医药生物 | 化学制药

非金融|公司点评报告

2025 年 09 月 03 日

科伦药业(002422.SZ)

——业绩短期承压，创新出海打开长期成长空间

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

刘闯

SAC：S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

李强

SAC：S1350524040001

liqiang01@huayuanstock.com

联系人

市场表现：

基本数据	2025 年 08 月 28 日
收盘价（元）	36.49
一年内最高/最低（元）	40.80/25.72
总市值（百万元）	58,312.97
流通市值（百万元）	47,651.37
总股本（百万股）	1,598.05
资产负债率（%）	26.60
每股净资产（元/股）	14.82

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **事件。**2025 年上半年，公司实现营业收入 90.8 亿（同比-23.2%），归母净利润 10.0 亿元（同比-44.4%）；2025Q2，公司实现营业收入 46.9 亿（同比-16.3%），归母净利润 4.2 亿元（同比-46.2%）。

- **大输液及中间体业务短期需求下滑，看好 2026 年两块业务收入边际向上改善。**业绩下降主要系：1）科伦博泰受授权收入（里程碑）同比减少，2025 年上半年转亏；2）川宁生物终端需求下降，同时部分产品平均价格下降及研发费用增加；3）输液和非输液产品市场需求回落，销量下降，同时受集采影响部分产品价格下降；4）公司联营企业净利润下降，投资收益同比减少。2025 上半年，公司毛利率为 49.76%，同比下降 4.07pct；销售费用率为 15.82%，同比下降 0.4pct；管理费用率为 6.79%，同比上升 1.6pct；研发费用率为 11.54%，同比上升 2.42pct。各个业务板块来看，在大输液方面，2025 上半年收入 37.5 亿元，同比下降 19.65%，密闭式输液销量占比较上一年提升 0.39pct。非输液药品销售收入 19.55 亿元，同比下降 3.18%；抗生素中间体及原料药实现收入 22.82 亿元，同比下降 30.29%；海外收入 11.30 亿元，同比下降 39.69%，主要系海外授权收入下降。

- **拥有全球领先 ADC 研发平台，海外市场潜力广阔。**科伦博泰方面，创新药临床进度方面，科伦博泰在 ADC 研发方面积累了过十年经验，拥有内部研发平台 OptiDCTM，有超过 10 项 ADC 及新型偶联药物资产处于临床或以上阶段。截至目前，合作伙伴默沙东正在推进 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。

- **多年研发投入即将兑现，向全球制药领先企业发展。**公司为国内从仿制向创新转型较为成功的代表型企业，2014-2023 年十年期间，公司累计研发投入合计近 119 亿元，截至目前，公司在大输液、原料药、创新药等领域已成长为国内乃至全球范围头部企业，尤其创新药领域已进入全球市场商业化兑现前夕，未来具有较大想象空间；原料药板块在合成生物学领域布局较早，逐步进入兑现期；大输液作为传统基本盘竞争格局较好，未来有望保持相对稳健。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 24.2/29.4/34.7 亿元，同比增速分别为-17.7%/21.8%/17.8%，当前股价对应的 PE 分别为 24/20/17 倍，维持为“买入”评级。

- **风险提示。市场竞争加剧的风险；研发不及预期的风险；下游需求不及预期的风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	21,454	21,812	19,376	21,717	23,827
同比增长率（%）	13.44%	1.67%	-11.17%	12.08%	9.71%
归母净利润（百万元）	2,456	2,936	2,417	2,943	3,466
同比增长率（%）	43.74%	19.53%	-17.67%	21.74%	17.80%
每股收益（元/股）	1.54	1.84	1.51	1.84	2.17
ROE（%）	12.49%	13.06%	10.19%	11.66%	12.83%
市盈率（P/E）	23.74	19.86	24.13	19.82	16.82

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,974	7,077	8,645	10,524
应收票据及账款	6,098	6,101	6,839	7,503
预付账款	383	376	422	463
其他应收款	126	173	194	213
存货	3,801	3,550	3,926	4,257
其他流动资产	3,554	2,957	3,082	3,195
流动资产总计	**17,936**	**20,235**	**23,107**	**26,155**
长期股权投资	4,210	4,610	5,010	5,410
固定资产	11,807	11,005	10,338	9,796
在建工程	1,204	1,322	1,248	1,007
无形资产	1,223	1,136	1,072	1,005
长期待摊费用	77	63	25	25
其他非流动资产	859	904	943	975
非流动资产合计	**19,380**	**19,041**	**18,635**	**18,218**
资产总计	**37,316**	**39,275**	**41,743**	**44,372**
短期借款	2,457	2,457	2,457	2,457
应付票据及账款	2,574	2,405	2,659	2,884
其他流动负债	4,106	4,725	5,237	5,679
流动负债合计	**9,138**	**9,586**	**10,353**	**11,019**
长期借款	879	879	879	879
其他非流动负债	561	561	561	561
非流动负债合计	**1,440**	**1,440**	**1,440**	**1,440**
负债合计	**10,578**	**11,026**	**11,794**	**12,460**
股本	1,601	1,598	1,598	1,598
资本公积	7,732	7,735	7,735	7,735
留存收益	13,146	14,389	15,901	17,682
归属母公司权益	22,480	23,722	25,234	27,015
少数股东权益	4,259	4,527	4,715	4,897
股东权益合计	**26,738**	**28,249**	**29,949**	**31,913**
负债和股东权益合计	**37,316**	**39,275**	**41,743**	**44,372**

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	3,362	2,303	2,747	3,266
折旧与摊销	1,298	1,390	1,456	1,468
财务费用	66	130	122	116
投资损失	-345	-316	-316	-316
营运资金变动	-286	1,253	-538	-502
其他经营现金流	398	486	486	486
经营性现金净流量	**4,493**	**5,246**	**3,958**	**4,518**
投资性现金净流量	**-1,819**	**-838**	**-838**	**-838**
筹资性现金净流量	**-3,304**	**-1,305**	**-1,552**	**-1,801**
现金流量净额	**-644**	**3,103**	**1,568**	**1,879**

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**21,812**	**19,376**	**21,717**	**23,827**
营业成本	**10,537**	**9,743**	**10,774**	**11,684**
税金及附加	276	259	290	318
销售费用	3,493	3,100	3,366	3,693
管理费用	1,308	1,201	1,303	1,382
研发费用	2,171	1,841	2,172	2,264
财务费用	66	130	122	116
资产减值损失	-131	-93	-104	-114
信用减值损失	-109	-67	-76	-83
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	345	316	316	316
公允价值变动损益	20	0	0	0
资产处置收益	1	3	3	3
其他收益	339	285	285	285
营业利润	**4,426**	**3,545**	**4,114**	**4,776**
营业外收入	9	9	9	9
营业外支出	150	123	123	123
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**4,285**	**3,431**	**4,000**	**4,662**
所得税	923	746	869	1,013
净利润	**3,362**	**2,686**	**3,130**	**3,649**
少数股东损益	426	269	188	182
归属母公司股东净利润	**2,936**	**2,417**	**2,943**	**3,466**
EPS(元)	1.84	1.51	1.84	2.17

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	1.67%	-11.17%	12.08%	9.71%
营业利润增长率	21.13%	-19.90%	16.03%	16.10%
归母净利润增长率	19.53%	-17.67%	21.74%	17.80%
经营现金流增长率	-15.82%	16.76%	-24.55%	14.13%
盈利能力				
毛利率	51.69%	49.72%	50.39%	50.96%
净利率	15.41%	13.86%	14.41%	15.31%
ROE	13.06%	10.19%	11.66%	12.83%
ROA	7.87%	6.15%	7.05%	7.81%
估值倍数				
P/E	19.86	24.13	19.82	16.82
P/S	2.67	3.01	2.69	2.45
P/B	2.59	2.46	2.31	2.16
股息率	2.08%	2.01%	2.45%	2.89%
EV/EBITDA	9	12	10	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。
本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。