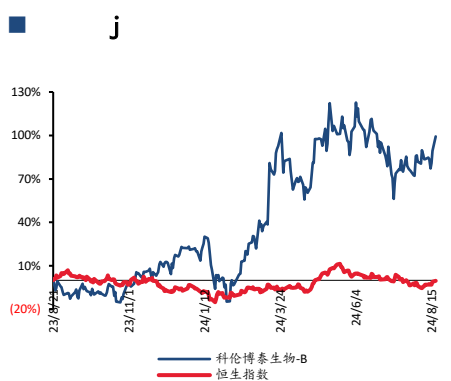


科伦博泰商业化在即，与默沙东的合作稳步推进



股票数据

总股本/流通(亿股)	2.2/1.3
总市值/流通(亿港元)	375/219
12个月内最高/最低价(港元)	195/62

相关研究报告

<<科伦博泰深度报告：ADC 商业化在即，携手默沙东剑指 Biopharma>>—2024-06-20

<<行业深度：ADC 鏖战，引领精准化治疗新时代>>—2023.11.02

<<行业点评：默沙东和第一三共达成重磅合作，IO+ADC 联合用药未来可期>>—2023.10.20

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

事件：2024年8月19日，科伦博泰发布2024年中期业绩公告：截至2024年6月30日止六个月，科伦博泰营业收入13.8亿元，同比增长32.2%；毛利10.8亿元，同比增长59.4%；研发投入6.5亿元，同比增加33.0%；调整后净利润3.9亿元人民币，同比增长1086.0%；现金及金融资产28.9亿元，相较于2023年底增长15.9%。

科伦博泰的总收入主要来自许可及合作协议收入13.8亿元，以及提供研发服务收入481万元。

科伦博泰商业化在即，sac-TMT 有望成为国产首款 TROP2 ADC

基于科伦博泰管线进度，预期2024年下半年或2025年上半年在中国上市四个产品：核心产品sac-TMT（佳泰莱）及A166（舒泰莱）以及主要产品A167（科泰莱）及A140（达泰莱）。

佳泰莱是科伦博泰用于治疗晚期实体瘤的核心产品，具备BIC潜力，有望今年获批用于治疗三阴性乳腺癌，成为国产首款TROP2 ADC。2024年8月19日，佳泰莱基于sac-TMT OptiTROP-Lung03关键研究积极结果的新药申请已获中国国家药品监督管理局药品审评中心受理，用于EGFR-TKI和含铂化疗治疗失败的局部晚期或转移性EGFR突变非小细胞肺癌成人患者。

科伦博泰计划在中国组建一支成熟的商业化团队，预计到2024年底扩张至400-500人，专注于中国广阔的本地市场的三级医院和领军医生。

在全球范围内，科伦博泰继续采取灵活的策略，通过在全球范围内创作协同许可及合作机会，在主要国际市场获得商业价值。

科伦博泰和默沙东的合作稳步推进，默沙东行权 SKB571 放弃 SKB315

科伦博泰之所以能扭亏为盈，主要得益于上半年就多条合作管线收到默沙东总额为9,000万美元（约合人民币6.4亿元）的里程碑付款。默沙东正在全力推进SKB264的临床进展，并在ADC的管线合作中做出微调。

截至2024年6月30日，默沙东已密集启动10项SKB264作为单一疗法或联合帕博利珠单抗或其他药物用于多种适应症三期全球临床试验，包括乳腺癌，非小细胞肺癌，宫颈癌，子宫内膜癌，胃食管腺癌这些有未被满足的医疗需求的大适应症。SKB264不仅大适应症临床布局多，而且正在往前线推进，未来有望成为重磅大药。

此外，默沙东将就SKB571项目行使独家选择权，并向科伦博泰支付3750万美元及特定的里程碑付款，科伦博泰将保留大中华区权益。与此同时默沙东退回SKB315的全球权益。鉴于中国胃癌患者数量庞大，SKB315早期临床疗效积极且安全性良好，科伦博泰对SKB315中国市场前景充满信心，将继续加快其在中国的开发，并采取合适的方式拓展海外市场。

盈利预测与投资评级：根据管线进展和销售收入预测，我们预测2024/2025/2026年的收入分别是15.8/16.2/22.9亿元，2027年净利润转正。

用现金流折现和销售峰值倍数进行估值，对应市值分别是 532 亿港元和 598 亿港元。维持“买入”评级。

风险提示：候选药物研发不如预期的风险；相关技术可能落后的风险；第三方合作的风险；核心人才流失的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1540	1577	1621	2287
营业收入增长率(%)	92%	2%	3%	41%
归母净利（百万元）	-574	-967	-1162	-899
净利润增长率(%)	7%	-68%	-20%	23%
摊薄每股收益（元）	-2.84	-4.41	-5.30	-4.10
市盈率（PE）	-36.23	-31.62	-26.31	-34.01

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,807	3,197.5	2,382	1,962
现金	1,529	1,840	1,034	527
应收账款及票据	1	41	29	47
存货	63	101	105	113
其他	1,214	1,215	1,215	1,274
非流动资产	702	777	866	951
固定资产	608	653	744	832
无形资产	49	46	44	42
其他	46	78	78	78
资产总计	3,510	3,974	3,248	2,913
流动负债	1,110	1,395	1,812	2,356
短期借款	0	0	563	1,126
应付账款及票据	404	445	515	538
其他	706	950	734	692
非流动负债	70	70	70	70
长期债务	0	0	0	0
其他	70	70	70	70
负债合计	1,180	1,465	1,882	2,427
普通股股本	219	227	227	227
储备	2,105	2,276	1,133	254
归属母公司股东权益	2,329	2,509	1,366	486
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,329	2,509	1,366	486
负债和股东权益	3,510	3,974	3,248	2,913
现金流量表 (百万)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	60	-687	-1,213	-900
净利润	-574	-967	-1,162	-899
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	75	35	38	43
营运资金变动及其他	559	245	-89	-44
投资活动现金流	-1,025	-63	-81	-74
资本支出	-82	-77	-127	-127
其他投资	-943	14	46	53
筹资活动现金流	2,382	1,043	468	448
借款增加	-461	0	563	563
普通股增加	2,853	1,127	0	0
已付股利	0	-84	-95	-115
其他	-10	0	0	0
现金净增加额	1,436	312	-806	-507

资料来源：携宁，太平洋证券

利润表 (百万)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,540	1,577	1,621	2,287
其他收入	0	0	0	0
营业成本	781	859	995	1,040
销售费用	20	189	211	320
管理费用	182	252	237	345
研发费用	1,031	1,246	1,362	1,487
财务费用	39	42	24	47
除税前溢利	-468	-967	-1,162	-899
所得税	106	0	0	0
净利润	-574	-967	-1,162	-899
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-574	-967	-1,162	-899
EBIT	-429	-925	-1,138	-852
EBITDA	-353	-890	-1,100	-810
EPS (元)	-2.84	-4.41	-5.30	-4.10
主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	91.62%	2.34%	2.81%	41.09%
归属母公司净利润	6.81%	-68.45%	-20.15%	22.63%
获利能力				
毛利率	49.28%	45.49%	38.59%	54.53%
销售净利率	-37.27%	-61.34%	-71.69%	-39.31%
ROE	-24.65%	-38.55%	-85.06%	-184.82%
ROIC	-22.58%	-36.86%	-58.99%	-52.87%
偿债能力				
资产负债率	33.63%	36.87%	57.94%	83.30%
净负债比率	-65.63%	-73.36%	-34.49%	123.06%
流动比率	2.53	2.29	1.31	0.83
速动比率	2.44	2.19	1.23	0.76
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.42	0.45	0.74
应收账款周转率	48.79	73.89	46.23	60.29
应付账款周转率	2.14	2.02	2.07	1.97
每股指标 (元)				
每股收益	-2.84	-4.41	-5.30	-4.10
每股经营现金流	0.27	-3.14	-5.53	-4.11
每股净资产	10.63	11.45	6.23	2.22
估值比率				
P/E	-36.23	-31.62	-26.31	-34.01
P/B	9.68	12.19	22.38	62.85
EV/EBITDA	-59.48	-32.28	-27.37	-38.50

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。