

科伦药业 (002422.SZ)

买入 (维持评级)

大输液、川宁和仿制药表现稳健，创新板块加速兑现中

投资要点:

➤ **事件:** 公司发布 2024 年报&2025 一季报, 2024 年报实现收入 218.1 亿元 (同比+1.7%), 归母净利润 29.4 亿元 (同比+19.5%), 扣非净利润 29.0 亿元 (同比+22.7%), 2025Q1 单季度实现收入 43.9 亿元 (同比-29.4%), 归母净利润 5.8 亿元 (同比-43.1%), 扣非净利润 5.6 亿元 (同比-43.1%)。

➤ **2024 年业绩表现优异, 创新已开始兑现:** 2024 年公司全年归母净利润实现高速增长, 经营业绩创上市以来新高, 主要得益于: (1) **原料药中间体:** 主要产品销量提升, 同时通过生产工艺提升及节能降耗等措施有效降低生产成本, 利润同比增加, 其中川宁归母净利润增加 3.3 亿元; (2) **创新药:** 科伦博泰生物研发项目海外授权收入增加, 贡献归母净利润同比增加 1.8 亿元; (3) **输液和非输液业务:** 公司持续优化输液产品结构, 密闭式销量占比提升 1.89%, 公司强化非输液产品集群并依托集采中标优势, 加大市场拓展提高市场覆盖率, 同时因执行国家药品集采政策销售费用下降; (4) **其他:** 公司优化融资结构, 融资额及融资利率下降, 财务费用减少。展望 25 年我们认为公司主营业务有望表现稳健, 创新药业务板块有望加速兑现。

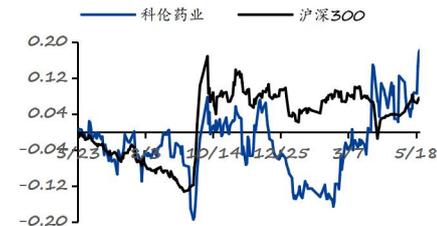
➤ **公司大输液、川宁和仿制药三大板块表现稳健, 龙头优势明显:** (1) **公司大输液:** 销量表现稳健, 新品放量显著。2024 年实现销售收入 89.12 亿元, 同比下降 11.85%; 销量 43.47 亿瓶/袋, 同比下降 0.70%。此外肠外营养三腔袋销售 852.2 万袋 (同比+39.1%), 粉液双室袋销售 1297.1 万袋 (同比+635.8%)。 (2) **非输液制剂:** 公司仿制药核心产品管线已经初步建立梯队, 产品集群优势凸显。公司 2024 年非输液药品实现销售收入 41.69 亿元, 同比增长 5.41%。公司塑料水针业务全年销售 8.56 亿支, 同比增长 31.22%。此外, 公司部分仿制药取得快速增长: 2024 年公司舒更葡糖钠销量 66.34 万支, 恩格列净片销量同比增长 64.46%。氢溴酸替格列汀片已成功通过国家医保谈判, 有望成为 2025 年新的业绩增长点。 (3) **抗生素中间体及原料药:** 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。抗生素中间体及原料药实现营业收入 58.56 亿元, 同比增长 20.9%。川宁生物硫氰酸红霉素实现营业收入 17.46 亿元, 同比增长 12.7%; 青霉素类中间体实现营业收入 22.63 亿元, 同比增长 17.4%; 头孢类中间体实现营业收入 11.51 亿元, 同比增长 42.8%。 (4) **国际业务:** 2024 年海外收入 28.86 亿元 (同比+11.49%)。

➤ **重磅单品佳泰莱成功上市, 2025 年创新板块众多催化值得期待:** (1) **芦康沙妥珠单抗 (佳泰莱) 覆盖适应症丰富:** 2024 年 11 月 22 日, 芦康沙妥珠单抗 (TROP2 ADC) 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 年全年, 创新药累计实现销售 5169.37 万元 (包含塔戈利单抗 (科泰莱))。适应症方面, 该产品用于治疗既往至少接受过 2 种系统治疗的不可切除的局部晚期或转移性 TNBC 和 EGFR-mut 2L+ NSCLC 适应症均已获批, 此外 GC、EC、CC、OC、UC、CRPC 及 HNSCC 还有多个适应症处于临床不同阶段, 涵盖前线到后线治疗。截至 2024 年财报发布日, 默沙东已启动 12 项佳泰莱全球 3 期临床研究, 涵盖乳腺癌适应症 3 项, 肺癌适应症 5 项, 妇科癌症 3 项和胃肠道癌症 1 项。 (2) **其他项目:** A166 (HER2 ADC): 25 年 1 月 NDA 获受理治疗 BC; SKB315 (CLDN18.2 ADC) 处于临床 1b 期; SKB410 (nectin4 ADC): 默沙东已启动全球 1/2 期; SKB571 (新型双抗 ADC): 靶向 LC 和 CRC, 国内 1 期临床; 其他偶联项目还包括如 SKB107 (RDC)、SKB535 (首个优化创新药临床试验审评审批试点项目, 审评审批用时 21 日)、SKB500 及 SKB501 (差异化

基本数据

日期	2025-05-22
收盘价:	38.07 元
总股本/流通股本(百万股)	1,598.05/1,305.87
流通 A 股市值(百万元)	49,714.65
每股净资产(元)	14.45
资产负债率(%)	27.48
一年内最高/最低价(元)	39.77/25.72

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	陈铁林(S0210524080007)
	ctl30598@hfzq.com.cn
分析师:	吴沛柯(S0210524070003)
	wpk30483@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、业绩稳健增长, SKB264 获批在即——2024.11.05
- 2、业绩高增长, 看好创新持续兑现——2024.09.01
- 3、三发驱动, 发展驶入快车道——2024.08.15



ADC) 等产品。非偶联项目: PD-L1 单抗 A167 和西妥昔单抗 N01 均已获批上市, 25 年有望带来一定销售增量。

► 盈利预测与投资建议

根据科伦药业 2024 年和 2025Q1 业绩, 我们调整公司 2025-2027 年归母净利润分别为 28.6/32.8/37.8 亿元(前值 25/26 年: 34.7/39.9 亿元)。考虑到科伦药业在大输液领域及抗生素中间体领域的龙头地位, 以及未来 ADC 等创新药管线上市等带来的业绩高增长性, 维持“买入”评级。

► 风险提示

集采降价风险; 行业政策变革风险; 产品研发及上市不及预期的风险; 产品销售不及预期的风险。

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,454	21,812	21,269	22,894	24,675
增长率	13%	2%	-2%	8%	8%
净利润(百万元)	2,456	2,936	2,862	3,281	3,782
增长率	44%	20%	-3%	15%	15%
EPS(元/股)	1.54	1.84	1.79	2.05	2.37
市盈率(P/E)	24.8	20.7	20.0	17.4	15.1
市净率(P/B)	3.1	2.7	2.3	2.2	2.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,974	8,431	10,515	12,302	营业收入	21,812	21,269	22,894	24,675
应收票据及账款	4,795	4,346	4,504	4,795	营业成本	10,537	10,686	11,312	12,103
预付账款	383	470	470	483	税金及附加	276	282	305	329
存货	3,801	4,092	3,845	4,417	销售费用	3,493	3,361	3,663	3,899
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,308	1,234	1,328	1,308
其他流动资产	4,983	4,337	4,667	5,049	研发费用	2,171	2,127	2,289	2,344
流动资产合计	17,936	21,675	24,001	27,045	财务费用	66	-2	-82	-76
长期股权投资	4,210	4,210	4,210	4,210	信用减值损失	-109	-50	-40	-30
固定资产	11,176	11,297	11,395	11,376	资产减值损失	-131	-100	-40	-30
在建工程	1,204	1,104	1,014	934	公允价值变动收益	20	0	0	0
无形资产	1,223	1,259	1,261	1,246	投资收益	345	313	339	332
商誉	99	99	99	99	其他收益	339	339	339	339
其他非流动资产	1,469	1,475	1,483	1,488	营业利润	4,426	4,085	4,677	5,381
非流动资产合计	19,380	19,443	19,461	19,352	营业外收入	9	9	9	9
资产合计	37,316	41,118	43,462	46,398	营业外支出	150	150	150	150
短期借款	2,457	3,143	3,087	3,036	利润总额	4,285	3,944	4,536	5,240
应付票据及账款	2,574	3,553	3,754	4,059	所得税	923	850	977	1,129
预收款项	0	0	0	0	净利润	3,362	3,094	3,558	4,111
合同负债	540	383	412	444	少数股东损益	426	232	278	329
其他应付款	1,816	1,816	1,816	1,816	归属母公司净利润	2,936	2,862	3,281	3,782
其他流动负债	1,751	1,716	1,762	1,754	EPS (按最新股本摊薄)	1.84	1.79	2.05	2.37
流动负债合计	9,138	10,611	10,831	11,110					
长期借款	342	392	322	402					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,098	1,098	1,098	1,098					
非流动负债合计	1,440	1,490	1,420	1,500					
负债合计	10,578	12,101	12,251	12,610					
归属母公司所有者权益	22,480	24,526	26,443	28,691					
少数股东权益	4,259	4,491	4,768	5,097					
所有者权益合计	26,738	29,017	31,211	33,788					
负债和股东权益	37,316	41,118	43,462	46,398					

现金流量表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,493	5,483	4,506	4,118
现金收益	4,650	4,406	4,808	5,378
存货影响	39	-292	247	-572
经营性应收影响	21	463	-119	-274
经营性应付影响	-32	979	201	306
其他影响	-185	-73	-631	-720
投资活动现金流	-1,819	-1,062	-1,014	-902
资本支出	-1,753	-1,370	-1,342	-1,230
股权投资	-233	0	0	0
其他长期资产变化	167	309	328	328
融资活动现金流	-3,304	36	-1,408	-1,429
借款增加	-3,224	736	-126	29
股利及利息支付	-2,015	-1,608	-1,810	-1,997
股东融资	523	-3	0	0
其他影响	1,411	805	528	539

主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	1.7%	-2.5%	7.6%	7.8%
EBIT 增长率	14.1%	-9.4%	13.0%	15.9%
归母公司净利润增长率	19.5%	-2.5%	14.6%	15.3%
获利能力				
毛利率	51.7%	49.8%	50.6%	51.0%
净利率	15.4%	14.5%	15.5%	16.7%
ROE	11.0%	9.9%	10.5%	11.2%
ROIC	19.0%	15.3%	16.0%	17.0%
偿债能力				
资产负债率	28.3%	29.4%	28.2%	27.2%
流动比率	2.0	2.0	2.2	2.4
速动比率	1.5	1.7	1.9	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	78	77	70	68
存货周转天数	131	133	126	123
每股指标 (元)				
每股收益	1.84	1.79	2.05	2.37
每股经营现金流	2.81	3.43	2.82	2.58
每股净资产	14.07	15.35	16.55	17.95
估值比率				
P/E	21	20	17	15
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	29	31	28	25

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn