	5,188	3,389	1,678
现金	4,725	6,689	9,284	10,084	净利润	1,709	1,977	2,228	2,463
应收账款	5,682	4,170	4,475	7,663	折旧摊销	1,165	1,120	1,067	1,020
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	478	396	397	351
预付账款	429	443	434	423	投资损失	-234	-246	-258	-271
存货	3,191	4,127	4,459	4,151	营运资金变动	37	1,646	-461	-2,496
其他	2,574	2,265	2,410	2,615	其它	-26	26	-8	34
非流动资产	17,517	16,413	15,673	15,129	投资活动现金流	-857	-355	-347	-501
长期投资	3,792	3,792	3,792	3,792	资本支出	-996	146	-356	-505
固定资产	10,131	9,714	9,339	9,002	长期投资	-384	0	0	0
无形资产	1,201	861	775	697	其他	13	523	-501	9
其他	1,267	1,429	1,400	1,371	筹资活动现金流	-407	-2,869	-447	-377
资产总计	34,118	34,188	36,844	40,211	短期借款	-60	-2,697	-350	-350
流动负债	12,022	14,056	14,542	15,321	长期借款	-2,652	-150	-150	-150
短期借款	3,291	3,091	2,891	2,691	其他	-330	755	846	575
应付账款	1,978	2,341	2,500	2,692	现金净增加额	1864	1963	2595	800
其他	2,371	2,371	2,371	2,371					
非流动负债	5,208	2,745	2,570	2,424	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	2,036	1,886	1,736	1,586	成长能力				
其他	503	537	512	516	营业收入	9.5%	11.6%	7.3%	7.0%
负债合计	17,230	16,801	17,112	17,745	营业利润	51.5%	26.4%	17.4%	14.2%
少数股东权益	1,137	541	965	1,543	归属母公司净利润	55.0%	15.7%	12.7%	10.6%
归属母公司股东权益	15,751	16,846	18,767	20,923	获利能力				
负债和股东权益	34,118	34,188	36,844	40,211	毛利率	52.6%	50.9%	50.6%	50.9%
					净利率	9.0%	10.6%	11.7%	12.6%
					ROE	10.1%	11.4%	11.3%	11.0%
					ROIC	10.7%	13.3%	13.9%	14.0%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
营业收入	18,913	21,097	22,639	24,229	资产负债率	50.5%	46.4%	43.0%	40.1%
营业成本	8,959	10,361	11,184	11,906	净负债比率	62.3%	45.2%	38.0%	31.8%
营业税金及附加	251	269	289	313	流动比率	1.4	1.3	1.5	1.6
营业费用	4,686	4,747	4,800	5,040	速动比率	1.1	1.0	1.1	1.4
研发费用	1,795	2,068	2,219	2,374	营运能力				
管理费用	925	949	973	1,018	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
财务费用	478	396	397	351	应收账款周转率	3.4	4.3	5.2	4.0
资产减值损失	-44	0	0	0	应付账款周转率	4.7	4.8	4.6	4.6
公允价值变动收益	10	0	0	0	每股指标(元)				
投资净收益	234	246	258	271	每股收益	1.20	1.39	1.56	1.73
营业利润	2,199	2,779	3,261	3,723	每股经营现金	2.09	3.53	2.30	1.14
营业外收入	6	7	8	8	每股净资产	10.71	11.38	12.70	14.18
营业外支出	134	60	50	40	估值比率				
利润总额	2,071	2,726	3,219	3,691	P/E	24.71	21.41	19.00	17.18
所得税	364	480	567	650	P/B	2.68	2.53	2.27	2.03
净利润	1,707	2,246	2,652	3,041					
少数股东损益	-1	270	424	578					
归属母公司净利润	1,708	1,976	2,228	2,463					
EBITDA	2,550	4,241	4,682	5,061					
EPS (元)	1.20	1.29	1.45	1.61					

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券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。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券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，投资者应当考虑到首创证券及/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。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现