

Trop2 ADC 肺癌适应症全球首个获批

投资要点

- **事件:** 近日公司公告芦康沙妥珠单抗治疗 3 线 EGFR 突变 NSCLC 获批上市, 系全球 Trop2 ADC 首个获批的肺癌适应症, 公司于 24 年 8 月提交补充上市申请, 此次获批符合我们此前预期。
- **适应症顺利扩展, 利好中国商业化。** 芦康沙妥珠单抗于 2024 年 11 月获批, 此次肺癌适应症拓展, 有利于该品种的市场推广。公司有望携肺癌适应症参加 2025 年国家医保谈判。
- **同类最佳潜力逐步兑现, 肺癌适应症有望继续扩展。** 芦康沙妥珠单抗是全球首款获批肺癌适应症的 Trop2 ADC。此前第一三共竞品肺癌临床折戟, 彰显博泰科学的临床开发思路以及更优的分子设计。目前芦康沙妥珠单抗还有 5 项肺癌全球 3 期研究进行中, 后续适应症有望进一步扩大。
- **盈利预测与评级:** SKB264、A167、N01 等产品陆续获批上市, 2025 年是公司产品商业化元年, 我们维持对科伦博泰的“买入”评级。
- **风险提示:** 研发进展或不及预期, 商业化进展或不及预期, 市场竞争风险, 医保控费力度超出预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元人民币)	1540.5	1746.8	1836.7	2877.2
增长率	91.6%	13.4%	5.2%	56.7%
归属母公司净利润(百万元人民币)	-574.1	-350.1	-434.6	-286.1
增长率	6.8%	39.0%	-24.1%	34.2%
每股收益 EPS	-2.53	-1.54	-1.91	-1.26
净资产收益率	-24.65%	-17.69%	-28.13%	-22.73%
PE	-97	-159	-128	-194

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 王彦迪
执业证号: S1250524040001
电话: 021-68416017
邮箱: wydi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	117.7-251.6
3 个月平均成交量(百万)	0.33
流通股数(亿)	2.27
市值(亿)	559.08

相关研究

1. 科伦博泰生物-B (6990.HK): AACR 大会发布两项数据, 胃癌全球三期临床可期 (2024-04-11)

关键假设及收入预测

假设 1: 公司就多项产品与默沙东开展合作出海。后者于 2024 年三季度行使 SKB571 独家选择权, 将向公司支付 3750 万美元, 且待达到特定里程碑事件后将进一步支付里程碑付款。我们预计 2024-2026 年默沙东向科伦博泰支付的合作款项为 17、8.8、9.9 亿元。

假设 2: 芦康沙妥珠单抗于 2024 年 11 月获批上市, 假设 2024-2026 年分别实现收入 4700 万元、9.6 亿元、18.9 亿元。

基于上述假设, 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 17.5、18.4、28.8 亿元。

表 1: 公司收入预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
芦康沙妥珠单抗销售收入 (百万元)	0	47	960	1886
里程碑及合作服务付款 (百万元)	1540	1700	877	991
合计收入 (百万元)	1540	1747	1837	2877

数据来源: Wind, 西南证券

附：财务报表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,568.77	2,917.02	1,225.13	287.72	营业额	1,540.49	1,746.77	1,836.72	2,877.23
应收和预付款项	73.66	143.57	553.53	709.45	销售成本	781.31	523.33	323.26	358.21
存货	63.03	458.81	177.13	314.05	销售费用	19.53	96.58	356.32	837.27
其他流动资产	1,102.03	703.58	652.07	662.48	管理费用	1,212.84	1,524.93	1,639.09	2,009.46
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	84.31	-7.85	-7.25	-1.50
投资物业	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	607.78	623.16	601.31	563.79	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	86.29	71.91	57.52	43.14	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	8.20	8.20	8.20	8.20	营业利润	-557.50	-390.22	-474.71	-326.21
资产总计	3,509.76	4,926.24	3,274.90	2,588.84	其他非经营损益	89.81	40.09	40.09	40.09
应付和预收款项	599.31	1,911.44	1,196.15	726.58	税前利润	-467.69	-350.13	-434.61	-286.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	106.44	0.00	0.00	0.00
其他负债	580.95	1,035.43	533.99	551.00	税后利润	-574.13	-350.13	-434.61	-286.12
负债合计	1,180.26	2,946.87	1,730.14	1,330.20	归属于非控股股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	219.20	227.27	227.27	227.27	归属于母公司股东利润	-574.13	-350.13	-434.61	-286.12
归属于母公司股东权益	2,329.50	1,979.37	1,544.76	1,258.64					
归属于非控股股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
权益合计	2,329.50	1,979.37	1,544.76	1,258.64	收益率				
负债和权益合计	3,509.76	4,926.24	3,274.90	2,588.84	销售毛利率	49.28%	70.04%	82.40%	87.55%
投入资本(IC)	281.07	-1,396.68	-130.41	677.56	费用 / 营业额	85.47%	92.38%	108.25%	98.89%
					EBIT Margin	-24.89%	-20.49%	-24.06%	-10.00%
					EBITDA Margin	-20.01%	-13.68%	-16.64%	-4.72%
					销售净利率	-37.27%	-20.04%	-23.66%	-9.94%
					资产获利率				
					ROE	-24.65%	-17.69%	-28.13%	-22.73%
					ROA	-16.36%	-7.11%	-13.27%	-11.05%
					ROIC	154.89%	-144.93%	34.84%	251.30%
					增长率				
					营业额增长率	91.62%	13.39%	5.15%	56.65%
					EBIT 增长率	8.40%	6.63%	-23.43%	34.91%
					EBITDA 增长率	12.21%	22.49%	-27.89%	55.59%
					税后利润增长率	6.81%	39.02%	-24.13%	34.17%
					估值				
					PE	-96.90	-158.90	-128.01	-194.45
					PEG	-14.23	-4.07	5.30	-5.69
					PB	23.88	28.11	36.02	44.20
					EV/EBIT	-134.62	-145.99	-122.12	-191.41
					EV/EBITDA	-167.40	-218.68	-176.56	-405.64
					EV/NOPLAT	-89.04	-128.28	-110.90	-167.99
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E					
资本支出	63.97	120.00	100.00	100.00					
自由现金流	-1,200.67	1,270.38	-1,752.82	-1,135.68					
经营性现金净流量	59.56	1,420.31	-1,639.23	-931.63					
投资性现金净流量	-1,025.42	-79.91	-59.91	-59.91					
筹资性现金净流量	2,382.28	7.85	7.25	54.12					
现金流量净额	1,435.81	1,348.25	-1,691.89	-937.41					

数据来源: iFinD, 西南证券。备注: 研发费用合并到管理费用计算

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn