



业绩符合预期，主业底部向上&博泰重塑估值

—— 科伦药业 2025 年报业绩点评

2026 年 04 月 03 日

核心观点

- 事件：**科伦药业发布 2025 年年度业绩报告，公司实现收入 185.13 亿元，同比减少 15.13%；实现归母净利润 17.02 亿元，同比减少 42.03%。单 Q4 来看，实现收入 52.3 亿元，同比增长 4.23%，环比增长 24.87%，归母净利润 5.01 亿元，同比增长 7.81%，环比增长 150.58%。
- 大输液&中间体原料药板块 Q4 已触底回升，整体利润率水平环比恢复。**
 分板块来看，输液 25 年实现销量 39.86 亿瓶/袋，同比下降 8.31%；销售收入 74.84 亿元，同比下降 16.02%。主要由于流感等传染类疾病发病率下降、医保控费的影响，市场整体需求明显回落。但从结构上看，粉液双室袋和肠外营养三腔袋产品实现了快速增长。其中，三腔袋实现销售 1,116 万袋，同比增长 30.90%，双室袋实现销售 1,808 万袋，同比增长 39.39%。Q4 发货环比有所回暖，预计 26Q1 将持续回暖。非输液药品实现收入 40.36 亿元，同比下降 3.20%，子公司科伦博泰四个产品 2025 年实现销售 5.43 亿元，创新药销售开始弥补仿制药的下滑。抗生素中间体及原料药实现收入 44.97 亿元，同比下降 23.20%，主要由于青霉素市场需求波动，销量和价格同比下降。26 年预期量价均底部向上。从利润率来看，25 年全年销售毛利率为 47.85%，同比-3.84pcts，单 Q4 毛利率为 47.74%，环比+3.9pcts，全年销售净利率为 10.14%，同比-5.27pcts，单 Q4 净利率为 12.09%，环比+8.97pcts，从整体趋势来看 Q4 利润率逐步恢复。公司全年销售/管理/研发费用率分别为 16.42%/6.52%/11.91%，除研发费用外基本保持稳定，研发费用率同比+1.96pcts，未来公司将加大创新研发力度，逐步摆脱仿制药集采带来的业绩压力。
- sac-TMT 在中国拓展新适应症，未来催化逐步兑现打开母公司估值空间。**
 公司的核心产品 sac-TMT (TROP2 ADC) 已经在中国获批了 TNBC 2L+、HR+/HER2- mBC 2L+、EGFRm NSCLC 2/3L 等 4 项适应症，并于 2026 年首次通过谈判纳入国家医保目录，有望在今年实现快速的销售放量。sac-TMT 联合 K 药一线治疗 PD-L1 阳性 NSCLC 的 3 期临床 (vs K 药) 达到 PFS 优效，并观察到 OS 的积极趋势。1L TNBC、1L HR+/HER2-BC、1L EGFRmt NSCLC、1L NSCLC (PD-L1 negative) 等多项适应症均处于注册性临床阶段，完成后基本实现乳腺癌、肺癌领域内 TROP2 ADC 可及患者的全面覆盖，市场空间巨大。另一方面，sac-TMT 由合作伙伴默沙东主导在全球开展了 17 项 3 期 MRCT，有望在未来迎来全球 3 期临床数据读出以及后续的申报上市。
- 投资建议：**输液以及原料药中间体业务触底向上，科伦博泰管线持续推进，创新产品销售加速，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 18.37/23.77/28.84 亿元，同比增长 7.93%/29.41%/21.33%，当前股价对应 2026-2028 年 PE 为 30/24/19 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

2026 年 04 月 02 日

股票代码	002422
A 股收盘价(元)	36.35
上证指数	3,919.29
总股本(万股)	159,805
实际流通 A 股(万股)	130,588
流通 A 股市值(亿元)	475

相对沪深 300 表现图

2026 年 04 月 02 日



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河医药】公司点评报告_科伦药业_2025 年三季报点评: 业绩短期波动, 创新产品持续兑现
- 【银河医药】公司点评报告_科伦药业_2025 年中报点评: 主业短期承压, 创新产品进入兑现期
- 【银河医药】公司点评_科伦药业_2024 年报&25Q1 点评: 创新管线开始兑现, 推动长期增长

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	18,513	19,320	21,090	23,297
收入增长率%	-15.13	4.36	9.16	10.47
归母净利润(百万元)	1,702	1,837	2,377	2,884
利润增长率%	-42.03	7.93	29.41	21.33
分红率%	55.51	49.56	48.80	51.29
毛利率%	47.85	49.53	51.67	53.46
摊薄 EPS(元)	1.07	1.15	1.49	1.80
PE	32.86	30.45	23.53	19.39
PB	2.31	2.22	2.09	1.97
PS	3.02	2.89	2.65	2.40

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)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	20,040	23,013	27,130	31,681
现金	6,032	9,455	12,771	16,138
应收账款	4,673	4,447	4,938	5,566
其它应收款	83	115	114	123
预付账款	432	387	410	450
存货	3,847	3,690	3,865	4,179
其他	4,973	4,919	5,031	5,226
非流动资产	19,795	17,821	15,781	13,693
长期投资	4,624	4,624	4,624	4,624
固定资产	10,969	9,602	7,887	5,976
无形资产	1,226	1,272	1,312	1,346
其他	2,976	2,323	1,958	1,747
资产总计	39,835	40,834	42,910	45,374
流动负债	9,190	8,997	9,312	9,794
短期借款	2,557	2,557	2,557	2,557
应付账款	2,394	2,226	2,381	2,566
其他	4,239	4,215	4,373	4,672
非流动负债	1,351	1,351	1,351	1,351
长期借款	191	191	191	191
其他	1,160	1,160	1,160	1,160
负债总计	10,541	10,349	10,663	11,146
少数股东权益	5,069	5,268	5,549	5,865
归属母公司股东权益	24,224	25,218	26,699	28,363
负债和股东权益	39,835	40,834	42,910	45,374

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,642	4,524	4,459	4,811
净利润	1,877	2,035	2,658	3,201
折旧摊销	1,420	2,396	2,459	2,508
财务费用	148	0	0	0
投资损失	-210	-283	-294	-310
营运资金变动	-873	369	-564	-852
其他	279	8	199	265
投资活动现金流	-1,288	-258	-246	-226
资本支出	-1,612	-541	-540	-536
长期投资	153	0	0	0
其他	171	283	294	310
筹资活动现金流	684	-843	-896	-1,219
短期借款	100	0	0	0
长期借款	-151	0	0	0
其他	735	-843	-896	-1,219
现金净增加额	1,992	3,423	3,316	3,366

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	18,513	19,320	21,090	23,297
营业成本	9,655	9,751	10,192	10,843
税金及附加	258	262	282	317
销售费用	3,039	3,381	3,691	4,077
管理费用	1,207	1,449	1,476	1,631
研发费用	2,205	2,415	2,742	3,145
财务费用	71	-121	-189	-255
资产减值损失	-116	-11	-1	-3
公允价值变动收益	28	0	0	0
投资收益及其他	533	587	646	707
营业利润	2,521	2,760	3,540	4,243
营业外收入	81	34	41	52
营业外支出	198	144	164	169
利润总额	2,404	2,649	3,417	4,126
所得税	527	614	759	926
净利润	1,877	2,035	2,658	3,201
少数股东损益	175	198	281	316
归属母公司净利润	1,702	1,837	2,377	2,884
EBITDA	3,896	4,924	5,688	6,379
EPS (元)	1.07	1.15	1.49	1.80

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	-15.1%	4.4%	9.2%	10.5%
营业利润增长率	-43.0%	9.5%	28.3%	19.8%
归母净利润增长率	-42.0%	7.9%	29.4%	21.3%
毛利率	47.8%	49.5%	51.7%	53.5%
净利率	10.1%	10.5%	12.6%	13.7%
ROE	7.0%	7.3%	8.9%	10.2%
ROIC	5.9%	5.7%	7.0%	8.0%
资产负债率	26.5%	25.3%	24.8%	24.6%
净资产负债率	36.0%	33.9%	33.1%	32.6%
流动比率	2.18	2.56	2.91	3.23
速动比率	1.48	1.86	2.22	2.54
总资产周转率	0.48	0.48	0.50	0.53
应收账款周转率	3.91	4.24	4.49	4.44
应付账款周转率	4.05	4.22	4.42	4.38
每股收益(元)	1.07	1.15	1.49	1.80
每股经营现金流(元)	1.65	2.83	2.79	3.01
每股净资产(元)	15.16	15.78	16.71	17.75
P/E	32.86	30.45	23.53	19.39
P/B	2.31	2.22	2.09	1.97
EV/EBITDA	13.71	10.15	8.20	6.79
PS	3.02	2.89	2.65	2.40

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。	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	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

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：

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

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

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

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn