

科伦药业 (002422)

2025年一季报点评: 高基数扰动 Q1, 创新管线兑现+国际化打开长期空间

买入 (维持)

2025年05月05日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

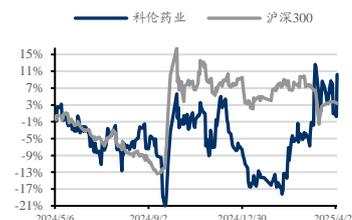
证券分析师 张翀翯

执业证书: S0600524120008

zhangchh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	21,454	21,812	25,300	27,822	30,605
同比 (%)	12.69	1.67	15.99	9.97	10.00
归母净利润 (百万元)	2,456	2,936	3,534	4,241	4,675
同比 (%)	44.03	19.53	20.37	20.01	10.23
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.54	1.84	2.21	2.65	2.93
P/E (现价&最新摊薄)	23.56	19.71	16.37	13.64	12.38

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司 2025 年 Q1 营收 43.90 亿元 (同比-29.42%, 下同), 归母净利润 5.84 亿元 (-43.07%), 扣非归母净利润 5.64 亿元 (-43.10%), 业绩基本符合预期。
- **Q1 收入和利润均有所下滑, 主要原因:** 1) 24 年 Q1 高基数; 2) 输液业务受集采影响, 收入同比下降; 3) 川宁原料药/中间体价格有所波动。
- **大输液、原料药利润维持稳定, 仿制药业务稳步增长:** 1) 大输液: 24 年全年大输液板块实现收入 89.1 亿元 (-11.9%), 25Q1 收入在 24Q1 高基数下亦有所下滑, 主要因为部分密闭式输液区域集采带来的价格影响。公司持续优化产品结构, 提高自动化产线运用效率及集采降低销售费用, 同时肠外营养三室袋和粉液双室袋新品 25 年有望进一步提升市场份额, 预计 25 年全年大输液利润维持稳定; 2) 原料药/中间体: 24 年全年原料药及中间体收入 58.6 亿元 (+21%), 25Q1 原料药及中间体收入与利润均有所波动 (同期川宁营收/归母分别同比-15/-18%)。年内抗生素品种价格虽然略有回落, 但降本增效持续推进, 同时合成生物学 5 个品种商业化放量提供弹性, 预计 25 年全年原料药/中间体板块利润维持稳定; 3) 仿制药/制剂: 存量品种应采尽采, 在研新品更能通过集采实现“光脚”放量, 预计 25 年全年维持正增长。
- **创新管线持续兑现, 商业化加速+国际化持续推进助力公司转型:** 我们看好创新药业务 25 年持续贡献可观收入, 同时通过与默沙东合作, 持续开拓全球化商业价值: 1) 商业化: 芦康沙妥珠 (TROP2 ADC) 2L+TNBC 与 3L EGFRm NSCLC 中国顺利获批上市, 2L EGFRm NSCLC 已申报, 预计 25 年年内获批, 全年销售目标 8-10 亿; 博度曲妥珠 (HER2 ADC)、塔戈利单抗 (PD-L1 单抗)、西妥昔类似物 (EGFR 单抗) 陆续获批, 创新药产品上市有望快速推动公司转型。2) 国际化: 芦康沙妥珠已开展 13 个 MRCT 临床, 未来有望进一步开展海外注册临床, 继续触发里程碑付款, 同时公司潜在临床前品种对外授权或带来收入。
- **盈利预测与投资评级:** 我们基本维持 2025-2026 年归母净利润为 35.3/42.4 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 46.8 亿元, 对应 PE 估值为 16/14/12X, 公司 25 年三大主业 (大输液、原料药、仿制药) 利润规模维持稳定, 叠加创新药商业化贡献, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新药研发失败, 仿制药集采风险, 原料药、中间体价格下降, 市场竞争恶化等。

市场数据

收盘价(元)	36.21
一年最低/最高价	25.72/38.08
市净率(倍)	2.51
流通 A 股市值(百万元)	47,285.72
总市值(百万元)	57,865.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.45
资产负债率(% ,LF)	27.48
总股本(百万股)	1,598.05
流通 A 股(百万股)	1,305.87

相关研究

《科伦药业(002422): 科伦药业 2024 年半年度业绩快报点评: 利润端增长超预期, 创新驱动长期向好》

2024-08-16

《科伦药业(002422): 2022 和 2023 年一季报点评: 厚积薄发, 创新持续兑现》

2023-04-27

科伦药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,936	21,795	25,901	30,307	营业总收入	21,812	25,300	27,822	30,605
货币资金及交易性金融资产	5,895	8,440	11,326	14,438	营业成本(含金融类)	10,537	11,801	13,099	14,409
经营性应收款项	6,482	7,087	7,798	8,578	税金及附加	276	329	362	398
存货	3,801	4,425	4,912	5,403	销售费用	3,493	5,085	5,509	6,121
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,308	1,645	1,725	1,836
其他流动资产	1,759	1,843	1,864	1,888	研发费用	2,171	3,036	3,074	3,366
非流动资产	19,380	18,508	17,657	16,804	财务费用	66	(79)	(130)	(188)
长期股权投资	4,210	4,210	4,210	4,210	加:其他收益	339	329	362	398
固定资产及使用权资产	11,807	10,821	9,831	8,839	投资净收益	345	253	278	306
在建工程	1,204	1,410	1,620	1,834	公允价值变动	20	0	0	0
无形资产	1,223	1,159	1,092	1,022	减值损失	(240)	(230)	(220)	(210)
商誉	99	99	99	99	资产处置收益	1	3	3	3
长期待摊费用	77	72	67	62	营业利润	4,426	3,838	4,606	5,159
其他非流动资产	760	739	739	739	营业外净收支	(141)	0	0	0
资产总计	37,316	40,303	43,557	47,111	利润总额	4,285	3,838	4,606	5,159
流动负债	9,138	9,948	10,672	11,412	减:所得税	923	269	322	413
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,328	3,247	3,247	3,247	净利润	3,362	3,570	4,284	4,746
经营性应付款项	2,574	3,114	3,457	3,802	减:少数股东损益	426	36	43	71
合同负债	540	759	835	918	归属母公司净利润	2,936	3,534	4,241	4,675
其他流动负债	2,696	2,828	3,133	3,444	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.84	2.21	2.65	2.93
非流动负债	1,440	1,461	1,461	1,461	EBIT	4,182	3,759	4,476	4,971
长期借款	342	342	342	342	EBITDA	5,480	4,939	5,667	6,173
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	51.69	53.36	52.92	52.92
租赁负债	537	537	537	537	归母净利率(%)	13.46	13.97	15.24	15.28
其他非流动负债	561	582	582	582	收入增长率(%)	1.67	15.99	9.97	10.00
负债合计	10,578	11,409	12,133	12,873	归母净利润增长率(%)	19.53	20.37	20.01	10.23
归属母公司股东权益	22,480	24,600	27,087	29,829					
少数股东权益	4,259	4,294	4,337	4,408					
所有者权益合计	26,738	28,894	31,424	34,238					
负债和股东权益	37,316	40,303	43,557	47,111					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,493	4,304	4,919	5,295	每股净资产(元)	14.04	15.39	16.95	18.67
投资活动现金流	(1,819)	(273)	(279)	(251)	最新发行在外股份(百万股)	1,598	1,598	1,598	1,598
筹资活动现金流	(3,304)	(1,548)	(1,753)	(1,933)	ROIC(%)	10.74	10.93	12.14	12.37
现金净增加额	(644)	2,487	2,886	3,112	ROE-摊薄(%)	13.06	14.37	15.66	15.67
折旧和摊销	1,298	1,181	1,192	1,202	资产负债率(%)	28.35	28.31	27.86	27.33
资本开支	(1,670)	(548)	(547)	(547)	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.71	16.37	13.64	12.38
营运资本变动	(108)	(423)	(495)	(554)	P/B (现价)	2.58	2.35	2.14	1.94

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>