

创新步入正轨，ADC 龙头商业化曙光将至

——科伦药业首次覆盖报告

核心观点

- 三轮驱动，创新步入正轨。**公司以输液起家，通过产业资本深度融合，构建科伦药业、科伦博泰和川宁生物“品”字型运营架构。2023 年公司实现收入 214.5 亿元（+12.7%），归母净利润 24.6 亿元（+44.0%），业绩稳健，盈利能力提升：一方面，输液产品结构持续优化；另一方面，抗生素中间体量价齐升，仿制药新品获批并通过集采放量，成为公司盈利新增长点。更重要的是，子公司科伦博泰多款创新药研发兑现，商业化曙光将至。
- ADC 平台国内领先，产品即将步入收获期。**首先，2 款 ADC 管线将进入商业化阶段：SKB264 为首款国产 TROP-2 ADC，乳腺癌、肺癌等适应症潜力巨大，同时海外商业化进程顺利，截至 24 年 5 月默沙东已启动 9 项全球三期临床，联用 K 药潜力巨大；A166 为国内首款乳腺癌 HER2 ADC，上市在即。其次，非 ADC 管线储备丰富，肿瘤领域 PD-L1、西妥昔单抗类似物有望于年内或明年初获批上市，RET 抑制剂有望于年内提交 NDA；非肿瘤领域覆盖的适应症市场空间广阔，包括类风湿关节炎、斑秃、哮喘、血栓栓塞性疾病等。
- 合成生物学新品上市，仿制药受益集采放量。**川宁生物已实现合成生物学从研发到生产的一体化布局，已交付红没药醇、5-羟基色氨酸、麦角硫因等产品，股权激励考核目标涵盖 2024-2025 每年新增 2-3 个合成生物学产品正式生产并形成收入。同时，抗生素中间体国内产能领先，随着市场需求恢复以及降本增效推进，盈利能力迎来向上拐点。仿制药方面，公司首仿抢仿能力突出，新产品梯队完整，存量产品集采影响已消化，新产品借力集采实现放量。
- 国内输液龙头，独创可立袋提供充足现金流。**国内大输液龙头地位稳固，公司自主研发“可立袋”引领输液包装发展方向，提升密闭式输液销量占比。同时，肠外营养等优势领域持续加强，输液板块内生现金流充足。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 1.88、2.11、2.36 元，根据可比公司估值水平，我们认为公司 2024 年合理估值水平为 21 倍市盈率，对应目标价为 39.48 元，首次给予“买入”评级。

风险提示

- 仿制药品种进入集采或集采超出预期的风险、产品竞争加剧或者销售不及预期的风险、创新药研发进度不及预期的风险、抗生素中间体市场价格波动的风险等。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,038	21,454	23,238	25,735	28,628
同比增长(%)	10.2%	12.7%	8.3%	10.7%	11.2%
营业利润(百万元)	2,195	3,654	4,084	4,645	5,206
同比增长(%)	66.3%	66.5%	11.8%	13.7%	12.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,705	2,456	3,015	3,381	3,777
同比增长(%)	54.7%	44.0%	22.8%	12.1%	11.7%
每股收益(元)	1.06	1.53	1.88	2.11	2.36
毛利率(%)	52.5%	52.4%	52.3%	52.8%	53.7%
净利率(%)	9.0%	11.4%	13.0%	13.1%	13.2%
净资产收益率(%)	11.5%	13.9%	13.7%	13.2%	13.4%
市盈率	31.2	21.7	17.7	15.7	14.1
市净率	3.4	2.7	2.2	2.0	1.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（首次）

股价（2024年05月23日）	33.25 元
目标价格	39.48 元
52 周最高价/最低价	35.49/21.6 元
总股本/流通 A 股（万股）	160,159/130,695
A 股市值（百万元）	53,253
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2024 年 05 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.36	10.43	30.29	3.68
相对表现%	-1.4	6.56	25.93	10.62
沪深 300%	0.04	3.87	4.36	-6.94



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524020001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044

联系人

傅肖依	fuxiaoyi@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

目 录

一、科伦药业：三轮驱动，创新步入正轨	5
1.1 创新转型步入正轨，盈利能力持续改善	6
1.2 高管团队专业资深，研发投入厚积薄发	8
二、创新药板块：科伦博泰为国内 ADC 龙头，产品即将步入收获期	9
2.1 ADC 平台国际领先，与默沙东强强联合	9
2.2 多款 ADC 产品将进入商业化阶段	10
2.2.1 SKB264：首款国产 TROP2 ADC，多适应症潜力大	11
2.2.2 A166：国内首款乳腺癌 HER2 ADC 上市在望	14
2.3 非 ADC 管线储备丰富，核心单品变现在即	16
三、非输液板块：抗生素中间体领军者，合成生物学&仿制药新品可期	18
3.1 川宁生物：生物发酵国内领先，合成生物前景可期	18
3.1.1 合成生物学：乘行业高速增长 β ，打造全产业链布局 α	19
3.1.2 抗生素中间体：成本环保竞争优势，盈利能力逐步释放	22
3.2 仿制药：广泛覆盖多领域，新品研发稳推进	24
四、输液板块：国内输液龙头，独创品种提供充足现金流	25
4.1 输液地位稳固，产品结构优化	25
4.2 肠外营养等优势领域持续加强	27
盈利预测与投资建议	28
盈利预测	28
投资建议	29
风险提示	30

图表目录

图 1：科伦药业发展历程和重要事件总结	5
图 2：科伦药业股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）	5
图 3：2018-2023 年科伦药业营收（亿元）及增速	6
图 4：2018-2023 年科伦药业归母净利润（亿元）及增速	6
图 5：2018-2023 年科伦药业毛利率和净利率	7
图 6：2018-2023 年科伦药业费用率情况	7
图 7：2018-2023 年科伦药业营收按项目拆分（单位：亿元）	7
图 8：2018-2023 年科伦药业营收占比按项目拆分	7
图 9：2018-2023 年科伦药业毛利率按项目拆分	7
图 10：2013-2023 年科伦药业研发投入情况	9
图 11：科伦博泰发展历程及重要事件	9
图 12：科伦博泰生物-B 股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）	10
图 13：TROP2 在多种肿瘤中过表达	11
图 14：Trodely 全球销售额（单位：亿美元）	12
图 15：HER2 ADC 全球销售额（单位：亿美元）	15
图 16：2018-2023 年川宁生物营收（亿元）及增速	19
图 17：2018-2023 年川宁生物归母净利润（亿元）及增速	19
图 18：川宁生物的“双轮驱动”发展战略	19
图 19：合成生物学研发模式	20
图 20：全球合成生物学市场规模预测（2022E-2030E，亿美元）	20
图 21：未来 5-10 年受合成生物学影响最大行业	20
图 22：川宁生物完善合成生物学的全产业链布局	20
图 23：绿色循环产业园项目主要产品及产能情况梳理	21
图 24：2023 年川宁生物主营业务收入占比按产品分	23
图 25：2018-2023 年川宁生物盈利能力及费用率	23
图 26：6-APA 市场产能占有率	23
图 27：6-APA 国内市场价格走势（截至 2024 年 4 月）	23
图 28：硫氰酸红霉素市场产能占有率	24
图 29：硫氰酸红霉素国内市场价格走势（截至 2024 年 4 月）	24
图 30：7-ACA 市场产能占有率	24
图 31：7-ACA 国内市场价格走势（截至 2024 年 4 月）	24
图 32：行业主要公司输液板块的营收（单位：亿元）	26
图 33：辰欣药业半开放式、封闭式输液容器毛利率对比（单位：%）	27
图 34：行业主要公司输液板块的毛利率（单位：%）	27

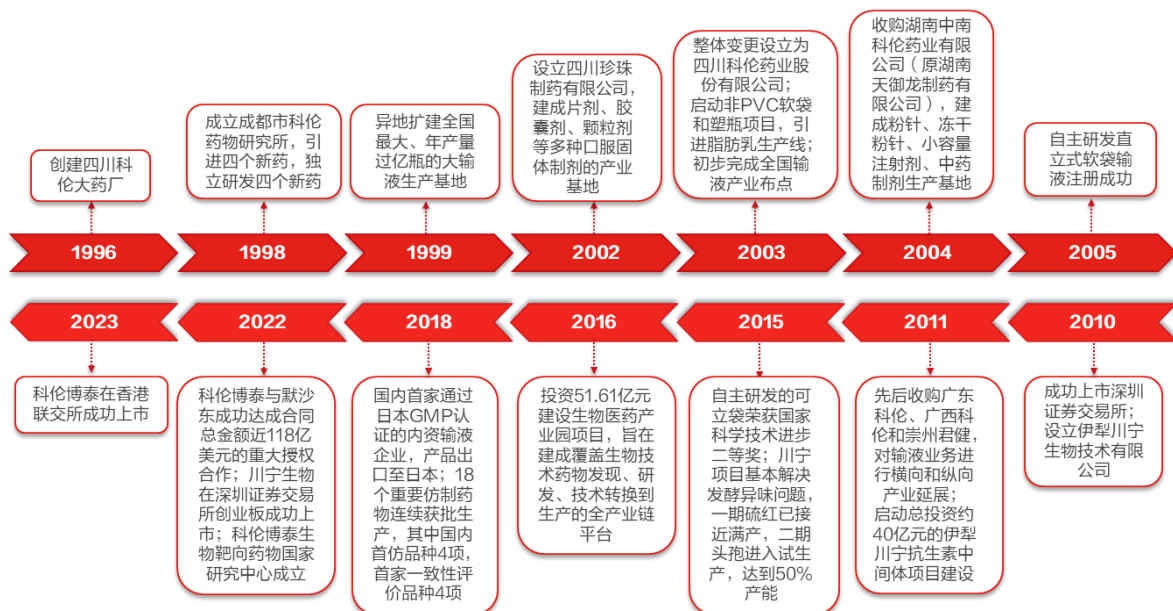
图 35：2023 年样本医院肠外营养产品竞争格局.....	28
图 36：可比公司估值表.....	29
表 1：科伦药业高管履历梳理（截至 2023 年 12 月 31 日）.....	8
表 2：科伦博泰 ADC 管线图（截至 23 年年报）.....	10
表 3：Trodelvy 已获批适应症.....	12
表 4：全球 TROP2 ADC 药物研发情况.....	12
表 5：SKB264、Trodelvy 和 DS-1062 在结构设计上的对比.....	13
表 6：主要 TROP2 ADC 药物治疗 TNBC 临床数据对比（非头对头）.....	13
表 7：SKB264 治疗 NSCLC 的临床数据.....	14
表 8：中国获批上市的 HER2 ADC.....	15
表 9：主要的 HER2 ADC 药物设计对比.....	15
表 10：主要 HER2 ADC 治疗 HER2+BC 临床数据（非头对头）.....	16
表 11：科伦博泰非 ADC 研发管线（截至 23 年年报）.....	16
表 12：治疗 RM-NPC 的 PD-1/PD-L1 的临床数据对比（非头对头）.....	17
表 13：国内主要 RET 抑制剂梳理.....	18
表 14：西妥昔单抗及其类似物梳理.....	18
表 15：主要研发管线最新进展梳理（截至 2023 年 12 月 31 日）.....	21
表 16：川宁生物 2023 年股权激励计划梳理.....	22
表 17：抗生素中间体产品梳理.....	22
表 18：非输液仿制药部分重点品种 23 年样本医院销售情况（百万元，%）.....	24
表 19：第七、九批集采涉及非输液品种样本医院销售额占比.....	25
表 20：非输液仿制药中首仿/首家药物梳理（2017 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日获批）.....	25
表 21：科伦药业输液产品与传统输液产品对比.....	26
表 22：主要注射液产品销售额及市场份额.....	27

一、科伦药业：三轮驱动，创新步入正轨

产业资本深度融合，构建“品”字型架构平台。科伦药业创立于1996年，于2010年在深交所上市，主营业务从最初的输液扩充到抗生素中间体、仿制药和创新药，2022年分拆川宁生物在创业板上市，2023年科伦博泰登陆香港联交所主板，现已形成由科伦药业、川宁生物和科伦博泰构成的“品”字型架构运营平台。

十二年创新转型，商业化曙光将至。仿制药领域，公司实现从单纯输液到全面发展的蜕变，建立覆盖肠外营养、细菌感染、体液平衡及中枢神经等疾病领域的核心优势产品集群，并在麻醉镇痛、生殖健康、糖尿病和造影等疾病领域逐步拓展强化，夯实在国内输液领域的领先地位；创新药领域，国内3款重磅产品SKB264、A166和A167上市在即。最值得注意的是，截至2024年5月21日，SKB264已由默沙东启动9项全球Ⅲ期临床，预计未来以其为核心的创新药产品矩阵将随着国内外研发进程推进带来商业化受益。

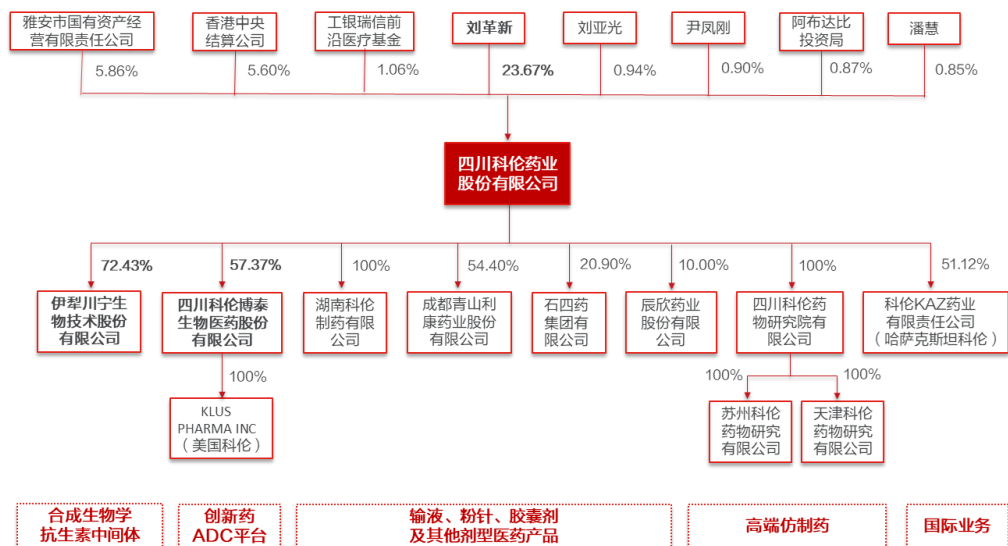
图 1：科伦药业发展历程和重要事件总结



数据来源：科伦药业官网，东方证券研究所

公司股权结构清晰，分别持有科伦博泰和川宁生物 57%、72%股份。截至2024年3月31日，公司创始人刘革新先生持股比例为23.67%，系科伦药业实际控制人，母公司科伦药业持有重要子公司科伦博泰 57.37%股份、川宁生物 72.43%股份。

图 2：科伦药业股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）



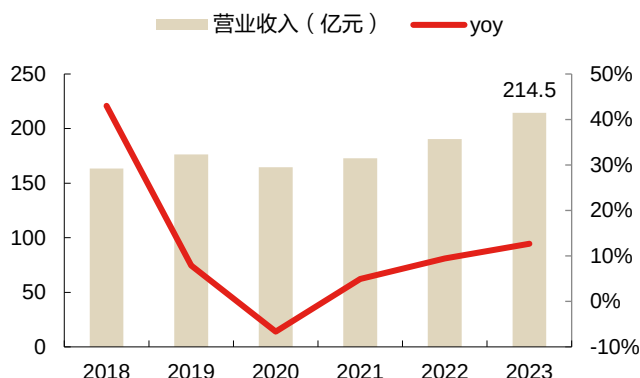
数据来源：Wind，科伦药业 2023 年报及 2024 年第一季度报告，辰欣药业 2023 年报，东方证券研究所

1.1 创新转型步入正轨，盈利能力持续改善

业绩延续高增长态势。2018-2023 年，公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 5.6%和 15.2%，其中 2020 年业绩增速探底主要系新冠疫情影响。随着正常诊疗活动及抗生素终端需求恢复、仿制药不断获批、集采执行放量和创新药海外授权推进，业绩持续向好。

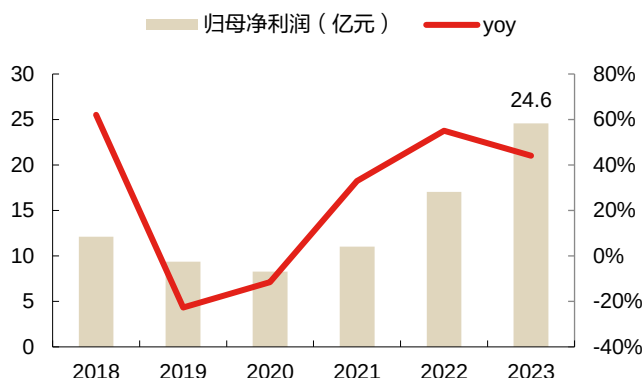
2023 年，公司营收和归母净利润增速高达 12.7%和 44.0%，其中盈利增速更高的原因主要系：封闭式输液销量占比提升、川宁生物主要产品量价齐升、科伦博泰按照合作协议收到默沙东预付款以及降本增效。

图 3：2018-2023 年科伦药业营收（亿元）及增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：2018-2023 年科伦药业归母净利润（亿元）及增速

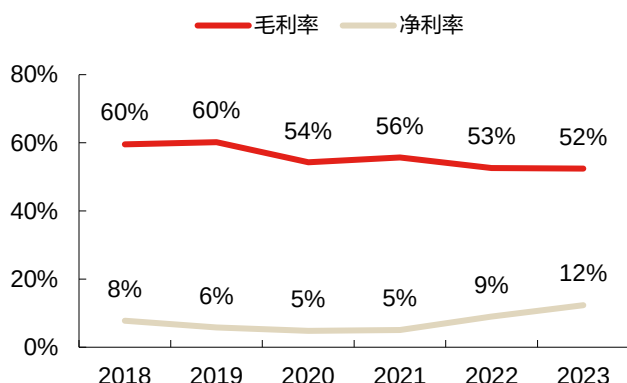


数据来源：Wind，东方证券研究所

费用管控出色，净利率快速提升。2019-2023 年，公司毛利率由 60.2%下降至 52.4%，主要受疫情及集采影响：一方面，2023 年输液产销率 98.0%，较 2019 年 101.6%下降 3.6pcts；另一方面，输液品种参加国家或省级集采导致毛利率下降。2023 年公司净利率为 12.3% (+3.3pcts)，销售费用率降至 20.7% (-4.0pcts)，表明公司销售控费卓有成效，净利率不断攀升。

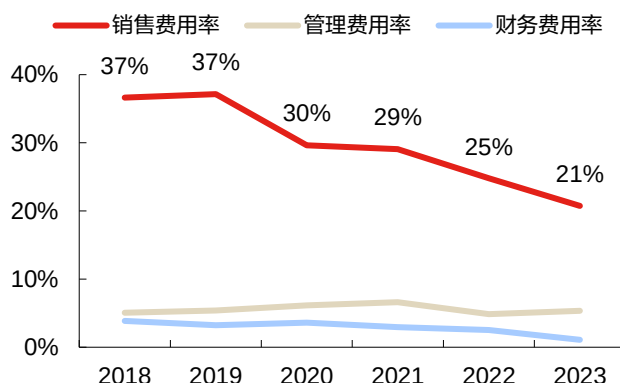
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 5：2018-2023 年科伦药业毛利率和净利率



数据来源：Wind，东方证券研究所

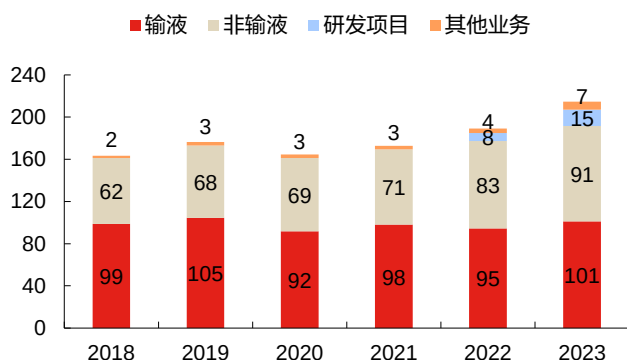
图 6：2018-2023 年科伦药业费用率情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

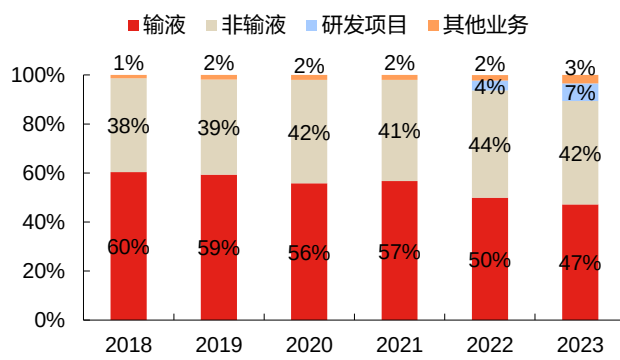
非输液营收占比已近半，与默沙东合作增厚业绩。2018-2023 年，公司非输液业务营收 CAGR 为 7.7%，占比由 38.2%提升至 42.2%，主要系抗生素中间体产品价格恢复、非输液新品获批销售放量及输液未恢复至疫情前正常水平。2022 年起新增研发项目，主要为科伦博泰与默沙东达成合作协议及有偿独家许可所获款项，2023 年研发项目实现收入 15.5 亿元，快速提升公司利润水平。

图 7：2018-2023 年科伦药业营收按项目拆分（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

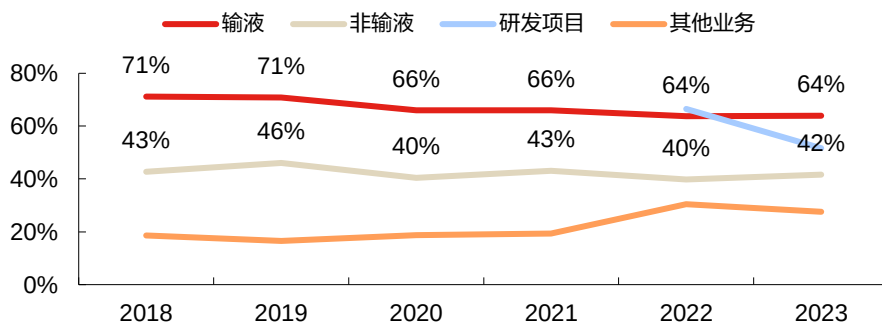
图 8：2018-2023 年科伦药业营收占比按项目拆分



数据来源：Wind，东方证券研究所

产品结构优化，输液基本盘维持高毛利。公司输液业务继续维持较高毛利率水平，2023 年其毛利率为 64.0%，较 22 年略有提升（+0.2pcts），主要系产品结构优化（密闭式输液占比+4.25pcts）。

图 9：2018-2023 年科伦药业毛利率按项目拆分



数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1.2 高管团队专业资深，研发投入厚积薄发

创始人坚定创新战略目标，资深高管团队执行高效。刘革新先生于 1996 年创办公司前身科伦大药厂并担任董事长至今，2012 年公司制定了“三发驱动”发展战略，即注射剂、抗生素全产业链和高技术内涵药物（优秀仿制药、创新药等），以创新为核心推动公司发展。公司管理层在多年经营中积累丰富经验，随着研发投入加大、高端人才引进，确保公司实现了长期可持续发展。

表 1：科伦药业高管履历梳理（截至 2023 年 12 月 31 日）

姓名	职务	背景
刘革新	董事长	硕士研究生学历。1996 年至今担任董事长，1996 至 2003 年期间担任总经理。刘革新先生是科伦药业创始人，2005 年荣获“全国劳动模范”荣誉称号，2015 年作为项目第一完成人荣获国家科技进步奖。
刘思川	总经理，董事	硕士研究生学历。2007 年任公司董事长助理，2009 年 6 月起任公司董事，2012 年 7 月任公司副总经理，2015 年 9 月起任公司总经理，2023 年荣获四川省科学技术进步二等奖。
卫俊才	副总经理	本科学历。2008 年起先后担任公司招投标事务部总经理和市场与招投标部总监，主管政策研究及市场准入工作，2012 年 7 月起任公司副总经理。卫俊才先生曾任四川省第三人民医院、深圳海王药业等单位医师、高级营销经理、营销总监等职务，2015 年参与项目荣获国家科技进步二等奖。
谭鸿波	副总经理	本科学历。1996 年起加入公司前身四川科伦大药厂，2006 年起任四川科伦药业股份有限公司新都基地总经理，2013 年 6 月起任公司副总经理。谭鸿波先生曾任职成轴集团公司轴承检测西南分中心，从事技术管理工作，2015 年参与项目荣获国家科技进步二等奖。
冯昊	副总经理，董事会秘书	硕士研究生学历。2014 年 4 月起任公司副总经理兼董事会秘书，目前兼任石四药集团有限公司非执行董事。冯昊先生曾任华中科技大学经济学院教师，太平人寿保险有限公司精算部分析员、上海华信惠悦(咨询)有限责任公司精算咨询顾问、平安证券有限责任公司投资银行部高级经理、国金证券股份有限公司投资银行部业务董事。
赖德贵	副总经理，财务总监	硕士研究生学历。2001 年加入公司前身四川科伦大药厂任会计、财务部副经理，2006 年起任公司会计机构负责人。2014 年 10 月起任公司副总经理兼财务总监。赖德贵先生曾任成都蓝风(集团)股份有限公司、成都蓝风集团(控股)有限公司会计、财务经理。
戈韬	副总经理	本科学历。1999 年加入公司前身四川科伦大药厂销售服务部，2003 年起任公司营销管理部执行总经理，负责东北、华北区域覆盖八省区的营销管理工作，2015 年 2 月起任公司副总经理。
吴中华	副总经理	本科学历。2004 年起先后任湖南中南科伦药业有限公司生产部长，四川珍珠制药有限公司总经理、河南科伦药业有限公司总经理。2016 年 1 月起任公司副总经理。吴中华先生曾任职湖南省岳阳市制药二厂、湖南天御龙药业有限公司。
丁南超	副总经理	本科学历。2008 年起先后担任公司营销管理部区域销售助理、经理、副总监，新药销售部销售总监，2020 年 4 月起任公司副总经理，分管新药营销板块。
樊文弟	副总经理	MBA 在读。2008 年起先后任公司营销管理部区域销售经理、执行总经理，湖北科伦医贸有限公司兼江西科伦医贸有限公司总经理。2021 年 1 月起任公司营销中心总经理，2022 年 4 月起任公司副总经理，分管营销方面相关工作。樊文弟先生曾任湖北省医药行业协会第三届常务理事。
廖益虹	副总经理	硕士研究生学历。2014 年 12 月起任公司内部审计负责人，2022 年 4 月起任公司副总经理，分管采购方面相关工作。廖益虹女士曾任职国际四大会计师事务所普华永道和毕马威。
王亮	副总经理	北京大学硕士。2005 年起先后任公司质量监管中心副总监、总监，2022 年 4 月起任公司副总经理，分管质量方面工作。王亮女士曾任职成都康弘制药、北京博尔达医药科技有限公司、成都远志达医药科技有限公司，现任中国医药质量管理协会专家、四川省医保化协会副秘书长、四川省药学会药分专委会委员。

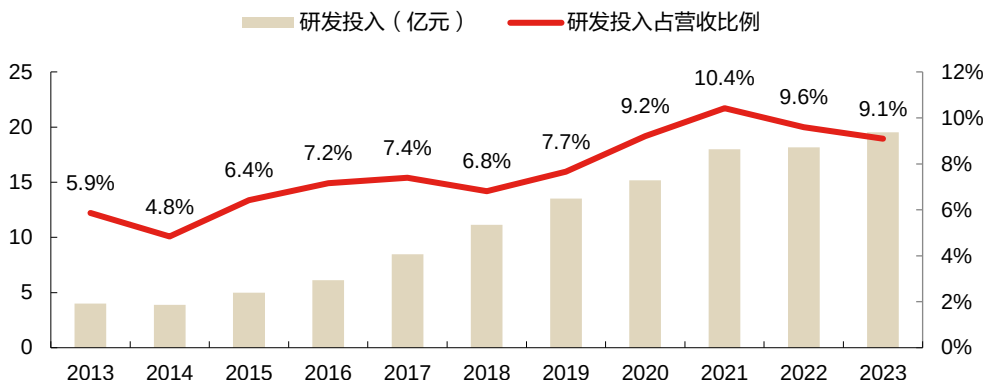
数据来源：科伦药业官网，科伦药业 2023 年报，东方证券研究所

研发投入高速增长，仿制创新良性循环。2013-2023 年，公司累计研发投入超 122 亿元，CAGR 高达 17.2%，近 3 年研发投入营收占比均在 10%左右。前期高强度的研发投入已进入收获期：创

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

新药领域，2022 年实现多项创新专利海外授权，总交易金额近 118 亿美元；仿制药领域，2017 年至 2023 年获批 164 项产品，实现从单纯输液到全面综合的蜕变。

图 10：2013-2023 年科伦药业研发投入情况



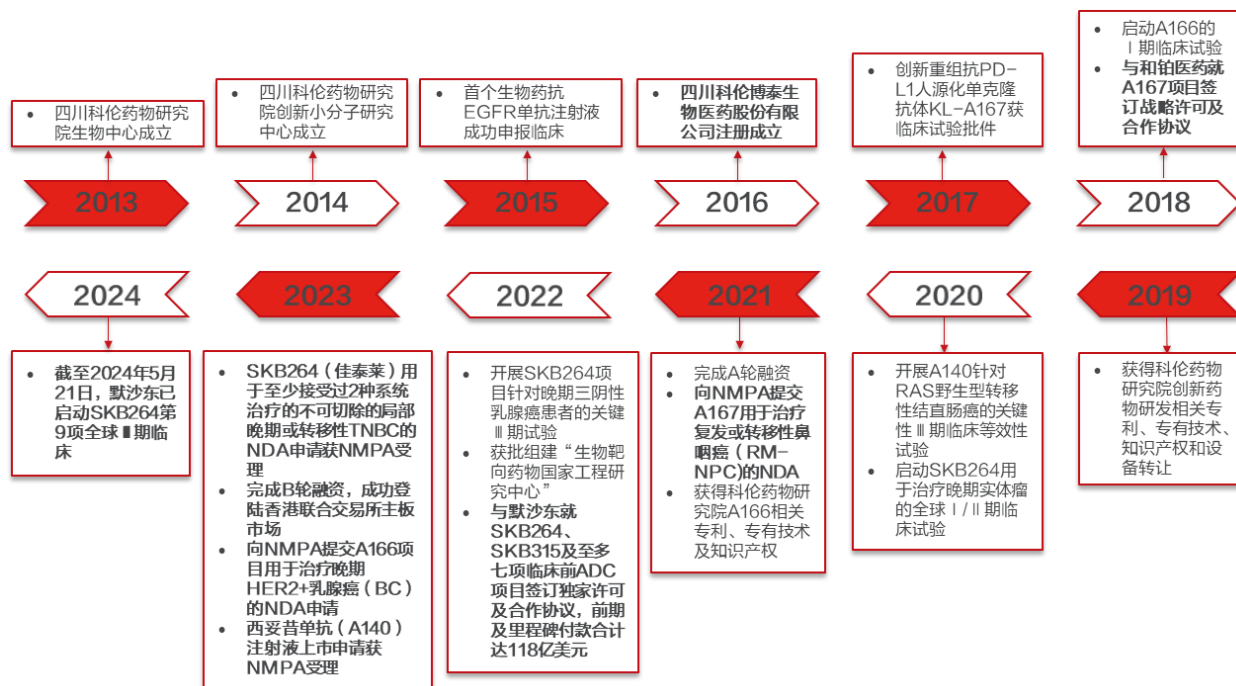
数据来源：Wind，东方证券研究所

二、创新药板块：科伦博泰为国内 ADC 龙头，产品即将步入收获期

2.1 ADC 平台国际领先，与默沙东强强联合

子公司科伦博泰为国内 ADC 领域先行者。科伦博泰生物-B(06990，未评级)前身是 2013 年成立的四川科伦药物研究院生物中心，在抗体药物偶联物（ADC）开发方面已积累超过十年经验，是中国首批也是全球为数不多的建立一体化 ADC 研发平台的公司之一。

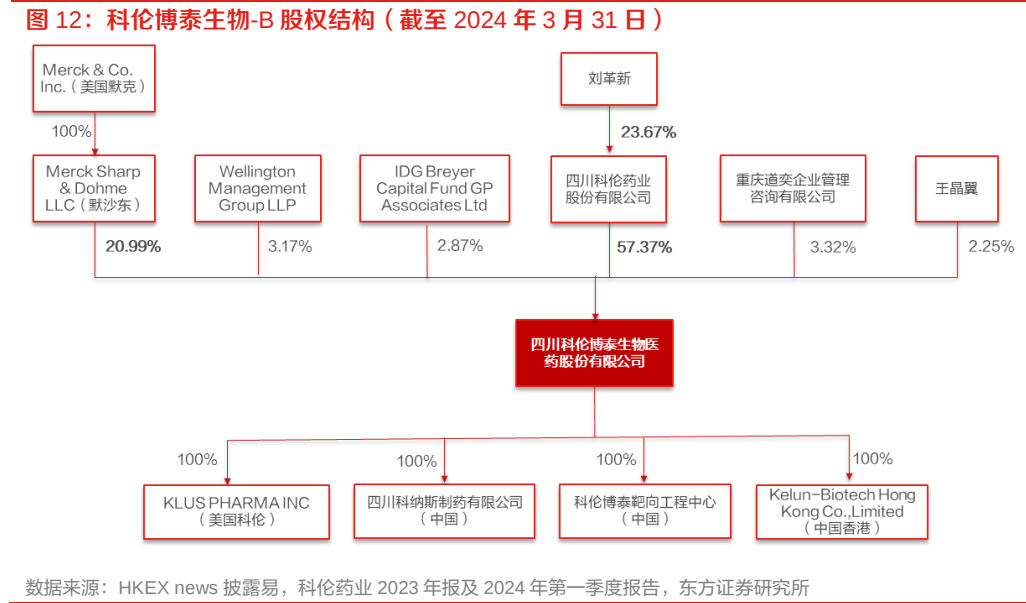
图 11：科伦博泰发展历程及重要事件



数据来源：科伦博泰官网，clinicaltrials.gov，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

ADC 研发能力受默沙东充分认可，国内商业化资源丰富。截至 2024 年 3 月 31 日，默沙东持有科伦博泰约 20.99%股份，系除科伦药业外最大股东。此外，科伦博泰与默沙东达成的许可及合作协议证明了公司 ADC 药物开发能力和管线临床价值，尤其是 SKB264 与默沙东的 Keytruda（K 药）联用潜力巨大。商业化方面，国内市场将借助科伦药业强大品牌、资源、行业关系网络支持，海外市场将随着默沙东推进临床试验、触发销售里程碑带来收获。



2.2 多款 ADC 产品将进入商业化阶段

年内 2 款重磅 ADC 产品有望接连上市。TROP2 ADC 治疗 3L+晚期三阴性乳腺癌（TNBC）预计年内上市，HER2 ADC 用于治疗 3L+HER2 阳性乳腺癌预计年底或明年初上市，管线迎来密集收获期。

表 2：科伦博泰 ADC 管线图（截至 23 年年报）

产品	靶点	适应症	治疗线数	临床前	Ia 期	Ib/II 期	注册关键 II 期/III 期	NDA	商业化权益/合作方
SKB264	TROP2	TNBC	3L+	★NDA 已受理，有望年内上市					大中华区/默沙东（大中华区除外）
			1L	★					
			1L	联合/不联合 A167					
		HR+/HER2-BC	2L+	★					
			1L	联合/不联合 A167					
		EGFR 突变型 NSCLC	3L						
			2L	★					
			1L/2L	联合 K 药和/或化疗					
		EGFR 野生型 NSCLC	1L	联合奥西替尼					
			1L	与 A167 联用（±铂类化疗）					
		结肠癌	2/3L	联合 K 药					

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

		卵巢癌	2L	联合 K 药				
		尿路上皮癌	1L	联合 K 药				
		CRPC	2L+	联合 K 药				
		胃癌	2L+					
		卵巢癌（耐铂药）	/					
		小细胞肺癌	/					
		尿路上皮癌	/					
		头颈部鳞状细胞癌	/					
		食管癌	/					
A166	HER2	HER2+BC	3L+	NDA 已受理，有望年底或明年初上市			全球	
			2L+					
		HER2+GC	2L+					
		HER2+CRC	3L+					
SKB315	CLDN18.2	实体瘤	/	全球				默沙东（全球）
SKB410	Nectin-4	实体瘤	/					
SKB501	/	实体瘤	/	已 提 交 IND 申请				默沙东（全球/中国大陆、香港、澳门除外）

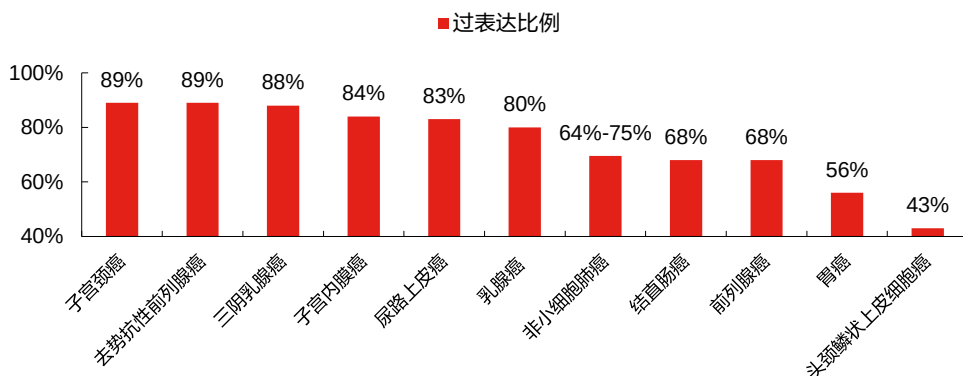
数据来源：科伦博泰官网，科伦博泰 2023 年报，东方证券研究所

注：★为获得突破性认证；TNBC：三阴性乳腺癌；HR+/HER2-BC：雌激素阳性 HER2 阴性乳腺癌；NSCLC：非小细胞肺癌；CRPC：去势抵抗性前列腺癌；CRC：结肠直肠癌

2.2.1 SKB264：首款国产 TROP2 ADC，多适应症潜力大

TROP2 介导与肿瘤相关的信号通路并在多种肿瘤中过表达。TROP2（滋养层细胞表面抗原 2）主要通过调节钙离子信号通路和细胞周期蛋白的表达，减少纤维连接蛋白的粘附，促进肿瘤细胞的生长、增殖和转移。TROP2 在乳腺癌、肺癌、子宫颈癌等多种恶性肿瘤中过表达，使其成为癌症治疗中有吸引力的靶点。

图 13：TROP2 在多种肿瘤中过表达



数据来源：科伦博泰招股书，东方证券研究所

目前无国产 Trop2 ADC 药物上市，全球仅 Trodelvy 上市，销售数据亮眼。吉利德的 Trodelvy 最初于 2020 年 4 月由 FDA 获批用于 2L+ 转移性三阴性乳腺癌（mTNBC）患者，后又陆续获批尿路

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

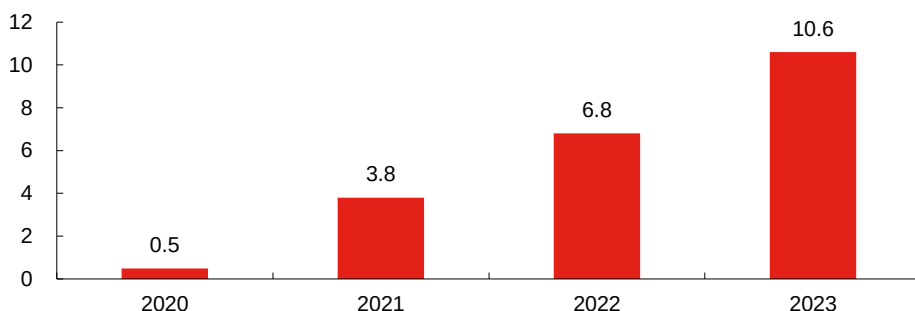
上皮癌和 HR+/HER2-乳腺癌，目前在国内已获批 2L+ mTNBC 适应症。凭借新适应症的接续获批，Trodelvy 自上市以来销售额一直稳步上升，2023 年已突破 10 亿美元。

表 3：Trodelvy 已获批适应症

地区	适应症	获批时间	治疗方式	治疗线数
美国	不可切除局部晚期或转移性 TNBC	2020/4	单药	2L+
	局部晚期或转移性 UC	2021/4	单药	2L
	HR+/HER-BC	2023/2	单药	3L+
中国	局部晚期不可切除或转移性 TNBC	2022/6	单药	2L+

数据来源：公司招股书，药渡数据，东方证券研究所

图 14：Trodelvy 全球销售额（单位：亿美元）



数据来源：吉利德科学 2023 年报，吉利德科学 2021 年报，东方证券研究所

公司 SKB264 为国内首款 TROP2 ADC，有望于年内获批上市。2023 年 12 月，SKB264 用于治疗 3L+TNBC 的 NDA 已获 CDE 受理，并纳入优先审评审批，有望成为国内上市的首款国产 TROP2 ADC 药物。公司领先优势较大，目前国内仅恒瑞医药的 SHR-A1921 于年初进入临床三期。

表 4：全球 TROP2 ADC 药物研发情况

药物名称	公司	中国最高研发状态	全球最高研发状态
Trodelvy	吉利德	获批上市	获批上市
SKB264	科伦博泰	NDA (于 23/12 受理)	NDA
DS-1062	第一三共/阿斯利康	NDA (于 24/3 受理)	NDA
SHR-A1921	恒瑞医药	临床 II 期	III 期
BL-M02D1	百利天恒	临床 II 期	临床 II 期
ESG-401	诗健生物	临床 II 期	临床 II 期
DB-1305	映恩生物	临床 II 期	临床 II 期
BAT-8008	百奥泰	临床 II 期	临床 II 期
9MW-2921	迈威生物	临床 II 期	临床 II 期
FDA018	复旦张江	临床 II 期	临床 II 期
MHB036C	明慧医药	临床 I 期	临床 II 期
BIO-106	百凯医药	未申报	临床 II 期
DAC-002	多禧生物	临床 I 期	临床 I 期

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

FZ-AD004	复旦张江	临床 I 期	临床 I 期
----------	------	--------	--------

数据来源：药智数据，药渡数据，东方证券研究所

SKB264 的优势主要体现在：

- 1) 通过差异化药物设计来改善治疗窗口。具体看，SKB264 采用：①将具有中等的细胞毒性的有效载荷以高 DAR 与 TROP2 单抗偶联；②科伦博泰专有的药物连接子策略 Kthiol；③新型碳酸盐键连接抗体与有效载荷的差异化设计，改善 ADC 稳定性并减少脱靶及在靶脱瘤毒性。

表 5：SKB264、Trodelyv 和 DS-1062 在结构设计上的对比

	SKB264	Trodelyv	DS-1062
公司	科伦博泰	吉利德	第一三共/阿斯利康
抗体	TROP2 单抗	TROP2 单抗	Datopotamab
抗体亲和力	0.31KD nM	0.29KD nM	0.74KD nM
Payload	KL610023（贝洛替康衍生物）	SN-38（伊立替康的水溶性代谢物）	Deruxtecan（Exatecan 衍生物）
Linker	含 2-甲磺酰基嘧啶的 CL2A 连接子	含马来酰亚胺的 CL2A 连接子	GGFG 连接子
Linker 裂解方式	pH 依赖性&酶促	pH 依赖性&酶促	酶促
Linker 稳定性	中	低	高
偶联方式	不可逆位点特异性甲磺酰基嘧啶-硫醇偶联	可逆位点特异性马来酰亚胺-硫醇偶联	可逆位点选择性马来酰亚胺-硫醇偶联
DAR	7.4	7.6	4
旁观者效应	有	有	有
与 SKB264 的主要区别	/	由于不可逆的连接子 mAb 偶联及差异化的有效载荷结构，SKB264 的血浆稳定性得到改善	由于 CL2A 连接子的亲水性更强，即使 DAR 值较高，SKB264 仍具有良好的 ADC 亲水性；SKB264 与 KL610023 相关的 ILD 毒性风险极小

数据来源：科伦博泰招股书，东方证券研究所

- 2) 瞄准高患病率或难治癌种，在肺癌、乳腺癌、胃癌等癌种中显示出优异疗效。

乳腺癌方面，SKB264 治疗 TNBC 的有效性和安全性优势突出。从有效性角度看，SKB264 单药治疗 TNBC 的 ORR 为 42.4%，DCR 为 76.3%，mDOR 为 11.5 个月，mPFS 为 5.7 个月，mOS 长达 16.8 个月。安全性方面，没有观察到间质性肺病、3 级以上的腹泻，考虑到 Trodelyv 由于重度中性粒细胞减少症及严重腹泻原因被 FDA 给予黑框警告，SKB264 在安全性方面有望改善。另外，SKB264 联合 A167 治疗 1L TNBC 的临床试验中 ORR 为 85.7%，DCR 为 100%，其中 6 例患者实现 PR（部分缓解）。

表 6：主要 TROP2 ADC 药物治疗 TNBC 临床数据对比（非头对头）

	SKB264		Trodelyv	DS-1062	
阶段	II 期	II 期	III 期	I 期	Ib/II 期
治疗线数	3L+	1L	3L+	3L+	1L

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

用法用量	单药 4mg/kg 或 5mg/kg Q2W	单药 5 mg/kg+ A167 900 mg Q2W	单药 10mg/kg 三周两次	对照组化疗	单药 6mg/kg 或 8mg/kg	单药+ 度伐利尤单抗
患者数	59	8	235	233	44	61
ORR (客观缓解率)	42.4% (25/59)	85.7%	33.2%	6.4%	32%	73.6%
DCR (疾病控制率)	76.3% (45/59)	100%	/	/	80%	/
mPFS (中位无进展生存期)	5.7 个月	/	5.6 个月	1.7 个月	4.4 个月	/
mOS (中位总生存期)	16.8 个月	/	12.1 个月	6.7 个月	13.5 个月	/
mDOR (中位缓解持续时间)	11.5 个月	/	6.9 个月	3.0 个月	/	/
≥3 级 TRAE (治疗相关不良事件)	59.3% (35/59)	37.5% (3/8)	/	/	/	/
最常见的≥3 级 TRAE	中性粒细胞减少	25.4%	12.5%	51%	33%	2%
	血小板减少	16.9%	12.5%	10%	5%	/
	腹泻	/	/	10%	< 1%	/
	贫血	22%	/	8%	5%	2%
ILD (间质性肺病)	无	/	/	/	无	3.3% (2/61)

数据来源：科伦博泰官网，科伦博泰招股书，clinicaltrials.gov，PubMed，医药魔方，东方证券研究所

肺癌方面，从 EGFR 突变型 NSCLC 切入，有望取得突破性进展。最新 2024 AACR 公布的数据显示，SKB264 治疗 NSCLC 总体 ORR 为 43.6%，中位 DOR 为 9.3 个月。更值得关注的是，EGFR 野生型患者的 mOS 达到 14.1 个月。目前 EGFR 野生型患者仍以化疗为主，并不能从常见的 EGFR 抑制剂中有效获益。并且，竞品 Trodelvy 和 DS-1062 均在 NSCLC 三期遇挫，因此，SKB264 有望为肺癌患者带来全新的治疗选择，并进一步加强其 BIC 的市场地位。

表 7：SKB264 治疗 NSCLC 的临床数据

有效性数据	总体人群 (N=43)	EGFR 突变型(N=22)	EGFR 野生型		
			总计(N=21)	非鳞状(N=9)	鳞状(N=12)
ORR	43.6%	60.0%	26.3%	22.2%	30.0%
中位 DOR	9.3 个月	8.7 个月	9.6 个月	/	/
中位 PFS	7.2 个月	11.5 个月	5.3 个月	5.8 个月	5.1 个月
中位 OS	22.6 个月	22.7 个月	14.1 个月	16.2 个月	12.8 个月
12 个月 OS 率	69.0%	81.0%	57.1%	66.7%	50.0%
18 个月 OS 率	56.5%	76.2%	35.9%	44.4%	30.0%

数据来源：2024 AACR，医药魔方，东方证券研究所

2.2.2 A166：国内首款乳腺癌 HER2 ADC 上市在望

A166 上市在即，有望成为首款治疗乳腺癌的国产 HER2 ADC。目前，国内已有 3 款 HER2 ADC 药物获批上市，分别为罗氏的恩美曲妥珠单抗、荣昌生物的 RC48 和第一三共的 Enhertu。其中，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

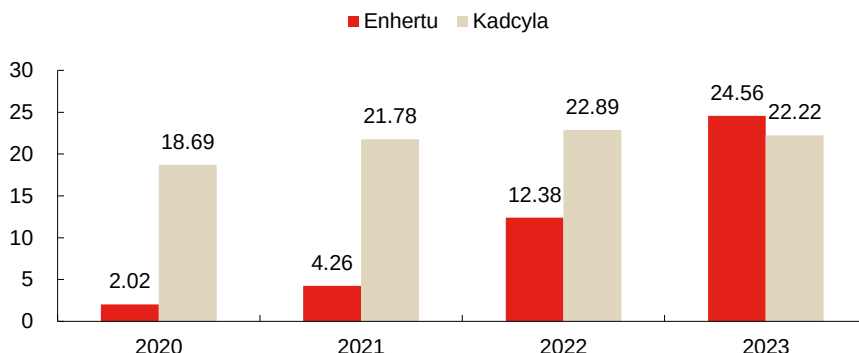
恩美曲妥珠单抗和Enhertu主要用于治疗乳腺癌，2023年全球销售额分别为22.22亿美元和24.56亿美元，而RC48主要用于治疗胃癌和尿路上皮癌。A166用于治疗3L+ HER2+乳腺癌适应症的上市申请已于23年5月获得受理，有望于年底或明年初上市。

表 8：中国获批上市的 HER2 ADC

药物	公司	国内获批适应症	治疗线数	全球获批时间	国内获批时间
恩美曲妥珠单抗 (Kadcyla)	罗氏	HER2+早期 BC	佐剂（手术后）	2013/2	2020/1
		HER2+不可切除的局部晚期或转移性 BC	2L		2021/6
爱地希 (RC48)	荣昌生物	HER2 过表达局部晚期或转移性 GC	3L	/	2021/6
		HER2+局部晚期或转移性 UC	2L	/	2022/1
Enhertu (DS-8201)	第一三共/阿斯利康	HER2+不可切除或转移性 BC	2L+	2019/12	2023/2

数据来源：科伦博泰招股书，药融云，东方证券研究所

图 15：HER2 ADC 全球销售额（单位：亿美元）



数据来源：医药魔方，药渡数据，东方证券研究所

在分子设计方面，采用强力有效载荷的低 DAR 定点偶联方式。A166 采用高细胞毒性有效载荷 duostatin-5，通过稳定酶可裂解连接子将其在低 DAR 的条件下与曲妥珠单抗偶联，确保 HER2 靶点的有效识别和结合，进而发挥强效肿瘤细胞杀伤作用。另外，与其他 HER2 ADC 相比，A166 使用的位点特异性偶联技术实现了一致低 DAR，具有更高的 ADC 同质性。

表 9：主要的 HER2 ADC 药物设计对比

药物名称	A166	Kadcyla/T-DM1	爱地希	Enhertu/DS-8201
抗体	曲妥珠单抗	曲妥珠单抗	维迪西妥单抗	曲妥珠单抗
Linker	Val-Cit 连接子	MCC 连接子	Val-Cit 连接子	GGFG 连接子
Payload	Duo5	DM1	MMAE	Druxtecan
Payload 类型	微管蛋白抑制剂	微管蛋白抑制剂	微管蛋白抑制剂	TOPO I 抑制剂
偶联方式	稳定的位点特异性赖氨酸偶联，	随机的赖氨酸偶联	可逆的非位点特异性半胱氨酸偶联	可逆的位点特异性半胱氨酸偶联

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

DAR	2	3.5	4	8
-----	---	-----	---	---

数据来源：科伦博泰招股书，东方证券研究所

A166 针对三线 HER2+乳腺癌疗效较好，已启动与 T-DM1 头对头的三期试验。一期实验中，A166 治疗末线 HER2+乳腺癌临床数据疗效较好，总体安全且耐受性良好，在所有剂量组中均未观察到剂量限制性毒性。目前，A166 已达到关键二期试验的主要终点。同时，于 2023 年 6 月启动 2L+ HER2+乳腺癌的临床三期试验，计划入组 356 名病例，头对头挑战 T-DM1。

表 10：主要 HER2 ADC 治疗 HER2+BC 临床数据（非头对头）

药物名称	A166		DS-8201 VS T-DM1		RC48
阶段	I 期		III 期		I 期
患者基线	中位线数 4L		中位线数 1L	中位线数 2L	中位既往治疗线数 3L
用法用量	4.8mg/kg Q3W	6.0mg/kg Q3W	5.4mg/kg Q3W		0.5、1.0、1.5、2.0、 2.5mg/kg Q2W
患者数	23	35	261 VS 263		23
ORR	73.91%	68.57%	79.7% VS 34.2%		72.7%
DCR	82.6%	80.0%	CR 率 21.1% VS 9.5%		/
mPFS	12.3 月	9.4 月	NE (18.5-NE) VS 6.8 (5.6-8.2)		/
12 个月 OS 率	/	/	94.1% VS 85.9%		/
mOS	/	/	/		/
mDOR	11.0 月	8.3 月	NE (20.3-NE) VS NE (12.6-NE)		/
≥3 级 TRAE	61% (47/77)		52.1% VS 48.3%		/
最常见的≥3 级 TEAE/TRAE	角膜上皮病变 (34.5%) 视线模糊 (22.4%) 溃疡性角膜炎 (10.3%)		中性粒细胞减少：19% VS 3.1% 血小板减少：7% VS 24.9% 白细胞减少：6.6% VS 0.4% 恶心：6.6% VS 0.4%		白细胞减少 (4.3%) 谷草转氨酶升高 (4.3%) 中性粒细胞减少 (13%)
间质性肺病	/		8.2% VS 1.1%		/

TRAE：治疗相关不良反应

数据来源：科伦博泰官网，科伦博泰招股书，clinicaltrials.gov，PubMed，医药魔方，东方证券研究所

2.3 非 ADC 管线储备丰富，核心单品变现在即

肿瘤领域多款管线即将上市。A167（PD-L1）和 A140（EGFR 生物类似药）两款药物 NDA 均已获得受理，有望于年内或明年初上市；A400（RET 抑制剂）用于治疗 RET+非小细胞肺癌预计今年内提交 NDA。

非肿瘤领域前瞻性布局，包括类风湿关节炎、斑秃、哮喘、血栓栓塞性疾病等，市场空间大，具备长期增长潜力。

表 11：科伦博泰非 ADC 研发管线（截至 23 年年报）

治疗领域	产品	靶点	分子类型	适应症	治疗线数	临床前	Ia 期	Ib/II 期	注册关键 II 期/III 期	NDA	商业化权利/合作方
肿瘤	A167	PD-L1	大分子	鼻咽癌	3L+	NDA 已受理，有望年内上市					

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

					1L	联合化疗		大中华区/HARBOUR (大中华区除外)
	A140	EGFR 生物类似药	大分子	结直肠癌	/	NDA 已受理		全球
	A400	RET	小分子	RET+NSCLC	1L			大中华区及部分亚洲地区
				RET+NSCLC	2L+			/ELLIPSES (大中华区及部分亚洲地区除外)
				RET+MTC 及其他 RET+实体瘤	/			
	SKB337	PD-L1/CTLA4	大分子	实体瘤	/			全球
	A289	LAG3	大分子	实体瘤	/			全球
	A296	STING	小分子	实体瘤 (通过静脉注射给药)	/			全球
				实体瘤 (通过瘤内注射给药)	/			
非肿瘤	A223	JAK1/2	小分子	类风湿性关节炎	/			全球
				斑秃	/			
	A277	KOR	小分子	CDK-aP	/			全球
	SKB378	TSLP	大分子	哮喘	/			全球/HARBOUR (共同开发)
	SKB336	FXI/FXIa	大分子	血栓栓塞性疾病	/			全球

数据来源：科伦博泰招股书，科伦博泰 2023 年报，东方证券研究所

非 ADC 的核心管线主要有：

- 1) **A167：IO（肿瘤免疫疗法）+ADC 潜力不断释放，单药治疗鼻咽癌（NPC）已提交 NDA。**
目前，公司正在积极探索 A167 联用 TROP2 ADC 在早线治疗的可行性，目前已有三项 II 期临床开展中：与 SKB264 联用治疗 1L NSCLC、1L TNBC，以及 1L HR+/HER2- 乳腺癌。在单药治疗 3L RM-NPC 患者中的二期临床实验中，A167 的 ORR 为 26.5%，DCR 为 56.8%，中位 PFS、OS 及 DOR 分别为 2.8 个月、16.2 个月及 12.4 个月。

表 12：治疗 RM-NPC 的 PD-1/PD-L1 的临床数据对比（非头对头）

	A167	卡瑞利珠单抗	特瑞普利单抗	替雷利珠单抗
阶段	II 期	III 期	III 期	III 期
治疗线数	3L	1L	1L	1L
用法用量	900mg Q2W	200mg Q2W	特瑞普利单抗+化疗 Q3W	替雷利珠单抗+化疗 Q3W
患者数	153	156	146	131

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

ORR	26.5%	28.3%	77.4%	69.5%
DCR	56.8%	54.6%	/	89.3%
mPFS	2.8 月	3.7 月	11.7 月	9.2 月
mOS	16.2 月	18.7 月	/	/
mDOR	12.4 月	20.3 月	10.0 月	8.5 月

数据来源：PubMed, clinicaltrials.gov, ASCO, 东方证券研究所

- 2) **A400：新一代选择性 RET 抑制剂，有望于年内 NDA。**A400 是第二代高选择性小分子 RET 抑制剂，对 RET 的抑制作用远高于 VEGFR2、JAK1 和 JAK2。在 1L 和 2L+ 晚期 RET+NSCLC 的治疗 ORR 分别为 80.8% 和 69.7%，两个群组均报告 DCR >96%。此外，A400 已于近期获 FDA 授予孤儿药和快速通道资格认定。

表 13：国内主要 RET 抑制剂梳理

公司	药物名称	适应症	获批时间/研发状态
礼来/信达	塞普替尼	NSCLC	2022/10 获批
		髓样甲状腺癌	2022/10 获批
基石药业	普拉替尼	2L NSCLC	2021/3 获批
		甲状腺癌	2022/3 获批
		1L NSCLC	2023/6 获批
科伦博泰	A400	NSCLC	关键性 II / III 期
首药控股	SY-5007	NSCLC	关键性 II / III 期 (2023/7)

数据来源：科伦博泰招股书, clinicaltrials.gov, 东方证券研究所

- 3) **A140：与西妥昔单抗等效且安全性无明显差异。**西妥昔单抗在国内的专利保护于 2017 年到期，为生物类似药进入市场带来机会。目前，国内尚无西妥昔单抗生物类似药获批，公司递交的 A140 上市申请已于 23 年 9 月获 NMPA 受理。

表 14：西妥昔单抗及其类似物梳理

公司	药物名称	类型	适应症	获批时间/研发状态
默克	西妥昔单抗	原研	1L RAS 野生型 mCRC	2019/9 获批
			1L RM-HNSCC	2020/3
			1L LA-HNSCC	2022/6
迈博药业	CMAB009	西妥昔单抗类似物	结直肠癌	NDA (23/3 受理)
科伦博泰	A140	西妥昔单抗类似物	结直肠癌	NDA (23/9 受理)
安普泽生物	APZ001	西妥昔单抗类似物	结直肠癌	III 期
康宁杰瑞	KN-005	西妥昔单抗类似物	结直肠癌	III 期

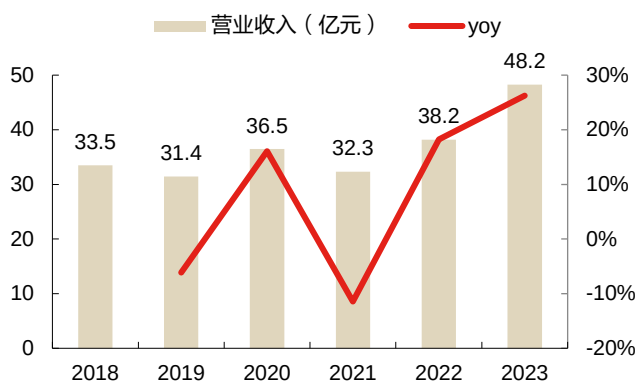
数据来源：科伦博泰招股书, 药渡数据, 东方证券研究所

三、非输液板块：抗生素中间体领军者，合成生物学&仿制药新品可期

3.1 川宁生物：生物发酵国内领先，合成生物前景可期

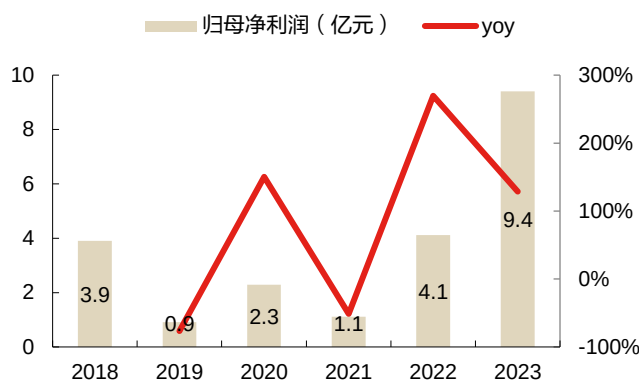
近年营收与利润均承压，2022 年迎来向上拐点。2018-2021 年，川宁生物(301301，未评级)营收和归母净利润 CAGR 分别为：-1.2%和-34.2%。2022-2023 年，公司营收同比增加 18.2%和 26.2%，归母净利润同比增加 269.6%和 128.6%，主要系市场需求恢复带动主要产品量价齐升、工艺技术提升降本增效、2021Q4 短暂停产导致利润低基数。

图 16：2018-2023 年川宁生物营收（亿元）及增速



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 17：2018-2023 年川宁生物归母净利润（亿元）及增速

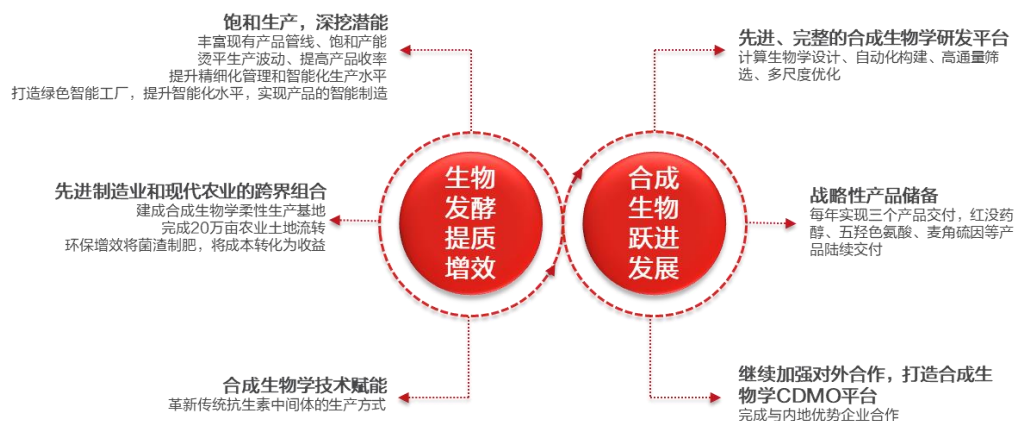


数据来源：Wind，东方证券研究所

3.1.1 合成生物学：乘行业高速增长 β ，打造全产业链布局 α

双轮驱动发展战略，创新布局合成生物学。公司坚持“双轮驱动”发展战略，一方面保持通过精细化管理及合成生物学技术的赋能，积极探索和利用 AI 技术，保持公司在生物发酵领域的领先地位；另一方面以上海研究院为创新驱动的桥头堡，通过自主创新与对外合作，打造合成生物学 CDMO 产业平台。

图 18：川宁生物的“双轮驱动”发展战略



数据来源：川宁生物 2023 年报，东方证券研究所

技术变革潜力巨大，整体处于早期阶段。合成生物学是通过工程化的思路，对生物体功能代码，如酶、合成途径及底盘细胞的代谢调控网络等进行重编以设计出带有新型功能的生命体，并完成特定用途的一门崭新科学。受益于基因合成、编辑等领域内的长足进步，合成生物学逐渐发展成了以“设计-构建-测试-学习”（DBTL 循环）为核心的研发模式和发酵为主导的放大生产模式。

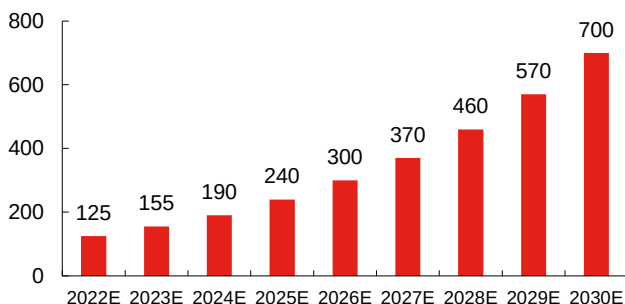
图 19：合成生物学研发模式



数据来源：川宁生物 2023 年报，东方证券研究所

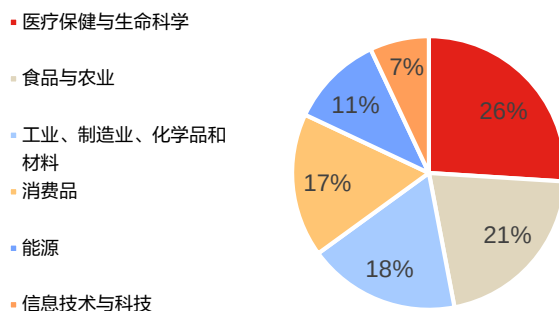
行业高速增长，适用领域广泛。根据 Arthur D. Little 分析，2022-2030 年全球合成生物学市场规模 CAGR 可达 24%，从 2023 年约 155 亿美元增至 2030 年的 700 亿美元以上。从 Arthur D. Little 的 2023 年全球专家调查看，医疗保健与生命科学（26%）是合成生物学最适用领域，其次是食品农业（21%），以及工业、制造业、化学品和材料（18%）。

图 20：全球合成生物学市场规模预测（2022E-2030E，亿美元）



数据来源：Arthur D. Little，东方证券研究所

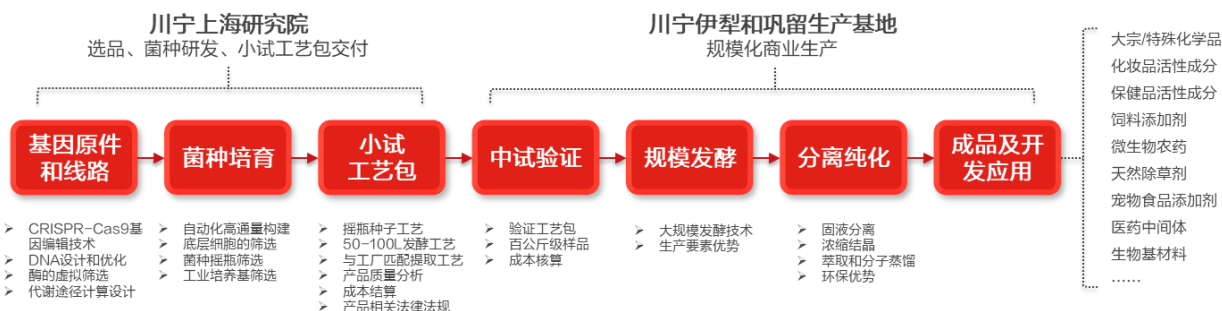
图 21：未来 5-10 年受合成生物学影响最大行业



数据来源：： Arthur D. Little，东方证券研究所

以菌种构建改造为核心，从研发到生产一体化布局。从国内外合成生物学发展历程来看，底盘菌种构建与改造是核心，产业化和选品能力为主要壁垒。川宁生物定位合成生物学研发、生产一体化产品型公司，已完成“研发—选品—放大生产”的商业化体系布局。

图 22：川宁生物完善合成生物学的全产业链布局



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：川宁生物 2022 年报，东方证券研究所

菌种研发智能高效，创新产品接力。川宁生物全资子公司锐康生物（即川宁上海研究院）以计算生物学进行菌种顶层设计，辅以自动化高通量菌种构建和筛选平台，在已有的大肠杆菌、酵母、链霉菌、枯草芽孢杆菌、谷氨酸棒状杆菌等 5 类优质底盘菌种基础上进行研发。

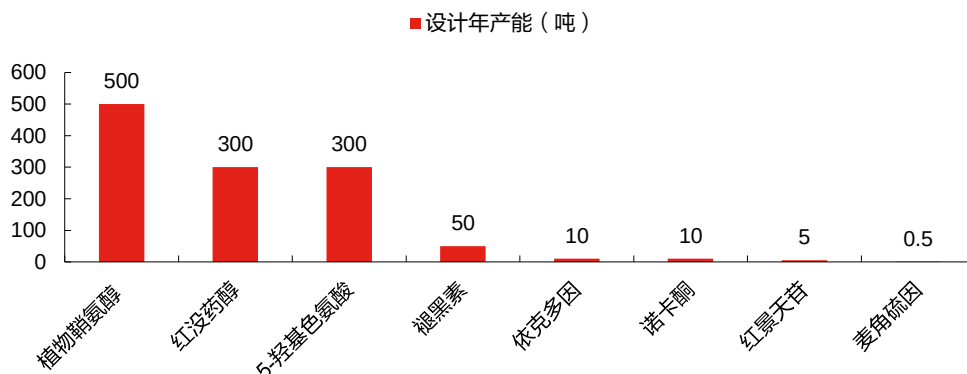
表 15：主要研发管线最新进展梳理（截至 2023 年 12 月 31 日）

行业	项目	产品描述	路线设计	菌种/酶构建	摇瓶试验	5-50L 小试	中试/生产	预计生产年份
医药中间体	RCE00	特戈拉赞						2022
化妆品原料	RCB06	红没药醇						2023
	RCB16	依克多因						2024
	RCE09	麦角硫因						2024
	RCB112	角鲨烷						2024
	RCB125	植物源功能化妆品原料						2024
保健品原料	RCB105	5-羟基色氨酸						2024
农业饲料	RCB14	肌醇						2024
	RCB136	饲料添加剂						2025
生物基材料	RCB138	生物基材料单体						2025
香精香料	RCB126	植物源香精香料						2025

数据来源：川宁生物 2023 年报，东方证券研究所

合成生物产能充足，已成功实现产品交付。2023 年 3 月，公司在新疆维吾尔自治区伊犁哈萨克自治州巩留县启动建设“绿色循环产业园项目”，该合成生物学项目占地 591 亩，分两期建设，预计总投资 10 亿元，其中一期项目建设有化妆品原料、保健品原料柔性生产线 2 条，已于 2023 年 12 月完成一期项目试车，并实现红没药醇、5-羟基色氨酸、依克多因、红景天苷、麦角硫因等产品商业化生产，标志着川宁生物已成为国内首批实现产品交付的合成生物学企业。

图 23：绿色循环产业园项目主要产品及产能情况梳理



数据来源：川宁生物 2023 年报，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

股权激励彰显发展信心，业绩考核涵盖新品落地。公司 2023 年发布限制性股票激励计划，以 4.74 元/股的授予价格向 38 名激励对象授予 1180 万股限制性股票，其中向 18 名核心研发人员授予 909 万股，占总授予数量的 77.03%。按照股权激励计划测算，2024-2025 年净利润需达到 5.93 和 7.11 亿元，且 2024-2025 年每年新增正式生产并形成收入的合成生物学产品不少于 2 个。

表 16：川宁生物 2023 年股权激励计划梳理

归属期	对应考核年度	目标值(公司层面归属比例 X=100%)	触发值(公司层面归属比例 X=80%)
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。

数据来源：川宁生物公告，东方证券研究所

对外合作实现共赢，推进 PHA 与 AI 落地。川宁生物与北京微构工场设立合资公司“微宁生物”，目标是利用合成生物技术生产生物降解材料 PHA（聚羟基脂肪酸酯），目前已通过川宁现有产线实现 2000 吨/年的 PHA 产能。此外，川宁生物与金理科技签订战略合作协议，将通过 AI 技术赋能发酵产业，用 AI 辅助合成生物学研发、新产品合作开发等。

3.1.2 抗生素中间体：成本环保竞争优势，盈利能力逐步释放

抗生素中间体领军者，全面推进生物发酵产业化。川宁生物是全球抗生素中间体市场的领军型企业，其中头孢类中间体产能国内第一，硫氰酸红霉素和青霉素类中间体产能国内第二，总产能约 16000 吨/年。

表 17：抗生素中间体产品梳理

分类		量产年份	名称	主要用途
大环内酯类中间体/抗生素		2016	硫氰酸红霉素	本品是红霉素的硫氰酸盐。作为兽药，用于革兰氏阳性菌和支原体的感染；作为原料药中间体用于生产红霉素、罗红霉素、阿奇霉素、克拉霉素等大环内酯类抗生素
β-内酰胺类	青霉素中间体	2017	6-APA（6-氨基青霉烷酸）	本品是生产半合成抗青霉素类抗生素氨苄西林(钠)和阿莫西林的重要中间体
		2017	青霉素 G 钾盐	本品主要用于生产青霉素类抗生素和部分头孢类抗生素，可用于生产医药中间体或直接生产青霉素钾、青霉素钠及克拉维酸钾等
	头孢类中间体	2017	7-ACA（7-氨基头孢烷酸）	本品主要用于头孢他啶、头孢曲松、头孢噻肟等药物生产
		2017	D-7ACA（去乙酰-7-氨基头孢烷酸）	本品主要用于合成头孢菌类药物的生产，例如合成头孢氨苄、合成头孢拉定、合成羟氨苄头孢菌素等药物

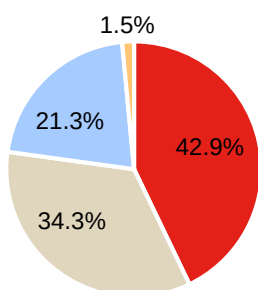
		2020	7-ADCA（7-氨基去乙酰氧基头孢烷酸）	本品主要用于合成头孢氨苄、头孢拉定和头孢羟氨苄等头 孢菌素类 药物
--	--	------	-----------------------	-----------------------------------

数据来源：川宁生物招股书，东方证券研究所

聚焦三大抗生素中间体，控费提升盈利能力。2023 年，川宁三大核心产品：青霉素类中间体、硫氰酸红霉素和头孢类中间体的营收占比分别为 43%、34%和 21%。从 2022 年开始，川宁生物盈利能力迎来向上拐点：一方面抗生素中间体市场需求恢复推动毛利率上升，另一方面管理和财务费用率控制良好，2023 年公司净利率高达 19.5%。

图 24：2023 年川宁生物主营业务收入占比按产品分类

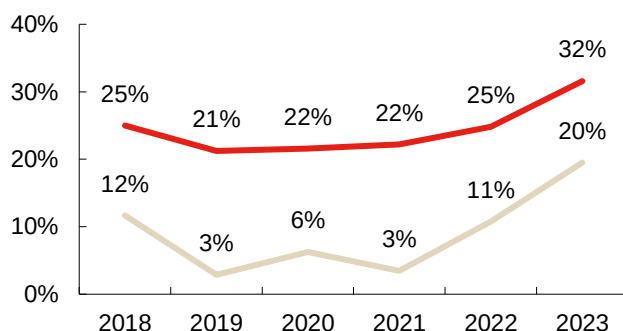
■ 青霉素类中间体 ■ 硫氰酸红霉素 ■ 头孢类中间体 ■ 其他产品



数据来源：川宁生物 2023 年报，东方证券研究所

图 25：2018-2023 年川宁生物盈利能力及费用率

—— 毛利率 —— 净利率



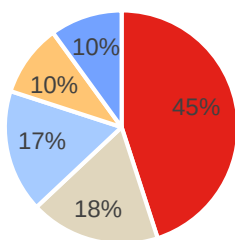
数据来源：Wind，东方证券研究所

三大抗生素中间体的产能处于行业领先地位：

1) 青霉素中间体 6-APA：川宁为行业内的主要生产厂商。根据川宁招股书，国内企业中产能较大的是联邦制药，公司产量约为 6700 吨/年，而市场需求约为 30,000 吨/年，6-APA 产能过剩。从价格走势看，由于国内新冠疫情、海外战争等因素影响，对于青霉素的需求明显增加，2019 年 12 月起 6-APA 价格开始回升，目前价格仍处于相对高位。

图 26：6-APA 市场产能占有率

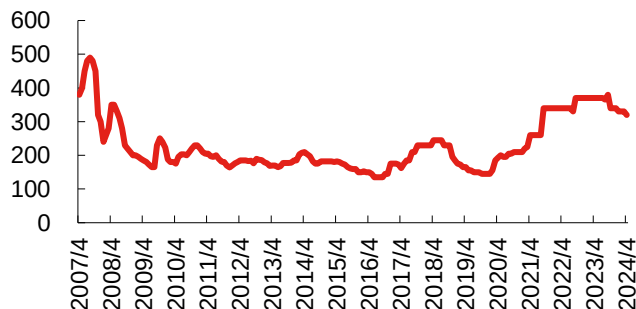
■ 联邦制药 ■ 川宁生物 ■ 威奇达 ■ 中化帝斯曼 ■ 常盛制药



数据来源：川宁生物招股书，东方证券研究所

图 27：6-APA 国内市场价格走势（截至 2024 年 4 月）

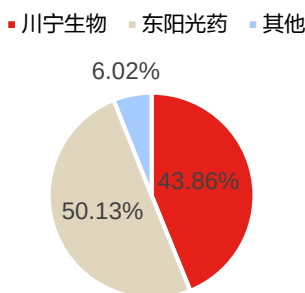
—— 6-APA（元/kg）



数据来源：Wind，东方证券研究所

2) 硫氰酸红霉素：川宁为全球主要供应商之一。目前在全球范围内主要有 2 家供应商：川宁生物和宜昌东阳光，其中东阳光产能 4000 吨/年，川宁生物产能 3000 吨/年，公司产能市占率约 44%。自 2019 年 12 月以来，硫氰酸红霉素价格开始逐渐回升，主要系新冠疫情导致市场对于感染类药物阿奇霉素的需求增加。目前全球硫氰酸红霉素需求约为 9,000 吨/年，短期内市场依然需求略大于供给，受供需关系影响，预计未来一段时间内硫氰酸红霉素价格仍将维持较高水平。

图 28：硫氰酸红霉素市场产能占有率



数据来源：川宁生物招股书，东方证券研究所

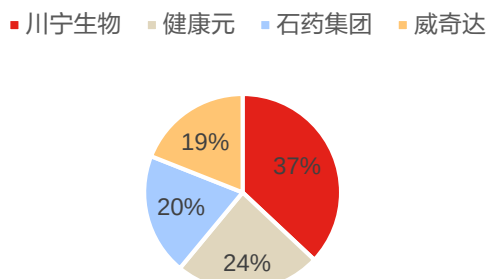
图 29：硫氰酸红霉素国内市场价格走势（截至 2024 年 4 月）



数据来源：Wind，东方证券研究所

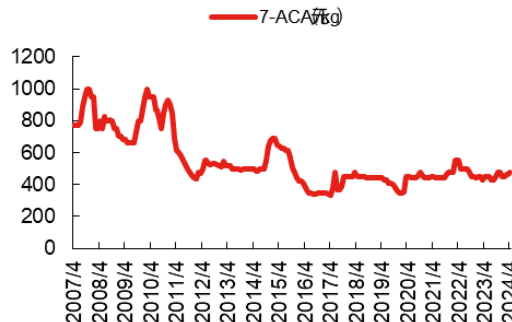
3) 头孢类中间体 7-ACA：川宁为国内产能占有率第一。2018 年，全球 7-ACA 的需求量为 6000 余吨，国内产能接近 8200 吨。目前，川宁生物 7-ACA、D-7ACA 和 7-ADCA 合计拥有 3000 余吨/年的产能，是行业龙头。从价格走势看，目前价格处于历史低位，预计未来有望提升。

图 30：7-ACA 市场产能占有率



数据来源：川宁生物招股书，东方证券研究所

图 31：7-ACA 国内市场价格走势（截至 2024 年 4 月）



数据来源：Wind，东方证券研究所

3.2 仿制药：广泛覆盖多领域，新品研发稳推进

治疗领域覆盖广泛，部分重点品种受益于集采放量。在非输液仿制药板块，公司已全面覆盖肿瘤、代谢、感染、精神和男科等领域。例如：肿瘤领域的注射用紫杉醇市场份额不断提升，23 年销量同比+93%；糖尿病领域已有 6 款上市产品，其中恩格列净片借助集采放量，23 年销售收入同比+79%，市场份额跃居第一；抗感染领域，磷酸奥司他韦、罗红霉素片、枸橼酸托法替布等也受益于集采放量，23 年均实现了较快增长。

表 18：非输液仿制药部分重点品种 23 年样本医院销售情况（百万元，%）

治疗领域	名称	23 年样本医院 销售收入	23 年样本医院 销量增速
男科	盐酸达泊西汀片	6.27	29.4%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

精神类	草酸艾司西酞普兰	48.84	-25.7%
	氢溴酸西酞普兰片	20.26	35.2%
肿瘤	注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	24.45	783.1%
	枸橼酸托法替布片	24.94	41.4%
糖尿病	恩格列净片	25.49	104.1%
	卡格列净片	0.15	*
抗感染类	泊沙康唑	3.20	*
	磷酸奥司他韦	1.44	523.3%
	罗红霉素片	1.29	572.8%

数据来源：PDB，东方证券研究所

注：*表示该品种无 22 年样本医院销售数据，因此无法测算销量增速

表 19：第七、九批集采涉及非输液品种样本医院销售额占比

集采批次	执行时间	产品名称	药品通用名	样本医院销售额占科伦仿制药样本医院销售额比例			
				2020	2021	2022	2023
第七批	2022 年 11 月	磷酸奥司他韦胶囊	奥司他韦	0.00%	0.00%	0.01%	0.05%
		奥硝唑片	奥硝唑	0.02%	0.00%	0.01%	0.04%
		罗红霉素片	罗红霉素	0.00%	0.00%	0.01%	0.05%
		盐酸厄洛替尼片	厄洛替尼	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%
		马来酸阿法替尼片	阿法替尼	0.00%	0.00%	0.03%	0.07%
第九批	2024 年 3 月	枸橼酸西地那非口崩片	西地那非	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%

数据来源：PDB，科伦药业公告东方证券研究所

新品接连获批，增量可观。值得一提的是，公司首仿抢仿能力突出，自 17 年以来已有 6 款首仿/首家品种。我们认为，存量产品集采影响已消化，新产品接力，为公司非输液领域提供稳定增长来源。

表 20：非输液仿制药中首仿/首家药物梳理（2017 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日获批）

序号	名称	适应症	是否属于独家品种	是否纳入医保目录	获批年度
1	伐地那非片	勃起功能障碍	否	否	2020
2	琥珀酸曲格列汀片	II 型糖尿病	是	否	2022
3	枸橼酸西地那非口崩片	勃起功能障碍	否	否	2022
4	溴莫尼定噻吗洛尔滴眼液	青光眼	否	否	2022
5	泊沙康唑口服混悬液	真菌感染	否	否	2023
6	氢溴酸替格列汀片	糖尿病	否	是	2023

数据来源：科伦药业 2017-2023 年报，科伦药业公告，PDB，东方证券研究所

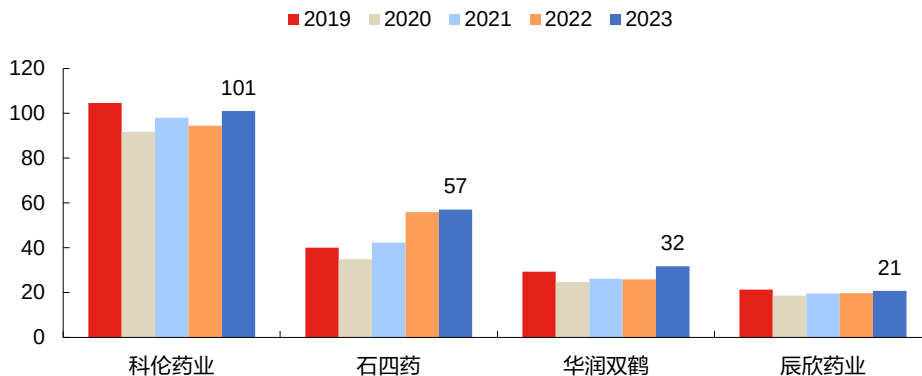
四、输液板块：国内输液龙头，独创品种提供充足现金流

4.1 输液地位稳固，产品结构优化

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

大输液领域国内龙头地位稳固。国内大输液领域经过多年发展，市场格局逐步稳定。截至2023年12月31日，公司共有135个输液产品。从营收角度看，近年来公司输液板块的收入稳定，且远超其他同行企业。

图 32：行业主要公司输液板块的营收（单位：亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

与石四药、辰欣强强联合，进一步稳固龙头优势。值得注意的是，公司通过联营石四药集团(02005，未评级)、辰欣药业(603367，未评级)实现优势互补、强强联合。截至2023年12月31日，公司占石四药集团股权比例约20.9%，占辰欣药业股权比例约10%。

在产品结构方面，科伦药业的塑瓶市占率更高，而石四药以标准软袋为主；在销售区域方面，科伦药业集中于中南地区，石四药以河北、山西等地区为主。公司通过联盟方式，拓宽软袋产品和北方地区的销售规模，行业龙头地位有望进一步稳固。

自主研发多款新型输液容器，较传统输液更安全、更便捷。按包装种类划分，目前输液容器主要分为两类：1) 半开放式输液容器：包括玻璃瓶、聚丙烯塑瓶等；2) 封闭式输液容器：包括非PVC软袋、直立式软袋、聚共混输液袋、三层共挤输液用三室袋等，后三者均为公司独创产品。以可立袋为例，该产品为国内外首创，综合了玻璃瓶、聚丙烯塑瓶、非PVC软袋的全部优点，引领输液包装发展方向。

表 21：科伦药业输液产品与传统输液产品对比

产品名称	产品类型	产品特点
玻璃瓶输液	第一代输液包装容器	具有价格低廉，透明度好，材质稳定的特点。
聚丙烯塑瓶输液	第二代输液包装容器	重量轻，不易破损，便于运输，是玻璃瓶装输液的主要换代产品。
非PVC软袋输液	第三代输液包装容器	可以实现全封闭式输液，完全避免了二次污染，安全性最好，是欧美主流输液
直立式聚丙烯输液袋输液（可立袋）	第四代输液包装容器 科伦独家创新产品	采用全封闭式输液方式，综合了玻璃瓶、聚丙烯塑瓶、非PVC软袋全部优点，克服了它们的缺点，具有极高的临床实用价值， 代表着未来输液包装的发展方向。
聚丙烯共混输液袋输液（PP软袋）	科伦独家创新产品	科伦全新输液包装产品， 采用全封闭式输液方式 ，避免二次污染。袋体采用二次成型工艺与无缝焊接技术，提高了产品的透明度，并彻底杜绝软袋漏液现象。
三层共挤输液用三室袋	科伦独家创新产品	科伦在国内率先攻克非PVC多层共挤膜室间隔输液袋的技术难关，生产出三层共挤输液用三室袋，三室袋由二条可剥离的封隔将章PVC软袋分隔成三个独立的腔室，分别装有葡萄糖注射液、氨基酸注射液及脂肪乳注射液，使用时无需配置，只需挤压袋体打开封隔，药液即可混合均匀，真正做到即用、即混、即

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

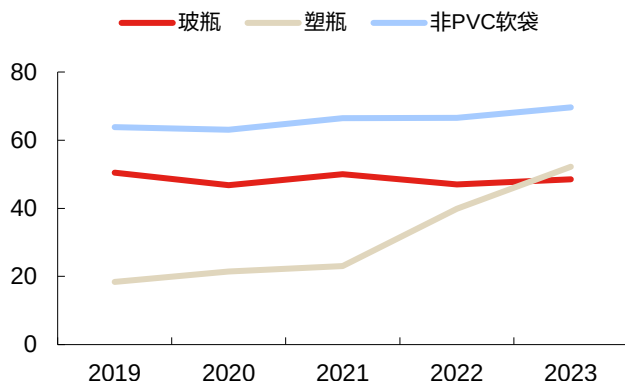
		配，减少了传统配置的操作程序和污染问题。三室袋创新的袋型设计和工艺技术， 提升了肠外全营养产品使用的安全性和便捷性 ，在保证疗效的同时确保了患者的用药安全。
塑料安瓶注射水针 (PP水针)	科伦独家创新产品	湖北科伦是科伦药业的全资子公司，是我国首家获得聚丙烯塑料安瓶包材注册的内资企业。和传统玻璃安瓶相比，聚丙烯安瓶开启不伤手，不产生玻璃屑和粉尘，提高医护人员的职业防护和有效降低医源性感染的发生率：不易破损，方便运输储存；采用成型、灌装、封合一体化生产，并可满足F0值大于8的终端灭菌要求。聚丙烯安瓶在安全性、方便性和环保性等方面具有极大优势， 势必替代玻璃安瓶成为未来主流的水针包装形式。

数据来源：科伦药业官网，东方证券研究所

密闭式输液销量占比提升，产品结构不断优化。从毛利率角度看，公司输液业务毛利率保持多年远高于同行业（2023年科伦、双鹤和辰欣分别为64%、54%和58%），主要原因在于公司密闭式容器产品占比较高，同时该产品毛利率较高（参考辰欣药业封闭式容器毛利率大幅高于玻瓶/塑瓶）。

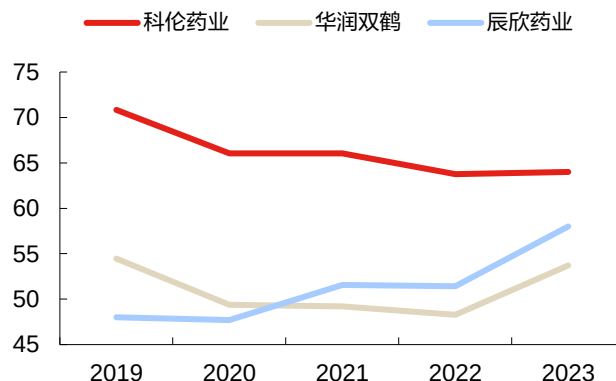
公司持续推进安全密闭式输液替代半密闭式输液进程，22年密闭式输液量占比提升1.9pct，2023年继续提升4.25pct，产品结构进一步优化。我们认为，公司凭借创新品种的独家优势，以及高毛利产品的占比提升，输液板块有望一直为公司提供充足现金流。

图 33：辰欣药业半开放式、封闭式输液容器毛利率对比（单位：%）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 34：行业主要公司输液板块的毛利率（单位：%）



数据来源：wind，东方证券研究所

4.2 肠外营养等优势领域持续加强

按具体品种看，公司输液产品已经在肠外营养、细菌感染、体液平衡及中枢神经等领域建立了核心优势产品集群，市场份额较高，如大品种左氧氟沙星氯化钠注射液 23 年销售收入同比增长 8%。同时，在麻醉镇痛、生殖健康、糖尿病、造影等疾病领域的优势也在逐步强化。

表 22：主要注射液产品销售额及市场份额

产品名称	类别	2021 年销售额（亿元）	2022 年销售额（亿元）	2023 年样本医院销售额（百万元）	2023 年样本医院市场份额
肠外营养注射液	营养输液	14.00	11.86	311.49	18.10%

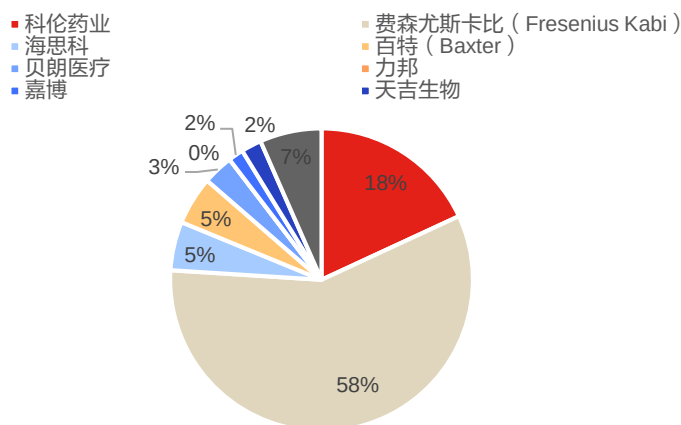
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

左氧氟沙星氯化钠注射液	抗病原微生物类	1.58	4.52	65.65	27.11%
复方醋酸纳林格	水电解质平衡类	1.25	1.12	62.50	30.50%
奥硝唑氯化钠注射液	抗病原微生物类	4.98	3.59	24.80	51.86%
唑来膦酸注射液	抗骨质疏松类	0.92	1.01	13.37	16.45%
甘露醇注射液	心脑血管类	1.32	1.24	8.38	8.06%
盐酸左氧氟沙星氯化钠注射液	抗病原微生物类	1.61	1.88	0.35	0.57%

数据来源：科伦药业 2022 年报，PDB，东方证券研究所

其中，肠外营养产品是公司输液领域的重要发力方向。目前，公司是肠外营养产品领域市场份额最高的国产厂家，2023 年市场份额约 18.1%。目前在销品种达到十余个，重点产品如脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液（多特）23 年销量同比增长 19%。由于国内肠外营养等高端输液市场长期被进口产品占据，国产替代仍有较大的空间，公司作为输液龙头，在肠外营养产品领域的市场份额有望进一步提升。

图 35：2023 年样本医院肠外营养产品竞争格局



数据来源：PDB，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) 预计收入稳定增长，主要系输液板块增长稳健、仿制药业务集采影响已基本消除、原料药和中间体业务需求旺盛，以及科伦博泰创新药管线即将迎来商业化阶段。
- 2) 公司 24-26 年毛利率分别为 52.3%、52.8% 和 53.7%。由于集采影响已基本消除，输液、非输液业务毛利率基本保持稳定，随着创新药产品上市，预计公司未来毛利率将小幅提升。

- 3) 公司 24-26 年销售费用率为 20.30%,20.31%和 20.39%，管理费用率为 5.21%,5.25% 和 5.27%，研发费用率为 9.09%,9.46%和 9.87%。公司近年来控费出色，预计未来销售和管理费用率小幅波动；考虑到创新药管线临床推进，预计研发费用率小幅提升。

盈利预测核心假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
输液					
销售收入（百万元）	9,451.5	10,109.0	11,060.8	12,117.4	13,321.5
增长率	-3.5%	7.0%	9.4%	9.6%	9.9%
毛利率	63.8%	64.0%	64.0%	64.0%	64.0%
非输液					
销售收入（百万元）	8,274.0	9,057.0	10,441.0	11,418.5	12,328.7
增长率	16.0%	9.5%	15.3%	9.4%	8.0%
毛利率	39.8%	41.7%	41.7%	41.7%	41.7%
研发项目					
销售收入（百万元）	751.8	1,548.0	922.5	1,303.2	2,037.5
增长率		105.9%	-40.4%	41.3%	56.3%
毛利率	66.5%	51.6%	54.2%	64.3%	70.6%
其他业务					
销售收入（百万元）	435.4	740.0	814.0	895.4	940.2
增长率	27.6%	70.0%	10.0%	10.0%	5.0%
毛利率	30.5%	27.7%	27.6%	27.6%	27.6%
合计	18,912.7	21,454.0	23,238.3	25,734.5	28,627.9
增长率	9.5%	13.4%	8.3%	10.7%	11.2%
综合毛利率	52.6%	52.4%	52.3%	52.8%	53.7%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

公司系输液板块龙头企业，我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 1.88、2.11、2.36 元。我们选择与公司同为大输液行业的可比公司，如华润双鹤、石四药集团、辰欣药业，以及同为药品行业的可比公司，如复星医药、石药集团、恒瑞医药、信立泰。根据可比公司估值水平，我们认为公司 2024 年合理估值水平为 21 倍市盈率，对应目标价为 39.48 元，首次给予“买入”评级。

图 36：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2024/5/23	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
复星医药	600196	23.20	0.89	1.26	1.52	1.82	25.98	18.42	15.27	12.75
华润双鹤	600062	21.64	1.28	1.45	1.64	1.75	16.88	14.91	13.22	12.40
石药集团	01093	6.04	0.49	0.57	0.63	0.69	12.23	10.67	9.63	8.72
恒瑞医药	600276	43.05	0.67	0.86	1.02	1.23	63.83	50.21	42.30	34.92
信立泰	002294	27.80	0.52	0.58	0.67	0.79	53.43	48.13	41.23	35.07
石四药集团	02005	4.41	0.41	0.50	0.58	0.67	10.69	8.90	7.54	6.57
辰欣药业	603367	15.80	1.15	1.26	1.38	1.49	13.72	12.50	11.49	10.61
	调整后平均						24.45	20.93	18.17	15.88

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

- **仿制药品种进入集采或集采超出预期的风险。**我国药品集采仍在扩围当中，如果公司存量品种未来纳入集采，或集采降价幅度较大，将会对公司业绩产生负面影响。
- **产品竞争加剧或者销售不及预期的风险。**如果未来仿制药市场竞争加剧或者新上市品种的销售不及预期，将会对公司中长期业绩及估值水平产生影响。
- **创新药研发进度不及预期的风险。**公司创新药在研新品种丰富，将带来很大的成长价值，但新药研发存在一定的失败风险，如果公司新产品研发进度低于预期，则影响公司估值水平及中长期投资价值。
- **抗生素中间体市场价格波动风险。**如果未来硫氰酸红霉素、青霉素中间体、头孢类中间体等原料药竞争加剧或者市场价格降幅较大，将会对公司业绩产生负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,729	4,675	8,533	10,252	12,291
应收票据、账款及款项融资	7,198	6,120	8,036	8,657	9,232
预付账款	432	386	499	533	575
存货	3,214	3,840	4,326	4,539	5,043
其他	1,077	3,268	1,778	2,087	2,426
流动资产合计	16,649	18,290	23,171	26,068	29,566
长期股权投资	3,794	3,976	4,500	4,090	4,189
固定资产	10,132	9,750	9,462	9,172	8,814
在建工程	1,126	2,045	2,322	2,437	2,540
无形资产	1,201	1,277	1,263	1,248	1,213
其他	1,303	1,117	1,465	1,499	1,448
非流动资产合计	17,557	18,165	19,012	18,446	18,204
资产总计	34,206	36,455	42,183	44,514	47,771
短期借款	3,291	3,458	3,372	3,374	3,401
应付票据及应付账款	2,244	2,539	2,876	3,060	3,363
其他	6,569	3,996	6,226	5,705	5,453
流动负债合计	12,104	9,993	12,475	12,139	12,217
长期借款	2,036	1,082	1,082	1,082	1,082
应付债券	2,669	1,566	2	2	2
其他	526	798	748	755	767
非流动负债合计	5,231	3,446	1,832	1,839	1,851
负债合计	17,335	13,439	14,306	13,978	14,068
少数股东权益	1,137	3,343	3,541	3,829	4,201
实收资本（或股本）	1,422	1,499	1,602	1,602	1,602
资本公积	3,436	5,929	7,686	7,686	7,686
留存收益	10,416	11,973	14,988	17,313	20,126
其他	460	272	60	106	88
股东权益合计	16,871	23,016	27,877	30,536	33,703
负债和股东权益总计	34,206	36,455	42,183	44,514	47,771

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,704	2,647	3,213	3,669	4,149
折旧摊销	1,023	1,149	859	907	953
财务费用	480	234	215	168	137
投资损失	(235)	(359)	(301)	(330)	(315)
营运资金变动	(791)	(1,516)	(525)	(960)	(1,093)
其它	945	3,183	(217)	136	107
经营活动现金流	3,127	5,337	3,245	3,590	3,938
资本支出	(714)	(1,655)	(882)	(739)	(728)
长期投资	(385)	(183)	(524)	410	(99)
其他	242	(1,532)	803	82	141
投资活动现金流	(857)	(3,370)	(602)	(247)	(685)
债权融资	17	(3,297)	(344)	(401)	(140)
股权融资	251	2,569	1,860	0	0
其他	(676)	(1,332)	(301)	(1,223)	(1,073)
筹资活动现金流	(407)	(2,059)	1,215	(1,623)	(1,214)
汇率变动影响	8	5	-0	-0	-0
现金净增加额	1,871	(87)	3,857	1,719	2,039

利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	19,038	21,454	23,238	25,735	28,628
营业成本	9,040	10,206	11,084	12,135	13,266
销售费用	4,728	4,450	4,718	5,227	5,838
管理费用	929	1,142	1,211	1,350	1,510
研发费用	1,795	1,944	2,113	2,434	2,825
财务费用	480	234	215	168	137
资产、信用减值损失	107	177	107	94	137
公允价值变动收益	10	15	(1)	8	7
投资净收益	235	359	301	330	315
其他	(9)	(22)	(7)	(18)	(31)
营业利润	2,195	3,654	4,084	4,645	5,206
营业外收入	7	12	10	10	11
营业外支出	135	86	80	100	89
利润总额	2,068	3,580	4,014	4,555	5,128
所得税	364	934	801	886	979
净利润	1,704	2,647	3,213	3,669	4,149
少数股东损益	(1)	191	198	288	372
归属于母公司净利润	1,705	2,456	3,015	3,381	3,777
每股收益（元）	1.06	1.53	1.88	2.11	2.36

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	10.2%	12.7%	8.3%	10.7%	11.2%
营业利润	66.3%	66.5%	11.8%	13.7%	12.1%
归属于母公司净利润	54.7%	44.0%	22.8%	12.1%	11.7%
获利能力					
毛利率	52.5%	52.4%	52.3%	52.8%	53.7%
净利率	9.0%	11.4%	13.0%	13.1%	13.2%
ROE	11.5%	13.9%	13.7%	13.2%	13.4%
ROIC	8.6%	10.1%	10.7%	10.9%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	50.7%	36.9%	33.9%	31.4%	29.4%
净负债率	31.4%	9.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.38	1.83	1.86	2.15	2.42
速动比率	1.11	1.44	1.51	1.77	2.00
营运能力					
应收账款周转率	3.5	4.1	4.2	3.9	4.1
存货周转率	2.7	2.9	2.7	2.7	2.7
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标（元）					
每股收益	1.06	1.53	1.88	2.11	2.36
每股经营现金流	2.20	3.56	2.03	2.24	2.46
每股净资产	9.82	12.28	15.19	16.68	18.42
估值比率					
市盈率	31.2	21.7	17.7	15.7	14.1
市净率	3.4	2.7	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	14.6	10.7	10.4	9.4	8.6
EV/EBIT	20.1	13.9	12.5	11.2	10.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。