

2025年09月04日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

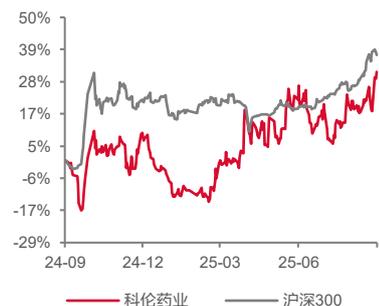
dyh@longone.com.cn

证券分析师

付婷 S0630525070003

futing@longone.com.cn

数据日期	2025/09/04
收盘价	39.02
总股本(万股)	159,805
流通A股/B股(万股)	130,589/0
资产负债率(%)	26.60%
市净率(倍)	2.18
净资产收益率(加权)	4.35
12个月内最高/最低价	41.72/25.72

**相关研究**

《科伦药业（002422）：利润端快速增长，创新产品即将商业化——公司简评报告》2024.10.31

《科伦药业（002422）：原料药快速增长，创新药顺利推进——公司简评报告》2024.08.30

《科伦药业（002422）：大输液原料药快速增长，创新药持续兑现——公司简评报告》2024.04.29

科伦药业（002422）：业绩短期承压，创新成果持续兑现

——公司简评报告

投资要点

- 业绩短期承压。**公司2025H1营业收入为90.83亿元（同比-23.20%），归母净利润10.01亿元（同比-44.41%），扣非归母净利润9.85亿元（同比-43.79%）；其中，2025Q2单季度营业收入46.93亿元（同比-16.30%），归母净利润4.16亿元（同比-46.20%），扣非归母净利润4.21亿元（同比-44.68%）。2025H1公司销售毛利率为49.76%（同比-4.08pp），销售净利率12.26%（同比-6.47pp）。业绩下降主要由于授权收入减少、输液和抗生素阶段性需求下降，同时受集采影响部分产品价格下降等。
- 输液及原料药中间体需求下滑，创新药上市贡献增量。**分板块来看，2025H1公司输液板块销售收入37.50亿元，同比下降19.65%；公司持续优化输液产品结构，2025H1密闭式输液量占比提升0.39个百分点。非输液制剂销售收入19.55亿元，同比下降3.18%；其中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；抗感染领域产品受需求回落影响销量下滑。2025H1公司抗生素中间体及原料药实现收入22.82亿元，同比下降30.29%，主要受市场波动影响。2025H1创新药销售收入3.10亿元，其中SKB264销售额占97.65%。
- 创新成果逐步兑现，研发管线持续推进。**科伦博泰SKB264已上市销售，公司仍在积极探索SKB264作为单药疗法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。今年3月，SKB264获批第二个适应症，用于治疗经TKI和含铂化疗后进展的EGFR突变NSCLC；5月，SKB264针对2L+治疗HR+/HER2-BC的NDA获受理；6月，SKB264联合A167一线治疗EGFR野生NSCLC获突破性疗法认定。此外，合作方默沙东正在推进14项针对SKB264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（A166）NDA获受理，用于既往至少接受过一种抗HER2治疗的HER2+BC的治疗，预计下半年获批上市。A400/EP0031（RET抑制剂）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。SKB315的1b期临床试验，且已开始联合免疫疗法治疗GC/GEJC的探索。报告期内，西妥昔单抗（A140）获批上市；TSLP单抗SKB378对外授权给Windward Bio AG。
- 投资建议：**考虑到产品市场需求波动、价格下降等因素影响，我们下调2025-2026年盈利预测，新增2027年盈利预测，预计2025-2027年营收分别为194.71/223.71/244.87亿元，归母净利润分别为22.65/28.76/34.18（2025-2026年原预测为34.43/40.21亿元）亿元，对应EPS分别为1.42/1.80/2.14元，对应PE分别为27.53/21.68/18.24。维持“买入”评级。
- 风险提示：**产品降价风险；输液市场需求波动风险；原料药下游需求不及预期风险；创新药商业化不及预期风险等。

盈利预测与估值简表

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	19,038	21,454	21,812	19,471	22,371	24,487
增长率（%）	10.19%	12.69%	1.67%	-10.73%	14.89%	9.46%
归母净利润（百万元）	1,705	2,456	2,936	2,265	2,876	3,418
增长率（%）	54.67%	44.03%	19.53%	-22.86%	26.98%	18.85%
EPS（元/股）	1.07	1.54	1.84	1.42	1.80	2.14
市盈率（P/E）	36.57	25.39	21.24	27.53	21.68	18.24
市净率（P/B）	3.96	3.17	2.77	2.55	2.30	2.06

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2025年9月4日收盘）

附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	21,812	19,471	22,371	24,487
%同比增速	2%	-11%	15%	9%
营业成本	10,537	9,795	10,830	11,477
毛利	11,276	9,676	11,540	13,010
%营业收入	52%	50%	52%	53%
税金及附加	276	253	291	318
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	3,493	3,076	3,512	3,820
%营业收入	16%	16%	16%	16%
管理费用	1,308	1,305	1,521	1,690
%营业收入	6%	7%	7%	7%
研发费用	2,171	2,239	2,684	2,987
%营业收入	10%	12%	12%	12%
财务费用	66	62	26	-3
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-131	-30	-30	-30
信用减值损失	-109	0	0	0
其他收益	339	292	336	367
投资收益	345	273	313	343
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	20	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	4,426	3,276	4,124	4,877
%营业收入	20%	17%	18%	20%
营业外收支	-141	-130	-130	-130
利润总额	4,285	3,146	3,994	4,747
%营业收入	20%	16%	18%	19%
所得税费用	923	629	799	949
净利润	3,362	2,517	3,195	3,798
%同比增速	27%	-25%	27%	19%
归属于母公司的净利	2,936	2,265	2,876	3,418
%营业收入	13%	12%	13%	14%
少数股东损益	426	252	320	380
EPS (元/股)	1.84	1.42	1.80	2.14

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	1.84	1.42	1.80	2.14
BVPS	14.07	15.33	16.97	18.92
PE	21.24	27.53	21.68	18.24
PEG	1.09	—	0.80	0.97
PB	2.77	2.55	2.30	2.06
EV/EBITDA	8.79	11.54	9.38	7.99
ROE	13%	9%	11%	11%
ROIC	11%	8%	9%	9%

资产负债表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,974	7,621	11,015	14,622
交易性金融资产	1,921	1,721	1,821	2,221
应收账款及应收票据	4,795	4,327	4,661	4,897
存货	3,801	3,401	3,610	3,666
预付账款	383	392	433	459
其他流动资产	3,062	3,009	3,299	3,538
流动资产合计	17,936	20,471	24,839	29,403
长期股权投资	4,210	4,510	4,810	5,110
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	11,176	10,575	9,849	9,004
无形资产	1,223	1,159	1,092	1,022
商誉	99	99	99	99
递延所得税资产	423	415	415	415
其他非流动资产	2,250	2,044	1,925	2,022
资产总计	37,316	39,273	43,028	47,076
短期借款	2,457	2,657	2,807	2,907
应付票据及应付账款	2,574	2,449	2,617	2,646
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	621	588	661	712
应交税费	239	195	224	245
其他流动负债	3,247	2,961	3,154	3,257
流动负债合计	9,138	8,849	9,463	9,766
长期借款	342	242	392	592
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	266	281	281	281
其他非流动负债	832	891	941	991
负债合计	10,578	10,263	11,077	11,630
归属于母公司的所有者权益	22,480	24,500	27,121	30,237
少数股东权益	4,259	4,510	4,830	5,210
股东权益	26,738	29,010	31,951	35,446
负债及股东权益	37,316	39,273	43,028	47,076

现金流量表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	4,493	4,945	4,697	5,242
投资	-282	-110	-410	-710
资本性支出	-1,670	-1,175	-1,180	-1,180
其他	132	263	308	337
投资活动现金流净额	-1,819	-1,021	-1,282	-1,553
债权融资	-1,680	69	350	350
股权融资	523	0	0	0
支付股利及利息	-2,015	-310	-372	-432
其他	-133	-33	0	0
筹资活动现金流净额	-3,304	-274	-22	-82
现金净流量	-644	3,647	3,393	3,607

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2025 年 9 月 4 日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师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, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证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, 本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8621) 20333619
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8610) 59707105
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089