

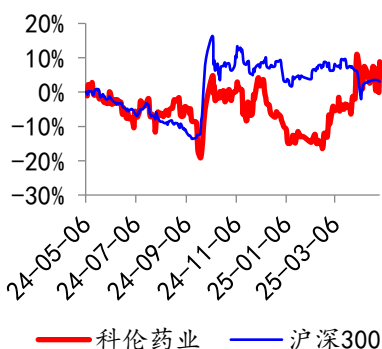
一季度业绩承压，全年季度环比望迎改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-5-4

收盘价（元）	36.21
近 12 个月最高/最低（元）	38.08/25.46
总股本（百万股）	1598
流通 A 股（百万股）	1306
流通股比例（%）	81.73%
总市值（亿元）	578.66
流通市值（亿元）	472.86

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：任婉莹

执业证书号：S0010123060034

邮箱：renwanying@hazq.com

相关报告

- 1.【华安医药】科伦药业 (002422) 公司深度：三大业务板块焕然一新，创新驱动长期向好 2023-09-18
- 2.【华安医药】公司点评科伦药业 (002422.SZ)：24H1 维持高增长，子公司发展态势蓬勃 2024-8-30
- 3.【华安医药】公司点评科伦药业 (002422.SZ)：利润维持高增，资产结构显著优化 2024-10-28

主要观点：

● 事件 1

2025 年 4 月 24 日，科伦药业发布 2024 年年报，公司实现营业收入 218.12 亿元，同比+1.67%；归母净利润 29.36 亿元，同比+19.53%；扣非归母净利润 29.02 亿元，同比+22.66%。

● 事件 2

2025 年 4 月 30 日，科伦药业发布 2025 年一季报，公司实现营业收入 43.90 亿元，同比-29.42%；归母净利润 5.84 亿元，同比-43.07%；扣非归母净利润 5.64 亿元，同比-43.10%。去年同期高基数导致一季度增速承压。

● 点评

✓ 输液业务集采影响，一季度毛利率下降

2024 年，公司整体毛利率为 51.69%，同比-0.74 个百分点；期间费用率 32.27%，同比-3.95 个百分点；其中销售费用率 16.01%，同比-4.73 个百分点；管理费用率（含研发费用）15.95%，同比+1.57 个百分点；财务费用率 0.30%，同比-0.79 个百分点；经营性现金流净额为 44.93 亿元，同比-15.82%。

2025 年一季度，公司整体毛利率为 48.67%，同比-7.17 个百分点；期间费用率 32.38%，同比+0.90 个百分点；其中销售费用率 14.38%，同比-3.33 个百分点；管理费用率（含研发费用率）17.90%，同比+4.42 个百分点；财务费用率 0.09%，同比-0.18 个百分点；经营性现金流净额为 4.49 亿元，同比-64.86%。

✓ 力求输液产品结构改善，中间体原料业务持续贡献

2024 年，公司输液业务实现销售收入 89.12 亿元，同比-11.85%，销量 43.47 亿瓶/袋，同比-0.70%，集采品种销量增长和结构改善不能完全弥补价格下降的影响，导致部分集采药品的销售金额有所下降，另一方面，公司通过降本增效、集约化生产，加之药品回款周期缩短，业务经营质量明显提升。

非输液药品销售收入 41.69 亿元，同比+5.41%，公司塑料水针业务全年销售 8.56 亿支，同比+31.22%，主要依托于集采产品盐酸氨溴索、胞磷胆碱、葡萄糖酸钙的放量。

公司抗生素中间体及原料药实现营业收入 58.56 亿元，同比+20.90%，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带来的产量增加，主要产品对公司业绩的提升贡献较大。川宁生物硫氰酸红霉素实现营业收入 17.46 亿元，同比+12.68%；青霉素类中间体实现营业收入 22.63 亿元，同比+17.44%；头孢类中间体实现营业收入 11.51 亿元，同比+42.78%。

✓ 佳泰莱正式开启商业化，ADC 持续拓展

公司创新药芦康沙妥珠单抗（佳泰莱®）和塔戈利单抗（科泰莱®）

获批上市。2024 年 11 月 22 日，芦康沙妥珠单抗获批上市，11 月 28 日，完成首批药品发运，同日，完成全国首张处方。2024 年创新药累计实现销售 5,169.37 万元，正式开启创新药商业化新纪元。截至目前，科伦博泰合作方默沙东已启动 12 项正在进行的 sac-TMT 作为单药疗法或联合帕博利珠单抗或其他药物用于多种类型癌症的全球性 3 期临床研究，包括：乳腺癌适应症 3 项，肺癌适应症 5 项，妇科癌症适应症 3 项以及胃肠道癌症适应症 1 项。

其他在研管线中，博度曲妥珠单抗（HER2 ADC，亦称 A166）的 NDA 申请已于 2025 年 1 月获得 CDE 受理，用于既往至少接受过一种抗 HER2 治疗的 HER2+不可切除或转移性 BC 成人患者的治疗；SKB315 (CLDN18.2 ADC) 正在进行 1b 期临床试验；SKB410/MK-3120 (Nectin-4 ADC) 已由合作方默沙东启动全球 1/2 期临床试验；SKB571/MK2750 为与默沙东合作开发的新型双抗 ADC，主要靶向各种实体瘤，如 LC 和 CRC 等，1 期临床试验正在中国进行中；

早期阶段，SKB518、SKB535 及 SKB445 是具有潜在 FIC 靶点的新型 ADC 药物，各项目 1 期临床试验均在中国进行中。

● 投资建议

我们预计，公司 2025~2027 年收入分别 219.0/233.6/239.8 亿元，分别同比增长 0.4%/6.6%/2.7%，归母净利润分别为 30.2/33.5/34.1 亿元，分别同比增长 2.7%/11.0%/1.8%，对应估值为 19X/17X/17X。维持“买入”投资评级。

● 风险提示

行业政策变化风险；研发进度不及预期风险；审批准入不及预期风险；成本上升的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21812	21902	23356	23979
收入同比 (%)	1.7%	0.4%	6.6%	2.7%
归属母公司净利润	2936	3015	3346	3408
净利润同比 (%)	19.5%	2.7%	11.0%	1.8%
毛利率 (%)	51.7%	53.1%	53.7%	53.8%
ROE (%)	13.1%	12.4%	12.8%	12.1%
每股收益 (元)	1.86	1.89	2.09	2.13
P/E	16.09	19.19	17.29	16.98
P/B	2.13	2.39	2.21	2.05
EV/EBITDA	8.79	9.59	8.45	7.92

资料来源：Wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	17936	20654	25143	29561					
现金	3974	6660	10555	14669					
应收账款	4795	4803	5126	5262					
其他应收款	126	140	144	150					
预付账款	383	379	397	408					
存货	3801	3757	3935	4042					
其他流动资产	4857	4915	4987	5031					
非流动资产	19380	18659	17256	16060					
长期投资	4210	4366	4576	4797					
固定资产	11176	10336	9330	7950					
无形资产	1223	1174	1002	959					
其他非流动资产	2772	2784	2348	2355					
资产总计	37316	39314	42399	45621					
流动负债	9138	9169	9566	10225					
短期借款	2457	2657	2757	3257					
应付账款	2369	2265	2398	2455					
其他流动负债	4312	4247	4411	4514					
非流动负债	1440	1449	1999	2421					
长期借款	342	242	742	1142					
其他非流动负债	1098	1207	1257	1279					
负债合计	10578	10618	11565	12646					
少数股东权益	4259	4451	4627	4769					
股本	1601	1601	1601	1601					
资本公积	7732	7732	7732	7732					
留存收益	13146	14911	16874	18873					
归属母公司股东	22480	24244	26207	28206					
负债和股东权益	37316	39314	42399	45621					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	4493	4587	4745	4944					
净利润	3362	3208	3523	3550					
折旧摊销	1298	1606	1654	1664					
财务费用	135	115	128	153					
投资损失	-345	-353	-369	-376					
营运资金变动	-108	-120	-298	-144					
其他经营现金流	3620	3459	3929	3792					
投资活动现金流	-1819	-651	10	-190					
资本支出	-1670	-881	-149	-346					
长期投资	-282	-156	-210	-221					
其他投资现金流	132	386	369	376					
筹资活动现金流	-3304	-1253	-861	-640					
短期借款	-1001	200	100	500					
长期借款	-740	-100	500	400					
普通股增加	102	0	0	0					
资本公积增加	1588	0	0	0					
其他筹资现金流	-3253	-1353	-1461	-1540					
现金净增加额	-644	2686	3895	4115					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	21812	21902	23356	23979					
营业成本	10537	10269	10805	11082					
营业税金及附加	276	288	303	313					
销售费用	3493	3852	3985	4133					
管理费用	1308	1336	1417	1457					
财务费用	66	15	-12	-58					
资产减值损失	-131	0	0	0					
公允价值变动收益	20	0	0	0					
投资净收益	345	353	369	376					
营业利润	4426	4299	4659	4693					
营业外收入	9	0	0	0					
营业外支出	150	130	110	100					
利润总额	4285	4169	4549	4593					
所得税	923	961	1026	1044					
净利润	3362	3208	3523	3550					
少数股东损益	426	192	176	142					
归属母公司净利润	2936	3015	3346	3408					
EBITDA	5480	5790	6190	6199					
EPS (元)	1.86	1.89	2.09	2.13					

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	1.7%	0.4%	6.6%	2.7%
营业利润	21.1%	-2.9%	8.4%	0.7%
归属于母公司净利	19.5%	2.7%	11.0%	1.8%
获利能力				
毛利率 (%)	51.7%	53.1%	53.7%	53.8%
净利率 (%)	13.5%	13.8%	14.3%	14.2%
ROE (%)	13.1%	12.4%	12.8%	12.1%
ROIC (%)	10.6%	9.8%	9.8%	9.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	28.3%	27.0%	27.3%	27.7%
净负债比率 (%)	39.6%	37.0%	37.5%	38.4%
流动比率	1.96	2.25	2.63	2.89
速动比率	1.33	1.62	2.00	2.30
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.57	0.57	0.54
应收账款周转率	4.60	4.56	4.70	4.62
应付账款周转率	4.65	4.43	4.63	4.57
每股指标 (元)				
每股收益	1.86	1.89	2.09	2.13
每股经营现金流	2.81	2.87	2.97	3.09
每股净资产	14.04	15.17	16.40	17.65
估值比率				
P/E	16.09	19.19	17.29	16.98
P/B	2.13	2.39	2.21	2.05
EV/EBITDA	8.79	9.59	8.45	7.92

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，所长助理，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人：任婉莹，研究助理，负责创新药及制剂。武汉大学药理学本科，香港大学药理硕士，6 年心血管药理科研经历，曾任医药行业一级投资经理及产业 BD 战略经理。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。