

主业短期承压，创新产品进入兑现期

——科伦药业 2025 年中报业绩点评

2025 年 8 月 29 日

- **事件：**2025 年 8 月 28 日，公司发布 2025 年中报业绩。公司上半年收入 90.83 亿元，同比降低 23.2%，归母净利润 10.01 亿元，同比降低 44.41%；单 Q2 收入 46.93 亿元，同比降低 16.3%，归母净利润 4.16 亿元，同比降低 46.2%。
- **输液+仿制药+原料药业务承压，创新产品上市提供新增长曲线。**分业务来看，①输液：上半年实现销售收入 37.50 亿元，同比下降 19.65%。公司继续推进全密闭式输液替代半开放式输液进程，提升患者输液安全，密闭式输液销量占比较上一年提升 0.39 个百分点。公司肠外营养三腔袋产品持续保持增长态势，实现销售 544 万袋，同比增长 55.96%，继续保持国内三腔袋市场份额的领先地位。另外，粉液双室袋产品销售持续增长，实现销售 733 万袋，同比增长 64.24%。②非输液制剂：上半年销售收入 19.55 亿元，同比下降 3.18%。公司塑料水针业务上半年销售 3.43 亿支，同比下降 11.96%，主要由于葡萄糖注射液水针需求下降以及氯化钾注射液水针在第十批国家集采未中标影响。抗感染领域，头孢粉针、青霉素粉针等产品，受需求回落的影响，销量有不同程度的下滑。随着佳泰莱、科泰莱及达泰莱陆续获批，科伦博泰生物开启了创新药商业化进程，上半年创新药销售总额 3.10 亿元，其中佳泰莱占 97.65%。③中间体和原料药：上半年抗生素中间体及原料药实现营业收入 22.82 亿元，同比下降 30.29%，主要受市场需求波动影响。④国际化业务：实现海外收入 11.30 亿元人民币，同比下降 39.69%。主要受海外授权收入下降的影响。
- **研发管线持续推进，基石业务+创新探索双轮驱动。**子公司科伦博泰创新产品佳泰莱已上市销售，但仍在积极探索其作为单药及联合其他疗法用于治疗其他实体瘤的可能性，包括 GC、EC、CC、OC、UC、CRPC 及 HNSCC 等。另外，合作方默沙东正在推进 14 项针对 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(包括 BC、LC、妇科癌症及 GI 癌症)的全球多中心 3 期临床研究。今年 1 月，博度曲妥珠单抗的 NDA 已获 CDE 受理，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 成人患者的治疗，预期下半年获批上市。SKB315 的 1b 期临床试验正在进行中，且已开始联合免疫疗法治疗 GC/GEJC 的探索。A400/EP0031 正在进行针对 1L 及 2L+晚期 RET+NSCLC 的关键临床研究及 RET+MTC 以及实体瘤的 1b/2 期临床研究，预计年内递交 NDA。SKB378 用于治疗 COPD 的 IND 申请于今年 1 月获 NMPA 批准。
- **投资建议：**公司输液以及原料药中间体业务即将触底，科伦博泰管线持续推进，创新产品销售加速，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 16.75/22.48/27.16 亿元，同比增长-43%/34%/21%，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 35/26/21 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**医院诊疗用药需求减少的风险、创新产品推广进度不达预期的风险、医药销售合规的风险等。

科伦药业（股票代码：002422）

推荐 维持评级

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

孙怡

✉：sunyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524010001

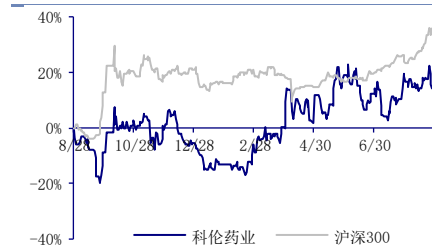
市场数据

2025-08-29

股票代码	002422.SZ
A 股收盘价(元)	36.46
上证指数	3857.93
总股本(万股)	159805
实际流通 A 股(万股)	130589
流通 A 股市值(亿元)	476

相对沪深 300 表现图

2025-08-29



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21812.41	17045.60	19940.06	22068.04
收入增长率%	1.67	-21.85	16.98	10.67
归母净利润(百万元)	2935.89	1675.17	2247.69	2715.75
利润增速%	19.53	-42.94	34.18	20.82
毛利率%	51.69	50.59	52.86	53.49
摊薄 EPS (元)	1.84	1.05	1.41	1.70
PE	19.85	34.78	25.92	21.45
PB	2.59	2.34	2.15	1.95
PS	2.67	3.42	2.92	2.64

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17935.98	20273.64	23760.90	27874.54
现金	3973.91	7400.52	9088.99	11683.32
应收账款	4795.04	3787.91	4431.12	4904.01
其它应收款	126.17	142.05	166.17	183.90
预付账款	383.49	421.10	469.95	513.21
存货	3800.62	3275.19	3655.18	3991.65
其他	4856.76	5246.87	5949.48	6598.44
非流动资产	19380.28	19454.70	19521.28	19370.86
长期投资	4209.81	4409.81	4609.81	4609.81
固定资产	11175.83	10469.41	9745.99	9005.57
无形资产	1223.05	1363.05	1503.05	1643.05
其他	2771.58	3212.42	3662.42	4112.42
资产总计	37316.26	39728.33	43282.18	47245.40
流动负债	9137.88	8429.15	9003.06	9480.33
短期借款	2457.03	2377.03	2297.03	2217.03
应付账款	2368.72	1871.54	2088.68	2280.95
其他	4312.13	4180.59	4617.36	4982.36
非流动负债	1440.20	2013.53	2563.53	3113.53
长期借款	342.00	942.00	1542.00	2142.00
其他	1098.20	1071.53	1021.53	971.53
负债合计	10578.08	10442.68	11566.59	12593.86
少数股东权益	4258.66	4394.49	4576.73	4796.93
归属母公司股东权益	22479.52	24891.17	27138.86	29854.61
负债和股东权益	37316.26	39728.33	43282.18	47245.40

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4492.86	3586.13	2513.77	3231.63
净利润	3361.95	1810.99	2429.93	2935.95
折旧摊销	1298.41	1224.42	1241.42	1258.42
财务费用	134.73	0.00	0.00	0.00
投资损失	-345.02	-360.00	-360.00	-360.00
营运资金变动	-107.86	840.74	-844.88	-662.04
其它	150.64	69.99	47.30	59.30
投资活动现金流	-1819.37	-1294.27	-1295.30	-1107.30
资本支出	-1669.90	-1159.94	-1165.30	-1177.30
长期投资	-281.62	-500.00	-500.00	-300.00
其他	132.15	365.66	370.00	370.00
筹资活动现金流	-3304.28	1136.94	470.00	470.00
短期借款	-1001.24	-80.00	-80.00	-80.00
长期借款	-740.29	600.00	600.00	600.00
其他	-1562.74	616.94	-50.00	-50.00
现金净增加额	-643.56	3426.61	1688.47	2594.33

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21812.41	17045.60	19940.06	22068.04
营业成本	10536.82	8421.92	9399.04	10264.25
营业税金及附加	276.22	221.59	259.22	286.88
营业费用	3492.62	3238.66	3788.61	4192.93
管理费用	1308.49	1022.74	1196.40	1324.08
财务费用	66.18	150.00	150.00	150.00
资产减值损失	-130.59	28.00	28.00	28.00
公允价值变动收益	19.90	0.00	0.00	0.00
投资净收益	345.02	360.00	360.00	360.00
营业利润	4426.32	2275.00	3025.87	3651.75
营业外收入	8.81	12.00	12.00	0.00
营业外支出	149.77	90.00	90.00	90.00
利润总额	4285.36	2197.00	2947.87	3561.75
所得税	923.40	386.01	517.94	625.80
净利润	3361.95	1810.99	2429.93	2935.95
少数股东损益	426.06	135.82	182.24	220.20
归属母公司净利润	2935.89	1675.17	2247.69	2715.75
EBITDA	5480.09	3571.42	4339.30	4970.17
EPS（元）	1.84	1.05	1.41	1.70

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1.67%	-21.85%	16.98%	10.67%
营业利润	21.13%	-48.60%	33.01%	20.68%
归属母公司净利润	19.53%	-42.94%	34.18%	20.82%
毛利率	51.69%	50.59%	52.86%	53.49%
净利率	13.46%	9.83%	11.27%	12.31%
ROE	13.06%	6.73%	8.28%	9.10%
ROIC	10.60%	5.71%	6.94%	7.61%
资产负债率	28.35%	26.29%	26.72%	26.66%
净负债比率	0.87%	-9.57%	-12.68%	-17.74%
流动比率	1.96	2.41	2.64	2.94
速动比率	1.33	1.75	1.96	2.23
总资产周转率	0.59	0.44	0.48	0.49
应收账款周转率	4.60	3.97	4.85	4.73
应付账款周转率	4.65	3.97	4.75	4.70
每股收益	1.84	1.05	1.41	1.70
每股经营现金	2.81	2.24	1.57	2.02
每股净资产	14.07	15.58	16.98	18.68
P/E	19.85	34.78	25.92	21.45
P/B	2.59	2.34	2.15	1.95
EV/EBITDA	8.79	15.53	12.50	10.49
P/S	2.67	3.42	2.92	2.64

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

孙怡，南京大学制药工程/新南威尔士大学商业分析双硕士，2021年就职于民生证券，2023年加入银河证券研究院，主要从事医药行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755chuying_yj@chinastock.com.cn