

# 科伦药业 (002422)

## 2025 年年报点评：业绩短期承压，创新转型驱动长期价值不变

买入 (维持)

2026 年 04 月 07 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	21,812	18,513	19,868	22,305	25,856
同比 (%)	1.67	(15.13)	7.32	12.26	15.92
归母净利润 (百万元)	2,936	1,702	1,926	2,346	3,077
同比 (%)	19.53	(42.03)	13.17	21.78	31.18
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.84	1.07	1.21	1.47	1.93
P/E (现价&最新摊薄)	19.39	33.45	29.55	24.27	18.50

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 公司 2025 年实现营业总收入 185.13 亿元 (同比-15.13%, 下同), 归母净利润 17.02 亿元 (-42.03%), 扣非归母净利润 15.97 亿元 (-44.99%); 销售毛利率 47.85% (-3.84pct), 销售净利率 9.19% (-6.22pct)。
- **大输液短期承压, 结构升级有望支撑企稳:** 公司全年输液业务实现销量 39.86 亿瓶/袋, 同比-8.31%; 销售收入 74.84 亿元, 同比--16.02%, 主要系流感等传染类疾病发病率下降及医保控费导致市场需求明显回落。尽管总量承压, 但产品结构持续升级: 粉液双室袋销量达 1,808 万袋 (同比+39.39%), 肠外营养三腔袋销量达 1,116 万袋 (同比+30.90%), 以多室袋为代表的高端产品管线实现快速增长。随着高端产品持续放量及市场需求逐步企稳, 我们预计 2026 年公司大输液业务将维持稳定并有望小幅回升。
- **非输液制剂与抗生素中间体及原料药维持稳定:** 公司非输液药品全年收入 40.36 亿元, 同比下降 3.20%。塑料水针及部分抗感染产品受集采未中标及需求回落影响销量下滑, 但公司在麻醉镇痛、中枢神经、内分泌代谢等领域持续布局新品, 我们预计 2026 年非输液制剂板块利润将维持稳定; 抗生素中间体及原料药全年实现收入 44.97 亿元, 同比下降 23.20%, 主要系青霉素市场需求波动导致量价齐跌。根据川宁生物业绩, 25Q3 实现营收 10.87 亿元 (环比+3.40%), 25Q4 实现营收 11.80 亿元 (环比+8.54%), 延续回暖态势。考虑到抗生素中间体及原料药板块已触底回升但价格回升幅度有限, 我们预计 2026 年该板块将维持稳定。
- **创新管线进入兑现期:** 科伦博泰 2025 年药品销售 5.43 亿元 (同比+949.8%), 其中芦康沙妥珠单抗 (Sac-TMT) 国内已获批 4 项适应症, 其中 2 项适应症 (2L+TNBC、3L+EGFRmt NSCLC) 已纳入医保, 我们预计 2026 年将快速放量。此外, 西妥昔单抗 N01、PD-L1 抑制剂均已获批上市并进入医保目录, 博度曲妥珠单抗 (A166) 获批 2L+HER2+BC, 产品矩阵持续完善; 海外默沙东正全力推进 Sac-TMT 全球 17 项 III 期临床, 覆盖多瘤种布局, 首个海外适应症有望于 2026 年提交上市申请, 长期海外价值清晰可期。
- **盈利预测与投资评级:** 由于公司业绩短期承压, 我们将 2026-2027 年的归母净利润从 42.4/46.8 亿元下调至 19.3/23.5 亿元, 预计 2028 年归母净利润为 30.8 亿元, 当前市值对应 2026-2028 年 PE 为 30/24/19 倍, 公司 26 年大输液有望企稳回升、原料药与仿制药业务维持稳定, 叠加创新药商业化贡献, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新药研发失败, 仿制药集采风险, 原料药、中间体价格下降, 市场竞争恶化等。

### 市场数据

收盘价(元)	35.62
一年最低/最高价	28.14/41.72
市净率(倍)	2.35
流通 A 股市值(百万元)	46,515.70
总市值(百万元)	56,922.66

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	15.16
资产负债率(% ,LF)	26.46
总股本(百万股)	1,598.05
流通 A 股(百万股)	1,305.89

### 相关研究

《科伦药业(002422): 2025 年一季报点评: 高基数扰动 Q1, 创新管线兑现+国际化打开长期空间》

2025-05-05

《科伦药业(002422): 科伦药业 2024 年半年度业绩快报点评: 利润端增长超预期, 创新驱动长期向好》

2024-08-16

科伦药业三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>20,040</b>	<b>21,548</b>	<b>24,333</b>	<b>28,143</b>	<b>营业总收入</b>	<b>18,513</b>	<b>19,868</b>	<b>22,305</b>	<b>25,856</b>
货币资金及交易性金融资产	7,489	8,707	11,008	13,889	营业成本(含金融类)	9,655	10,099	11,009	12,453
经营性应收款项	6,439	6,762	6,891	7,258	税金及附加	258	258	290	336
存货	3,847	3,787	4,128	4,670	销售费用	3,039	3,775	4,126	4,783
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,207	1,291	1,405	1,551
其他流动资产	2,265	2,292	2,306	2,325	研发费用	2,205	2,384	2,565	2,844
<b>非流动资产</b>	<b>19,795</b>	<b>18,924</b>	<b>18,013</b>	<b>16,912</b>	财务费用	71	(121)	(138)	(182)
长期股权投资	4,465	4,465	4,465	4,465	加:其他收益	340	258	290	336
固定资产及使用权资产	11,569	10,544	9,516	8,486	投资净收益	210	199	223	259
在建工程	1,504	1,715	1,929	1,848	公允价值变动	28	336	102	(26)
无形资产	1,226	1,155	1,082	1,077	减值损失	(140)	(220)	(210)	0
商誉	96	96	96	96	资产处置收益	5	3	3	3
长期待摊费用	91	86	81	76	<b>营业利润</b>	<b>2,521</b>	<b>2,756</b>	<b>3,455</b>	<b>4,642</b>
其他非流动资产	843	863	843	863	营业外净收支	(117)	(111)	(123)	(117)
<b>资产总计</b>	<b>39,835</b>	<b>40,472</b>	<b>42,346</b>	<b>45,054</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,404</b>	<b>2,646</b>	<b>3,332</b>	<b>4,525</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,190</b>	<b>8,851</b>	<b>9,362</b>	<b>10,158</b>	减:所得税	527	529	666	905
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,769	2,769	2,769	2,769	<b>净利润</b>	<b>1,877</b>	<b>2,117</b>	<b>2,665</b>	<b>3,620</b>
经营性应付款项	2,533	2,385	2,599	2,940	减:少数股东损益	175	190	320	543
合同负债	448	596	669	776	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,702</b>	<b>1,926</b>	<b>2,346</b>	<b>3,077</b>
其他流动负债	3,440	3,102	3,324	3,674	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.07	1.21	1.47	1.93
非流动负债	1,351	1,351	1,351	1,351	EBIT	2,354	2,525	3,193	4,343
长期借款	191	191	191	191	EBITDA	3,774	3,756	4,435	5,473
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	47.85	49.17	50.64	51.84
租赁负债	544	544	544	544	归母净利率(%)	9.19	9.69	10.52	11.90
其他非流动负债	616	616	616	616	收入增长率(%)	(15.13)	7.32	12.26	15.92
<b>负债合计</b>	<b>10,541</b>	<b>10,202</b>	<b>10,713</b>	<b>11,510</b>	归母净利润增长率(%)	(42.03)	13.17	21.78	31.18
归属母公司股东权益	24,224	25,010	26,053	27,422					
少数股东权益	5,069	5,260	5,580	6,123					
<b>所有者权益合计</b>	<b>29,294</b>	<b>30,270</b>	<b>31,633</b>	<b>33,545</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>39,835</b>	<b>40,472</b>	<b>42,346</b>	<b>45,054</b>					

  

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,642	2,512	3,938	4,502	每股净资产(元)	15.16	15.65	16.30	17.16
投资活动现金流	(1,288)	(489)	(437)	114	最新发行在外股份(百万股)	1,598	1,598	1,598	1,598
筹资活动现金流	684	(1,086)	(1,302)	(1,708)	ROIC(%)	5.77	6.07	7.41	9.63
现金净增加额	1,992	890	2,199	2,908	ROE-摊薄(%)	7.03	7.70	9.00	11.22
折旧和摊销	1,420	1,231	1,241	1,131	资产负债率(%)	26.46	25.21	25.30	25.55
资本开支	(1,612)	(658)	(670)	(114)	P/E(现价&最新股本摊薄)	33.45	29.55	24.27	18.50
营运资本变动	(698)	(629)	26	(131)	P/B(现价)	2.35	2.28	2.18	2.08

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>