

ADC 平台效应持续，即将迈入商业化新纪元

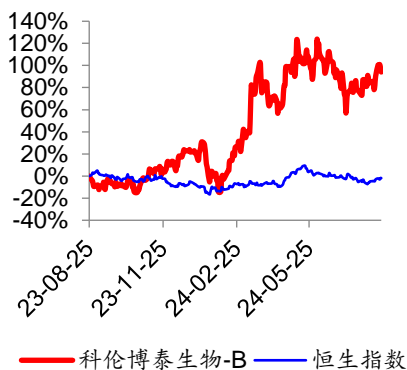
投资评级：买入（维持）

主要观点：

报告日期：2024-08-25

收盘价（港元）	164.1
近 12 月最高/最低（港元）	195.0/62.0
总股本（百万股）	223
流通 H 股（百万股）	130
流通股比例（%）	58.30%
总市值（亿港元）	365.7
流通市值（亿港元）	213.8

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

电话：055516888

邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

- 【华安医药】科伦博泰 (6990.HK) 公司深度：靶向化疗新 ADC 王者，领衔新一代 Biopharma 2023-9-14
- 【华安医药】公司点评科伦博泰 (6990.HK)：里程碑收入持续兑现，SKB264 上市在即备战商业化 2024-4-1

事件

2024 年 8 月 19 日，科伦博泰生物发布 2024 年中期业绩公告，公司实现营收 13.83 亿元，同比+32.17%，其中来自合作伙伴默沙东的许可及合作协议收入为 9000 万美元（约合人民币 6.41 亿元）；归母净利润 3.10 亿元，同比+1322.47%，经调整后净利润 3.86 亿元，同比+1068.00%，首次报告期内实现盈利。经营性现金流净额-0.70 亿元。截至报告期末，公司现金及现金等价物 28.85 亿元，同比+15.90%。

点评

✓ 经营性收入充裕现金流，大股东认购增资以长期支持

报告期内研发费用率 47.14%，同比-38.35 pct；销售费用率 2.98%；管理费用率 51.94%，同比-3.48 pct；财务费用率 0.18%，同比-7.35pct，费用率的下降主要为营业收入的增加导致。2024 年上半年研发投入总额为 6.52 亿元，同比+33.06%，多项临床前项目推进至临床阶段，早期临床项目进展顺利，经营性收入支持公司研发投入，公司整体经营状况良好。报告期内，公司完成每股 150 港元价格配售 364.86 万股，获得融资 5.41 亿港元，另外大股东科伦药业拟按相同配售价认购 442.39 万内资新股，以支持子公司科伦博泰生物的长期稳定运营（认购事项尚在进行中）。

✓ 与默沙东持续扩大合作，十项全球性 3 期临床已开启

截至报告期末，公司合作伙伴默沙东已就 sac-TMT (SKB264) 作为单一疗法或联用 K 药 (Keytruda, 帕博利珠单抗) 或其他药物，开启用于乳腺癌、非小细胞肺癌、子宫内膜癌、宫颈癌、胃癌多种适应症的全局性 3 期临床。作为孵化了目前全球销售额最高的 PD-1 靶向抗癌药物 Keytruda 的药厂，默沙东具有强劲的跨国药企综合性实力，自 2022 年与公司合作伊始，不断扩大的合作范围与加深的临床研究侧面反映了 sac-TMT 药物本身的疗效安全性优越性，以及 ADC 药物与 IO 药物联合的运用潜力。

除 sac-TMT 外，默沙东在其他差异化靶点的早期 ADC 资产上也持续加大与公司的合作。近日，公司获默沙东告知其关于 SKB571 行使大中华区外的独家选择权的事宜，默沙东将向公司支付 3,750 万美元，待达到特定开发及销售里程碑后，将向公司支付进一步里程碑付款，以及商业化后按净销售额计算的分级特许权使用费。

✓ 产品陆续注册即将上市，商业化团队架构渐成熟

公司多个产品顺利推进至 NDA 或 Pre-NDA 阶段，预计于 24H2 至 25H1，公司核心产品 sac-TMT (佳泰莱)、A166 (舒泰莱) 以及主要产品 A167 (科泰莱)、A140 (达泰莱) 将陆续于中国获批上市。基于此，公司积极组建商业化团队，包含市场、商务及市场准入、医学事务、销售、战略及卓越运营部。公司从研发型 biotech 向综合型 biopharma 进发，外部依托默沙东的海外及全球化运营优势，内部积

极构建自身基于中国本土的综合性组织架构，为成长为全球化的创新药企铺上奠基石。

● **投资建议**

我们预计公司 2024~2026 年营业收入分别为 13.32 亿元、19.93 亿元、22.61 亿元，分别同比增长-14%、50%、13%，归母净利润分别为-5.40 亿元、0.05 亿元、-0.68 亿元，同比增长 6%、101%、-1496%。看好公司作为平台型 ADC 创新药企的持续孵化能力，联袂跨国药企的全球化成长潜力，**维持“买入”评级。**

● **风险提示**

新药研发失败风险；审批准入不及预期风险；行业政策风险；成本上升风险；新产品放量速度低于预期风险

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1540	1332	1993	2261
收入同比 (%)	92%	-14%	50%	13%
归属母公司净利润	-574	-540	5	-68
净利润同比 (%)	7%	6%	101%	-1496%
毛利率 (%)	49.28%	52.30%	60.20%	61.40%
ROE (%)	-24.65%	-29.80%	0.26%	-3.79%
每股收益 (元)	-2.84	-2.42	0.02	-0.30
P/E	-33.33	-62.35	6928.71	-496.35
P/B	8.91	18.58	18.32	18.81
EV/EBITDA	-54.38	-67.60	729.41	-1,742.55

资料来源: Wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,807	2,315	3,061	3,985	营业收入	1,540	1,332	1,993	2,261
现金	1,529	996	1,652	2,652	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	1	78	89	63	营业成本	781	636	793	873
存货	63	55	62	51	销售费用	20	111	123	231
其他	1,214	1,186	1,259	1,220	管理费用	182	138	137	142
非流动资产	702	663	651	703	研发费用	1,031	1,061	1,048	1,180
固定资产	608	566	553	602	财务费用	39	-38	-21	-22
无形资产	49	49	50	53	除税前溢利	-468	-509	5	-60
其他	46	48	48	48	所得税	106	31	0	7
资产总计	3,510	2,977	3,712	4,688	净利润	-574	-540	5	-68
流动负债	1,110	1,091	1,800	2,823	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	700	1,700	归属母公司净利	-574	-540	5	-68
应付账款及票据	404	377	462	479					
其他	706	714	638	644	EBIT	-429	-547	-17	-82
非流动负债	70	72	72	72	EBITDA	-353	-483	45	-19
长期债务	0	0	0	0	EPS (元)	-2.84	-2.42	0.02	-0.30
其他	70	72	72	72					
负债合计	1,180	1,163	1,872	2,895					
普通股股本	219	223	223	223					
储备	2,105	1,586	1,611	1,565					
归属母公司股东权益	2,329	1,815	1,840	1,793					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,329	1,815	1,840	1,793					
负债和股东权益	3,510	2,977	3,712	4,688					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	60	-599	-98	48	成长能力				
净利润	-574	-540	5	-68	营业收入	91.62%	-13.51%	49.60%	13.43%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利	6.81%	6.01%	100.92%	-1455.73%
折旧摊销	75	64	61	63	获利能力				
营运资金变动及其他	559	-123	-164	52	毛利率	49.28%	52.30%	60.20%	61.40%
					销售净利率	-37.27%	-40.50%	0.25%	-2.99%
投资活动现金流	-1,025	41	42	-33	ROE	-24.65%	-29.74%	0.27%	-3.77%
资本支出	-82	-23	-50	-116	ROIC	-22.58%	-31.97%	-0.72%	-2.64%
其他投资	-943	64	92	83	偿债能力				
					资产负债率	33.63%	39.06%	50.43%	61.75%
筹资活动现金流	2,382	4	691	964	净负债比率	-65.63%	-54.90%	-51.75%	-53.09%
借款增加	-461	0	700	1,000	流动比率	2.53	2.12	1.70	1.41
普通股增加	2,853	4	0	0	速动比率	2.44	2.03	1.64	1.38
已付股利	0	0	0	0	营运能力				
其他	-10	0	-9	-36	总资产周转率	0.68	0.41	0.60	0.54
现金净增加额	1,436	-533	656	1,000	应收账款周转率	48.79	33.70	23.97	29.87
					应付账款周转率	2.14	1.63	1.89	1.85

每股指标 (元)				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
每股收益	-2.84	-2.42	0.02	-0.30
每股经营现金流	0.27	-2.69	-0.44	0.22
每股净资产	10.63	8.14	8.26	8.05
估值比率				
P/E	-33.33	-62.35	6,745.34	-497.54
P/B	8.91	18.54	18.28	18.76
EV/EBITDA	-54.38	-67.59	729.31	-1,742.33

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所测算

分析师简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，所长助理，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。