国金证券 SINOLINK SECURITIES

科伦博泰生物-B (06990.HK)

2024 年 08 月 20 日

买入（维持评级）

港股公司点评

证券研究报告

sac-TMT 新适应症 NDA 获受理，SKB571 再添合作新选项

医药组

分析师：袁维（执业 S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

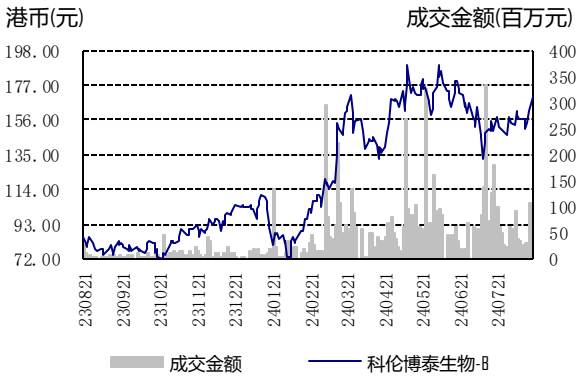
分析师：赵海春（执业 S1130514100001）

zhaohc@gjzq.com.cn

市价（港币）：169.400 元

相关报告：

1.《科伦博泰生物-B 深度研究：ADC 国际领先，TROP2 商业化在...》，2024.7.16



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	804	1,540	1,682	1,550	2,400
营业收入增长率	2387.26%	91.62%	9.19%	-7.85%	54.84%
归母净利润(百万元)	-616	-574	-466	-389	138
归母净利润增长率	30.76%	6.81%	18.90%	16.48%	135.56%
摊薄每股收益(元)	-2.76	-2.58	-2.09	-1.74	0.62
每股经营性现金流净额	-1.22	0.27	-2.17	-2.87	0.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.10%	-24.65%	-24.71%	-25.64%	8.25%
P/E	0.00	-39.94	-81.08	-97.08	272.97
P/B	0.00	9.68	20.03	24.89	22.53

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

2024 年 8 月 19 日公司披露半年报，上半年营收 13.83 亿，同比增长 32.2%；毛利 10.77 亿元，同比增长 59.4%；期间利润 3.10 亿元。

经营分析

sac-TMT（SKB264, TROP2 ADC）肺癌适应症上市申请获得受理，商业化在即。（1）8 月 20 日，sac-TMT 治疗接受 EGFR-TKI 和含铂化疗治疗失败后的局部晚期或转移性 EGFR 突变 NSCLC 适应症获得国家药监局受理。此前在 8 月 14 日，CDE 官网显示 sac-TMT 的该适应症拟纳入优先审评审批程序。（2）该申请是 sac-TMT 获 NMPA 受理的第二个 NDA，2023 年末 sac-TMT 用于既往至少接受过 2 种系统治疗的局部晚期或转移性三阴性乳腺癌患者的 NDA 已获 NMPA 受理，预计该适应症上市申请即将获批，商业化在即。（3）另外 sac-TMT 单药针对 2L+局部晚期或转移性 HR+/HER2- BC 和 sac-TMT 联合帕博利珠单抗对比帕博利珠单抗一线治疗 PD-L1 阳性的局部晚期或转移性 NSCLC 患者的两个 III 期注册研究正在推进之中。

密集推进 sac-TMT 多项国际 III 期临床，MSD 再启动一项新 ADC 资产。（1）截至 2024 年年中，MSD 密集启动十项 sac-TMT 的国际 III 期临床，涵盖五项肺癌适应症、两项乳腺癌适应症以及子宫内膜癌、宫颈癌以及胃食管腺癌各一项适应症。（2）MSD 近期行使另一项临床 ADC（SKB571）资产的选择权，MSD 将为此向公司支付 3750 万美元的款项。SKB571 为一款新型双抗 ADC，主要针对肺癌、消化道肿瘤等多种实体瘤，该产品近期将递交 NDA。（3）公司已于上半年收到 MSD 总额为 0.9 亿美元（合计约 6.41 亿元）里程碑付款。

新股配售彰显发展信心，现金充足保障稳健运营。（1）2024 年 5 月 16 日，公司通过配售获得净额约为 5.41 亿港元的资金补充。（2）截至 2024 年中，公司在手现金及等价物约为 28.85 亿元，上半年研发开支约为 6.52 亿元，充足现金储备将保证公司稳健运营。

盈利预测、估值与评级

由于合作伙伴 MSD 密集推进 sac-TMT 的多项国际 III 期临床，近期还行使 SKB571 选择权，公司上半年收到 MSD 的多个里程碑款项，因此我们将上调公司的营收预期，2024/25/26 年公司实现营业收入 16.82/15.50/24.00 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

新药研发不达预期、海外进展不达预期、商业化放量不及预期以及限售股解禁等风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	**32**	**804**	**1,540**	**1,682**	**1,550**	**2,400**
增长率	—	2387.3%	91.6%	9.2%	-7.8%	54.8%
主营业务成本	21	277	781	600	420	580
%销售收入	63.5%	34.4%	50.7%	35.7%	27.1%	24.2%
毛利	12	527	759	1,082	1,130	1,820
%销售收入	36.5%	65.6%	49.3%	64.3%	72.9%	75.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	0	0	20	252	310	480
%销售收入	0.0%	0.0%	1.3%	15.0%	20.0%	20.0%
管理费用	96	95	182	168	157	168
%销售收入	297.5%	11.9%	11.8%	10.0%	10.1%	7.0%
研发费用	728	846	1,031	1,093	1,023	1,080
%销售收入	2251.3%	105.2%	66.9%	65.0%	66.0%	45.0%
息税前利润（EBIT）	-778	-420	-429	-416	-345	116
%销售收入	-2407.1%	-52.2%	-27.8%	-24.7%	-22.2%	4.8%
财务费用	112	147	39	-28	-20	1
%销售收入	345.8%	18.3%	2.5%	-1.7%	-1.3%	0.0%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-812	-414	-474	-433	-360	92
营业利润率	-2512.1%	-51.5%	-30.8%	-25.7%	-23.2%	3.8%
营业外收支						
税前利润	-890	-567	-468	-388	-324	115
利润率	-2752.9%	-70.6%	-30.4%	-23.1%	-20.9%	4.8%
所得税	0	49	106	78	65	-23
所得税率	0.0%	-8.6%	-22.8%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
净利润	-890	-616	-574	-466	-389	138
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**-890**	**-616**	**-574**	**-466**	**-389**	**138**
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	5.8%

现金流量表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-890	-616	-574	-466	-389	138
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	102	243	283	-6	9	11
非经营收益						
营运资金变动	279	35	276	-71	-329	-70
经营活动现金净流	**-486**	**-271**	**60**	**-485**	**-641**	**158**
资本开支	-95	-39	-82	-130	-210	-210
投资	0	1	-943	350	200	70
其他	0	6	0	16	16	24
投资活动现金净流	**-94**	**-32**	**-1,025**	**236**	**6**	**-116**
股权募资	534	0	2,853	0	0	0
债权募资	153	316	-461	520	200	300
其他	-40	-3	-10	-10	-25	-35
筹资活动现金净流	**647**	**313**	**2,382**	**510**	**175**	**265**
现金净流量	**66**	**11**	**1,436**	**282**	**-439**	**328**

资产负债表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	82	93	1,529	1,811	1,371	1,699
应收款项	101	160	216	291	405	705
存货	51	53	63	75	76	113
其他流动资产	65	26	1,000	655	453	409
流动资产	298	332	2,807	2,831	2,305	2,926
%总资产	36.7%	33.5%	80.0%	78.5%	71.5%	73.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	432	530	608	674	812	939
%总资产	53.2%	53.4%	17.3%	18.7%	25.2%	23.6%
无形资产	2	82	49	53	57	61
非流动资产	515	661	702	776	918	1,049
%总资产	63.3%	66.5%	20.0%	21.5%	28.5%	26.4%
资产总计	**813**	**993**	**3,510**	**3,607**	**3,223**	**3,975**
短期借款	2,388	2,891	0	520	720	1,020
应付款项	325	327	404	333	292	483
其他流动负债	732	949	706	797	623	725
流动负债	3,445	4,167	1,110	1,651	1,635	2,228
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	12	52	70	72	72	72
负债	3,457	4,219	1,180	1,722	1,707	2,300
普通股股东权益	-2,644	-3,226	2,329	1,885	1,516	1,675
其中：股本	107	107	219	223	223	223
未分配利润	-2,738	-3,334	2,105	1,656	1,288	1,447
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**813**	**993**	**3,510**	**3,607**	**3,223**	**3,975**

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	-8.90	-5.74	-2.84	-2.09	-1.74	0.62
每股净资产	-11.86	-14.48	10.63	8.46	6.80	7.52
每股经营现金净流	-2.18	-1.22	0.27	-2.17	-2.87	0.71
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	33.65%	19.10%	-24.65%	-24.71%	-25.64%	8.25%
总资产收益率	-109.45%	-62.04%	-16.36%	-12.91%	-12.07%	3.48%
投入资本收益率	304.01%	135.97%	-22.58%	-20.75%	-18.49%	5.15%
增长率						
主营业务收入增长率	—	2387.26%	91.62%	9.19%	-7.85%	54.84%
EBIT增长率	—	46.02%	-2.05%	2.97%	17.15%	133.60%
净利润增长率	—	30.76%	6.81%	18.90%	16.48%	135.56%
总资产增长率	—	22.16%	253.40%	2.77%	-10.65%	23.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	126.6	18.9	7.4	5.1	25.4	37.9
存货周转天数	444.8	67.2	26.6	41.4	64.6	58.5
应付账款周转天数	2,852.6	424.4	168.6	221.3	267.9	240.5
固定资产周转天数	2,406.8	215.5	133.0	137.2	172.7	131.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-87.68%	-88.33%	-89.81%	-87.69%	-60.23%	-53.19%
EBIT利息保障倍数	-6.9	-2.8	-5.1	-40.0	-13.9	3.3
资产负债率	425.22%	424.85%	33.63%	47.75%	52.95%	57.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究