

非金融公司 | 公司深度 | 科伦药业 (002422)

科伦药业：把握时代机遇的大输液龙头



| 报告要点

立足输液，多元化战略转型大获全胜。输液领域，公司品类齐全国内领先，通过即配型高端输液和可立袋引领行业升级；原料药领域，公司硫氰酸红霉素、头孢类中间体、青霉素类中间体产量均位于全球前列，此外还是国内首批实现产品交付的合成生物学企业；仿制药领域，截至2024H1 公司已有 154 项优秀仿制药产品序贯上市，在肠外营养、细菌感染和体液平衡建立优势；创新药领域，多款产品同跨国大药企默沙东深入合作，打造泛瘤种 ADC 大单品 SKB264，国内外市场广阔。

| 分析师及联系人



郑薇



聂丽逴

SAC: S0590521070002 SAC: S0590524110002

科伦药业(002422)

科伦药业：把握时代机遇的大输液龙头

行业：医药生物/化学制药
 投资评级：买入（首次）
 当前价格：34.49 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 1,602/1,309
 流通A股市值(百万元) 45,135.76
 每股净资产(元) 14.08
 资产负债率(%) 31.68
 一年内最高/最低(元) 35.49/21.60

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

立足输液，全方面布局的平台型企业

输液领域品类齐全贡献稳定现金流，多元化转型布局创新药、仿制药以及原料药业务，成为“三发驱动+创新增长”平台型企业。

➤ 输液市场容量企稳，创新药海外空间广阔

大输液作为临床应用的广泛治疗方式，根据华经情报网，2022年中国大输液产量大约105亿瓶/袋，主要参与者包括科伦药业、石四药、辰欣药业、华润双鹤以及哈三联，其中科伦药业作为中国头部输液厂商，2023年销量约43.8亿瓶/袋。

全球创新药市场广阔，ADC具备大单品逻辑。ADC具备精准杀伤潜能，目前已涌现出数款具备大单品潜质的产品，根据弗若斯特沙利文预测，2024-2030年全球ADC药物市场规模预计由142亿美元增长至647亿美元，CAGR达28.8%。

➤ “三发驱动”稳健成长+“创新增长”新突破

输液作为基本盘，剂型升级叠加产能扩张推动公司市占率提升，公司一方面顺应各区域带量趋势，推动基础输液产能扩张从而提升市场覆盖率，另一方面公司不断推出即配型高端输液满足更多临床需求；此外，仿制药响应第十批集采、原料药合成生物学陆续投产，推动“三发驱动”整体实现稳健成长。创新药作为新突破，SKB-264具备“Best-in-Class”潜力，针对多个适应症均表现出同类最佳的有效性数据，后续泛瘤种适应症拓展将持续贡献销售增量。

➤ 投资建议：主业稳定盈利叠加创新突破，给予“买入”评级

我们预计公司24-26年营业收入分别为220.20/232.98/252.29亿元，同比分别+2.64%/+5.80%/+8.29%；归母净利润分别为29.57/34.07/38.93亿元，同比增速分别为20.41%/15.19%/14.28%；EPS分别为1.85/2.13/2.43元。可比公司2025年平均PE为22倍，考虑到公司利润有望稳定增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示： 输液行业竞争加剧，仿制药行业竞争加剧，创新药销售不及预期

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19038	21454	22020	23298	25229
增长率(%)	10.19%	12.69%	2.64%	5.80%	8.29%
EBITDA(百万元)	3746	5080	7898	9103	9830
归母净利润(百万元)	1705	2456	2957	3407	3893
增长率(%)	54.67%	44.03%	20.41%	15.19%	14.28%
EPS(元/股)	1.06	1.53	1.85	2.13	2.43
市盈率(P/E)	31.9	22.1	18.4	15.9	14.0
市净率(P/B)	3.5	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	11.7	9.6	7.1	5.9	5.3

数据来源：公司公告、iFind、国联证券研究所预测；股价为2024年12月03日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

“三发驱动”业务提供稳定现金流，创新增长作为高估值支撑。输液领域，公司产品齐全国内领先，通过即配型高端输液和可立袋引领行业升级；原料药领域，公司硫氰酸红霉素、头孢类中间体、青霉素类中间体产量均位于全球前列，此外还是国内首批实现产品交付的合成生物学企业；仿制药领域，公司已有 154 项优秀仿制药产品序贯上市，在肠外营养、细菌感染和体液平衡建立优势；创新药领域，多款产品同跨国大药企默沙东深入合作，打造泛瘤种 ADC 大单品 SKB264，国内外市场广阔。

核心假设

- 输液：公司扩张输液产能有望实现市占率企稳回升，一方面响应各区域带量有望实现科伦销售量突破；另一方面疫情以来门诊输液放开后终端需求回暖，科伦有望通过新增产能拿回更多基层输液市场份额。我们预计 2024-2026 公司输液业务板块增幅分别为 -4%/4%/4%，毛利率分别为 60%/58%/58%。
- 非输液药品：非输液药品主要通过仿制药新品持续获批和放量，同时通过响应集采号召实现光脚品种快速准入放量。我们预计 2024-2026 公司非输液药品业务板块增幅分别为 5%/10%/10%，毛利率分别为 54%/54%/53%。
- 原料药：公司抗生素原料药中间体产能位居行业前列，同时不断提升工艺技术从而有效降低生产成本。此外，公司有望通过合成生物学实现第二增长。我们预计 2024-2026 公司原料药业务增幅分别为 21%/7%/8%，毛利率分别为 35%/36%/36%。
- 医药研发：科伦博泰同默沙东深入绑定，合作收入陆续兑现，同时伴随未来销售收入放量有望支撑业务增长。我们预计 2024-2026 公司医药研发业务增幅分别为 3%/2%/35%，毛利率分别为 49%/65%/65%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 24-26 年营业收入分别为 220.20/232.98/252.29 亿元，同比分别 +2.64%/+5.80%/+8.29%；归母净利润分别为 29.57/34.07/38.93 亿元，同比增速分别为 20.41%/15.19%/14.28%；EPS 分别为 1.85/2.13/2.43 元。可比公司 2025 年平均 PE 为 22 倍，考虑到公司利润有望稳定增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

正文目录

1.	把握时代机遇的大输液龙头	6
1.1	输液基石+多板块业务协同发展	6
1.2	高质量管理团队搭建清晰业务架构	7
2.	全方面布局医药变革下的确定性板块	9
2.1	“创新出海+光脚者集采”成为新的突破口	11
2.2	大输液市场规模庞大终端需求企稳	13
3.	“三发驱动”稳健成长+“创新增长”新突破	15
3.1	输液：剂型升级叠加产能扩张推动市占率提升	15
3.2	仿制药：集采推动光脚产品放量	19
3.3	原料药：基石业务稳健+合成生物学贡献新增长	21
3.4	创新药：布局泛瘤种的ADC大单品	26
4.	盈利预测、估值与投资建议	35
4.1	盈利预测	35
4.2	估值与投资建议	36
5.	风险提示	37

图表目录

图表 1:	公司发展历史	6
图表 2:	公司营业收入情况	7
图表 3:	公司归母净利润情况	7
图表 4:	公司收入结构	7
图表 5:	公司盈利能力情况	7
图表 6:	公司管理架构	8
图表 7:	公司持股结构	8
图表 8:	医保复盘情况	9
图表 9:	集采复盘情况	10
图表 10:	2023 年全球销售额 Top10 药物	11
图表 11:	2024-2030 年全球 ADC 药物市场规模 (亿美元)	12
图表 12:	2024-2030 年中国 ADC 药物市场规模 (亿元)	12
图表 13:	集采推动仿制药光脚品种迎来放量 (筛选科伦布局的部分品种) (亿元)	12
图表 14:	大输液发展历程复盘	13
图表 15:	中国大输液产量情况 (亿瓶/袋)	14
图表 16:	2022 年中国大输液产量结构	14
图表 17:	2022 年中国头部输液厂商产能分布情况 (亿瓶/袋)	14
图表 18:	公司输液产品销售收入	15
图表 19:	公司输液产品毛利率	15
图表 20:	中国基础输液销售额 (亿元)	16
图表 21:	公司基础输液销售额 (亿元)	16
图表 22:	公司输液板块新增产能情况	16

图表 23:	中国部分注射用抗生素销售收入 (亿元)	17
图表 24:	中国粉液双室袋产品 (医保内) 销售收入 (万元)	17
图表 25:	公司粉液双室袋产品梳理	17
图表 26:	中国肠外营养脂肪乳相关产品销售额 (亿元)	18
图表 27:	中国肠外营养脂肪乳相关产品销售量 (万袋)	18
图表 28:	公司肠外三腔袋输液产品梳理	18
图表 29:	公司非输液产品收入及集采复盘情况	19
图表 30:	公司存量仿制药产品收入情况 (亿元)	20
图表 31:	川宁生物销售收入	21
图表 32:	川宁生物毛利率净利率	21
图表 33:	公司原料药业务产能规划布局	22
图表 34:	公司合成生物学新增产能情况	22
图表 35:	印度 PLI 计划中的 53 种原料药中间体进口规模 (亿美元)	23
图表 36:	印度 PLI 计划新增硫氰酸红霉素产能 (吨)	23
图表 37:	印度 PLI 计划新增 7-ACA 产能 (吨)	23
图表 38:	硫氰酸红霉素价格走势复盘 (元/kg)	24
图表 39:	6-APA 价格趋势复盘 (元/kg)	25
图表 40:	7-ACA (酶法) 价格趋势复盘 (元/kg)	25
图表 41:	Trop2 ADC 分子结构分析	26
图表 42:	默沙东针对 MK-2870 (SKB-264) 临床试验患者基线统计	27
图表 43:	NSCLC 领域 SKB-264 & BL-B01D1 & AK112 临床有效性数据对比	29
图表 44:	NSCLC 领域 SKB-264 & BL-B01D1 & AK112 临床安全性数据对比	30
图表 45:	NSCLC 领域 Trop-2 ADC 临床数据对比	32
图表 46:	TNBC 领域 Trop-2 ADC 临床数据对比	34
图表 47:	HR+/- HER2 (low/-) 乳腺癌领域 Trop-2 ADC 临床数据对比	34
图表 48:	公司营收测算汇总 (亿元)	35
图表 49:	可比公司估值	36

1. 把握时代机遇的大输液龙头

立足输液，多元化战略转型大获全胜。输液领域，公司品类齐全国内领先，通过即配型高端输液和可立袋引领行业升级；原料药领域，公司硫氰酸红霉素、头孢类中间体、青霉素类中间体产量均位于全球前列，此外还是国内首批实现产品交付的合成生物学企业；仿制药领域，截至 2024H1 公司已有 154 项优秀仿制药产品序贯上市，在肠外营养、细菌感染和体液平衡建立优势；创新药领域，多款产品同跨国大药企默沙东深入合作，打造泛瘤种 ADC 大单品 SKB264，国内外市场广阔。

1.1 输液基石+多板块业务协同发展

复盘发展历程，战略转型推动公司抓住一系列历史机遇。

1996-2010 年，输液起家并巩固发展优势：1996 年输液正处于低成本、低行业门槛时期，公司把握创业机遇迅速起家；此后 2000 年医院输液制剂室关闭，2003 年非典病毒以及 2010 年新版 GMP 和限抗令推动科伦在输液板块占据高位优势。

2011-2021 年，启动多元化战略转型：输液行业竞争加剧下，科伦巩固输液基石业务优势；并同时启动原料药、仿制药以及创新药业务转型。2015 年川宁逐步实现满产；2018-2019 年仿制药领域，集采推动科伦仿制药产品市场份额进一步提升；2019 年 SKB-264 获 FDA 的 IND 批准启动全球 I/II 期临床试验。

2022 年至今，科伦药业完成全面转型，“三发驱动+创新增长”名副其实：一方面，输液领域持续企稳升级，仿制药光脚品种依托集采快速放量，川宁生物上市并依托大规模产能成为抗生素中间体领域的头部企业；另一方面科伦博泰多管线同默沙东深入合作，并于港交所成功上市，2025 年将正式启动创新药商业化元年。

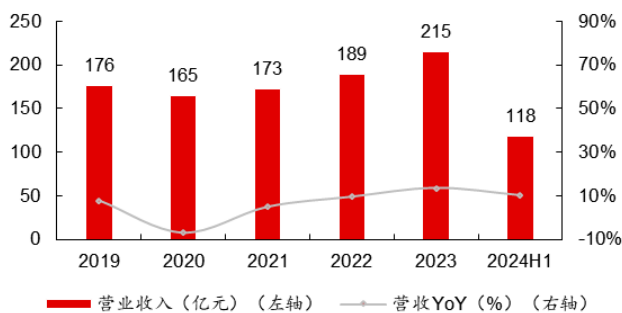
图表 1：公司发展历史



资料来源：公司官网，国联证券研究所

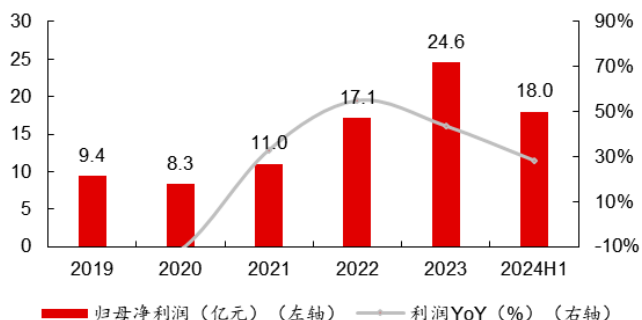
公司营收保持稳定增长，净利率稳步提升。2019-2023年，公司收入从176亿元增长至215亿元，CAGR 5.0%，基石业务稳步成长。公司归母净利润从9.4亿元增长至24.6亿元，CAGR 27.2%，盈利能力显著提升。

图表2：公司营业收入情况



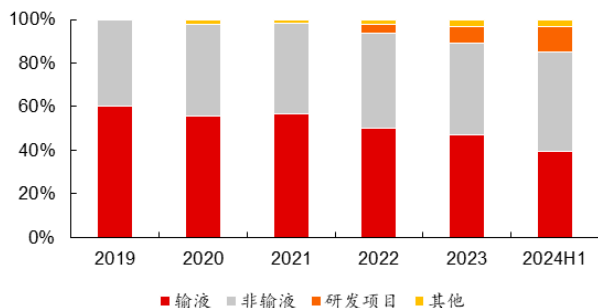
资料来源：iFind，国联证券研究所

图表3：公司归母净利润情况



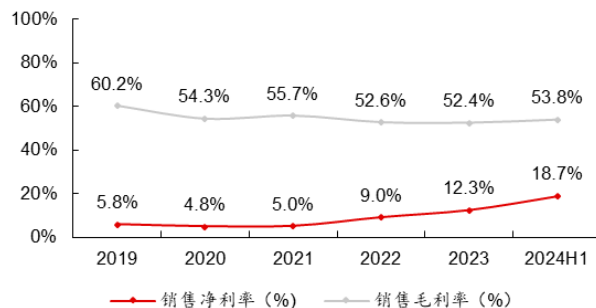
资料来源：iFind，国联证券研究所

图表4：公司收入结构



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表5：公司盈利能力情况



资料来源：iFind，国联证券研究所

1.2 高质量管理团队搭建清晰业务架构

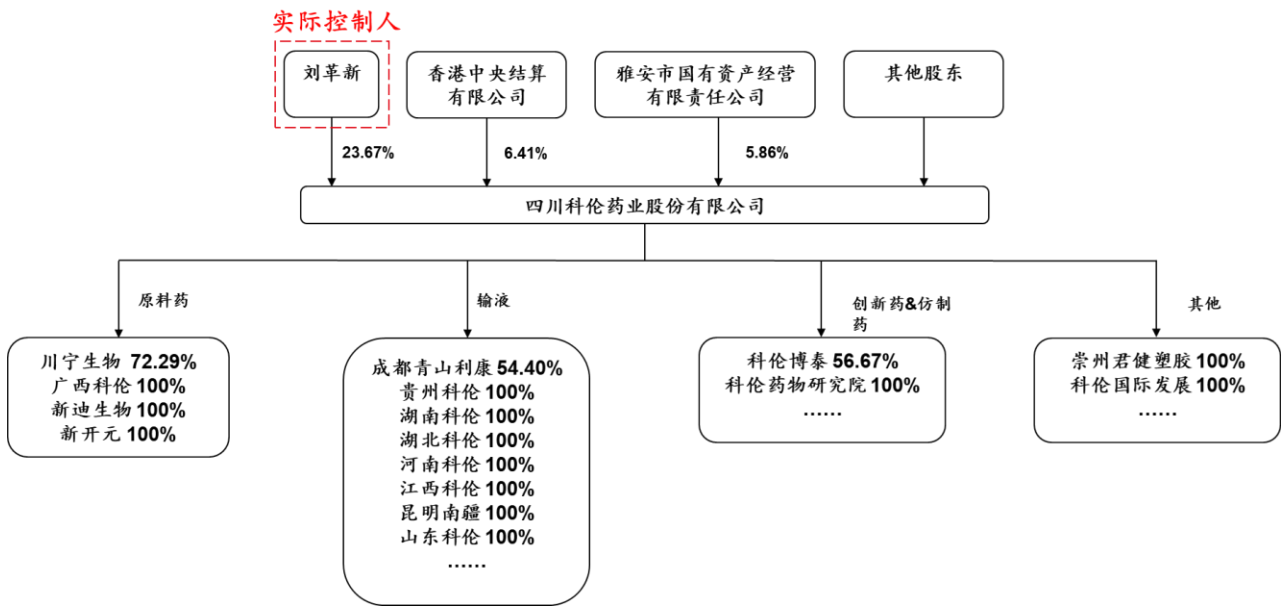
管理层深耕各细分领域，公司业务架构清晰。董事长刘革新作为科伦药业创始人，具备丰富的产业管理经验，能够把控公司的管理及战略发展。管理团队深耕各细分领域多年，自上而下把握从宏观战略至细分领域的技术创新、市场准入等全流程体系，自转型以来搭建了清晰的业务架构，推动公司发展井然有序。

图表6: 公司管理架构



资料来源:公司公告,国联证券研究所

图表7: 公司持股结构

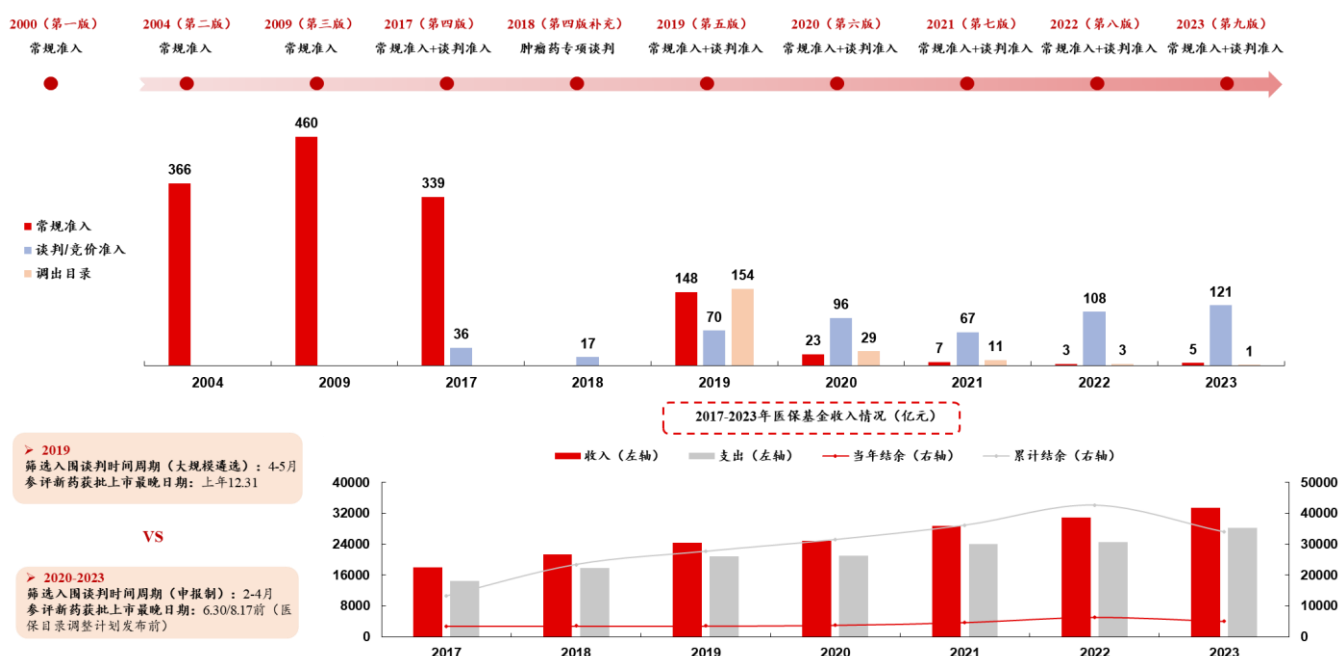


资料来源: iFind, 国联证券研究所 备注: 截至 2024 年中报

2. 全方面布局医药变革下的确定性板块

医保目录调整思路同临床价值高的药品相匹配。医保基金作为主要的支付方式，目录外品种通常需要患者自费进行院外购买，目录内品种则基本等同于拿下入院门票。国家医保目录已历经 8 次重要调整，其中，2017 年起医保谈判逐步替代常规准入；2019 年为推动医保基金和患者同时减负，启动“僵尸药”的目录调出；2020 年谈判方式由遴选制变更为申报制，整体谈判周期缩短并为专家评审预留更多时间。综合来看，医保调整思路偏向临床价值高的好药、新药，聚焦于提升临床救治效果。

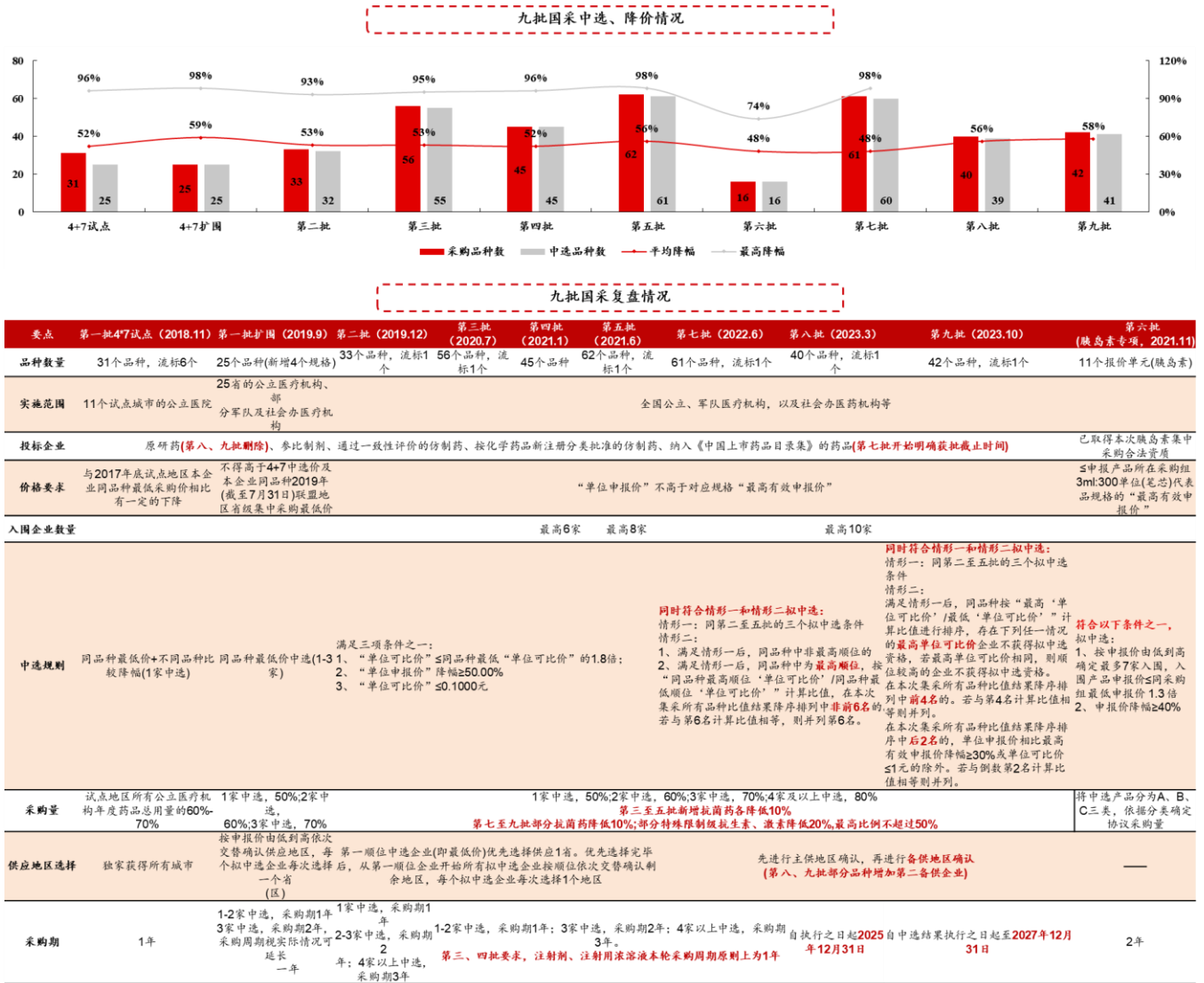
图表8：医保复盘情况



资料来源：丁香园，国家医保局，国联证券研究所

集采及接续常态化开展，院内市场格局迎来较大变化。自 2018 年 11 月正式启动“4+7”试点带量采购以来，医保局已完成九批 374 个药品的集中带量采购，除第六批为生物制剂胰岛素专项采购以外，其余批次均为化药。医疗机构会优先使用集采中选药品并确保完成约定采购量，因此国采中选品种院内地位不言而喻；此外国采接续规则逐渐完善，促进价差公允合理，接续工作将以多家中选模式为主。

图表9：集采复盘情况



资料来源：江苏华招标网，国联证券研究所

在中国医药行业的不确定发展中寻求确定性突破路径。在医保支付方式改革、医保目录调整、集采常态化开展和接续的背景下，中国医药行业的发展趋势面临一个极大的“不确定”，科伦则在短期的不确定性中找到长期的确定性，无论是创新产品出海至更为广阔的空间，还是光脚产品集采从而迅速推动放量，科伦聚焦价值创造并寻求到了一个具备长期确定性的解决方案。

2.1 “创新出海+光脚者集采”成为新的突破口

全球创新药市场广阔，具备大单品逻辑。

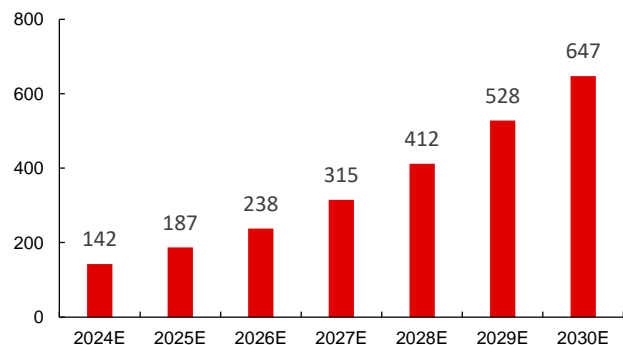
1) 创新出海，拥抱具备价格优势的广阔市场。海外市场定价机制能够打造百亿美元大单品，其中默沙东旗下的帕博利珠单抗（PD-1 单抗）位居首位，2023 年销售额高达 250 亿美元；

2) 顺应 IO+ADC 联用趋势，聚焦快速发展的 ADC 领域。2019 年 Polivy 获批正式开启了全球 ADC 药物创新时代，其中 Kadcylla 2023 年销售额达 22 亿美元，同时“PD1/PDL1+ADC”联用方案逐步替代“PD1/PDL1+化疗”，预计未来 ADC 药物市场或将迎来迅速发展，2030 年全球 ADC 药物市场规模有望达到 647 亿美元。

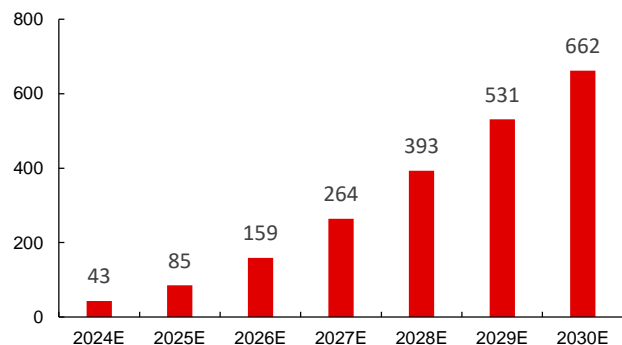
图表10：2023 年全球销售额 Top10 药物

产品	企业	适应症	销售额（亿美元）	同比
帕博利珠单抗	默沙东	黑色素瘤、NSCLC、膀胱癌、头颈癌等	250	19.5%
司美格鲁肽	诺和诺德	2 型糖尿病、心血管风险	212	66.0%
阿达木单抗	艾伯维	自身免疫疾病	144	-32.2%
阿哌沙班	BMS/辉瑞	抗凝血	122	4.0%
比克恩丙诺片	吉利德	HIV-1 感染	119	14.0%
度普利尤单抗	赛诺菲/再生元	特异性皮炎、哮喘等	116	34.0%
复必泰疫苗	辉瑞/BioNtech	COVID-19	112	-70.0%
乌司奴单抗	强生	自身免疫疾病	109	11.7%
恩格列净	BI/礼来	2 型糖尿病	108	31.0%
纳武利尤单抗	BMS/小野	黑色素瘤、非小细胞肺癌、头颈癌等	100	8.0%

资料来源：药融云，国联证券研究所

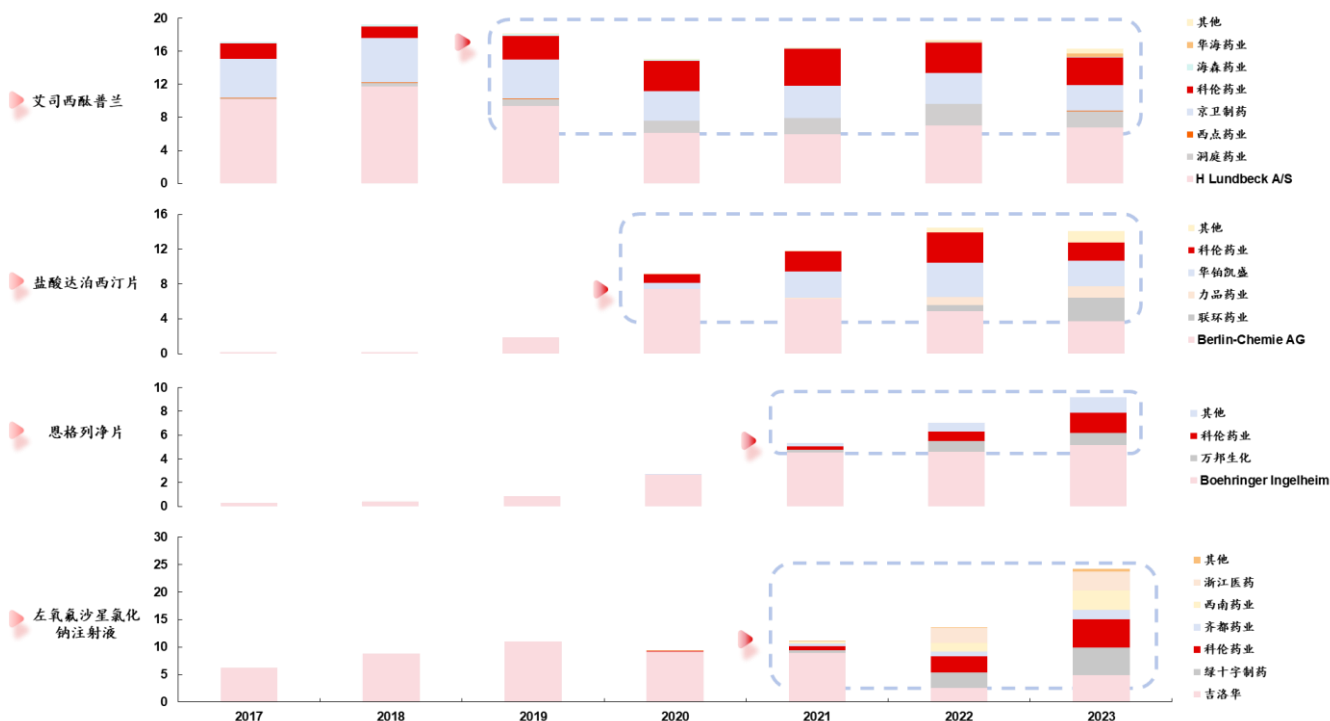
图表11：2024-2030 年全球 ADC 药物市场规模（亿美元）


资料来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

图表12：2024-2030 年中国 ADC 药物市场规模（亿元）


资料来源：弗若斯特沙利文，国联证券研究所

集采导致药品价格下行，市场格局变化较大，光脚者集采成为新的突破口。集采品种早期主要以原研药企为主，大部分国内药企集采品种的市场份额较低，因此集采能够推动光脚品种快速放量从而逐步挤占原研市场。

图表13：集采推动仿制药光脚品种迎来放量（筛选科伦布局的部分品种）（亿元）


资料来源：PDB 数据库，国联证券研究所

2.2 大输液市场规模庞大终端需求企稳

大输液行业历经多年发展，目前终端市场即将企稳回升。

1980-2000年，输液行业处于低壁垒阶段。中国输液制剂厂家达400多家，绝大多数厂家规模小，缺乏有效监管，同时医院能够自行生产输液制剂，处于无序发展期。

2000-2012年，输液行业逐步出清。2000年医院输液制剂室关闭，行业开始强制性GMP管理；2003年“非典”病毒推动密闭式输液包装的升级，同时2011年新版GMP认证和“限抗令”的发布使得输液终端开始变化。

2013-2020年，行业增速放缓，格局逐渐清晰。2013年新版GMP导致部分输液厂家退出市场，2016年门诊输液被叫停使得行业增速逐步放缓，后续输液产品持续创新推动行业集中度进一步提升。

2021年至今，输液行业格局稳定，未来终端有望企稳回升。2021年疫情扰动导致终端需求略有波动，同时输液产品的陆续集采使得价格略有下滑，但伴随集采价格逐步触底，未来不利影响将逐渐出清。此外由于公共卫生事件，2023年以来大输液终端用量逐步回升，扩容明显，预计未来市场前景良好。

图表14：大输液发展历程复盘

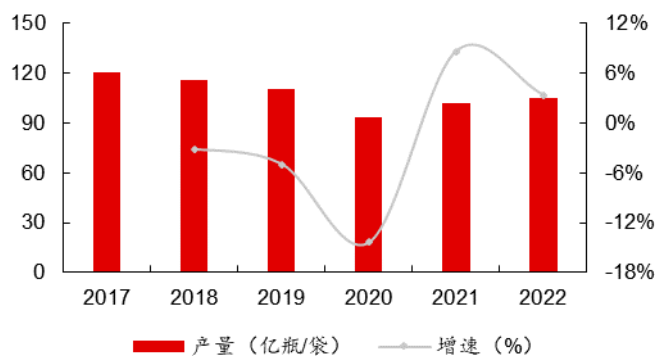


资料来源：华经情报网，国联证券研究所

大输液作为临床应用的广泛治疗方式，科伦贡献行业主要产能。根据华经情报网统计，2022年中国大输液产量大约105亿瓶/袋，其中主要的包装形式包括：1) 半开放式，主要以聚丙烯塑料瓶、玻璃瓶为主；2) 全密闭式，包括非PVC软袋、直立聚丙烯输液袋。其中，全密闭式输液包装形式正在逐步替代半开放式。行业相对

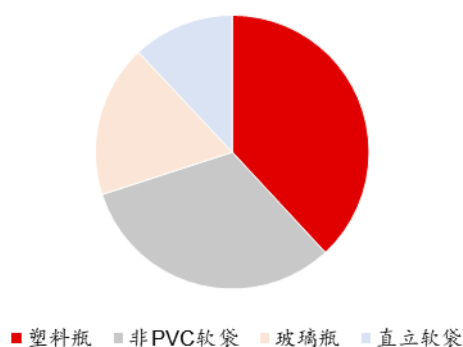
稳定，主要参与者包括科伦药业、石四药、辰欣药业、华润双鹤以及哈三联，其中科伦药业作为中国头部输液厂商，2023年销量约43.8亿瓶/袋。

图表15：中国大输液产量情况（亿瓶/袋）



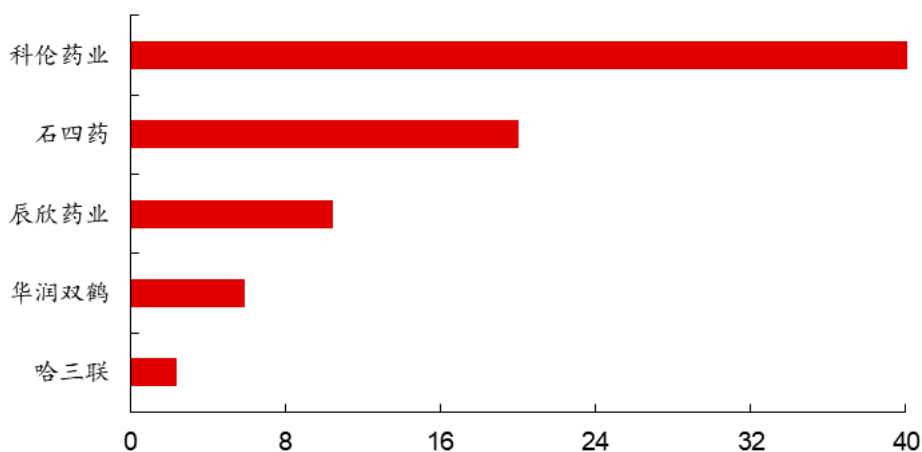
资料来源：华经情报网，国联证券研究所

图表16：2022年中国大输液产量结构



资料来源：华经情报网，国联证券研究所

图表17：2022年中国头部输液厂商产能分布情况（亿瓶/袋）



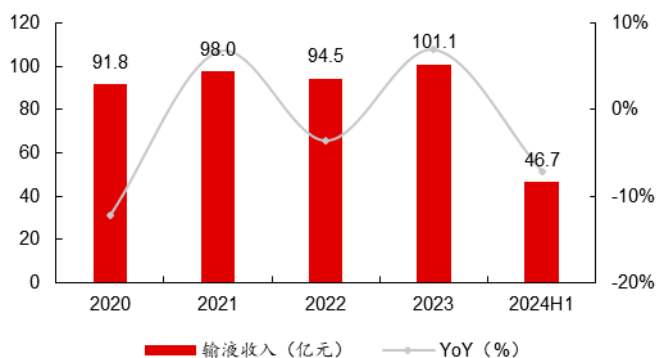
资料来源：华经情报网，国联证券研究所

3. “三发驱动” 稳健成长+ “创新增长” 新突破

3.1 输液：剂型升级叠加产能扩张推动市占率提升

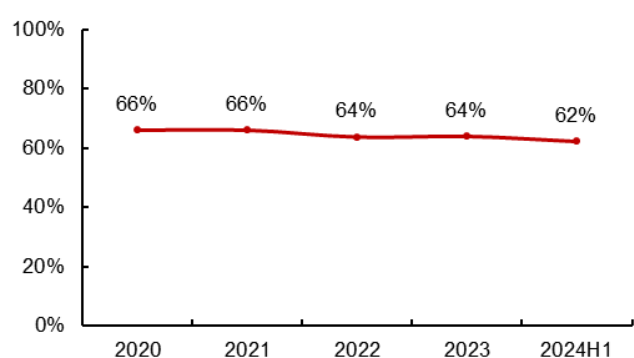
输液业务收入及盈利能力有望企稳增长。2020-2023 年，公司输液产品销售收入从 91.8 亿元增长至 101.1 亿元，CAGR 3.3%。此外公司坚持创新升级，一方面不断加强巩固基础输液业务优势，另一方面陆续推出即配型高端输液，目前毛利率基本稳定在 40% 以上。

图表18：公司输液产品销售收入



资料来源：iFind，国联证券研究所

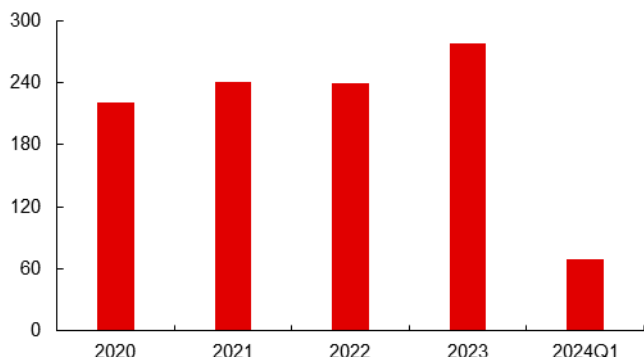
图表19：公司输液产品毛利率



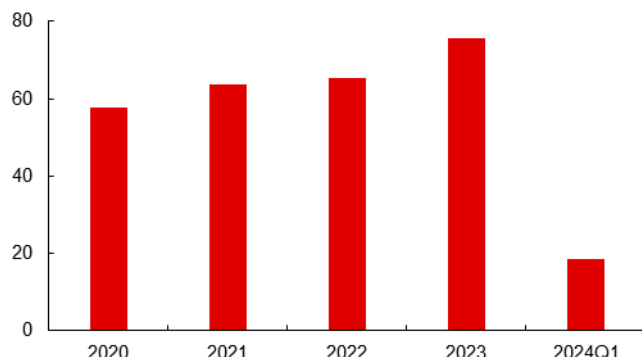
资料来源：iFind，国联证券研究所

(一) 基本盘：巩固基础输液现金流业务优势

公司顺应集采扩张基础输液产能，未来有望提升市占率。根据 PDB 全渠道数据库口径，2023 年中国基础输液（氯化钠和葡萄糖注射液）销售收入维持在 278 亿元左右，其中科伦药业在基础输液领域拥有绝对优势，伴随当前各省针对基础输液的动态采购持续开展，科伦顺应趋势扩张产能，未来有望在稳住当前优势的同时持续扩大市场份额。

图表20：中国基础输液销售额（亿元）


资料来源：PDB 数据库，国联证券研究所 注：仅统计氯化钠和葡萄糖注射液

图表21：公司基础输液销售额（亿元）


资料来源：PDB 数据库，国联证券研究所 注：仅统计氯化钠和葡萄糖注射液

伴随输液终端市场扩容，科伦顺应趋势新增输液产能。2023 年以来大输液终端用量正逐步回升且扩容明显，顺应终端回暖趋势，公司进行输液产线的技改升级和产能扩张。

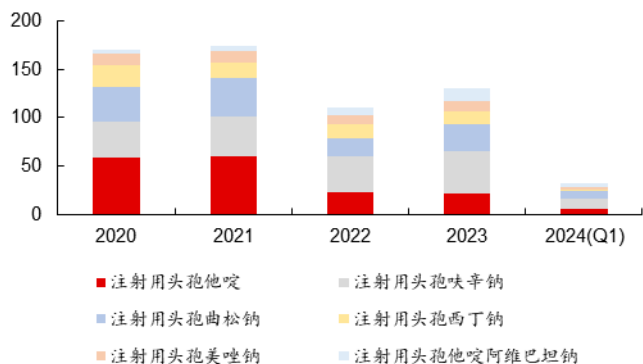
图表22：公司输液板块新增产能情况

相关产能	投产预期
集约化智能输液产线及配套产线、设施建设项目（输液产品、瓶盖包材产品）	总投资 7 亿元，项目于成都市新都区规划建设，预计 2027 年达产。项目建成后达产（2027—2037）可新增实现营业收入 12.8 亿元/年，新增净利润 3.3 亿元/年
大输液和小水针产业结构升级建设项目（小水针、头孢双室袋、青霉素双室袋、基础输液产品）	总投资 12 亿元，项目于湖南科伦已有厂房进行建设。预计 2029 年达产。项目建成后达产（2029—2036）可新增实现营业收入 18.7 亿元/年，新增净利润 4.7 亿元/年
输液、包材及小水针产线改造、扩能及配套设施改造建设项目（输液产品、瓶盖及输液膜包材产品，以及小水针注射液产品）	总投资 5 亿元，项目于四川广安、河南科伦、贵州科伦、昆明南疆、江西科伦五大基地进行升级建设，同时提高君健塑胶产能，湖北科伦塑料水针产线。预计 2028 年达产，项目建成后达产（2028—2037）可新增实现营业收入 5.6 亿元/年，新增净利润 1.2 亿元/年

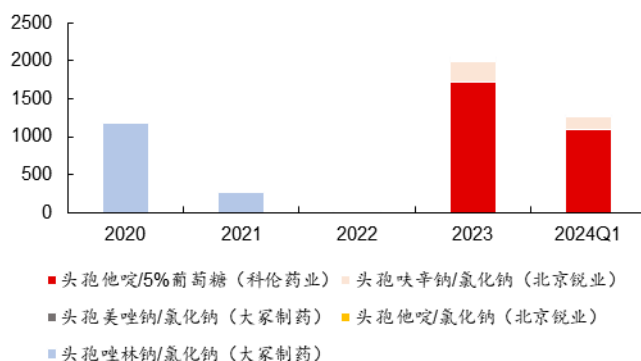
资料来源：公司公告，国联证券研究所

（二）产品创新：即配型高端输液满足更多临床需求

粉液双室袋有望替代传统抗生素粉针，未来将持续加强医院准入和销售放量。根据 PDB 全渠道数据口径，2023 年，中国能够被粉液双室袋产品替代的传统注射用抗生素市场规模约 130 亿元，而粉液双室袋作为创新制剂能够避免临床输液配制过程中的二次污染，方便临床用药。2023 年，科伦药业头孢他啶粉液双室袋销售收入超 1700 万元，截至 2024H1 已陆续推出 7 款双室袋产品，后续还有多个品种在研，有望依托国家医保谈判品种的优势推动系列产品放量。

图表23：中国部分注射用抗生素销售收入（亿元）


资料来源：PDB 数据库，国联证券研究所

图表24：中国粉液双室袋产品（医保内）销售收入（万元）


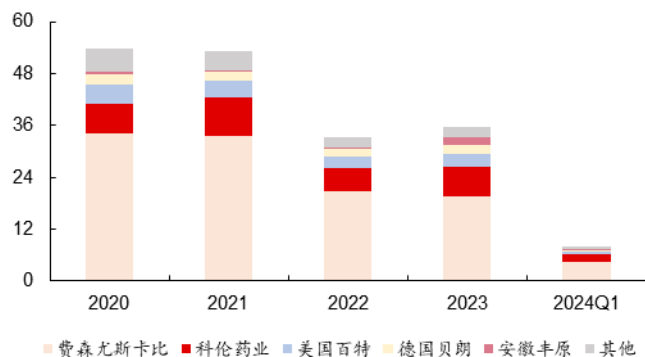
资料来源：PDB 数据库，国联证券研究所

图表25：公司粉液双室袋产品梳理

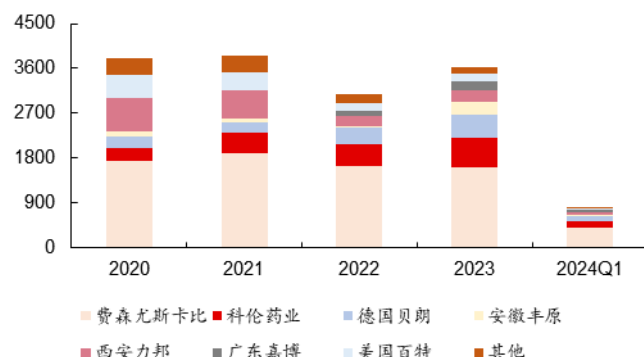
产品	规格	批准日期
注射用美罗培南/氯化钠注射液	1) 粉体室：按美罗培南 (C ₁₇ H ₂₅ N ₃ O ₅ S) 计 0.5g；液体室：氯化钠注射液 100ml: 0.9g	2024-07-30
	2) 粉体室：按美罗培南 (C ₁₇ H ₂₅ N ₃ O ₅ S) 计 1.0g；液体室：氯化钠注射液 100ml: 0.9g	
【合益泰】注射用头孢他啶阿维巴坦钠/氯化钠注射液	粉体室：2.5g (C ₂₂ H ₂₂ N ₆ O ₇ S ₂ 2.0g 与 C ₇ H ₁₁ N ₃ O ₆ S 0.5g)；液体室： 100ml:0.9g	2023-10-27
【合益昕】注射用头孢唑肟钠/氯化钠注射液	1) 粉体室：0.75g (按 C ₁₆ H ₁₆ N ₄ O ₈ S 计)；液体室：100ml : 0.9g	2023-08-08
	2) 粉体室：1.5g (按 C ₁₆ H ₁₆ N ₄ O ₈ S 计)；液体室：100ml : 0.9g	
【合益美】注射用头孢美唑钠/氯化钠注射液	粉体室：1.0g (按 C ₁₅ H ₁₇ N ₇ O ₅ S ₃ 计)；液体室：100ml:0.9g	2023-06-30
【合益丁】注射用头孢西丁钠/葡萄糖注射液	粉体室：按头孢西丁 (C ₁₆ H ₁₇ N ₃ O ₇ S ₂) 计 1.0g；液体室：葡萄糖注射液 50ml : 2.5g	2023-03-24
【合益松】注射用头孢曲松钠/氯化钠注射液	粉体室：按头孢曲松 (C ₁₈ H ₁₈ N ₈ O ₇ S ₃) 计 1.0g；液体室：氯化钠注射液 100ml: 0.9g	2022-09-14
【合益定】注射用头孢他啶/5%葡萄糖注射液	粉体室：1.0g (按 C ₂₂ H ₂₂ N ₆ O ₇ S ₂ 计)；液体室：50ml: 2.5g	2021-09-24

资料来源：科伦 E 药公众号，药融云，国联证券研究所

肠外营养三腔袋模式越发主流，科伦药业放量加速有望进一步抢占进口厂商市场份额。国内外指南中一致推荐肠外营养采用“全合一”模式，包括院内配制和多腔袋两种形式，因此肠外三腔袋逐渐替代单室袋市场。根据 PDB 全渠道数据口径，中国肠外营养脂肪乳相关产品 2023 年销售收入高达 36 亿元，其中进口厂商费森尤斯卡比占据绝大多数市场份额，科伦紧随其后，2024H1 公司已实现销售 349 万袋肠外三腔袋产品，伴随多样化营养治疗产品陆续推出，公司有望持续扩大医疗终端覆盖率。

图表26: 中国肠外营养脂肪乳相关产品销售额 (亿元)


资料来源: PDB 数据库, 国联证券研究所

图表27: 中国肠外营养脂肪乳相关产品销售量 (万袋)


资料来源: PDB 数据库, 国联证券研究所

图表28: 公司肠外三腔袋输液产品梳理

产品	规格	批准日期
ω-3 甘油三酯(2%)中/长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(16%)注射液	1250 ml [ω-3 甘油三酯 (2%) 中/长链脂肪乳注射液 250ml; 复方氨基酸 (16) 注射液 500 ml; 复方葡萄糖 (16%) 注射液 500ml]	2024-02-23
【多欣】ω-3 甘油三酯(2%)中/长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(36%)注射液	1) 1250 ml [250 ml: ω-3 甘油三酯 (2%) 中/长链脂肪乳注射液, 500 ml: 复方葡萄糖 (36%) 注射液, 500 ml: 复方氨基酸 (16) 注射液] 2) 625 ml [125 ml: ω-3 甘油三酯 (2%) 中/长链脂肪乳注射液, 250 ml: 复方葡萄糖 (36%) 注射液, 250 ml: 复方氨基酸 (16) 注射液]	2023-06-07
【多悦】脂肪乳(10%)/氨基酸(15)/葡萄糖(20%)注射液	1) 1000ml [脂肪乳注射液(10%)200ml; 复方氨基酸注射液 (15)(5.5%)400ml; 葡萄糖注射液(20%)400ml] 2) 1500ml [脂肪乳注射液(10%)300ml; 复方氨基酸注射液 (15)(5.5%)600ml; 葡萄糖注射液(20%)600ml]	2023-04-20
【多嘉】中长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(16%)注射液	1) 1250ml [中长链脂肪乳注射液 250ml: 复方氨基酸(16)注射液 500ml: 复方葡萄糖(16%)注射液 500ml] 2) 1875ml [中长链脂肪乳注射液 375ml: 复方氨基酸(16)注射液 750ml: 复方葡萄糖(16%)注射液 750ml]	2023-04-20
【多尤】脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(19%)注射液	1) 1026ml [脂肪乳注射液 (20%) 200ml; 复方氨基酸注射液 (17) (11%) 300ml; 葡萄糖注射液 (19%) 526ml] 2) 1540ml [脂肪乳注射液 (20%) 300ml; 复方氨基酸注射液 (17) (11%) 450ml; 葡萄糖注射液 (19%) 790ml]	2022-04-15
【多臻】中长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(36%)注射液	1) 1250ml [中长链脂肪乳注射液 250ml: 复方氨基酸(16)注射液 500ml: 复方葡萄糖(36%)注射液 500ml] 2) 625ml [中长链脂肪乳注射液 125ml: 复方氨基酸(16)注射液 250ml: 复方葡萄糖(36%)注射液 250ml]	2022-04-08

【多芮】中长链脂肪乳/氨基酸(16)/葡萄糖(30%)注射液	1) 1250ml [中长链脂肪乳注射液 250ml:复方氨基酸(16)注射液 500ml: 复方葡萄糖(30%)注射液 500ml] 2) 1875ml [中长链脂肪乳注射液 375ml:复方氨基酸(16)注射液 750ml: 复方葡萄糖(30%)注射液 750ml]	2022-04-08
【多特】脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液	1) 1440ml[脂肪乳注射液(20%)255ml;复方氨基酸注射液(17)(11%)300ml;葡萄糖注射液(11%)885ml] 2) 1920ml[脂肪乳注射液(20%)340ml;复方氨基酸注射液(17)(11%)400ml;葡萄糖注射液(11%)1180ml]	2020-11-05

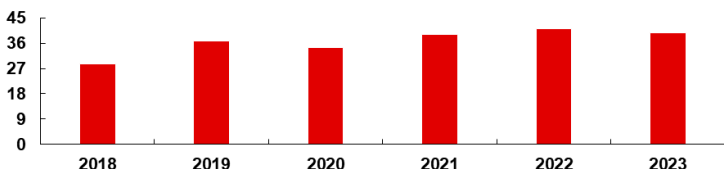
资料来源：科伦E药公众号，药融云，国联证券研究所

3.2 仿制药：集采推动光脚产品放量

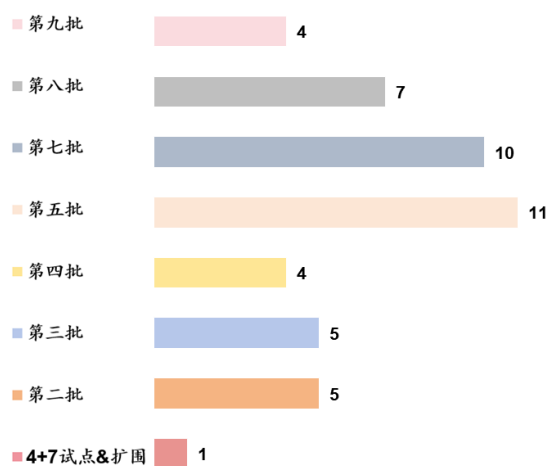
复盘 2018-2023 年，公司非输液药品收入迅速提升，其中集采品种贡献较快增速。2018-2023 年，公司非输液药品收入从 28.6 亿元增长至 39.6 亿元，CAGR 6.7%，其中集采品种放量作为主要支撑，截至第九批国家集采，公司累计 47 个品种（67 个品规）中选，已成为集采头部供应商之一。在仿制药因为集采不断降价的大环境下，公司通过持续不断的新产品获批从而确保非输液药品收入利润逐年增长。

图表29：公司非输液产品收入及集采复盘情况

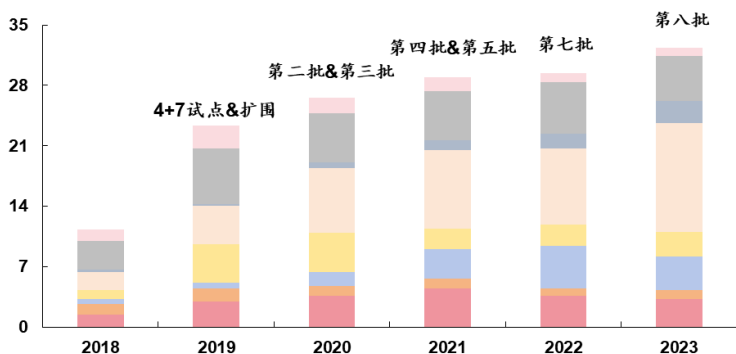
A. 公司非输液药品收入情况（亿元）



C. 公司不同批次集采中选品种数量



B. 公司不同批次集采品种2018-2023年收入复盘情况（亿元）

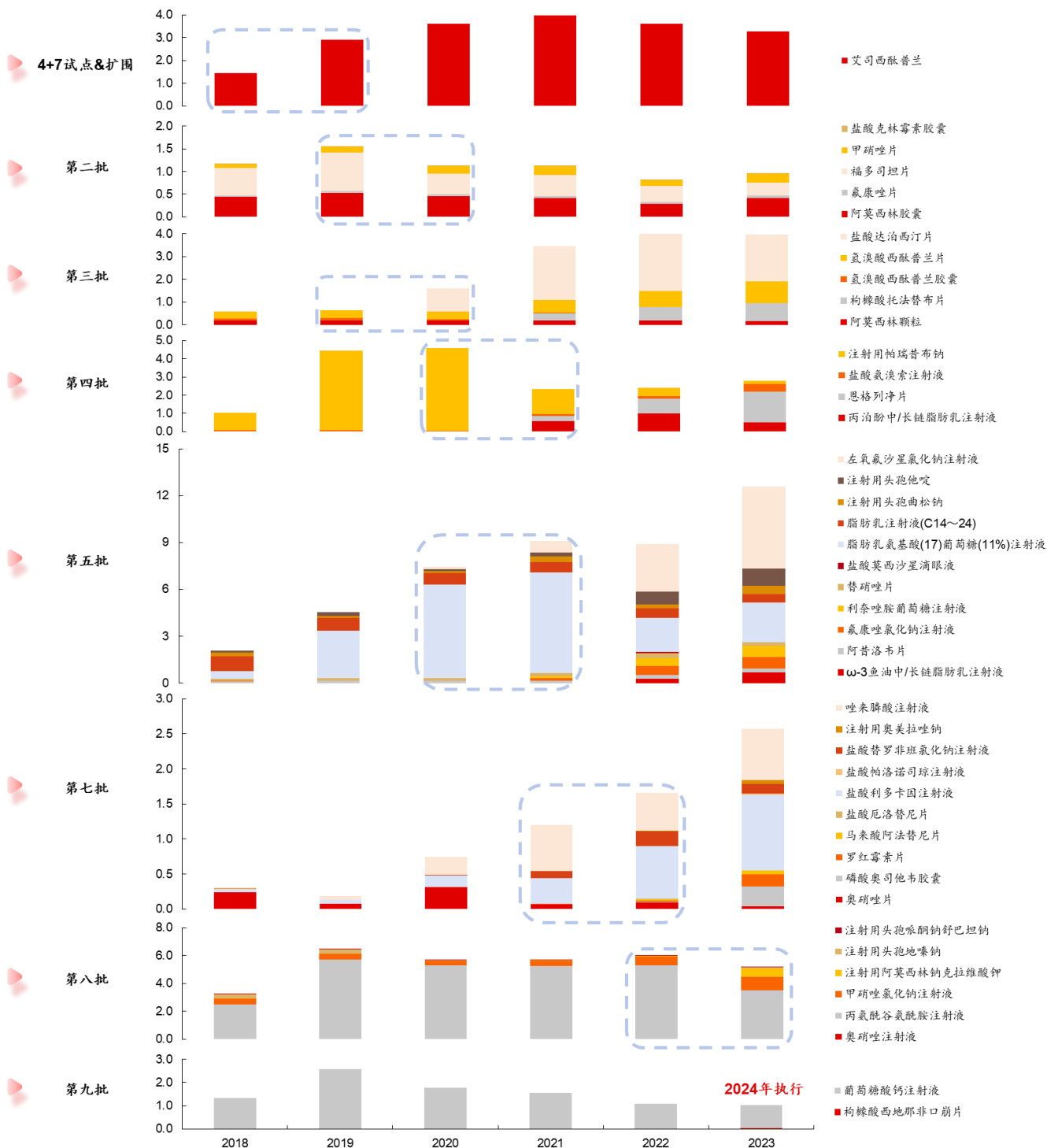


资料来源：公司公告，PDB 数据库，国联证券研究所

展望未来，公司存量仿制药产品收入或将保持稳定。公司已纳入集采的存量仿制药价格下行空间不大，例如艾司西酞普兰在通过 4+7 试点&扩围快速放量后，虽因 2023 年集采续约导致价格进一步下跌，但伴随营销和市场拓展的加强，2024 年该产

品收入增长明显。整体来看，存量仿制药会迎来不同批次集采的放量 and 接续，销售收入有望维持相对稳定。多项仿制药产品有望通过第十批集采实现快速放量。

图表30：公司存量仿制药产品收入情况（亿元）

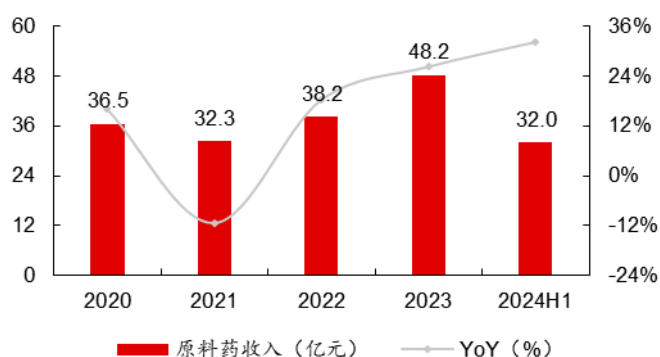


资料来源：PDB 数据库，国联证券研究所

3.3 原料药：基石业务稳健+合成生物学贡献新增长

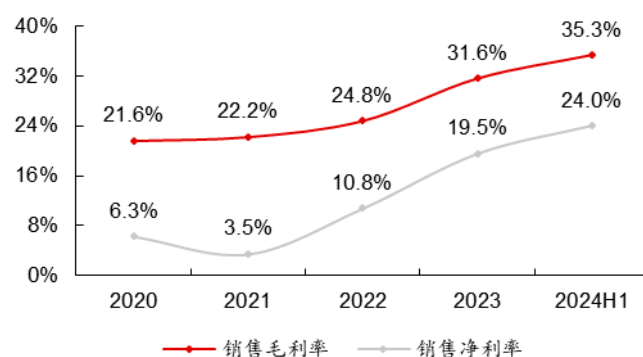
受益于抗生素中间体市场需求增长及公司生产工艺的提升，近年来公司原料药业务实现量价齐升。2020-2023年，川宁生物销售收入从36.5亿元增长至48.2亿元，CAGR 9.7%，毛利率从21.6%提升至31.6%。其中，2023年青霉素类中间体收入19.35亿元(+40.94%)，硫氰酸红霉素收入15.49亿元(+17.28%)，头孢类中间体收入9.63亿元(+15.01%)，销售情况呈现向好态势。

图表31：川宁生物销售收入



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表32：川宁生物毛利率净利率



资料来源：iFind，国联证券研究所

（一）合成生物学产品 2025 年有望逐步满产带来第二增长

抗生素中间体贡献稳定现金流，合成生物学陆续投产有望带来新增长。公司总产能约1.6万吨/年，其中建设有硫氰酸红霉素生产线一条、头孢系列中间体生产线两条、熊去氧胆酸粗品生产线一条，合成生物学生产线一条。合成生物学主要产品包括红没药醇、5-羟基色氨酸、依克多因、红景天苷以及麦角硫因等，伴随2025年合成生物学生产线逐步满产，有望打造第二增长曲线。

图表33：公司原料药业务产能规划布局



资料来源：公司公告，国联证券研究所

此外，在政策和技术的双重驱动下，全球合成生物学行业迎来快速增长，科伦作为国内首批实现产品交付的合成生物学企业，目前已有多个产品进入生产销售阶段，未来预计将逐渐满产。

图表34：公司合成生物学新增产能情况

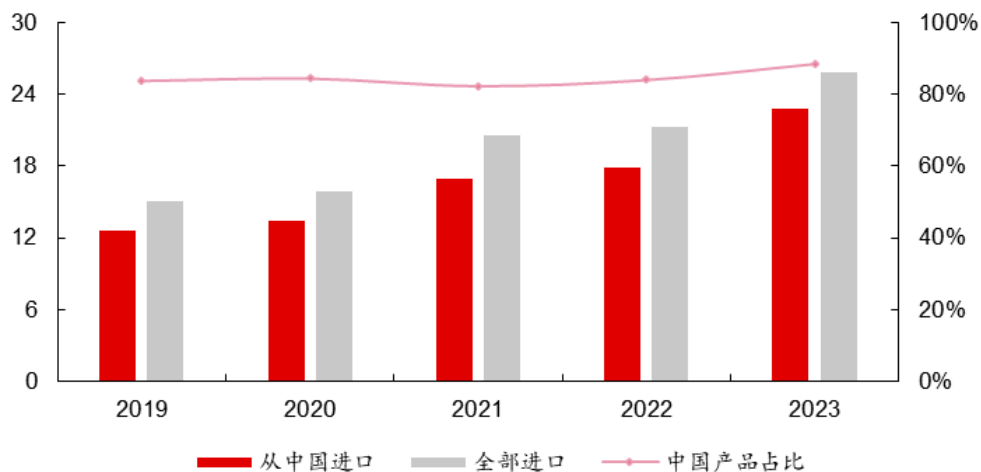
相关产能	投产预期
PHA 2000 吨产能	目前处于中试阶段，中试发酵水平已达预期
红没药醇 300 吨、5-羟基色氨酸 300 吨、麦角硫因 0.5 吨、依克多因 10 吨、红景天苷 5 吨、诺卡酮 10 吨、褪黑素 50 吨、植物鞘氨醇 500 吨	2023 年 12 月完成一期项目试车，2024 年红没药醇和 5-羟基色氨酸已经量产，麦角硫因预计今年生产。由于园区的配套设施等问题，所以 2024 年产能受限，预计 2025 年现有的合成生物学产品会逐步进行满产

资料来源：公司公告，国联证券研究所

（二）抗生素中间体基石业务保持稳健发展

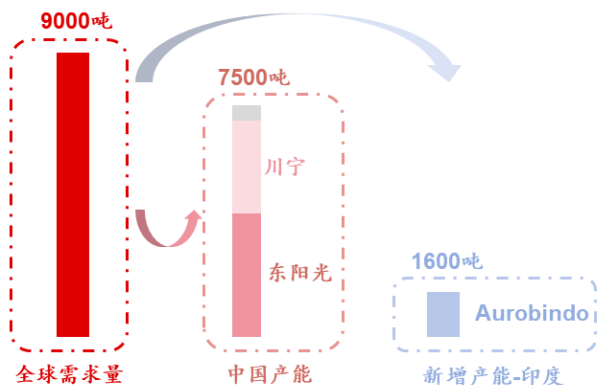
全球抗生素中间体产能趋于相对稳定，印度 PLI 计划新增产能预计影响较弱。印度 PLI 计划自 2020 年批准，其中预计硫氰酸红霉素新增产能 1600 吨，7-ACA 新增产能 2000 吨，印度 PLI 计划已实施三年但进口额几乎不受新增产能影响。2023 年，印度从我国进口的 53 种 API 类产品的销售额为 22.88 亿美元，同比增长 27.75%，其中，印度从我国进口的前十大 API 类产品中，除 7-ACA、美罗培南的进口额略有减少外，青霉素工业盐、6-APA、D-7-ACA、硫氰酸红霉素等都没有明显变化。

图表35：印度 PLI 计划中的 53 种原料药中间体进口规模（亿美元）



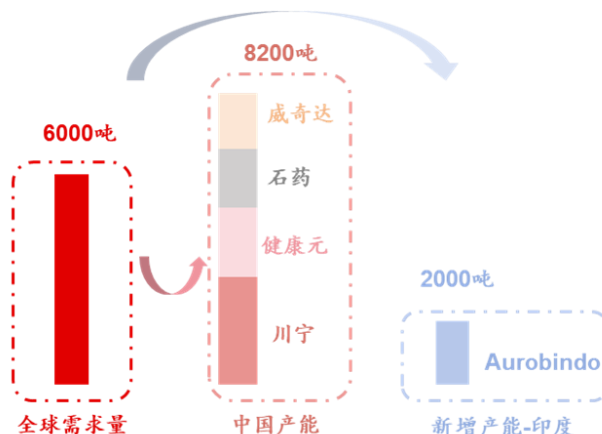
资料来源：健康网，国联证券研究所

图表36：印度 PLI 计划新增硫氰酸红霉素产能（吨）



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

图表37：印度 PLI 计划新增 7-ACA 产能（吨）



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

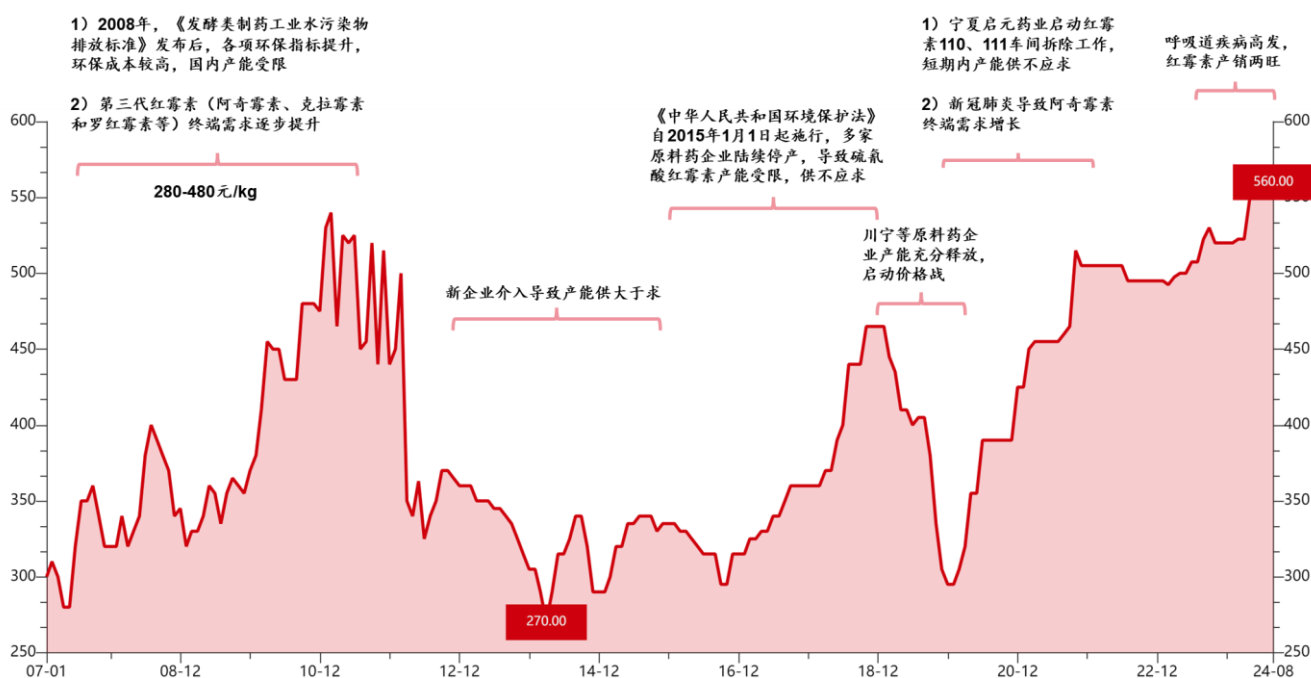
复盘川宁主要产品价格走势，我们预计未来价格或将保持相对稳定。

1) 硫氰酸红霉素虽然目前价格处于高位，但目前格局相对稳定预计价格维稳。产能端，硫氰酸红霉素生产工艺难度较大，中国暂无新增产能，印度 PLI 产能较难实现满产；需求端，伴随呼吸道疾病高发，红霉素销售需求旺盛。

2) 6-APA 新增产能受限，格局逐步稳定。6-APA 行业名义产能供大于求，伴随生产装置受到限制，行业暂无新增产能，各厂商实际产量符合终端需求，预计短期暂无价格战出现，6-APA 价格或将保持在高位区间。

3) 7-ACA 价格处于低位震荡，下行空间较小，未来有望企稳回升。目前 7-ACA 生产装置受到限制预计中国暂无新增产能，印度 PLI 则预计新增产能 2000 吨；虽然 7-ACA 行业供过于求，但当前 7-ACA 价格已接近成本价，下行空间较小，或将维持相对稳定。

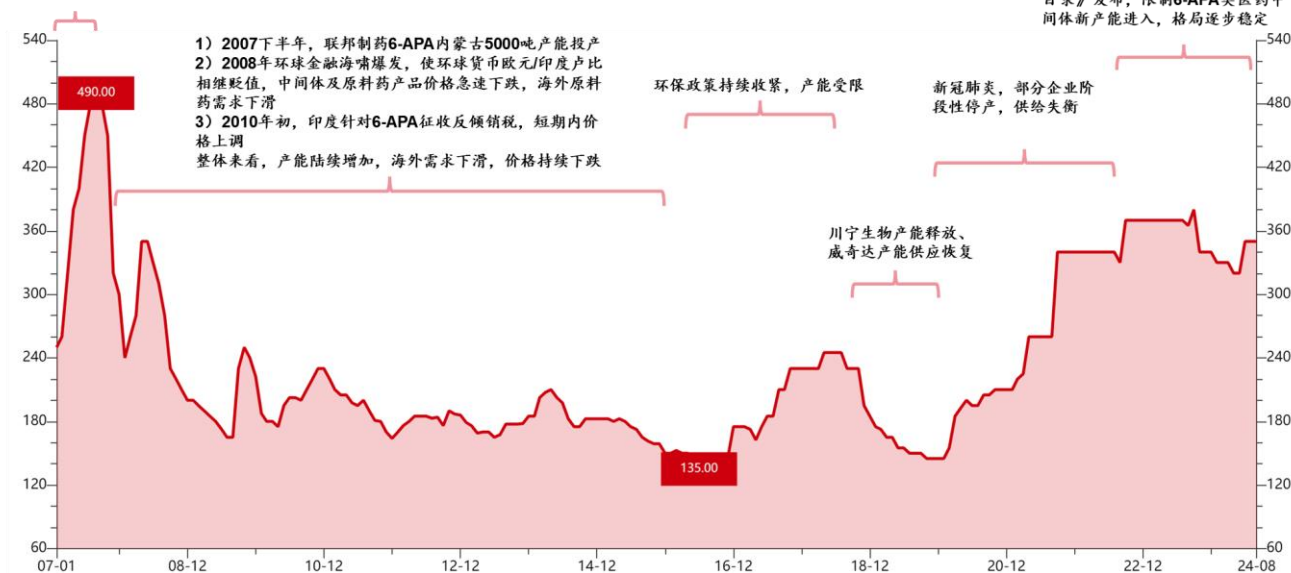
图表38：硫氰酸红霉素价格走势复盘（元/kg）



资料来源：Wind，政府公告，国联证券研究所

图表39: 6-APA 价格趋势复盘 (元/kg)

2007年, 中国倡导绿色生产, 许多制药企业(尤其发酵企业)因排污不达标被迫减产/停产, 6-APA供应短缺, 价格上升



资料来源: Wind, 政府公告, 国联证券研究所

图表40: 7-ACA (酶法) 价格趋势复盘 (元/kg)

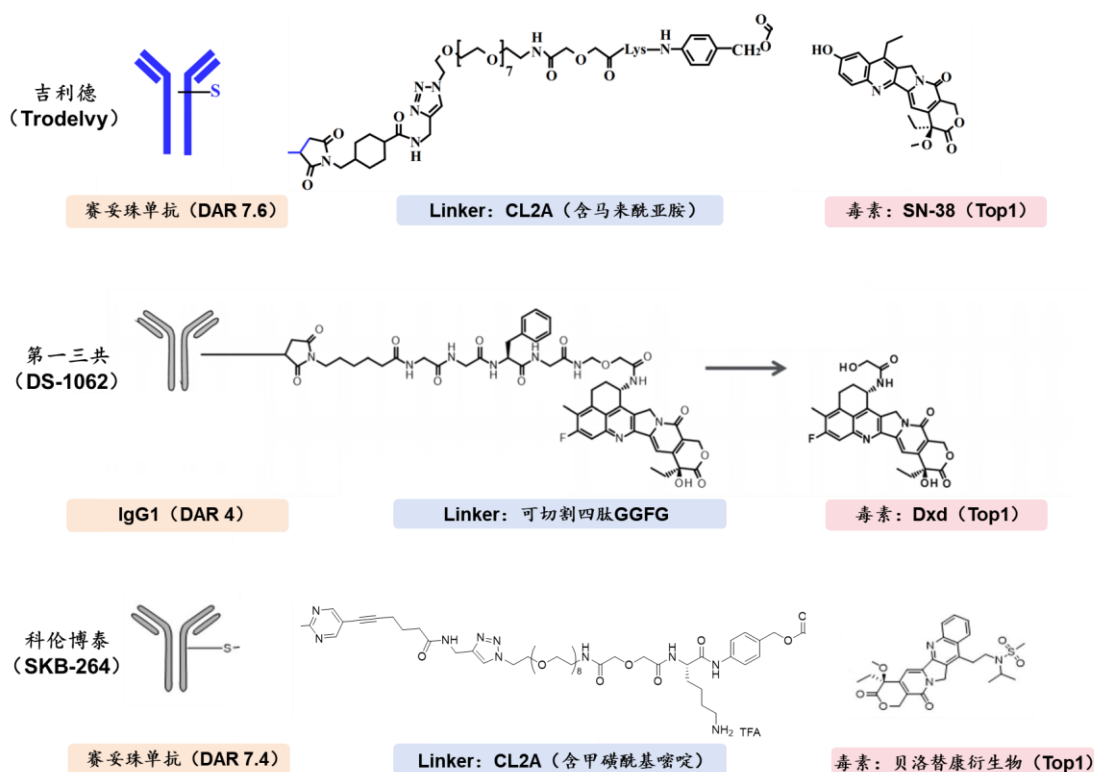


资料来源: Wind, 政府公告, 国联证券研究所

3.4 创新药：布局泛瘤种的 ADC 大单品

靶向 Trop-2 ADC 产品中，SKB-264 具备“Best-in-Class”潜力，能够更好地平衡脱靶毒性和在靶脱瘤毒性。抗体端，SKB-264 采用吉利德已经验证过的赛妥珠单抗；毒素端，SKB-264 采用贝洛替康衍生物，毒性适中；Linker 端，SKB-264 采用含 2-甲磺酰基嘧啶的 CL2A 连接子，血浆稳定性优于 Trodelvy 但差于 DS-1062，因此脱靶毒性较 Trodelvy 更弱，而因为 TROP-2 靶点在粘膜等非肿瘤组织分布引起的口腔炎等，在靶脱瘤毒性则相对 DS-1062 更弱。

图表41: Trop2 ADC 分子结构分析



资料来源: Mol Cancer Ther 《Datopotamab Deruxtecan, a Novel TROP2-directed Antibody - drug Conjugate, Demonstrates Potent Antitumor Activity by Efficient Drug Delivery to Tumor Cells》Daisuke Okajima, Drugs 《Sacituzumab Govitecan: First Approval》Yahiya Y. Syed, Front. Oncol 《Preclinical profiles of SKB264, a novel anti-TROP2 antibody conjugated to topoisomerase inhibitor, demonstrated promising antitumor efficacy compared to IMMU-132》Yezhe Cheng, 科伦博泰招股说明书, 国联证券研究所

迄今为止，默沙东已启动 10 项全球多中心临床试验，针对肺癌适应症，MK-2870 几乎覆盖从早期到末线的绝大部分 NSCLC 患者。

1) 可切除 II-III B 期 NSCLC: MK-2870-019 研究主要评估 MK-2870+帕博利珠单抗联合治疗 vs 帕博利珠单抗单药治疗在可切除 II-III B 期 NSCLC 中的疗效及安全性。

2) 转移性 NSCLC (1L 治疗): MK-2870-007 研究主要评估 MK-2870+帕博利珠单

抗联合治疗 vs 帕博利珠单抗针对 PD-L1 TPS \geq 50%的转移性 NSCLC 患者疗效及安全性。MK-2870-023 研究主要评估 MK-2870+帕博利珠单抗+卡铂+紫杉醇 vs 帕博利珠单抗+卡铂+紫杉醇针对转移性鳞状非小细胞肺癌的患者一线治疗的疗效及安全性。

3) EGFR 突变晚期非鳞状 NSCLC (\geq 2L 治疗): MK-2870-009 研究主要评估 MK-2870 单药 vs 含铂双药化疗 (培美曲塞+卡铂) 在 EGFR TKI 耐药后非鳞状 NSCLC 患者中的疗效及安全性。

4) EGFR 突变/其他基因突变非鳞状 NSCLC (\geq 3L 治疗): MK-2870-004 研究主要评估 MK-2870 单药 vs 化疗 (多西他赛、培美曲塞) 在晚期伴基因突变的非鳞状 NSCLC 患者中的疗效及安全性。

图表42: 默沙东针对 MK-2870 (SKB-264) 临床试验患者基线统计

临床试验	临床阶段 (开始时间)	用药方案	适应症
MK-2870-012 (NCT06393374) 多中心 (三阴性乳腺癌)	3 期 (2024.05) 预计入组 1530 人	一组: MK-2870 (4mg/kg Q2W 静脉输注) 二组: 标准疗法 (帕博利珠单抗联用或不联用卡培他滨)	接受新辅助治疗且手术时未达到病理完全缓解的 三阴性乳腺癌
MK-2870-015 (NCT06356311) 多中心 (胃癌)	3 期 (2024.05) 预计入组 450 人	一组: MK-2870 (4mg/kg Q2W 静脉输注) 二组: 标准疗法 (三氟尿苷-替吡嘧啶、伊立替康、紫杉醇、多西他赛)	晚期、不可切除或转移性 胃腺癌、胃食管交界处腺癌或食管腺癌 (既往已接受至少 2 种化疗/免疫治疗方案)
MK-2870-023 (NCT06422143) 多中心 (肺癌)	3 期 (2024.07) 预计入组 851 人	一组: MK-2870 (4mg/kg Q2W) +帕博利珠单抗+卡铂+紫杉醇 二组: 帕博利珠单抗+卡铂+紫杉醇	转移性鳞状非小细胞肺癌 的一线治疗
MK-2870-019 (NCT06312137) 多中心 (肺癌)	3 期 (2024.04) 预计入组 780 人	一组: MK-2870 (4mg/kg Q2W) +帕博利珠单抗 (400mg Q6W) 二组: 帕博利珠单抗 (400mg Q6W) +背景治疗 (顺铂/卡铂、培美曲塞、吉西他滨、紫杉醇)	鳞状/非鳞状 NSCLC (可切除临床 II、IIIA、IIIB 期), EGFR 靶向疗法耐药或不适用, 能够接受新辅助帕博利珠单抗和铂类双药化疗
MK-2870-004 (NCT06074588) 多中心 (肺癌)	3 期 (2023.11) 预计入组 556 人	一组: MK-2870 (4mg/kg Q2W) 二组: 化疗 (多西他赛、培美曲塞)	伴有 EGFR/其他基因突变的晚期/转移性 非鳞状 NSCLC (基因突变患者需既往接受过 1 种铂类化疗, 1/2 种 EGFR TKI 后发生进展)
MK-2870-009 (NCT06305754) (肺癌)	3 期 (2024.06) 预计入组 520 人	一组: MK-2870 (4mg/kg Q2W) 二组: 培美曲塞+卡铂	伴有 EGFR 突变的晚期 非鳞状 NSCLC (EGFR TKI 治疗后进展)
MK-2870-007 (NCT06170788) 多中心 (肺癌)	3 期 (2023.12) 预计入组 614 人	一组: MK-2870 (4mg/kg Q2W) +帕博利珠单抗 (400mg Q6W) 二组: 帕博利珠单抗	鳞状/非鳞状 NSCLC (靶向 EGFR、ALK、ROS1 疗法不适用于主要治疗, \geq 50%肿瘤细胞表达 PD-L1)

MK-2870-005 (NCT06132958) 多中心 (子宫内膜癌)	3期 (2023.12) 预计入组 710 人	一组: MK-2870 (4mg/kg Q2W) 二组: 标准疗法 (多柔比星、紫杉醇)	子宫内膜癌或癌肉瘤 (既往接受过铂类化疗和 PD-1/PD-L1 单独或联合用药)
MK-2870-010 (NCT06312176) (乳腺癌)	3期 (2024.04) 预计入组 1200 人	一组: MK-2870 (4mg/kg Q2W) 二组: MK-2870 (4mg/kg Q2W) + 帕博利珠单抗 (400mg Q6W, 最多给药 2 年); 三组: 标准疗法 (紫杉醇、白蛋白紫杉醇、卡培他滨、多柔比星);	不可切除的局部晚期/转移性 HR+/HER2-乳腺癌 (既往接受过 CDK4/6 抑制剂联合内分泌疗法并出现影像学进展, 患者能够接受化疗)
MK-2870-020 (NCT06459180) (宫颈癌)	3期 (2024.10) 预计入组 686 人	一组: MK-2870 (4mg/kg Q2W) 二组: 标准疗法 (培美曲塞、拓扑替康、长春瑞滨、吉西他滨、伊立替康、Tisotumab Vedotin)	2L 复发性或转移性宫颈癌

资料来源: Clinical Trials, 国联证券研究所

除了肺癌适应症, MK-2870 也针对既往经 PD-1+化疗新辅助治疗术后未达到 pCR 的三阴乳腺癌、经内分泌治疗后进展的 HR+/HER2-乳腺癌、末线晚期胃癌、末线子宫内膜癌和宫颈癌进行了布局。

1) MK-2870-012 入组人群为经 PD-1+化疗新辅助治疗术后未达到 pCR 的三阴乳腺癌患者, 主要将 MK-2870+帕博利珠单抗 vs 标准疗法进行比较。

2) MK-2870-010 入组人群为经内分泌治疗后进展的 HR+/HER2-乳腺癌患者, 主要将 MK-2870 单药 vs MK-2870+帕博利珠单抗联合治疗 vs 化疗药物进行对比。

3) MK-2870-015 入组人群为治疗线数 ≥ 3 L 的晚期/转移性胃食管腺癌, 该研究主要将 MK-2870 同标准疗法进行比较。

4) MK-2870-005 入组人群为经铂类化疗+免疫治疗后的子宫内膜癌患者, 主要将 MK-2870 同化疗药物进行对比。

5) MK-2870-020 入组人群为经铂类化疗 (伴/不伴贝伐珠单抗) +免疫治疗后的宫颈癌患者, 主要将 MK-2870 同标准疗法进行对比。

临床数据优异

我们选取 NSCLC 末线领域具有代表性的 3 个创新疗法进行比较: SKB-264 (Trop-2 ADC)、BL-B01D1 (EGFR/HER3 ADC)、AK112 (PD-1/VEGF α 双抗)。

针对 EGFR 突变型 NSCLC, Trop-2 ADC 靶向疗法 SKB-264 PFS 疗效优越。SKB-264/AK-112 分别入组了 22/19 名 TKI 治疗后进展的 EGFR 突变患者, BL-B01D1 入组了 38 名平均治疗线数为 3 的 EGFR 突变患者。SKB-264 vs BL-B01D1 vs AK112: ORR

(60.0% vs 63.2% vs 68.4%), mDoR (8.7m vs NA vs 8.38m), mPFS (11.5m vs 6.9m vs 8.5m), mOS (22.7m vs NA vs NA)。

针对 EGFR 野生型 NSCLC, BL-B01D1 & AK112 响应率良好: SKB-264 入组了 21 名治疗线数 ≥ 3 的 EGFR 野生型患者; BL-B01D1 入组了 50 名平均治疗线数为 2 的 EGFR 野生型患者; AK-112 入组了 43 名既往未经治疗的晚期无 EGFR/ALK 基因突变的患者。SKB-264 vs BL-B01D1 vs AK112: ORR (26.3% vs 44.0% vs 53.5%), mDoR (9.6m vs NA vs NA), mPFS (5.3m vs 5.2m vs NA), mOS (14.1m vs NA vs NA)。

图表43: NSCLC 领域 SKB-264 & BL-B01D1 & AK112 临床有效性数据对比

药企	科伦博泰			百利天恒		康方生物			
产品	SKB-264			BL-B01D1		AK112			
临床试验	KL264-01 (2024)			BL-B01D1-101 (2023)		AK112-201 (2023)			
试验进展	II 期			I 期		II 期			
试验 ID	NCT04152499			NCT05194982		NCT04736823			
人数	43			114		83			
入组人群	既往接受过治疗的晚期 NSCLC 患者 (21 名 EGFR 野生型患者 ≥ 3 线; 22 名 EGFR 突变患者 TKI 治疗后进展, 其中 50% 患者一线化疗失败)			标准治疗失败的 NSCLC (38 名 EGFR 突变患者平均治疗线数 3, 50 名 EGFR 野生型患者平均治疗线数 2)		既往未经治疗的晚期 NSCLC (无 EGFR、ALK 基因突变)		EGFR 突变的晚期 NSCLC (此前 EGFR TKI 治疗失败)	全身铂类化疗、PD(L)1 治疗失败后晚期 NSCLC
剂量	5 mg/kg Q2W			2.5、3.0、3.5mg/kg(D1, 8, Q3W) 5.0、6.0mg/kg(D1, Q3W)		10/20 mg/kg AK112 Q3W 联合培美曲塞/紫杉醇、卡铂		培美曲塞 +10/20 mg/kg AK112 Q3W +卡铂	10/20 mg/kg AK112 Q3W +多西他赛
有效性数据									
可评估患者数	43 (总体人群)	22 (EGFR 突变)	21 (EGFR 野生型, 其中非鳞状 9 人, 鳞状 12 人)	38 (EGFR 突变)	50 (EGFR 野生型)	43 (EGFR 野生型)	19 (EGFR 突变型)	20	
中位随访时间 (m)	17.2	/	/	/	/	/	/	/	
ORR	43.6%	60.0%	26.3%(整体) 22.2%(非鳞状) 30.0%(鳞状)	63.2%(46.0-78.2)	44.0%(30.0-58.7)	53.5%(整体) 52.6%(10mg) 54.2%(20mg)	68.4%(整体) 80.0%(10mg) 55.6%(20mg)	40.0%(整体) 40.0%(10mg) 40.0%(20mg)	
mDoR (m)	9.3 (3.7-10.3)	8.7 (3.7-10.3)	9.6 (3.5-NE) (整体)	/	/	NR	8.38 (整体) 8.38(10mg) 3.91(20mg)	NR	
mPFS (m)	7.2 (5.4-11.3)	11.5 (5.7-12.9)	5.3 (3.5-6.2) (整体) 5.8 (1.5-12.1) (非鳞状) 5.1 (1.9-9.3) (鳞状)	6.9(4.3~)	5.2(3.9~)	3、6、12 个月 PFS 率为 93.2%、79.1%、59.1%	8.5 (5.5-NE)	7.5 (2.3-NE)	
mOS (m)	22.6 (13.1-NE)	22.7 (19.7-NE)	14.1 (10.7-NE) (整体) 16.2 (5.8-NE) (非鳞状) 12.8 (3.5-NE) (鳞状)	/	/	/	/	/	

12个月总体生存率 (%)	69.0 (52.7-80.7)	81.0 (56.9-92.4)	57.1 (33.8-74.9) (整体) 66.7 (28.2-87.8) (非鳞状) 50.0 (20.8-73.6) (鳞状)	/	/	/	/	/
	18个月总体生存率 (%)	56.5 (40.1-70.0)	76.2 (51.9-89.3)	35.9 (16.0-56.4) (整体) 44.4 (13.6-71.9) (非鳞状) 30.0 (7.7-56.9) (鳞状)	/	/	/	/

资料来源: AACR 2024, The Lancet 《AK112, a novel PD-1/VEGF bispecific antibody, in combination with chemotherapy in patients with advanced non-small cell lung cancer (NSCLC): an open-label, multicenter, phase II trial》Yuanyuan Zhao, ESMO 2023, 科伦博泰公告, 国联证券研究所

整体来看, 三个产品的安全性均可控。SKB-264 和 BL-B01D1 均没有出现导致停用的严重 TEAEs, 未观察到药物相关间质性肺炎的发生, AK-112 导致停用的严重 TEAEs 占比仅 2.4%。此外针对 ≥ 3 级 TEAEs, SKB-264 和 AK-112 占比分别达到 69.8%、51.8%; 针对 TEAEs 相关死亡事件, AK-112 占比达 1.2%。

图表44: NSCLC 领域 SKB-264 & BL-B01D1 & AK112 临床安全性数据对比

药企	科伦博泰	百利天恒	康方生物
产品	SKB-264	BL-B01D1	AK112
临床试验	KL264-01 (2024)	BL-B01D1-101 (2023)	AK112-201 (2023)
试验进展	II 期	I 期	II 期
试验 ID	NCT04152499	NCT05194982	NCT04736823
人数	43	114	83
入组人群	既往接受过治疗的晚期 NSCLC 患者 (21 名 EGFR 野生型患者 ≥ 3 线; 22 名 EGFR 突变患者 TKI 治疗后进展, 其中 50% 患者一线化疗失败)	标准治疗失败的 NSCLC (38 名 EGFR 突变患者平均治疗线数 3, 50 名 EGFR 野生型患者平均治疗线数 2)	既往未经治疗的晚期 NSCLC (无 EGFR、ALK 基因突变) EGFR 突变的晚期 NSCLC (此前 EGFR TKI 治疗失败)
剂量	5 mg/kg Q2W	2.5、3.0、3.5mg/kg(D1, 8, Q3W) 5.0、6.0mg/kg(D1, Q3W)	10/20 mg/kg AK112 Q3W 联合培美曲塞/紫杉醇、卡铂 培美曲塞 +10/20 mg/kg AK112 Q3W + 卡铂 10/20 mg/kg AK112 Q3W + 多西他赛
安全性数据			
可评估患者数	43	114	83
常见 TEAEs	/	/	100%
贫血	30.2% (≥ 3 级)	59% 25% (≥ 3 级)	19.3% 4.8% (≥ 3 级)
口腔粘膜炎	9.3% (≥ 3 级)	/	/
皮疹	7.0% (≥ 3 级)	11% 0 (≥ 3 级)	10.8%

中性粒细胞计数减少	34.9% (≥ 3 级)	51% 32% (≥ 3 级) (中性粒细胞减少症)	16.9% 6.0% (≥ 3 级)
白细胞计数减少	25.6% (≥ 3 级)	59% 28% (≥ 3 级)	18.1% 8.4% (≥ 3 级)
血小板减少	/	48% 23% (≥ 3 级)	12.0% 2.4% (≥ 3 级)
恶心	/	36% <1% (≥ 3 级)	9.6%
呕吐	/	34% 2% (≥ 3 级)	9.6%
脱发	/	27% 0 (≥ 3 级)	3.6%
食欲下降	/	24% <1% (≥ 3 级)	/
乏力	/	23% 0 (≥ 3 级)	/
口腔溃疡	/	21% 0 (≥ 3 级)	/
腹泻	/	20% <1% (≥ 3 级)	10.8%
吞咽不足	/	19% 0 (≥ 3 级)	/
低钾血症	/	15% 0 (≥ 3 级)	/
低蛋白血症	/	12% 0 (≥ 3 级)	/
严重 TEAEs (导致停用)	0% (无药物相关间质性肺病或肺炎的发生)	/ (未观察到 ILD)	2.4%
≥ 3 级 TEAEs	69.8%	/	51.8%
TEAEs 相关死亡	0%	/	1.2%

资料来源: AACR 2024, The Lancet 《AK112, a novel PD-1/VEGF bispecific antibody, in combination with chemotherapy in patients with advanced non-small cell lung cancer (NSCLC): an open-label, multicenter, phase II trial》Yuanyuan Zhao, ESMO 2023, 科伦博泰公告, 国联证券研究所

针对 NSCLC 适应症, SKB-264 临床试验设计合理。SKB-264 首先区分 EGFR 突变型和 EGFR 野生型, 并且针对 EGFR 野生型区分了非鳞状和鳞状人群, 因此在评估有效性数据时, SKB-264 明确 EGFR 突变型 NSCLC 获益最为突出, EGFR 野生型非鳞状 NSCLC 其次。相对比而言, 吉利德 Trodelvy EVOKE-01 三期临床试验未达到总生存期 (OS) 的主要终点可能是由于没有明确会获益的 NSCLC 患者群体。

NSCLC 领域 SKB-264 疗效优于同靶点疗法 Dato-Dxd。针对 EGFR 突变 NSCLC, SKB-264 vs Dato-Dxd: ORR (60.0% vs 43.6%), mPFS (11.5m vs NA), mOS (22.7 vs NA); 针对 EGFR 野生型非鳞状 NSCLC, SKB-264 vs Dato-Dxd: ORR (22.2% vs 31.2%), mPFS (5.8m vs 5.6m), mOS (16.2m vs 整体人群 12.4m); 针对 EGFR 野生型鳞状 NSCLC, SKB-264 vs Dato-Dxd: ORR (30.0% vs 9.2%), mPFS (5.1m vs 2.8m), mOS (12.8m vs 整体人群 12.4m)。

图表45: NSCLC 领域 Trop-2 ADC 临床数据对比

药企	科伦博泰			第一三共		
产品	SKB-264			Dato-Dxd		
临床试验	KL264-01 (2024)			TROPION-Lung01 (2023)		TROPION-Lung05 (2023)
试验进展	II 期			III 期		II 期
试验 ID	NCT04152499			NCT04656652		NCT04484142
人数	43			604		137
入组人群	既往接受过治疗的晚期 NSCLC 患者 (21 名 EGFR 野生型患者 ≥3 线; 22 名 EGFR 突变患者 TKI 治疗后进展, 其中 50% 患者一线化疗失败)			既往接受过治疗的 NSCLC 患者 (≥1 线) (17% 的患者具有基因突变, 例如 EGFR 突变)		既往接受过靶向治疗和铂类治疗的晚期/转移性 NSCLC (71.5% 的患者既往接受过 ≥3 线治疗, 56.9% 的患者有 EGFR 突变)
剂量	5 mg/kg Q2W			Dato-Dxd 6mg/kg Q3W	多西他赛 75mg/m ² Q3W	6mg/kg Q3W
有效性数据						
可评估患者数	43 (总体人群)	22 (EGFR 突变)	21 (EGFR 野生型, 其中非鳞状 9 人, 鳞状 12 人)	299 (非鳞状 229 人, 鳞状 70 人)	305 (非鳞状 232 人, 鳞状 73 人)	137
中位随访时间 (m)	17.2	/	/	/	/	/
ORR	43.6%	60.0%	26.3% (整体) 22.2% (非鳞状) 30.0% (鳞状)	26.4% (整体) 31.2% (非鳞状) 9.2% (鳞状)	12.8% (整体) 12.8% (非鳞状) 12.7% (鳞状)	35.8% (整体) 43.6% (EGFR 突变)
mDoR (m)	9.3 (3.7-10.3)	8.7 (3.7-10.3)	9.6 (3.5-NE) (整体)	7.1(5.6-10.9)(整体) 7.7 (非鳞状) 5.9 (鳞状)	5.6 (5.4-8.1) (整体) 5.6 (非鳞状) 8.1 (鳞状)	7.0
mPFS (m)	7.2 (5.4-11.3)	11.5 (5.7-12.9)	5.3 (3.5-6.2) (整体) 5.8 (1.5-12.1) (非鳞状) 5.1 (1.9-9.3) (鳞状)	4.4 (4.2-5.6) (整体) 5.6 (4.4-7.0) (非鳞状) 2.8 (1.9-4.0) (鳞状)	3.7 (2.9-4.2) (整体) 3.7 (2.9-4.2) (非鳞状) 3.9 (2.8-4.5) (鳞状)	/
mOS (m)	22.6 (13.1-NE)	22.7 (19.7-NE)	14.1 (10.7-NE) (整体) 16.2 (5.8-NE) (非鳞状) 12.8 (3.5-NE) (鳞状)	12.4 (10.8-14.8) (整体)	11.0 (9.8-12.5) (整体)	/
12 个月总体生存率 (%)	69.0 (52.7-80.7)	81.0 (56.9-92.4)	57.1 (33.8-74.9) (整体) 66.7 (28.2-87.8) (非鳞状) 50.0 (20.8-73.6) (鳞状)	/	/	/
18 个月总体生存率 (%)	56.5 (40.1-70.0)	76.2 (51.9-89.3)	35.9 (16.0-56.4) (整体) 44.4 (13.6-71.9) (非鳞状) 30.0 (7.7-56.9) (鳞状)	/	/	/
安全性数据						

可评估患者数	43	/	/	137
常见 TEAEs	/	/	/	/
贫血	30.2% (≥3 级)	4% (≥3 级)	4% (≥3 级)	5.8% (≥3 级)
口腔粘膜炎症	9.3% (≥3 级)	6% (≥3 级) (口腔炎)	1% (≥3 级) (口腔炎)	9.5% (≥3 级) (口腔炎)
皮疹	7.0% (≥3 级)	/	/	/
中性粒细胞计数减少	34.9% (≥3 级)	1% (≥3 级) (中性粒细胞减少症)	23% (≥3 级) (中性粒细胞减少症)	/
白细胞计数减少	25.6% (≥3 级)	/	/	/
恶心	/	2% (≥3 级)	1% (≥3 级)	/
虚弱	/	3% (≥3 级)	2% (≥3 级)	/
疲劳	/	1% (≥3 级)	2% (≥3 级)	/
淀粉酶升高	/	/	/	5.8% (≥3 级)
严重 TEAEs (导致停用)	0% (无药物相关间质性肺病或肺炎的发生)	/	/	9.5% 0.7% (≥3 级 ILD)
≥3 级 TEAEs	69.8%	25%	41%	47.4%
TEAEs 相关死亡	0%	/	/	1.5% (与药物无关)

资料来源: AACR 2024, ESMO 2023, 公司公告, 医药魔方, 国联证券研究所

SKB264 在三阴性乳腺癌领域临床数据优越, 作为首款在中国取得批准的国产 Trop2 ADC。Trodelvy 是目前美国和中国唯一获批用于治疗晚期 TNBC 的 Trop2 ADC, SKB264 (科伦博泰) 在中国已获批上市, DS-1062 (第一三共) 在中国和美国均处于申请上市阶段。

SKB264 多个评估指标数据良好, ORR、mPFS、mOS 临床数据优于 Trop2 同靶点品种。SKB264 vs DS-1062 vs Trodelvy: ORR (42.4% vs 32.0% vs 35.0%), mPFS (5.7m vs 4.4m vs 5.6m), mOS (16.8m vs 13.5m vs 12.1m)。

图表46: TNBC 领域 Trop-2 ADC 临床数据对比

药物名称	DS-1062	SKB264	Trodelvy
研发公司	第一三共	科伦博泰	Immunomedics (Gilead Sciences)
临床试验	NCT03401385	NCT04152499	NCT02574455
适应症	mTNBC	mTNBC	mTNBC
临床分期	1 期	2 期	3 期
治疗线数	平均接受过 ≥ 3 线治疗	平均接受过 ≥ 3 线治疗 (89.8%), 54% 患者 Trop2 高表达	平均接受过包括紫杉醇在内的 3 线治疗
患者分类	HR- (TNBC)	HR- (TNBC)	HR- (TNBC)
平均随访时间	-	22.8 m	17.7 m (5.8-28.1 m)
患者人数	44	59	235
ORR	32.0%	42.4%	35.0%
DCR	80.0%	76.3%	-
mPFS	4.4m (3.0-7.3)	5.7m	5.6m (4.3-6.3)
mOS	13.5m (10.1-16.3)	16.8m	12.1m (10.7-14.0)

资料来源: SABCS2022、SABCS2023, N Engl J Med. 2021 《Sacituzumab Govitecan in Metastatic Triple-Negative Breast Cancer》Aditya Bardia, M. D, 医药魔方, 国联证券研究所

SKB264 同样发力于 HR+/HER2 (low/-) 乳腺癌领域, 其在 TROP2 ADC 领域或为同类最佳。SKB264 vs DS-1062 vs Trodelvy: mPFS (11.1m vs 6.9m vs 5.5m), ORR (36.8% vs 36.4% vs 21.0%)。

图表47: HR+/ HER2 (low/-) 乳腺癌领域 Trop-2 ADC 临床数据对比

药物名称	DS-1062 (Dato-DXd)	SKB-264	Trodelvy
治疗原理	TROP-2 ADC	TROP-2 ADC	TROP-2 ADC
研发公司	第一三共	科伦博泰	Immunomedics (吉利德)
临床试验	TROPION-PanTumor01	NCT04152499	TROPiCS-02
适应症	HR+/HER2- 转移性乳腺癌	HR+/HER2 (low/-) 转移性乳腺癌	HR+/HER2- 转移性乳腺癌
临床分期	3 期	1/2 期	3 期
治疗线数	接受过 1-2 线化疗治疗	79% 患者接受过 ≥ 2 线化疗治疗	接受过 2-4 线化疗治疗
患者分类	HR+	HR+	HR+
试验方案	6mg/kg Q3W	5 mg/kg Q2W	10 mg/kg Q3W

平均随访时间	-	8.2m	
患者人数	365	38	272
ORR	36.40%	36.80%	21.00%
DCR	-	89.50%	-
mPFS	6.9m (5.7-7.4)	11.1m (5.4-13.1)	5.5m
mOS	Not reached	-	13.9m

资料来源: N Engl J Med 2022 《Trastuzumab Deruxtecan in Previously Treated HER2-Low Advanced Breast Cancer》Shanu Modi, M. D, ESMO 2023, ASCO 2022, 医药魔方, 公司公告, 国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

根据科伦药业主营业务进行收入拆分, 我们预测:

(1) 输液: 公司扩张输液产能有望实现市占率企稳回升, 一方面响应各区域带量有望实现科伦销售量突破; 另一方面疫情以来门诊输液放开后终端需求回暖, 科伦有望通过新增产能拿回更多基层输液市场份额。我们预计 2024-2026 公司输液业务板块增幅分别为-4%/4%/4%, 毛利率分别为 60%/58%/58%。

(2) 非输液药品: 非输液药品主要通过仿制药新品持续获批和放量, 同时通过响应集采号召实现光脚品种快速准入放量。我们预计 2024-2026 公司非输液药品业务板块增幅分别为 5%/10%/10%, 毛利率分别为 54%/54%/53%。

(3) 原料药: 公司抗生素原料药中间体产能位居行业前列, 同时不断提升工艺技术从而有效降低生产成本。此外, 公司有望通过合成生物学实现第二增长。我们预计 2024-2026 公司原料药业务增幅分别为 21%/7%/8%, 毛利率分别为 35%/36%/36%。

(4) 医药研发: 科伦博泰同默沙东深入绑定, 合作收入陆续兑现, 同时伴随未来销售收入放量有望支撑业务增长。我们预计 2024-2026 公司医药研发业务增幅分别为 3%/2%/35%, 毛利率分别为 49%/65%/65%。

图表48: 公司营收测算汇总 (亿元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
输液	94.5	101.1	97.2	101.1	105.2
YoY	-4%	7%	-4%	4%	4%
毛利率	64%	64%	60%	58%	58%
非输液药品	41.3	39.6	41.5	45.7	50.2

YoY	6%	-4%	5%	10%	10%
毛利率	57%	57%	54%	54%	53%
原料药 (川宁)	38.2	48.2	58.2	62.4	67.3
YoY	18%	26%	21%	7%	8%
毛利率	25%	32%	35%	36%	36%
医药研发	7.5	15.5	16.0	16.3	22.0
YoY	0%	106%	3%	2%	35%
毛利率	67%	52%	49%	65%	65%
总收入	189.1	214.5	220.2	233.0	252.3
YoY	9%	13%	3%	6%	8%
毛利率	53%	52%	50%	50%	50%

资料来源: ifind, 国联证券研究所

4.2 估值与投资建议

我们选取化药领域的恒瑞医药、恩华药业、丽珠集团, 输液领域的华润双鹤一同作为可比公司, 整体来看, 2024-2026 年可比公司 PE 平均值为 26/22/19 倍。科伦药业同时拥有稳定盈利的主业以及提供高估值的创新药大单品, 首次覆盖, 给予 2025 年 20 倍 PE, 对应目标价 42.55 元, 给予“买入”评级。

图表49: 可比公司估值

证券代码	公司名称	EPS (元)				PE (倍)			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600276.SH	恒瑞医药	0.67	0.87	1.01	1.16	65	51	44	38
002262.SZ	恩华药业	1.03	1.21	1.43	1.72	23	22	19	16
600062.SH	华润双鹤	1.28	1.70	1.86	2.04	16	12	11	10
000513.SZ	丽珠集团	2.11	2.37	2.65	2.92	17	15	13	12
	平均值	1.28	1.51	1.71	1.94	29	26	22	19
002422.SZ	科伦药业	1.53	1.85	2.15	2.46	22	19	16	14

资料来源: ifind, 国联证券研究所 备注: 取自 2024.12.3 收盘价, 可比公司盈利预测恒瑞医药、丽珠集团参考国联核心池上次外发点评预测, 恩华药业、华润双鹤参考 ifind 一致预期

5. 风险提示

- 1) **输液行业竞争加剧风险**：若新增产能进入行业并实现满产，可能会使得行业供需错配从而导致竞争加剧；
- 2) **仿制药行业竞争加剧风险**：若集采接续工作持续推进，各仿制药厂家为完成接续工作进行价格内卷，则可能会影响科伦仿制药价格下调从而导致销售不及预期；
- 3) **创新药销售不及预期风险**：若 SKB264 获批上市后因外部竞争激烈等各种原因可能导致销售放量不及预期。

财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E			
货币资金	4729	4675	7083	8178	9592	营业收入	19038	21454	22020	23298	25229	营业成本	9040	10206	10964	11540	12532			
应收账款+票据	7198	6120	7615	8057	8724	税金及附加	251	303	296	313	339	销售费用	4728	4450	3523	3611	3784			
预付账款	432	386	473	500	542	管理费用	2724	3086	3633	3728	3911	财务费用	480	234	244	189	138			
存货	3214	3840	4279	4504	4891	资产减值损失	-44	-131	-83	-88	-95	公允价值变动收益	10	15	0	0	0			
其他	1077	3268	2682	2740	2827	投资净收益	235	359	269	269	269	其他	180	235	185	182	176			
流动资产合计	16649	18290	22132	23979	26576	营业利润	2195	3654	3731	4281	4876	营业外净收益	-127	-74	-114	-114	-114			
长期股权投资	3794	3976	5812	7648	9484	利润总额	2068	3580	3617	4167	4762	所得税	364	934	843	972	1110			
固定资产	10206	10041	8239	6226	4004	净利润	1704	2647	2774	3195	3651	少数股东损益	-1	191	-184	-212	-242			
在建工程	1126	2045	1704	1363	1022	归属于母公司净利润	1705	2456	2957	3407	3893									
无形资产	1201	1277	915	551	188															
其他非流动资产	1230	826	1295	1263	1260															
非流动资产合计	17557	18165	17964	17052	15958															
资产总计	34206	36455	40096	41031	42534															
短期借款	3291	3458	3184	3200	3200															
应付账款+票据	2244	2539	2845	2994	3252															
其他	6569	3996	7229	7575	8172															
流动负债合计	12104	9993	13258	13769	14624															
长期带息负债	4756	2894	2062	1094	152															
长期应付款	0	0	0	0	0															
其他	475	552	552	552	552															
非流动负债合计	5231	3446	2614	1647	704															
负债合计	17335	13439	15872	15416	15328															
少数股东权益	1137	3343	3159	2948	2706															
股本	1422	1499	1602	1602	1602															
资本公积	3673	6144	6041	6041	6041															
留存收益	10639	12030	13422	15025	16857															
股东权益合计	16871	23016	24224	25616	27206															
负债和股东权益总计	34206	36455	40096	41031	42534															

现金流量表						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1704	2647	2774	3195	3651	营业收入	10.19%	12.69%	2.64%	5.80%	8.29%
折旧摊销	1198	1266	4037	4747	4930	EBIT	51.36%	49.71%	1.23%	12.80%	12.51%
财务费用	480	234	244	189	138	EBITDA	28.76%	35.61%	55.48%	15.25%	7.99%
存货减少(增加为“-”)	149	-626	-439	-225	-387	归属于母公司净利润	54.67%	44.03%	20.41%	15.19%	14.28%
营运资金变动	-158	757	2104	-256	-328	获利能力					
其它	-246	1060	263	48	211	毛利率	52.52%	52.43%	50.21%	50.47%	50.33%
经营活动现金流	3127	5337	8982	7698	8215	净利率	8.95%	12.34%	12.60%	13.71%	14.47%
资本支出	-902	-1692	-2000	-2000	-2000	ROE	10.84%	12.49%	14.04%	15.03%	15.89%
长期投资	-89	-1808	-1600	-1600	-1600	ROIC	10.79%	13.04%	12.24%	15.10%	17.32%
其他	134	129	-59	-59	-59	偿债能力					
投资活动现金流	-857	-3370	-3659	-3659	-3659	资产负债率	50.68%	36.87%	39.59%	37.57%	36.04%
债权融资	1157	-1695	-1106	-952	-943	流动比率	1.4	1.8	1.7	1.7	1.8
股权融资	-3	77	102	0	0	速动比率	1.0	1.3	1.3	1.3	1.4
其他	-1562	-441	-1912	-1992	-2199	营运能力					
筹资活动现金流	-407	-2059	-2916	-2944	-3142	应收账款周转率	2.6	3.5	2.9	2.9	2.9
现金净增加额	1871	-87	2407	1095	1413	存货周转率	2.8	2.7	2.6	2.6	2.6
						总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6

每股指标(元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	1.1	1.5	1.8	2.1	2.4
每股经营现金流	2.0	3.3	5.6	4.8	5.1
每股净资产	9.6	12.2	13.0	14.0	15.2

估值比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
市盈率	31.9	22.1	18.4	15.9	14.0
市净率	3.5	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	11.7	9.6	7.1	5.9	5.3
EV/EBIT	17.2	12.8	14.5	12.4	10.5

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年12月03日收盘价

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	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10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	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
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼