

业绩短期波动，创新产品持续兑现

——科伦药业 2025 年三季度报业绩点评

2025 年 10 月 31 日

- **事件：**2025 年 10 月 30 日，公司发布 2025 年三季度业绩。公司前三季度实现营业收入 132.77 亿元，同比减少 20.92%；归母净利润 12.01 亿元，同比减少 51.41%；扣非归母净利润 11.47 亿元，同比减少 53.12%。单三季度实现营业收入为 41.93 亿元，同比减少 15.48%；归母净利润为 2 亿元，同比减少 70.18%；扣非归母净利润为 1.61 亿元，同比减少 76.71%。
- **大输液&抗生素中间体量价承压，创新兑现研发费用略提升。**公司前三季度收入下滑较多，我们推测主要由于大输液和抗生素中间体板块下游需求较弱，导致整体量价承压，子公司川宁生物前三季度收入同比-22.9%，归母净利润同比-43.2%，目前 6-APA/硫红/7-ACA 等产品需求和价格均处于较低水平，预计冬季传统需求旺季背景下有望企稳回升。公司前三季度销售/管理/研发费用率分别为 16.19%/7.01%/12.30%，同比增加 0.62pcts/1.17pcts/2.86pcts，单三季度销售/管理/研发费用率分别为 16.98%/7.49%/13.94%，同比增加 2.95pcts/0.13pcts/3.74pcts，我们推测费用具有一定刚性，由于收入下滑较多费用率增长明显。从费用绝对值看，只有研发费用前三季度同比增长 3.06%，其他均处于下降趋势，研发费用增长主要由于子公司科伦博泰创新药产品处于大三期临床阶段，所需临床费用较多。
- **芦康沙妥珠单抗多项数据亮眼 ESMO，2L 肺癌获批打开市场空间。**公司核心产品 SKB264 于 ESMO 上中选两项口头报告，其中单抗针对 EGFRm NSCLC 2L+的临床数据显示，实验组 vs 对照组 ORR 分别为 60.6% vs 43.1%，mPFS 分别为 8.3m vs 4.3m (HR=0.49)，OS 分别为未达到 vs 17.4m (HR=0.6, p=0.0006)，部分患者出组后仍接受 ADC 治疗，去除 ADC 影响后 HR=0.56。OS 获益明显，Sac-TMT 展现 BIC 潜力，且 2L 肺癌适应症已上市，打开较大市场空间。另外，单抗针对 HR+/HER2- BC 的 2L+临床数据显示，实验组 vs 对照组 ORR 分别为 41.5% vs 24.1%，DCR 分别为 86.0% vs 68.3%，mPFS 分别为 8.3m vs 4.1m (HR=0.35)，6mPFS 分别为 61.4% vs 25.7%，OS 均未达到，mPFS 显示统计学显著优势，且不受限于 HER2 的表达水平，目前 HR+/HER2- BC 的 2L+适应症已获得优先审评，有望于 2026 年获批。
- **投资建议：**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 14.83/19.95/23.35 亿元，同比增长-50%/35%/17%，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 37/27/23 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**市场竞争的风险，市场推广不及预期的风险，新品研发不及预期的风险。

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

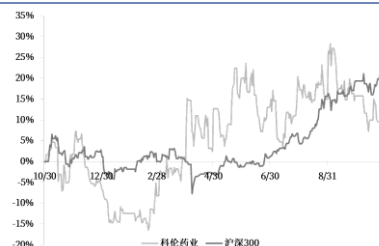
市场数据

2025-10-30

股票代码	002422.SZ
A 股收盘价(元)	34.25
上证指数	3986.90
总股本(万股)	159805.34
实际流通 A 股(万股)	130588.72
流通 A 股市值(亿元)	447.27

相对沪深 300 表现图

2025-10-30



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)	21,812	17,046	19,940	22,068
收入增长率	1.7%	-21.9%	17.0%	10.7%
归母净利润 (百万元)	2,936	1,483	1,995	2,335
利润增速	19.5%	-49.5%	34.5%	17.1%
毛利率	51.7%	48.1%	49.5%	49.3%
摊薄 EPS(元)	1.84	0.93	1.25	1.46
PE	18.64	36.91	27.44	23.44
PB	2.43	2.43	2.30	2.17
PS	2.51	3.21	2.74	2.48

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	17,936	20,313	25,430	30,663
现金	3,974	7,667	11,799	15,920
应收账款	4,795	4,189	4,545	5,102
其它应收款	126	152	148	163
预付账款	383	360	386	430
存货	3,801	3,223	3,699	4,072
其他	4,857	4,722	4,852	4,976
非流动资产	19,380	16,404	13,360	10,413
长期投资	4,281	4,281	4,281	4,281
固定资产	11,176	9,254	6,843	4,241
无形资产	1,223	1,199	1,172	1,144
其他	2,701	1,670	1,064	748
资产总计	37,316	36,717	38,790	41,077
流动负债	9,138	8,379	8,965	9,589
短期借款	2,457	2,457	2,457	2,457
应付账款	2,369	1,944	2,205	2,474
其他	4,312	3,978	4,302	4,658
非流动负债	1,440	1,440	1,440	1,440
长期借款	342	342	342	342
其他	1,098	1,098	1,098	1,098
负债总计	10,578	9,819	10,405	11,029
少数股东权益	4,259	4,363	4,557	4,798
归属母公司股东权益	22,480	22,534	23,828	25,250
负债和股东权益	37,316	36,717	38,790	41,077

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,493	4,238	3,799	4,019
净利润	3,362	1,588	2,188	2,576
折旧摊销	1,298	2,234	2,205	2,152
财务费用	135	0	0	0
投资损失	-345	-255	-316	-343
营运资金变动	-286	556	-459	-697
其它	329	115	181	331
投资活动现金流	-1,819	882	1,034	1,014
资本支出	-1,670	627	718	671
长期投资	-282	0	0	0
其他	132	255	316	343
筹资活动现金流	-3,304	-1,428	-701	-913
短期借款	-1,001	0	0	0
长期借款	-740	0	0	0
其他	-1,563	-1,428	-701	-913
现金净增加额	-644	3,693	4,132	4,121

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
营业总收入	21,812	17,046	19,940	22,068
营业成本	10,537	8,850	10,079	11,189
税金及附加	276	227	267	289
销售费用	3,493	2,983	3,490	3,862
管理费用	1,308	1,278	1,496	1,545
研发费用	2,171	2,131	2,393	2,648
财务费用	66	-79	-153	-236
资产减值损失	-131	-3	-13	-4
公允价值变动收益	20	0	0	0
投资收益及其他	575	490	598	663
营业利润	4,426	2,143	2,955	3,430
营业外收入	9	9	10	9
营业外支出	150	123	120	131
利润总额	4,285	2,029	2,846	3,308
所得税	923	441	658	732
净利润	3,362	1,588	2,188	2,576
少数股东损益	426	105	193	241
归属母公司净利润	2,936	1,483	1,995	2,335
EBITDA	5,650	4,183	4,897	5,224

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	1.7%	-21.9%	17.0%	10.7%
营业利润增长率	21.1%	-51.6%	37.9%	16.1%
归属母公司净利润增	19.5%	-49.5%	34.5%	17.1%
毛利率	51.7%	48.1%	49.5%	49.3%
净利率	15.4%	9.3%	11.0%	11.7%
ROE	13.1%	6.6%	8.4%	9.2%
ROIC	11.0%	4.9%	6.4%	7.0%
资产负债率	28.3%	26.7%	26.8%	26.8%
净资产负债率	39.6%	36.5%	36.7%	36.7%
流动比率	1.96	2.42	2.84	3.20
速动比率	1.33	1.80	2.20	2.56
总资产周转率	0.59	0.46	0.53	0.55
应收账款周转率	4.60	3.79	4.57	4.57
应付账款周转率	4.65	4.10	4.86	4.78
每股收益	1.84	0.93	1.25	1.46
每股经营现金	2.81	2.65	2.38	2.52
每股净资产	14.07	14.10	14.91	15.80
P/E	18.64	36.91	27.44	23.44
P/B	2.43	2.43	2.30	2.17
EV/EBITDA	9.73	12.26	9.63	8.23
PS	2.51	3.21	2.74	2.48

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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。	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
行业评级	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
公司评级	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 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

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

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

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

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

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn