

评级变动报告

科伦药业 002422.SZ



科伦药业短期业绩受原料药周期底部及大输液集采扰动，但创新药核心管线兑现度超预期且远期估值逻辑稳固，我们认为市场过度关注了传统业务的周期性波动，忽视了公司创新转型的长期价值。核心原因如下：

传统业务周期筑底与创新药接力： 尽管2026年营收与归母净利润预测因6-APA降价及大输液集采分别下调约8%和21%，但这属于阶段性利空出清。随着2027年核心创新药芦康沙妥珠单抗预计在美国上市并贡献销售分成，利润端有望大幅回升，实现从传统制造向创新驱动的平滑切换。

远期估值锚点稳固，安全边际高： 从估值结构看，创新药业务占比高达54%，将主导公司长期价值。目前芦康沙妥珠单抗联合K药一线治疗非小细胞肺癌数据超预期，27年有望海外上市，兑现确定性极高。综合评估，当前公司估值偏低，持续看好中长期价值。

公司基本信息



科伦药业成立于1996年，1999年成为全国规模最大的大输液生产基地，2010年于深交所上市，实控人为刘革新。公司上市后陆续布局原料药、创新药等方向。公司目前已形成由大输液、原料药（子公司川宁生物，主攻抗生素中间体）、创新药（子公司科伦博泰，主攻ADC技术领域）构成的“品”字型架构运营平台。此外公司收入中还包括一部分非大输液的仿制药业务，多元化均衡发展。

公司深度评级

所属行业	医疗健康	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	782.47亿 (较上期-10.07%)
当前股价	36.21元	盈利趋势	★★★★☆	状态	偏低估 (上行空间+36%)
总市值	576.02亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	36.66	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	829.72亿 (较上期+2.22%)
PB-MRQ	2.34			状态	偏低估 (上行空间+44%)

公司盈利预测

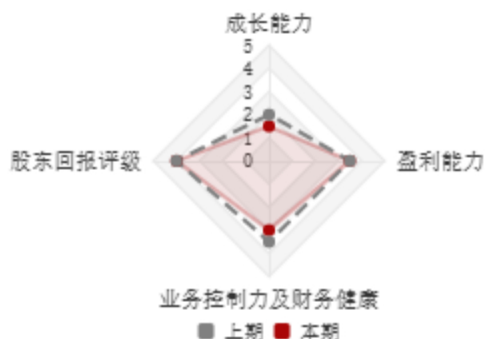
科伦药业	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	214.5	218.1	185.1	189.8	260.1	287.3	321.1	351.7
归母净利润(亿)	25.6	30.6	16.8	16.7	36.9	47.3	58.9	70.4
归母净利润增速(%)	48.9	19.7	-45.2	-0.6	121.5	28.1	24.4	19.5
经营性净利润(亿)	22.0	29.6	15.9	14.9	50.3	68.0	87.6	107.1
经营性净利润增速(%)	53.5	34.3	-46.1	-6.6	238.0	35.2	29.0	22.2
经营性归母净利润(亿)	21.3	26.9	14.2	14.0	35.0	45.4	57.0	68.6
经营性归母净利润增速(%)	47.5	26.5	-47.2	-1.5	149.6	29.9	25.6	20.2

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

成长能力下降0.5星级：上期星级2.0星，本期星级1.5星。

主要由于2025年大输液和原料药业务同时明显恶化，业绩大幅下降。

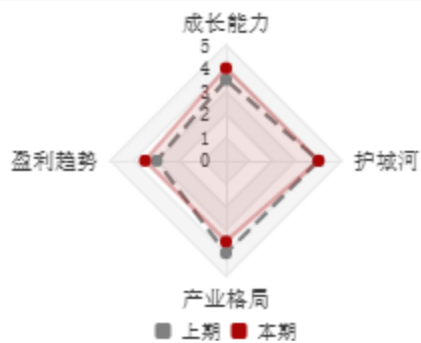
业务控制力及财务健康下降0.5星级：上期星级3.5星，本期星级3.0星。

主要由于2025年大输液和原料药业务同时明显恶化，现金流净额下滑。

深度评级变动分析

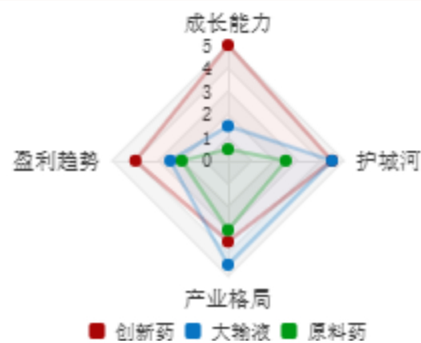
四维深度评级

四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-02

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理 本期数据截取时间：2026-06-02

成长空间提升0.5星级：上期星级3.5星，本期星级4.0星。

主要基于基数效应与风险出清的考量。2025年经历了较为集中的业绩压力释放，导致当期基数显著降低。随着利空因素逐步消化，未来几年的同比增速将受益于低基数效应而显得更为强劲。

盈利趋势提升0.5星级：上期星级3.0星，本期星级3.5星。

主要基于基数效应与风险出清的考量。2025年经历了较为集中的业绩压力释放，导致当期基数显著降低。随着利空因素逐步消化，未来几年盈利修复的确定性增强。

产业格局下降0.5星级：上期星级4.0星，本期星级3.5星。

主要反映了对政策环境与竞争态势的审慎重估。一方面，进一步下调了大输液板块的政策影响程度预期；另一方面，虽然创新药是核心看点，但ADC领域竞争日益加剧，我们下调了对其长期差异化竞争优势的判断。

护城河总星级未变动，但分业务来看：创新药的护城河提升0.5星，得益于核心产品芦康沙妥珠单抗的临床数据亮眼，全球竞争力提升

估值评级

DDM估值下降-10.07%：上期 870.08亿，本期 782.47亿。

DDM估值对比上期有所下调，主因原料药部分品种竞争格局恶化，以及大输液持续集采，导致基本盘业务估值下降，但对长期估值逻辑的影响有限。这是因为从估值结构看，远期创新药估值占比高达54%，远超原料药（12%）和大输液（30%），公司远期价值将由创新药主导。目前创新药核心药物芦康沙妥珠单抗进展优异，特别是联合K药一线治疗非小细胞肺癌数据超预期，兑现度高。因此，传统业务的扰动不改创新药长期增长曲线，我们基本维持对远期估值的判断。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司的业务包括：大输液、原料药、创新药，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

业务1名称：大输液

收入假设：假设2-3年内收入仍受到集采压制，公司预计2025年底全国70%的大输液市场将完成带量联动。未来随着集采进入尾声、长期输液结构升级、人口老龄化，该业务有望长期维持2-3%左右的收入稳健增长。

盈利能力假设：该行业需求偏刚性，之前已历经几十年的出清整合，格局稳定性已经较强，且新进入和扩产壁垒较高，预计公司能够长期维持40%的市场份额。公司的渠道和规模经济壁垒深厚，净利润率即使在集采时期也保持韧性，因此假设其盈利能力能够长期维持现有水平基本不变，经壹评级调整后的超额ROIC约8%。

业务2名称：原料药

收入假设：全球抗生素药品需求较刚性、常态化，但我们预计供给侧格局将持续较差，因此假设显性期收入cagr预计低于5%，半显性期cagr预计同样低于5%，中长期收入增长假设主要由新业务合成生物学业务贡献。

盈利能力假设：抗生素中间体业务的护城河壁垒不够高，随着新产能的逐步进入，其成本优势和产能份额优势预计削弱，供需格局呈现恶化预计将导致盈利能力下降。预计半显性期超额ROIC将削弱75%，约为0.2%。

业务3名称：创新药

收入假设：围绕核心大单品Trop2 ADC的临床3期核心适应症（乳腺癌部分亚型后线治疗、非小细胞肺癌部分亚型一线治疗）未来在中美两地的上市、销售放量节奏进行测算，并对收入和利润进行风险系数调整。预计在中美两地经风险调整后的峰值销售或能在2032年达到70亿人民币和百亿美元，公司收获国内的销售收入和海外10%左右的销售分成+里程碑付款。

盈利能力假设：围绕核心大单品Trop2 ADC进行盈利能力的推演测算。随着新药上市商业化推进，假设2032年达峰时毛利率已提至85-90%；假设随着收入基数的快速扩大，2032年创新药业务销售、管理、研发费用率分别降至5-10%的水平，超额ROIC预计超过50%。

公司整体业绩预测

科伦药业	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	214.5	218.1	185.1	189.8	260.1	287.3	321.1	351.7
归母净利润(亿)	25.6	30.6	16.8	16.7	36.9	47.3	58.9	70.4
归母净利润增速(%)	48.9	19.7	-45.2	-0.6	121.5	28.1	24.4	19.5
经营性净利润(亿)	22.0	29.6	15.9	14.9	50.3	68.0	87.6	107.1
经营性净利润增速(%)	53.5	34.3	-46.1	-6.6	238.0	35.2	29.0	22.2
经营性归母净利润(亿)	21.3	26.9	14.2	14.0	35.0	45.4	57.0	68.6
经营性归母净利润增速(%)	47.5	26.5	-47.2	-1.5	149.6	29.9	25.6	20.2

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

创新药	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	15.4	19.3	20.6	27.1	92.2	111.2	137.4	160.9
收入增速(%)	91.5	25.5	6.5	31.6	240.5	20.6	23.5	17.1
经营性净利润(亿)	-7.5	-3.7	-3.7	-2.8	32.8	48.7	68.0	86.8
经营性净利率(%)	-48.9	-19.3	-17.8	-10.5	35.6	43.8	49.5	54.0
经营性净利润增速(%)	-34.6	50.3	2.0	22.5	1254.5	48.6	39.6	27.8
大输液	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	101.1	89.1	74.9	71.1	71.1	74.0	76.9	80.0
收入增速(%)	7.0	-11.8	-16.0	-5.0	0.0	4.0	4.0	4.0
经营性净利润(亿)	17.4	15.3	11.6	11.0	10.7	10.4	10.5	10.9
经营性净利率(%)	17.2	17.1	15.4	15.5	15.1	14.1	13.6	13.7
经营性净利润增速(%)	25.6	-12.2	-24.4	-4.9	-2.6	-2.8	0.6	4.3
原料药	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	48.2	57.6	46.2	47.9	51.2	54.5	57.5	60.0
收入增速(%)	26.2	19.4	-19.8	3.9	6.7	6.6	5.5	4.3
经营性净利润(亿)	9.1	13.7	7.4	6.9	6.9	8.9	8.5	8.3
经营性净利率(%)	18.9	23.9	16.1	14.5	13.4	16.3	14.8	13.8
经营性净利润增速(%)	109.2	51.2	-45.8	-6.9	-0.9	29.1	-3.7	-2.6
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	49.8	52.1	43.5	43.6	45.7	47.5	49.2	50.8
收入增速(%)	3.0	4.6	-16.4	0.2	4.7	4.1	3.6	3.1
经营性净利润(亿)	3.0	4.3	0.6	-0.2	-0.1	-0.0	0.7	1.0
经营性净利率(%)	6.1	8.2	1.3	-0.5	-0.2	-0.1	1.3	2.0
经营性净利润增速(%)	76.5	40.4	-86.3	-136.5	49.3	74.8	2509.7	56.9

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
原料药	3.4%	中低	较好	较强	8.3%	13.2	8.3
大输液	2.9%	中低-	非常好	强	8.0%	14.12	10.9
创新药	-2.9%	负增长	较好	强	8.5%	11	110.1
其他	4.3%	中低-	一般	一般	8.3%	9.07	1.0
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
原料药(亿)	30.2	80.1	110.2	3.0	35.0	-	78.2
大输液(亿)	46.6	113.0	159.6	12.0	-	30.0	201.6
创新药(亿)	265.1	742.4	1007.5	10.0	480.0	-	537.5
其他(亿)	-0.2	6.6	6.5	5.9	-	-	12.4
公司整体测算(亿)	341.8	942.1	1283.8	30.9	515.0	30.0	829.7

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
原料药(亿)	62.5	29.9	92.4	3.0	25.6	-	69.8
大输液(亿)	110.0	73.2	183.1	12.0	-	30.0	225.1
创新药(亿)	597.9	266.9	864.8	10.0	406.5	-	468.3
其他(亿)	6.6	6.7	13.3	5.9	-	-	19.2
公司整体测算(亿)	777.0	376.6	1153.7	30.9	432.1	30.0	782.5

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性中等。主要不利因素在于：其原料药业务和创新药业务具有周期性和研发成功与否的不确定性，容易使其未来收入、盈利能力、产品渗透率产生偏离；药品研发、销售相关数据难以高频跟踪，边际变化不易及时捕捉。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。