

# 年报业绩短期承压，26 年经营有望改善

科伦药业 (002422.SZ)

## 核心观点

科伦药业 2025 年实现营业收入 185.13 亿元，同比减少 15.13%，归母净利润 17.02 亿元，同比减少 42.03%，扣非归母净利润 15.97 亿元同比减少 44.99%。受抗生素中间体行业周期波动、输液产品结构调整影响有所承压。公司大输液国内龙头地位持续稳固，仿制药板块依托集采品种实现高速增长，抗生素中间体业务虽受周期影响业绩回落，但合成生物学产业化进程持续推进；创新药板块商业化与临床研发双线突破，科伦博泰首款 ADC 产品商业化放量，多款核心管线全球临床稳步推进，与默沙东的海外授权合作持续深化，为公司长期成长打开全球市场空间，我们持续看好公司输液与仿制药、创新药三轮驱动的长期发展逻辑。

## 事件

科伦药业发布 2025 年年度报告，公司全年实现营业收入 185.13 亿元，同比下降 15.13%；归母净利润 17.02 亿元，同比下降 42.03%；扣非归母净利润 15.97 亿元，同比下降 44.99%。

## 重要财务指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	21812.41	18512.92	20317.93	23223.39	27287.49
YOY(%)	1.67%	-15.13%	9.75%	14.30%	17.50%
净利润(百万元)	2935.89	1701.94	2039.13	2397.44	2831.46
YOY(%)	19.53%	-42.03%	19.81%	17.57%	18.10%
ROE(%)	13.06%	7.03%	7.98%	8.84%	9.78%
EPS(摊薄/元)	1.84	1.07	1.28	1.50	1.77
P/E(倍)	19.39	33.45	27.92	23.74	20.10
P/B(倍)	2.53	2.35	2.23	2.10	1.97

资料来源: iFinD, 中信建投证券

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

沈毅

shenyibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525080005

魏佳奥

weijiaao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524050001

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期: 2026 年 04 月 09 日

当前股价: 36.35 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
19.02/24.88	23.85/25.10	2.54/-14.51
12 月最高/最低价 (元)		40.70/28.83
总股本 (万股)		159,805.34
流通 A 股 (万股)		130,588.45
总市值 (亿元)		580.89
流通市值 (亿元)		474.69
近 3 月日均成交量 (万)		1519.85
主要股东		
刘革新		23.72%

## 简评

### 年报业绩短期承压，四季度利润恢复正增长

科伦药业发布 2025 年年报，公司全年实现营业收入 185.13 亿元，同比下降 15.13%；归母净利润 17.02 亿元，同比下降 42.03%；扣非归母净利润 15.97 亿元，同比下降 44.99%；业绩下滑主要由于输液板块受终端需求下滑，非输液制剂集采影响以及川宁生物青霉素产品价跌量减等因素。

公司 25 年四季度收入降幅较前三季度收窄明显，且单季度利润恢复正增长，主要由于主业方面大输液单四季度发货因有流感需求整体较好、非输液制剂板块利润企稳恢复、创新药板块四季度授权费用确认所致。

### 输液板块龙头地位持续稳固，产品结构优化升级稳步推进

分业务板块来看，2025 年公司输液业务实现销售收入 74.84 亿元，同比下降 16.02%，收入下滑主要系公司主动优化产品结构，持续推进高附加值的全密闭式输液对半开放式输液的替代，收缩低毛利常规产品产能。公司作为国内大输液行业龙头，市占率持续保持行业第一，密闭式输液产品销量占比进一步提升，产品高端化、差异化转型成效显著，在行业集采常态化背景下，凭借规模效应和成本优势，输液业务依旧是公司稳定的现金流基本盘。

### 非输液业务：营收同比承压，仿制药调整与创新药放量形成结构分化

2025 年公司非输液业务（含仿制药和创新药制剂）实现销售收入 88.67 亿元，同比下降 13.91%，整体收入短期阶段性承压。从业务结构来看，仿制药板块受国家集采常态化执行、终端医疗需求回落、部分品种集采未中标以及市场竞争加剧等多重因素影响，传统仿制药品种销量与单价双重承压，成为拖累非输液业务收入下滑的主要原因；塑料水针、口服制剂等成熟仿制药线销量同比有所回落，进一步加大板块压力。与此同时，创新药业务进入商业化兑现期，SKB264 等四款核心创新药成功上市并实现销售突破，全年创新药销售额达 5.43 亿元，商业化团队快速扩张、渠道覆盖持续完善，创新药收入贡献显著提升，在一定程度上对冲了仿制药下滑带来的负面影响。整体来看，非输液业务正处于仿制药存量调整、创新药增量崛起的转型阶段，结构持续优化，长期增长动能逐步由仿制药向创新药切换。

### 抗生素中间体及原料药周期下行业业绩承压，合成生物学打造第二增长曲线

子公司川宁生物 2025 年实现营业收入 46.16 亿元，同比下降 21.17%；实现归母净利润 7.65 亿元，同比下降 45.36%，业绩下滑主要系抗生素中间体市场需求周期波动，主要产品价格回落所致。但公司在生物发酵领域的成本优势和技术壁垒依旧稳固，通过工艺升级、节能降耗持续优化生产成本，在行业下行周期中依旧保持了较强的盈利能力。同时公司坚定推进抗生素中间体与合成生物学双轮驱动战略，持续加大合成生物学领域研发投入，麦角甾醇、泛酸钙等项目稳步推进，多个高附加值合成生物学产品进入产业化落地阶段，有望成为公司抗生素中间体业务之外的第二增长曲线。

### 科伦博泰商业化进程加速，ADC 管线全球研发持续突破

子公司科伦博泰 2025 年实现营业收入 20.58 亿元，同比增长 6.47%，创新药业务收入稳步提升。公司首款 ADC 产品芦康沙妥珠单抗自 2024 年上市后商业化进程持续加速，三阴性乳腺癌、EGFRm 非小细胞肺癌适应症

院内渗透率稳步提升；1L 野生型非小细胞肺癌、尿路上皮癌等多个适应症临床研发快速推进，有望持续打开产品销售天花板。同时公司 ADC 管线梯队建设完善，HER2ADCA166 上市申请持续推进，多款新一代 ADC 产品进入临床阶段，在 TROP2、Claudin18.2、Nectin-4 等多个热门靶点完成全面布局，成为国内 ADC 领域管线最丰富、研发进度领先的企业之一。

公司以 ADC 为核心的创新药业务进入收获期，Sac-TMT 为核心增长引擎，2024 年 11 月上市后已获批 EGFRm 非小细胞肺癌、三阴乳腺癌、HR+/HER2 乳腺癌等多项适应症，2025 年 12 月与科泰莱、达泰莱一同纳入医保，虽下半年调价致表现收入承压，但 2025 年下半年实际销售环比上半年仍实现增长。临床层面，Sac-TMT 多项 III 期研究在 ESMO 展示优效数据，联用 K 药一线 NSCLC 获 CDE 突破性疗法认定；默沙东以 MK-2870 推进海外开发，已布局 17 项全球 III 期临床，覆盖肺癌、乳腺癌、胃癌、妇科肿瘤等，海外数据最早 2026 年读出，全球化价值持续兑现。公司 ADC 管线矩阵完善，SKB315、SKB410、SKB518/FIC 靶点等产品稳步推进临床，差异化布局巩固行业领先地位。

### Sac-TMT III 期临床陆续读出，创新管线布局全面

2025 年公司于 ESMO 年会上公布多项核心产品临床数据。其中 Sac-TMT 两项临床研究中选口头报告：1) SKB264 对比含铂双药化疗用于 EGFR-TKI 治疗后进展的 EGFR 敏感突变 NSCLC 患者的 III 期临床，与化疗相比，Sac-TMT 在 PFS 和 OS 方面表现出高度统计学意义和临床意义的改善，再次展现 BIC 潜力；2) SKB264 对比研究者选择的化疗用于经治 HR+/HER2-BC 患者的 III 期临床，临床结果优于化疗，同时 SKB264 用于化疗未经治 HR+/HER2-BC 患者的 III 期临床也正在推进。25 年 11 月，公司公告 SKB264 联用 K 药用于 PD-L1 阳性 NSCLC 的 III 期临床在 PFS 方面达到统计学及临床意义改善，OS 观察到积极趋势，该适应症已于 26 年 1 月获得 CDE 突破性疗法认定。

目前公司创新管线布局全面，其余处于临床阶段创新管线还包括：1) SKB315(CLDN18.2ADC)，治疗 GC/GEJC/PDAC 等适应症进行 1b 期临床试验；2) SKB410/MK-3120(Nectin-4ADC)，MSD 已启动 4 项 SKB410/MK-3120 用于治疗晚期实体瘤（包括膀胱癌）的全球 1/2 期临床试验。3) SKB571/MK-2750，一款正在与默沙东合作开发的新型双抗 ADC，主要靶向各种实体瘤，如 LC 和 GI 癌症等，II 期临床试验正在中国进行。4) SKB518，具有潜在 FIC 靶点的新型 ADC 药物，II 期临床试验正在中国进行中。5) SKB535/MK-6204，具有潜在 FIC 靶点的新型 ADC 药物，I 期临床试验正在中国进行中。6) SKB445，具有潜在 FIC 靶点的新型 ADC 药物，I 期临床试验正在中国进行中。7) SKB107，一款与西南医科大学附属医院共同开发的靶向实体瘤骨转移的 RDC 药物，I 期研究正在进行中。

### 海外合作持续深化，与默沙东合作打开全球商业化空间

子公司科伦博泰与默沙东就 SKB264 等 ADC 产品达成的独家许可合作持续落地，2025 年公司确认对默沙东的研发项目收入 8.08 亿元，截至报告期末累计已收到默沙东支付的协议项下款项 7.29 亿美元。目前默沙东已启动 SKB264 单药或联合疗法用于多种癌症的全球性 III 期临床研究，公司有望持续获得研发里程碑付款，同时产品未来上市后将获得全球范围内的销售分成，合作的持续深化不仅为公司带来了稳定的现金流，更将公司创新药管线的商业化空间从国内市场拓展至全球市场。

### 默沙东 III 期临床持续推进，SKB264 海外数据即将读出

SKB264 是目前公司与 MSD 合作管线中进度最快的产品。2022 年 5 月，公司与默沙东首次达成协议，授权

其 SKB264 海外权益，公司获得共 1.02 亿美元一次性付款及潜在 11.6 亿美元的里程碑付款。SKB264 以 MK-2870 作为默沙东管线进行推进，25 年开始 MSD 陆续启动卵巢癌及 TNBC III 期临床试验，目前已经布局 17 项 III 期临床。MSD 对于 MK-2870 单药或者联用适应症的规划和迅速的布局也进一步展现出 MSD 对产品的信心，海外临床相关数据预计有望于 26 年开始陆续读出。

**2026 年科伦药业催化事件丰富，核心管线全球临床与注册申报里程碑密集落地。**2026 年上半年，公司将迎来多款核心品种的重要临床数据发布与注册获批，包括 SKB264 多项关键适应症数据将在 ASCO 公布，A166 HER2 ADC 有望获批上市，仿制药批量获批持续推进。同期，与默沙东合作的 SKB264 全球 III 期临床将全面提速，合成生物学高附加值产品陆续实现规模化生产。2026 年下半年，公司将集中推进多项临床数据落地与管线研发进展，SKB264 多个全球 III 期临床关键数据读出，新一代 ADC 管线 I/II 期数据陆续披露，海外合作里程碑付款持续兑现。

**表 1: 公司 26 年催化事件**

药品名称	催化事件	预计发生时间
SKB264	一线 PD-L1 阳性 NSCLC 提交 BLA 上市申请	2026 年 Q1
A400	肺癌适应症 NDA 获批	2026 年 Q1
SKB105	全球 I/II 期临床启动	2026 年 Q1
SKB118	全球 I/II 期临床启动	2026 年 Q1
SKB378	海外 II 期临床推进	2026 年 H1
A166	上市申请获批	2026 年 H1
SKB264	一线 PD-L1 阳性 NSCLC 关键数据读出	2026 年 ASCO
SKB264	EGFR TKI 耐药 NSCLC 最终数据读出	2026 年 ASCO
SKB264	HR+/HER2- 乳腺癌、尿路上皮癌关键 III 期数据读出	2026 年 ESMO
SKB315	I/II 期临床数据读出	2026 年 ESMO
SKB410	I/II 期临床数据读出	2026 年 ESMO
SKB264	HR+/HER2-乳腺癌、尿路上皮癌适应症 NDA 上市申请	2026 年 H2

资料来源：公司公告，中信建投证券

### 费用管控成效显著，研发投入保持高强度

2025 年公司销售费用 30.39 亿元，同比下降 13.00%，销售费用率 16.42%，与上年基本持平，主要系集采常态化下公司市场开发及维护费用持续优化，销售费用管控成效显著；管理费用 12.07 亿元，同比下降 7.79%，管理费用率 6.52%，同比提升 0.52 个百分点，主要系折旧摊销及专业咨询费增加所致，整体仍保持在合理区间；研发费用 22.05 亿元，同比增长 1.56%，研发费用率 11.91%，同比提升 1.96 个百分点，在营收承压的背景下，公司依旧保持了高强度的研发投入，为创新药管线持续推进提供了坚实支撑；财务费用 0.71 亿元，财务费用率 0.36%，同比下降 0.30 个百分点，主要系公司持续优化融资结构，融资利率下行带动利息支出大幅减少，同时货币资金充裕带来利息收入增加所致。

### 盈利预测与评级

公司在大输液和抗生素中间体的龙头地位稳固，仿制药进入批量上市阶段，川宁生物合成生物学产品销售有望快速增长，创新药逐步进入收获阶段，ADC 平台不断推出新产品，海外与 MSD 合作为公司打开更大成长

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

空间。预计 2026、2027、2028 年营业收入为 203.18 亿元、232.23 亿元、272.87 亿元，归母净利润分别为 20.39 亿元、23.97 亿元、28.31 亿元，对应 PE 估值分别为 28X、24X、20X，维持“买入”评级。

## 风险分析

**市场风险：**药品销售一方面受到行业竞争，存在降价、市场份额被抢夺的风险，另外整个行业受到医保、招标、集采的政策影响，医药制造企业面临持续的销售降价压力。

**行业政策风险：**因为行业政策调整（政府集采、医保政策、创新药上市审评政策出现重大变化）带来的研究设计要求变化、价格变化、带量采购政策变化、医保报销范围及比例变化等风险。

**研发不及预期风险：**新药研发创新具有高投入、周期长、成功率低的属性，导致其具有较高的风险。研发过程包括药物设计、合成、生物筛选、药理、毒理等临床前试验、药品处方及稳定性试验、放大试验、人体临床试验、注册上市和售后监督等诸多复杂环节，期间任何决策的偏差、技术上的失误都可能对药物研发造成重大影响，甚至有可能失败。

**审批不及预期风险：**审批过程中存在资料补充、审批流程变化等因素导致的审批周期延长等风险。

**销售不及预期风险：**新上市药品面临市场准入、市场接受能力、产品竞争能力、产品竞争格局以及市场需求变动等风险，上市产品销售存在不及预期风险。

## 分析师介绍

### 袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

### 沈毅

中信建投制药及生物科技联席首席分析师，香港中文大学硕士，超过 10 年产业+行研经验，曾任职于恒瑞医药及阿斯利康，获总裁奖。2021 年进入二级市场，主要进行创新药及仿制药相关研究。

### 魏佳奥

中信建投证券制药及生物科技行业研究员，牛津大学生物无机化学博士，覆盖创新药，生物试剂等领域。

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明: (i) 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、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk