

创新药迎来收获期，主业短期承压

——科伦药业 24 年报及 25 年一季报点评

核心观点

- **事件：**2024 年公司实现收入 218.12 亿元 (+1.67%)，归母净利润 29.36 亿元 (+19.53%)。24 年业绩快速增长，主要得益于输液及抗生素产品需求旺盛、子公司科伦博泰多款创新药的里程碑付款以及费用管控出色。2025 年第一季度实现收入 43.90 亿元 (-29.42%)，归母净利润 5.84 亿元 (-43.07%)，业绩同比稍有回落主要系去年同期输液板块和科伦博泰基数较高所致。
- **重磅产品步入收获期，ADC 平台积极兑现。**报告期内，SKB264 (TROP-2 ADC) 用于治疗后线 TNBC、三线 EGFR 突变 NSCLC 两项适应症已率先获批上市，二线 EGFR 突变 NSCLC、HR+/HER2-BC 等适应症将陆续获批，商业化值得期待。同时，截至 25 年 5 月，默沙东在海外已启动关于 SKB264 的共 13 项三期临床试验，积极探索前线治疗以及更多癌种的可能性。此外，多款 ADC 研发有序推进：A166 (HER2 ADC) 已提交上市申请；SKB571 (双抗 ADC)、SKB518 (FIC 靶点的 ADC) 等多款潜力管线已快速开展临床试验。
- **抗生素供需结构整体稳定，合成生物学逐步贡献业绩增量。**子公司川宁生物布局的多款合成生物学类产品，如红没药醇、5-羟基色氨酸、肌醇等已实现商业化生产，未来将逐步贡献收入增量。抗生素方面，虽然 6-APA 价格有所波动，但公司通过 AI 技术有望进一步加强盈利能力。
- **国内输液龙头，独创可立袋提供充足现金流。**24 年输液板块实现收入 89.12 亿元 (-11.85%)，收入端有所承压主要系区域集采降价所致，但集采也有望推动输液量稳定增长以及销售费用快速下降。同时，公司积极推进产品结构优化，我们认为输液板块中长期内生增长稳健。

盈利预测与投资建议

- 考虑到集采对于输液及仿制药板块影响，我们下调公司 2025-2026 年每股收益分别为 1.76、2.11 元 (原预测值为 2.11、2.36 元)，并新增预测 2027 年每股收益为 2.27 元。根据可比公司估值水平，我们认为公司的合理估值水平为 2025 年的 24 倍市盈率，对应目标价为 42.24 元，维持买入评级。

风险提示

- 仿制药品种进入集采或集采超出预期的风险、产品竞争加剧或者销售不及预期的风险、创新药研发进度不及预期的风险、抗生素中间体市场价格波动的风险等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,454	21,812	22,775	25,827	29,191
同比增长(%)	12.7%	1.7%	4.4%	13.4%	13.0%
营业利润(百万元)	3,654	4,426	4,189	5,151	6,099
同比增长(%)	66.5%	21.1%	-5.4%	23.0%	18.4%
归属母公司净利润(百万元)	2,456	2,936	2,818	3,364	3,622
同比增长(%)	44.0%	19.5%	-4.0%	19.4%	7.7%
每股收益(元)	1.54	1.84	1.76	2.11	2.27
毛利率(%)	52.4%	51.7%	50.1%	51.6%	52.7%
净利率(%)	11.4%	13.5%	12.4%	13.0%	12.4%
净资产收益率(%)	13.9%	13.9%	11.4%	11.9%	11.8%
市盈率	25.6	21.4	22.3	18.7	17.4
市净率	3.2	2.8	2.3	2.1	2.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

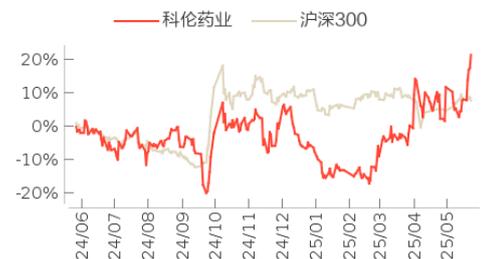
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入 (维持)

股价 (2025 年 05 月 23 日)	39.35 元
目标价格	42.24 元
52 周最高价/最低价	40.8/25.52 元
总股本/流通 A 股 (万股)	159,805/130,587
A 股市值 (百万元)	62,883
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 05 月 25 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	12.36	13.01	38.22	22.22
相对表现%	12.54	10.49	40.64	15.62
沪深 300%	-0.18	2.52	-2.42	6.6



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020001
	香港证监会牌照：BRX199
傅肖依	fuxiaoyi@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524080006

相关报告

品字型架构持续发力，创新成果逐步兑现	2024-10-31
现：——科伦药业 2024 年三季报点评	
创新步入正轨，ADC 龙头商业化曙光将	2024-05-24
至：——科伦药业首次覆盖报告	

图 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2025/5/23	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
复星医药	600196	23.93	1.04	1.22	1.43	1.61	23.08	19.59	16.69	14.88
华润双鹤	600062	19.33	1.57	1.67	1.79	1.94	12.34	11.55	10.78	9.95
石药集团	01093	6.17	0.38	0.45	0.48	0.49	16.42	13.72	12.96	12.51
恒瑞医药	600276	54.50	0.96	1.08	1.24	1.43	56.79	50.69	43.90	38.06
信立泰	002294	45.10	0.54	0.59	0.72	0.82	83.58	75.87	63.06	54.78
石四药集团	02005	2.81	0.34	0.41	0.46	0.43	8.37	6.84	6.15	6.46
	调整后平均						27.16	23.89	21.08	18.85

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,675	3,974	9,165	10,463	12,446	营业收入	21,454	21,812	22,775	25,827	29,191
应收票据、账款及款项融资	6,120	6,098	7,158	7,569	8,630	营业成本	10,206	10,537	11,359	12,503	13,798
预付账款	386	383	442	474	538	销售费用	4,450	3,493	3,678	4,133	4,650
存货	3,840	3,801	4,136	4,589	5,022	管理费用	1,142	1,308	1,350	1,522	1,717
其他	3,268	3,680	2,695	3,243	3,243	研发费用	1,944	2,171	2,313	2,645	3,062
流动资产合计	18,290	17,936	23,598	26,337	29,880	财务费用	234	66	105	85	59
长期股权投资	3,976	4,210	4,500	4,229	4,313	资产、信用减值损失	177	240	174	197	204
固定资产	9,750	11,176	11,005	10,590	10,201	公允价值变动收益	15	20	15	16	17
在建工程	2,045	1,204	1,870	2,509	3,125	投资净收益	359	345	308	331	321
无形资产	1,277	1,223	1,220	1,198	1,173	其他	(22)	63	70	61	60
其他	1,117	1,567	1,639	1,541	1,547	营业利润	3,654	4,426	4,189	5,151	6,099
非流动资产合计	18,165	19,380	20,234	20,067	20,359	营业外收入	12	9	9	10	9
资产总计	36,455	37,316	43,832	46,405	50,239	营业外支出	86	150	123	120	131
短期借款	3,458	2,457	3,069	2,995	2,840	利润总额	3,580	4,285	4,075	5,042	5,978
应付票据及应付账款	2,539	2,574	2,807	3,085	3,395	所得税	934	923	942	1,134	1,367
其他	3,996	4,106	4,936	4,454	4,646	净利润	2,647	3,362	3,133	3,908	4,610
流动负债合计	9,993	9,138	10,812	10,533	10,881	少数股东损益	191	426	315	544	988
长期借款	1,082	342	342	342	342	归属于母公司净利润	2,456	2,936	2,818	3,364	3,622
应付债券	1,566	0	2	2	2	每股收益(元)	1.54	1.84	1.76	2.11	2.27
其他	798	1,098	1,067	1,085	1,083						
非流动负债合计	3,446	1,440	1,410	1,429	1,427	主要财务比率					
负债合计	13,439	10,578	12,222	11,962	12,308		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	3,343	4,259	4,574	5,118	6,106	成长能力					
实收资本(或股本)	1,499	1,601	1,598	1,598	1,598	营业收入	12.7%	1.7%	4.4%	13.4%	13.0%
资本公积	5,929	7,540	9,274	9,274	9,274	营业利润	66.5%	21.1%	-5.4%	23.0%	18.4%
留存收益	11,973	13,222	16,040	18,341	20,837	归属于母公司净利润	44.0%	19.5%	-4.0%	19.4%	7.7%
其他	272	116	124	112	116	获利能力					
股东权益合计	23,016	26,738	31,610	34,443	37,931	毛利率	52.4%	51.7%	50.1%	51.6%	52.7%
负债和股东权益总计	36,455	37,316	43,832	46,405	50,239	净利率	11.4%	13.5%	12.4%	13.0%	12.4%
						ROE	13.9%	13.9%	11.4%	11.9%	11.8%
						ROIC	10.1%	11.7%	9.9%	10.8%	11.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	36.9%	28.3%	27.9%	25.8%	24.5%
净利润	2,647	3,362	3,133	3,908	4,610	净负债率	9.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,149	1,109	1,022	1,069	1,118	流动比率	1.83	1.96	2.18	2.50	2.75
财务费用	234	66	105	85	59	速动比率	1.44	1.55	1.80	2.06	2.28
投资损失	(359)	(345)	(308)	(331)	(321)	营运能力					
营运资金变动	(1,516)	6	(339)	(1,076)	(1,128)	应收账款周转率	4.1	4.6	4.4	4.5	4.6
其它	3,183	294	(350)	37	(34)	存货周转率	2.9	2.7	2.9	2.9	2.9
经营活动现金流	5,337	4,493	3,263	3,691	4,304	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
资本支出	(1,655)	(1,539)	(1,220)	(1,252)	(1,303)	每股指标(元)					
长期投资	(183)	(233)	(290)	271	(84)	每股收益	1.54	1.84	1.76	2.11	2.27
其他	(1,532)	(47)	841	76	348	每股经营现金流	3.56	2.81	2.04	2.31	2.69
投资活动现金流	(3,370)	(1,819)	(669)	(905)	(1,039)	每股净资产	12.31	14.07	16.92	18.35	19.91
债权融资	(3,297)	(2,224)	360	(267)	58	估值比率					
股权融资	2,569	1,714	1,731	0	0	市盈率	25.6	21.4	22.3	18.7	17.4
其他	(1,332)	(2,794)	507	(1,222)	(1,340)	市净率	3.2	2.8	2.3	2.1	2.0
筹资活动现金流	(2,059)	(3,304)	2,598	(1,489)	(1,282)	EV/EBITDA	12.0	10.8	11.4	9.6	8.3
汇率变动影响	5	(13)	-0	-0	-0	EV/EBIT	15.6	13.5	14.1	11.6	9.8
现金净增加额	(87)	(644)	5,191	1,298	1,983						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。