

创新管线开始兑现，推动长期增长

—— 2024 年报 & 2025 一季报业绩点评

2025 年 5 月 6 日

- 事件：**2025 年 4 月 24 日，科伦药业发布 2024 年报，公司 2024 年实现收入 218.12 亿元，同比增长 1.67%；归母净利润 29.36 亿元，同比增长 19.53%；扣非归母净利润 29.02 亿元，同比增长 22.66%。2025 年 4 月 30 日，公司发布 2025 年一季报。25Q1 公司实现收入 43.90 亿元，同比减少 29.42%；归母净利润 5.84 亿元，同比减少 43.07%；扣非归母净利润 5.64 亿元，同比减少 43.10%。
- 2024 年集采影响输液板块，中间体业务持续贡献。**2024 年，公司①输液板块实现收入 89.12 亿元，同比下降 11.85%；销量 43.47 亿瓶/袋，同比下降 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下降。公司持续推进输液包装替代进程，密闭式输液量占比同比提升 1.89pct；肠外营养三腔袋产品实现销售 852.23 万袋，同比增长 39.09%；粉液双室袋销售 1297.12 万袋，同比增长 635.75%。②非输液药品收入 41.69 亿元，同比增长 5.41%。塑料水针销售 8.56 亿支，同比增长 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。③抗生素中间体及原料药实现收入 58.56 亿元，同比增长 20.90%，受益于市场需求增长及公司生产工艺的提升带来的产量增加，其中硫氰酸红霉素产品实现收入 17.46 亿元，同比增长 12.68%；青霉素类中间体收入 22.63 亿元，同比增长 17.44%；头孢类中间体收入 11.51 亿元，同比增长 42.78%。
- 25Q1 业绩下滑，受高基数和输液集采影响，全年看创新药业务突破。**25Q1 公司收入和利润端均出现下滑，主要因为①24Q1 基数较高；②输液业务受集采影响，收入仍然承压；③2025 年以来原料药中间体价格有所波动。2025 年公司创新药销售开启，多款新药上市将带来新的业绩增长点。
- 芦康沙妥珠单抗获批上市，创新管线逐步推进。**2024 年公司创新药累计实现销售 5169.37 万元。2024 年 11 月 22 日，芦康沙妥珠单抗(佳泰莱®，SKB264)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。12 月，塔戈利单抗(科泰莱®，A167)获批上市；2025 年 2 月，西妥昔单抗(达泰莱®，A140)获批上市。截至目前，科伦博泰合作方默沙东已启动 12 项正在进行的芦康沙妥珠单抗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，其中乳腺癌 3 项、肺癌 5 项、妇科癌症 3 项、胃肠道癌症 1 项。博度曲妥珠单抗(HER2ADC, A166)的 NDA 申请于 2025 年 1 月获 CDE 受理；SKB315 正在由科伦博泰进行 1b 期临床试验；SKB410 已由默沙东启动全球 1/2 期临床试验；SKB571 的 1 期临床试验正在中国进行中。
- 集采影响毛利率水平，费用端持续优化。**2024 年，公司销售毛利率 51.69%，同比下降 0.74pct，销售净利率 15.41%，同比提升 3.07pct，毛利率下降主要受部分产品集采影响。费用端，2024 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 16.01%、6.00%、9.95%、0.20%。同比变化-4.73pct、

科伦药业 (股票代码: 002422)

推荐 维持评级

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

孙怡

✉: sunyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524010001

研究助理: 谭依凡

市场数据

2025-04-30

股票代码	002422.SZ
A 股收盘价(元)	36.21
上证指数	3279.03
总股本(万股)	159805
实际流通 A 股(万股)	130587
流通 A 股市值(亿元)	473

相对沪深 300 表现图

2025-04-30



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河医药】公司点评报告_科伦药业_2024 中报点评: 业绩保持高速增长, 创新驱动持续向上
- 【银河医药】公司点评报告_科伦药业_2024Q3 点评: 三季度业绩超预期, 创新板块兑现在即

0.68pct、0.89pct、-0.79pct，销售费用率下降明显，主要因为集采影响和公司降本增效、集约化生产。2025Q1，公司销售毛利率、净利率分别为48.67%、15.03%，销售、管理、研发、财务费用率分别为14.38%、6.88%、11.03%、0.09%，销售费用率进一步下降。

- **投资建议：**公司三大业务板块齐头并进，输液板块短期承压后有望恢复增长，川宁原料药和中间体业务量价齐升，科伦博泰创新管线持续推进，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 27.92/33.14/38.70 亿元，同比变化-4.89%/18.69%/16.78%，EPS 分别为 1.75/2.07/2.42 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 21/17/15 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**输液需求不及预期的风险、新药研发不及预期的风险、中间体原料药价格下降的风险、医药销售合规的风险等。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21812.41	22273.35	23831.75	26103.97
收入增长率%	1.67	2.11	7.00	9.53
归母净利润（百万元）	2935.89	2792.43	3314.25	3870.38
利润增速%	19.53	-4.89	18.69	16.78
毛利率%	51.69	50.77	51.55	52.24
摊薄 EPS(元)	1.84	1.75	2.07	2.42
PE	19.71	20.72	17.46	14.95
PB	2.57	2.29	2.03	1.78
PS	2.65	2.60	2.43	2.22

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17935.98	20724.84	23993.44	27606.89
现金	3973.91	5437.99	7712.31	10263.17
应收账款	4795.04	5179.46	5384.20	5928.60
其它应收款	126.17	170.63	167.32	183.46
预付账款	383.49	425.14	436.79	472.59
存货	3800.62	4002.46	4219.79	4544.77
其他	4856.76	5509.17	6073.03	6214.30
非流动资产	19380.28	19988.54	20598.66	21114.97
长期投资	4209.81	4451.57	4680.70	4914.75
固定资产	11175.83	11377.72	11648.44	11897.41
无形资产	1223.05	1244.33	1249.56	1250.26
其他	2771.58	2914.93	3019.95	3052.54
资产总计	37316.26	40713.39	44592.10	48721.86
流动负债	9137.88	8970.98	8716.73	8662.29
短期借款	2457.03	1999.49	1464.91	878.23
应付账款	2368.72	2413.18	2543.96	2755.24
其他	4312.13	4558.31	4707.86	5028.81
非流动负债	1440.20	2010.97	2560.97	2560.97
长期借款	342.00	942.00	1542.00	1542.00
其他	1098.20	1068.97	1018.97	1018.97
负债合计	10578.08	10981.95	11277.70	11223.25
少数股东权益	4258.66	4485.08	4753.80	5067.61
归属母公司股东权益	22479.52	25246.36	28560.61	32430.99
负债和股东权益	37316.26	40713.39	44592.10	48721.86

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4492.86	3513.73	4420.30	4994.40
净利润	3361.95	3018.85	3582.97	4184.20
折旧摊销	1298.41	1423.44	1527.46	1619.45
财务费用	134.73	0.00	0.00	0.00
投资损失	-345.02	-360.00	-360.00	-360.00
营运资金变动	-107.86	-653.60	-413.95	-530.34
其它	150.64	85.05	83.82	81.10
投资活动现金流	-1819.37	-2043.88	-2161.39	-1856.86
资本支出	-1669.90	-1904.59	-2002.27	-1982.81
长期投资	-281.62	-541.76	-529.13	-234.06
其他	132.15	402.46	370.00	360.00
筹资活动现金流	-3304.28	-9.62	15.42	-586.68
短期借款	-1001.24	-457.53	-534.58	-586.68
长期借款	-740.29	600.00	600.00	0.00
其他	-1562.74	-152.09	-50.00	0.00
现金净增加额	-643.56	1464.08	2274.32	2550.86

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21812.41	22273.35	23831.75	26103.97
营业成本	10536.82	10965.01	11546.81	12467.98
营业税金及附加	276.22	445.47	476.64	522.08
营业费用	3492.62	3452.37	3574.76	3915.60
管理费用	1308.49	1559.13	1620.56	1775.07
财务费用	66.18	300.00	300.00	300.00
资产减值损失	-130.59	-6.79	-8.52	-5.80
公允价值变动收益	19.90	0.00	0.00	0.00
投资净收益	345.02	360.00	360.00	360.00
营业利润	4426.32	3737.21	4420.99	5149.75
营业外收入	8.81	12.00	12.00	12.00
营业外支出	149.77	90.00	90.00	90.00
利润总额	4285.36	3659.21	4342.99	5071.75
所得税	923.40	640.36	760.02	887.56
净利润	3361.95	3018.85	3582.97	4184.20
少数股东损益	426.06	226.41	268.72	313.81
归属母公司净利润	2935.89	2792.43	3314.25	3870.38
EBITDA	5480.09	5382.64	6170.45	6991.21
EPS (元)	1.84	1.75	2.07	2.42

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1.67%	2.11%	7.00%	9.53%
营业利润	21.13%	-15.57%	18.30%	16.48%
归属母公司净利润	19.53%	-4.89%	18.69%	16.78%
毛利率	51.69%	50.77%	51.55%	52.24%
净利率	13.46%	12.54%	13.91%	14.83%
ROE	13.06%	11.06%	11.60%	11.93%
ROIC	10.60%	9.62%	10.20%	10.77%
资产负债率	28.35%	26.97%	25.29%	23.04%
净负债比率	0.87%	-4.10%	-10.44%	-17.64%
流动比率	1.96	2.31	2.75	3.19
速动比率	1.33	1.61	1.99	2.37
总资产周转率	0.59	0.57	0.56	0.56
应收账款周转率	4.60	4.47	4.51	4.61
应付账款周转率	4.65	4.59	4.66	4.71
每股收益	1.84	1.75	2.07	2.42
每股经营现金	2.81	2.20	2.77	3.13
每股净资产	14.07	15.80	17.87	20.29
P/E	19.71	20.72	17.46	14.95
P/B	2.57	2.29	2.03	1.78
EV/EBITDA	8.79	10.52	8.81	7.33
PS	2.65	2.60	2.43	2.22

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10 年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业 2022 年第 4 名、2021 年第 5 名、2020 年入围，2021 年上海证券报最佳分析师第 2 名，2019 年 Wind“金牌分析师”医药行业第 1 名，2018 年第一财经最佳分析师医药行业第 1 名等荣誉。

孙怡，南京大学制药工程/新南威尔士大学商业分析双硕士，2021 年就职于民生证券，2023 年加入银河证券研究院，主要从事医药行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn