

2025 年 05 月 28 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

科伦药业（002422）

2024 年报和 2025 年一季报点评：创新管线逐步兑现，国际化推动长期增长

◆ 2024 年报和 2025 年一季报：

2024 年，公司实现营业收入 218.12 亿元，同比增长 1.67%；实现归母净利润 29.36 亿元，同比增长 19.53%；实现扣非后归母净利润 29.02 亿元，同比增长 22.66%。2025 年第一季度，公司实现营业总收入 43.90 亿元，同比减少 29.42%；实现归母净利润 5.84 亿元，同比减少 43.07%；实现扣非后归母净利润 5.64 亿元，同比减少 43.10%。

◆ 输液领域：产品结构升级，重点产品以价换量和市占率提升

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%。公司输液产品结构升级，密闭式输血量占比较上一年提升 1.89 个百分点；并通过积极拥抱集采实现重点产品以价换量和市占率提升，其中，肠外营养三腔袋实现销售 852.23 万袋，同比增长 39.09%；粉液双室袋产品线实现销售 1297.12 万袋，同比增长 635.75%。

◆ 非输液制剂领域：仿制药核心产品管线集群优势凸显，创新药销售实现零的突破

2024 年，公司非输液药品销售收入 41.69 亿元，同比增长 5.41%。其中，仿制药品在抗感染、麻醉、中枢神经、内分泌代谢等领域构建了核心产品集群，优势凸显；创新药方面，2024 年，随着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，销售实现零的突破。2024 年，公司创新药累计实现销售 5,169.37 万元。

◆ 抗生素中间体及原料药业务快速增长，国际业务稳步增长

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%，主要是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。其中，川宁生物硫氰酸红霉素实现营业收入 17.46 亿元，同比增长 12.68%；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%。

投资评级

买入

维持评级

2025 年 05 月 27 日

收盘价(元):

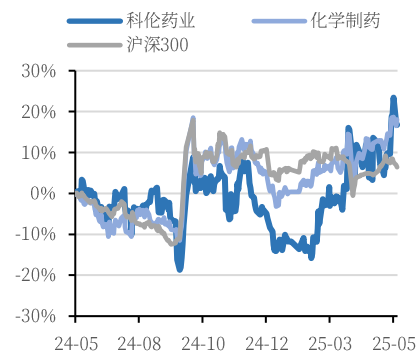
37.23

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	1,598.05
总市值(百万)	59,495.53
流通股本(百万股)	1,305.87
流通市值(百万)	48,617.72
12 月最高/最低价(元)	40.80/25.72
资产负债率(%)	27.48
每股净资产(元)	14.45
市盈率(TTM)	23.86
市净率(PB)	2.58
净资产收益率(%)	2.53

股价走势图



作者

李蔚 分析师
SAC 执业证书: S0640523060001
联系电话: 010-59219559
邮箱: liwj@acicsec.com

相关研究报告

中航证券公司点评：科伦药业（002422）2023 年报 2024Q1 点评：业绩超预期，研发引领长期发展 —2024-05-03

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

2024 年，公司国际业务持续稳步增长，公司主营业务实现海外收入 28.86 亿元人民币，同比增长 11.49%。

◆ **创新转型推进顺利，ADC 产品管线成果丰硕**

公司目前共布局 30 余项临床及临床前创新研发管线，子公司科伦博泰生物在 ADC 研发方面积累了超过十年的经验，拥有内部研发平台 OptiDC™，ADC 管线成果丰硕。

公司重磅产品芦康沙妥珠单抗 Sac-TMT (TROP2ADC) 是国内首个获得完全批准上市的具有全球知识产权的国产 ADC，其中，sac-TMT 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三阴性乳腺癌 (TNBC) 以及经 EGFR-TKI 治疗和含铂化疗治疗后进展 EGFR 突变阳性 NSCLC 分别于 2024 年 11 月和 2025 年 3 月在中国获批上市。目前，Sac-TMT 正在探索单药及联合其他疗法用于治疗包括 GC、EC、CC、OC、UC、CRPC 及 HNSCC 的多个适应症。此外，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、付特许权使用费、可转授的许可，截至 2024 年年报发布日，默沙东已启动 12 项正在进行的 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。

其它进展：博度曲妥珠单抗 (HER2ADC，亦称 A166)：用于既往至少接受过一种抗 HER2 治疗的 HER2+不可切除或转移性 BC 成人患者治疗的 NDA 已于 2025 年 1 月获得国家药监局受理。塔戈利单抗 (PD-L1 单抗、亦称 A167)：联合顺铂和吉西他滨用于一线治疗复发或转移性 NPC 患者于 2025 年 1 月获批中国上市；用于治疗既往接受过二线及以上化疗失败的复发或转移性 NPC 患者于 2024 年 12 月获准于中国上市，塔戈利单抗是全球首个获得批准用于鼻咽癌一线治疗的 PD-L1 单抗。

◆ **投资建议：**

我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.88 元、2.07 元和 2.29 元，对应的动态市盈率分别为 19.82 倍、18.03 倍和 16.25 倍。科伦药业是我国输液细分行业龙头企业，同时向创新药企业转型，新批药物持续放量，子公司科伦博泰整体研发进展顺利，维持买入评级。

◆ **风险提示：药品研发不及预期风险、政策风险、市场竞争加剧风险**

中航证券公司点评：科伦药业 (002422) 2022 年年报点评：多项因素驱动业绩高速增长，集采产品实现以价换量 —2023-04-19
业绩快速增长，多项创新专利海外授权 —2022-09-01

财务报表与财务指标

报表预测	单位: 百万元					
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润表						
营业收入	18,912.65	21,453.93	21,812.41	22,505.66	24,309.76	26,360.85
减: 营业成本	8,959.20	10,205.53	10,536.82	10,714.13	11,552.92	12,489.66
税金及附加	251.02	302.73	276.22	300.43	324.51	351.89
主营业务利润	9,702.43	10,945.67	10,999.37	11,491.10	12,432.33	13,519.29
减: 销售费用	4,685.95	4,449.72	3,492.62	3,938.49	4,254.21	4,613.15
管理费用	924.58	1,142.05	1,308.49	1,350.34	1,458.59	1,581.65
研发费用	1,795.09	1,943.57	2,170.54	2,228.06	2,382.36	2,583.36
财务费用	478.18	233.76	66.18	140.60	78.54	-31.69
经营性利润	1,818.63	3,176.57	3,961.54	3,833.61	4,258.64	4,772.82
加: 资产减值损失	-44.03	-130.55	-130.59	-134.74	-145.54	-157.82
信用减值损失	-62.45	-45.98	-109.13	-78.38	-84.67	-91.81
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	234.43	358.88	345.02	312.78	312.78	312.78
公允价值变动损益	9.86	14.67	19.90	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	5.40	2.63	0.81	2.94	2.94	2.94
其他收益	237.02	277.94	338.78	284.58	284.58	284.58
营业利润	2,198.86	3,654.14	4,426.32	4,220.79	4,628.73	5,123.49
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	7.03	11.86	8.81	9.23	9.23	9.23
减: 营业外支出	134.42	85.57	149.77	123.26	123.26	123.26
利润总额	2,071.46	3,580.43	4,285.36	4,106.76	4,514.70	5,009.46
减: 所得税	364.00	933.79	923.40	892.54	981.20	1,088.73
净利润	1,707.46	2,646.64	3,361.95	3,214.22	3,533.50	3,920.73
减: 少数股东损益	-1.24	190.53	426.06	212.13	233.20	258.76
归属母公司股东净利润	1,708.70	2,456.11	2,935.89	3,002.09	3,300.30	3,661.97
资产负债表						
货币资金	4,725.30	4,675.48	3,973.91	9,002.27	9,723.91	11,823.31
交易性金融资产	448.11	1,691.09	1,921.16	1,921.16	1,921.16	1,921.16
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	7,183.74	6,120.16	6,098.11	7,086.87	7,654.97	8,300.84
预付账款	429.14	386.36	383.49	437.21	472.26	512.11
其他应收款	254.27	162.49	126.17	201.07	217.19	235.51
存货	3,190.70	3,839.80	3,800.62	3,903.81	4,209.43	4,550.74
其他流动资产	369.73	1,414.66	1,632.52	1,202.79	1,299.21	1,408.83
长期股权投资	3,792.44	3,976.37	4,209.81	4,510.02	4,810.22	5,110.43
金融资产投资	15.01	15.77	70.74	70.74	70.74	70.74
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	11,301.66	12,085.50	13,011.82	11,130.54	9,217.81	7,273.64
无形资产和开发支出	1,457.84	1,395.54	1,328.07	1,124.05	919.86	715.49
其他非流动资产	950.44	691.69	759.83	721.49	683.14	683.14
资产总计	34,118.38	36,454.90	37,316.26	41,312.02	41,199.90	42,605.93
短期借款	3,290.69	3,458.27	2,457.03	3,765.98	1,329.02	0.00
交易性金融负债	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	237.78	374.75	205.63	295.63	318.77	344.62
应付账款	1,978.34	2,164.12	2,368.72	2,348.80	2,532.69	2,738.04
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	360.05	715.24	539.51	578.47	624.84	677.56
其他应付款	2,895.06	2,469.66	2,675.39	2,925.10	3,154.10	3,409.84
长期借款	4,733.43	2,893.81	879.46	273.40	-253.03	-690.78
其他负债	3,735.06	1,363.42	1,452.33	2,358.77	2,498.53	2,658.28
负债合计	17,230.41	13,439.31	10,578.08	12,546.15	10,204.92	9,137.55
股本	1,422.25	1,499.10	1,601.50	1,601.50	1,601.50	1,601.50
资本公积	3,667.65	6,143.66	7,731.61	7,731.61	7,731.61	7,731.61
留存收益	10,661.34	12,029.62	13,146.42	14,961.98	16,957.89	19,172.53
归属母公司股东权益	15,751.24	19,672.38	22,479.52	24,295.08	26,290.99	28,505.63
少数股东权益	1,136.73	3,343.22	4,258.66	4,470.79	4,703.99	4,962.75
股东权益合计	16,887.97	23,015.59	26,738.18	28,765.87	30,994.98	33,468.38
负债和股东权益合计	34,118.38	36,454.90	37,316.26	41,312.02	41,199.90	42,605.93
投入资本(IC)	24,448.97	27,660.85	28,082.77	30,813.35	30,079.07	29,506.72
现金流量表						
资本支出	901.45	1,691.42	1,669.90	0.00	0.00	0.00
自由现金流	-184.46	-1,314.34	2,971.09	5,756.02	4,740.53	4,879.57
短期借款增加	-76.62	167.57	-1,001.24	1,308.95	-2,436.96	-1,329.02
长期带息债务增加	1,211.40	-1,839.61	-2,014.35	-606.06	-526.43	-437.75
股权筹资额				0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	899.87	1,272.70	413.63	1,186.53	1,304.39	1,447.34
长期投资	26.71	-1,602.42	-149.47	-93.11	-93.11	-93.11
经营性现金净流量	3,110.37	5,281.94	4,416.11	5,742.76	5,158.13	5,372.00
投资性现金净流量	-856.59	-3,370.32	-1,819.37	-90.17	-90.17	-90.17
筹资性现金净流量	-407.26	-2,058.77	-3,304.28	-624.23	-4,346.32	-3,182.42
现金流量净额	1,854.45	-141.96	-720.31	5,028.36	721.64	2,099.41
货币资金的期初余额	2,800.01	4,675.15	4,588.32	3,973.91	9,002.27	9,723.91
货币资金的期末余额	4,725.30	4,675.48	3,973.91	9,002.27	9,723.91	11,823.31
企业自由现金流	-184.46	-1,314.34	2,971.09	5,756.02	4,740.53	4,879.57
权益自由现金流	556.16	-3,159.17	-96.42	6,348.87	1,715.68	3,137.60

资料来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券医药团队: 全面覆盖整个医药板块, 经过多年的沉淀, 建立了比较完善的研究分析体系, 形成了覆盖范围广、见解独到不跟风等特点, 同时与多家医药公司建立了密切的联系, 产业资源丰富。团队获得多项市场化奖项评选, 2015 年, 被《华尔街见闻》评为医药行业最准分析师。2018 年, 获评东方财富中国最佳分析师。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637