

业绩符合预期，公司盈利能力进一步提升

核心观点

科伦药业 2024 年收入 218.12 亿元（+1.67%），净利润 29.36 亿元（+19.53%），业绩符合市场预期，利润增长主要由于原料药中间体销量增长及工艺降本、大输液效率提升与原料药结构优化协同以及集采政策有效控费。公司在大输液和抗生素中间体的龙头地位稳固，创新药逐步进入收获阶段，与海外大药企默沙东合作为公司打开更大成长空间，我们看好公司长期发展。

事件

4 月 24 日，科伦药业发布 2024 年报，公司期间实现营业收入 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%，扣非净利润 29.02 亿元，同比增长 22.66%。

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21453.93	21812.41	21110.78	22983.88	25233.23
YOY(%)	13.44%	1.67%	-3.22%	8.87%	9.79%
净利润(百万元)	2456.11	2935.89	2774.36	3049.06	3360.12
YOY(%)	43.74%	19.53%	-5.50%	9.90%	10.20%
ROE(%)	12.49%	13.06%	11.53%	11.82%	12.12%
EPS(摊薄/元)	1.537	1.837	1.736	1.908	2.103
P/E(倍)	23.56	19.71	20.86	18.98	17.22
P/B(倍)	2.94	2.57	2.41	2.24	2.09

资料来源：iFinD，中信建投证券

科伦药业 (002422.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

魏佳奥

weijiaao@csc.com.cn

010-56135336

SAC 编号:S1440524050001

发布日期：2025 年 05 月 07 日

当前股价：35.75 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
1.92/4.26	-4.65/4.57	12.91/21.80
12 月最高/最低价 (元)		35.01/22.59
总股本 (万股)		160,159.22
流通 A 股 (万股)		130,866.21
总市值 (亿元)		502.90
流通市值 (亿元)		410.92
近 3 月日均成交量 (万)		1134.60
主要股东		
刘革新		23.67%

相关研究报告

24.04.28	【中信建投医药生物】科伦药业 (002422):业绩符合预期，大输液及原料药板块稳健增长
23.04.26	【中信建投制药及生物科技】科伦药业 (002422):Q1 业绩超预期，ADC 平台加速发展

简评

全年业绩符合市场预期，集采控费与经营结构优化共筑增效空间

科伦药业发布 2024 年报，公司期间实现营业总收入 218.12 亿元，同比增加 1.67%。归母净利润 29.36 亿元，同比增加 19.53%，扣非净利润 29.02 亿元，同比增加 22.66%。2024 年企业利润显著增长主要得益于原料药中间体核心产品销量增长及工艺升级带来的成本优化；大输液板块经营效率提升与原料药板块结构优化协同增效；国家集采政策实施有效控制销售费用。

2024 年各业务板块营收分化：输液结构调整，原料药与集采品种驱动增长

分业务板块来看 24 年公司输液实现销售收入 89.12 亿元，同比下降 11.85%；销量 43.47 亿瓶/袋，同比下降 0.70%，公司继续推进全密闭式输液替代半开放式输液进程，密闭式输液量占比同比提升 1.89 个百分点；内非输液药品销售收入 41.69 亿元，同比增长 5.41%。公司塑料水针业务全年销售 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；公司抗生素中间体及原料药收入 58.56 亿元，同比增长 20.90%。受益于抗生素中间体市场需求增长，主要产品对公司业绩的提升贡献较大。

抗生素中间体及原料药：市场需求持续增长，合成生物学业务有望成为第二增长曲线

子公司川宁 2024 年实现营收 57.58 亿，同比+19.38%；归母净利润 14.00 亿，同比增长 48.88%。Q4 整体营收增长稳健，单季度收入环比 Q3 有所下降，预计主要由于 Q4 感染类疾病减少，同比收入端仍保持增长。利润端增速仍快于收入端，预计与公司工艺技术不断提升，产量增加，同时通过节能降耗有效降低生产成本等因素有关。公司将继续实施“三发驱动，创新增长”的发展战略，构建抗生素中间体和合成生物学“双轮驱动”发展体系，保持公司在生物发酵领域的领先地位。

创新药：SKB264 获国家药品监督管理局批准于中国上市

2024 年 11 月，公司首款针对既往至少接受过 2 种系统治疗(其中至少 1 种治疗针对晚期或转移性阶段)的不可切除的局部晚期或转移性三阴性乳腺癌(TNBC)成人患者的国产靶向人滋养细胞表面抗原 2 (TROP2) 的抗体偶联药物(ADC)芦康沙妥珠单抗(sac-TMT)(SKB264)(佳泰莱®)获国家药品监督管理局(NMPA)批准于中国上市。基于非小细胞肺癌(NSCLC)患者基数庞大及 EGFR-TKI 耐药临床需求迫切，SKB264 在拓展 NSCLC 等适应症领域具备广阔市场前景。

全球多项三期临床加速推进，科伦药业积极布局海外临床

在 2025 年美国临床肿瘤学会(ASCO)泌尿生殖系统(GU)癌症研讨会上，科伦博泰公布了 sac-TMT 单药治疗既往接受过抗癌疗法时或治疗后病情进展的不可切除、局部晚期或转移性 UC 患者的 1/2 期 KL264-01/MK-2870-001 研究(NCT04152499)的疗效及安全性结果。

科伦博泰生物已向默沙东授予一项在大中华区以外开发、使用、制造及商业化 sacTMT 的独家权利与可转授的许可。截至目前，默沙东已启动 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。

表 1: MK2870 海外临床布局

NCT 编号	实验名称	治疗方案	对照组	患者基线	适应症	临床阶段	主要终点	入组人数	初步完成时间
NCT06305754	MK-2870-009	单药	含铂化疗+培美曲塞	患者先前接受过 EGFR TKI 治疗（未接受过化疗）	晚期 EGFRmut nsq NSCLC	III 期	PFS, OS	520	2028/9/12
NCT06074588	MK-2870-004	单药	多西他赛或培美曲塞	先前接受过 1-2 种 EGFR TKI 治疗，进展后接受过铂类化疗	突变基因阳性 NSCLC	III 期	PFS, OS	556	2027/5/10
NCT06132958	MK-2870-005	单药	研究者选择的化疗	患者先前接受过免疫化疗和/免疫检查点抑制剂	晚期子宫内膜癌	III 期	PFS, OS	710	2028/1/10
NCT06170788	MK-2870-007	MK2870 联用 K 药	K 药	晚期患者，先前未接受过治疗	TPS>=50% PD-L1 高表达 NSCLC	III 期	OS	614	2028/1/25
NCT06312176	MK-2870-010	单药 /MK2870 联用 K 药	研究者选择的化疗	患者先前接受过内分泌治疗或内分泌联合 CDK4/6 抑制剂	HR+/HER2- BC	III 期	PFS	1200	2027/7/11
NCT06312137	MK-2870-019	MK2870 联用 K 药	K 药	患者新辅助 K 药和铂类双联化疗并且手术	II-IIIIB 期 NSCLC 术后辅助	III 期	DFS	780	2034/2/21
NCT06356311	MK-2870-015	单药	研究者选择的化疗	已接受至少 2 种先前的化疗和/或免疫治疗方案并发生进展	晚期/转移性胃食管腺癌	III 期	OS	450	2027/1/4
NCT06393374	MK-2870-012	MK2870 联用 K 药	研究者选择的化疗	根据 KEYNOTE-522 方案进行新辅助治疗，然后根据 NCCN TNBC 指南进行手术	手术后未达到 pCR 的 TNBC	III 期	iDFS	1530	2030/12/16
NCT06422143	MK-2870-023	K 药 +MK2870	K 药	IV 期转移性鳞状非小，对于维持期治疗由 BICR 确认完成诱导期治疗后没有疾病进展	晚期转移性鳞状 NSCLC	III 期	OS	851	2029/1/12
NCT06459180	MK-2870-020	单药	研究者选择的化疗	复发/转移性宫颈癌	复发/转移性宫颈癌 2L	III 期	ORR/AE/OS	686	2028/10/23
NCT06824467	TroFuse-022	单药或联用贝伐珠	SOC/贝伐珠	2L 治疗中已经接受了含铂双药治疗	铂敏感复发卵巢癌	III 期	PFS/AE	770	2030/4/9

NCT0	TroFuse-	单药或联	TPC	未经治局部复发性不	1L TNBC	III 期	PFS/OS	1000	2030/5/18
68413	011	用 K 药		可切除或转移性					
54				TNBC					

资料来源: Clinical Trial, 中信建投证券

多款新品 IND 依次获批, 展望 25 年催化丰富

展望 25 年, 公司核心产品 SKB264 用于 EGFR TKI 耐药 NSCLC 数据有望在学术大会上依次发布, 用于 PD-L1 阳性 1L NSCLC II 期数据有望继续更新, 其他早期 ADC 管线有望看到初步临床结果。HER2 ADC A166 有望于 2025 年顺利获批。非 ADC 管线方面, A140 用于治疗 RAS 野生型 mCRC 及 HNSCC 的 NDA 已于 2023 年 9 月获得 CDE 受理, 25 年 2 月获批上市。A167 1L 治疗 NPC 的 NDA 于 2024 年 5 月获 CDE 受理, 25 年 1 月获批上市, 两款产品均顺利进入商业化阶段, 25 年有望持续放量。

财务指标分析: 降本增效明显, 销售费用率有所下降

2024 年公司销售费用率 16.01%, 同比下降 4.73 个百分点, 主要由于公司市场开发及维护费用减少, 以及集采政策的执行所致。管理费用率 6.00%, 同比增加 0.68 个百分点, 主要由于职工薪酬增加所致; 研发费用率 9.95%, 同比增加 0.89%, 公司在研发方面的投入比例略有回升, 仍保持在稳定水平, 注重研发创新以保持产品的竞争力。财务费用率 0.30%, 同比下降 0.79 个百分点, 主要由于公司持续优化融资结构, 融资额和融资利率下降, 财务费用减少。

盈利预测与评级

公司在大输液和抗生素中间体的龙头地位稳固, 仿制药进入批量上市阶段, 川宁生物合成生物学产品销售有望快速增长, 创新药逐步进入收获阶段, ADC 平台不断推出新产品, 海外与 MSD 合作为公司打开更大成长空间。预计 2025-2027 年营业收入为 211.11 亿元、229.84 亿元、252.33 亿元, 归母净利润分别为 27.7 亿元、30.5 亿元、33.6 亿元, 对应 PE 估值分别为 21X、19X、17X, 维持“买入”评级。

风险分析

市场风险: 药品销售一方面受到行业竞争, 存在降价、市场份额被抢夺的风险, 另外整个行业受到医保、招标、集采的政策影响, 医药制造企业面临持续的销售降价压力。

行业政策风险: 因为行业政策调整(政府集采、医保政策、创新药上市审评政策出现重大变化)带来的研究设计要求变化、价格变化、带量采购政策变化、医保报销范围及比例变化等风险。

研发不及预期风险: 新药研发创新具有高投入、周期长、成功率低的属性, 导致其具有较高的风险。研发过程包括药物设计、合成、生物筛选、药理、毒理等临床前试验、药品处方及稳定性试验、放大试验、人体临床试验、注册上市和售后监督等诸多复杂环节, 期间任何决策的偏差、技术上的失误都可能对药物研发造成重大影响, 甚至有可能失败。

审批不及预期风险: 审批过程中存在资料补充、审批流程变化等因素导致的审批周期延长等风险。

销售不及预期风险: 新上市药品面临市场准入、市场接受能力、产品竞争能力、产品竞争格局以及市场需

求变动等风险，上市产品销售存在不及预期风险。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

魏佳奥

中信建投证券制药及生物科技行业研究员，牛津大学生物无机化学博士，覆盖创新药，生物试剂等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk