

科伦药业(002422)

报告日期: 2025 年 05 月 16 日

创新突破, 看好拐点

——科伦药业点评

投资要点

- 公司创新药以及合成生物学商业化持续突破, 我们看好创新驱动下公司经营和业绩向上拐点, 以及 SKB264 全球临床数据持续读出带来估值提升机会。
- 业绩: 25Q1 业绩受基数扰动大
公司披露 2024 年业绩: 2024 年实现营业收入 218.12 亿元(YOY+1.67%)。归母净利润 29.36 亿元 (YOY+19.53%), 扣非净利润 29.02 亿元 (YOY+22.66%)。2025Q1 实现营业收入 43.90 亿元(YOY-29.42%)。归母净利润 5.84 亿元 (YOY-43.07%), 扣非净利润 5.64 亿元 (YOY-43.10%)。我们认为 2025Q1 收入和利润端下滑主要是因为 24Q1 确认 MSD 里程碑付款 7500 万美元以及大输液板块等高基数和价格波动影响。
- 业务拆分: 中间体&原料药快速增长, 创新药商业化开始突破
大输液: 集采和基数扰动。2024 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%。公司继续推进全封闭式输液替代半开放式输液进程, 提升患者输液安全, 封闭式输血量占比较上一年提升 1.89 个百分点。公司肠外营养三腔袋产品积极参与国家集采和国家医保谈判工作, 通过以价换量实现销售 852.23 万袋, 同比增长 39.09%, 已经成为国内三腔袋市场份额最高的厂家之一。2024 年粉液双室袋产品线实现销售 1297.12 万袋, 同比增长 635.75%, 其中, 注射用头孢曲松钠/氯化钠注射液、注射用头孢西丁钠/葡萄糖注射液和注射用头孢唑肟钠/氯化钠注射液为销量的主要贡献产品。
非输液药品: 集采扰动仿制药承压, 创新药开始突破。2024 年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。受国家及地方集采等多重因素的影响, 公司部分存量产品在续标过程中, 价格承压。2024 年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, 累计实现销售 5,169.37 万元。2025 年伴随着创新药持续准入放量, 我们看好创新药对非输液药品板块收入和盈利能力驱动。
- 中间体及原料药: 看好降本增效, 期待合成生物学发力: 2024 年公司抗生素中间体及原料药实现营业收入 58.56 亿元, 同比增长 20.90%。其中硫氰酸红霉素实现营业收入 17.46 亿元, 同比增长 12.68%; 青霉素类中间体实现营业收入 22.63 亿元, 同比增长 17.44%; 头孢类中间体实现营业收入 11.51 亿元, 同比增长 42.78%。合成生物学类产品红没药醇、5-羟基色氨酸、肌醇、角鲨烯、植物鞘氨醇、依克多因等实现商业化生产。我们看好成本下降以及合成生物学商业化贡献对中间体及原料药业绩驱动可持续。

- 创新: 进入商业化加速和国际化持续突破期
商业化: 多重重磅产品组合驱动业绩加速。截至 2025 年 2 月, 科伦博泰共布局 30+项目, 以肿瘤为主, 超过 10 余款药物处于临床阶段, 其中创新首发产品 TROP2 ADC 芦康沙妥珠单抗 (SKB264, 国产首家)、塔戈利单抗 (A167, PD-L1) 以及西妥昔单抗生物类似药 N01 (A140) 已于中国成功获批上市。HER2 ADC A166 处于 NDA 阶段, 国产第二代 RET 抑制剂 A400 处于关键临床阶段, 公司商业化品种逐渐丰富, 有望进入商业化加速期。我们看好重磅品种芦康沙妥珠单抗持续放量对公司业绩驱动。

国际化: 持续突破期, 数据驱动估值。SKB264 海外权益授权默沙东, 开发与销售里程碑总额超 12 亿美元; 截至 2025 年 3 月, 全球已开 12 项多瘤种 III 期临床, 凭借其差异化设计和广泛的适应症布局, SKB264 有望在国际化实现重要突破并且占据重要份额。我们看好 SKB264 海外临床数据持续读出带来的国际化估值提升弹性。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 郭双喜
执业证书号: S1230521110002
guoshuangxi@stocke.com.cn

分析师: 盖文化
执业证书号: S1230524090006
gaiwenhua@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 34.90
总市值(百万元)	55,772.06
总股本(百万股)	1,598.05

股票走势图



相关报告

- 《传统触底, 创新突破》
2024.07.13
- 《营运效率提升或贯穿全年》
2023.05.14
- 《科伦药业深度报告: 创新衔接、新周期开启》
2023.01.11

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.88、2.11 和 2.54 元，2025 年 5 月 15 日收盘价对应公司 2025 年 PE 为 19 倍。我们看好公司创新药技术平台科伦博泰、合成生物学平台川宁生物、大输液多室袋产品、非输液仿制药首仿品种等创新力量逐渐贡献业绩，维持“买入”评级。

□ 风险提示

重要品种临床进度不及预期风险，新品推广不及预期风险，原料药及中间体品种量价波动风险等。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	21812.41	22927.36	25443.20	29547.48
(+/-) (%)	1.67%	5.11%	10.97%	16.13%
归母净利润	2935.89	3003.56	3373.94	4055.25
(+/-) (%)	19.53%	2.30%	12.33%	20.19%
每股收益(元)	1.84	1.88	2.11	2.54
P/E	19.00	18.57	16.53	13.75

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,936	19,446	22,514	26,761
现金	3,974	5,370	7,115	9,857
交易性金融资产	1,921	2,421	2,921	3,421
应收账款	4,795	5,408	5,918	6,286
其它应收款	126	129	154	174
预付账款	383	425	451	485
存货	3,801	3,861	4,023	4,604
其他	2,936	1,833	1,933	1,933
非流动资产	19,380	20,359	21,150	21,756
金融资产类	71	91	111	131
长期投资	4,210	4,510	4,810	5,110
固定资产	11,176	11,006	10,780	10,479
无形资产	1,223	1,223	1,222	1,222
在建工程	1,204	1,764	2,211	2,569
其他	1,496	1,766	2,016	2,246
资产总计	37,316	39,805	43,665	48,517
流动负债	9,138	8,163	8,214	8,637
短期借款	2,457	957	457	257
应付款项	2,574	2,798	3,002	3,240
预收账款	0	0	0	0
其他	4,106	4,409	4,756	5,140
非流动负债	1,440	1,440	1,440	1,440
长期借款	342	242	142	42
其他	1,098	1,198	1,298	1,398
负债合计	10,578	9,604	9,655	10,077
少数股东权益	4,259	4,668	5,043	5,348
归属母公司股东权	22,480	25,533	28,967	33,092
负债和股东权益	37,316	39,805	43,665	48,517

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,493	5,661	4,845	5,512
净利润	3,362	3,413	3,749	4,360
折旧摊销	1,298	1,461	1,548	1,634
财务费用	135	83	51	39
投资损失	(345)	(346)	(379)	(295)
营运资金变动	(108)	813	(390)	(497)
其它	151	236	265	272
投资活动现金流	(1,819)	(2,682)	(2,548)	(2,532)
资本支出	(1,670)	(2,188)	(2,087)	(1,987)
长期投资	(282)	(820)	(820)	(820)
其他	132	326	359	275
筹资活动现金流	(3,304)	(1,583)	(551)	(239)
短期借款	(1,001)	(1,500)	(500)	(200)
长期借款	(740)	(100)	(100)	(100)
其他	(1,563)	17	49	61
现金净增加额	(644)	1,396	1,745	2,742

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,812	22,927	25,443	29,547
营业成本	10,537	11,179	11,862	12,766
营业税金及附加	276	298	382	502
营业费用	3,493	3,737	4,325	5,171
管理费用	1,308	1,444	1,781	2,364
研发费用	2,171	2,293	2,799	3,546
财务费用	66	54	44	97
资产减值损失	(131)	(102)	(121)	(118)
公允价值变动损益	20	0	0	0
投资净收益	345	346	379	295
其他经营收益	339	344	382	325
营业利润	4,426	4,466	4,835	5,541
营业外收支	(141)	(90)	(90)	(90)
利润总额	4,285	4,376	4,745	5,451
所得税	923	963	997	1,090
净利润	3,362	3,413	3,749	4,360
少数股东损益	426	410	375	305
归属母公司净利润	2,936	3,004	3,374	4,055
EBITDA	5,480	5,829	6,281	7,225
EPS (最新摊薄)	1.84	1.88	2.11	2.54

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	1.67%	5.11%	10.97%	16.13%
营业利润	21.13%	0.89%	8.27%	14.59%
归属母公司净利润	19.53%	2.30%	12.33%	20.19%
获利能力				
毛利率	51.69%	51.24%	53.38%	56.79%
净利率	13.46%	13.10%	13.26%	13.72%
ROE	13.06%	11.76%	11.65%	12.25%
ROIC	10.60%	10.35%	10.32%	11.06%
偿债能力				
资产负债率	28.35%	24.13%	22.11%	20.77%
净负债比率	0.87%	-8.82%	-14.43%	-20.42%
流动比率	1.96	2.38	2.74	3.10
速动比率	1.33	1.63	1.96	2.29
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.59	0.61	0.64
应收账款周转率	4.60	5.14	5.80	6.10
应付账款周转率	4.65	4.50	4.39	4.39
每股指标(元)				
每股收益	1.84	1.88	2.11	2.54
每股经营现金	2.81	3.54	3.03	3.45
每股净资产	14.07	15.98	18.13	20.71
估值比率				
P/E	19.00	18.57	16.53	13.75
P/B	2.48	2.18	1.93	1.69
EV/EBITDA	8.79	9.11	8.10	6.63

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>