

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，存量大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: Trodelvy 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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/075333304314011213>