



科伦博泰生物-B

(06990.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

25 年全面启动商业化, XDC 资产百花齐放 业绩简评

2025年3月24日公司披露2024年年报, 全年实现营收19.33亿元, 同比增长25.5%, 年度亏损2.67亿元, 同比减亏53.5%, 其中调整后年度亏损1.18亿元, 同比减亏73.7%。

经营分析

核心 ADC (抗体偶联药物) 资产 sac-TMT 已有两项适应症获批上市, 后续仍有多项适应症处于关键开发阶段。(1) sac-TMT (芦康沙妥珠, TROP2 ADC) 25 年开启商业化之路。该药针对二线及以上 (2L+) 治疗三阴性乳腺癌 (TNBC) 及 3L+ 治疗 EGFR 突变的非鳞状非小细胞肺癌 (NSCLC) 的两项适应症, 分别于 2024 年 11 月及 2025 年 3 月获批上市。(2) 近期 sac-TMT 仍有多项适应症有望达到关键里程碑。针对乳腺癌, 该药 2L+ 治疗 HR+/HER2- mBC 的 III 期注册研究正在进行中, 另外 sac-TMT 的 1L 治疗 TNBC 也处于关键 III 期临床阶段; 针对肺癌, sac-TMT 于 2024 年 10 月递交 2L 治疗 EGFR 突变的非鳞状 NSCLC, 此前该适应症已于 2023 年 1 月获得国家药监局的突破性疗法认证。此外, sac-TMT 联合奥希替尼一线治疗 EGFR 突变的局部晚期或转移性 NSCLC 的 III 期注册性研究正在进行中。sac-TMT 联合帕博利珠单抗 1L 治疗 PD-L1 阳性的局部晚期或转移性 NSCLC 和 1L 治疗 PD-L1 阴性的局部晚期或转移性 NSCLC 的两项 III 期研究正在进行中。sac-TMT 的以上数项关键 III 期临床有望在今明年陆续结束并递交上市申请 (NDA), 将为 sac-TMT 成为潜在大单品持续注入增长动力。(3) 跨国药企 (MNC) 默沙东正在推进 12 项针对 sac-TMT 的全球多中心 III 期临床, 有望助力该药打开国际空间。

ADC 技术优势领先, 多项 XDC 资产百花齐放。(1) 公司在 XDC 持续保持领先优势, 其博度曲妥珠 (HER2 ADC) 2L+ 治疗 HER2+ mBC 的 NDA 已于 2025 年 1 月获国家药监局受理; (2) SKB315 (CLDN18.2 ADC) 以及 SKB410/MK-3120 (Nectin-4 ADC) 分别处于中国 I b 期及全球 I/II 期临床。(3) 另外公司数款早研且具备 FIC 靶点的新型 XDC 陆续进入临床。

盈利预测、估值与评级

考虑公司核心产品 sac-TMT 的商业化快速放量、以及该药后续适应症上市带来的持续增长动能, 叠加公司领先的 XDC 实力和有关资产的 BD 潜力, 我们预计 2025/26/27 年公司实现营业收入 16.98/22.60/36.95 亿元, 归母净利润 -4.63/-2.60/4.46 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。

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

联系人: 刘创

liuchuang@gjzq.com.cn

市价 (港币): 260.600 元

相关报告:

1. 《sac-TMT 新适应症 NDA 获受理, SKB571 再添合作新选...》, 2024.8.20

2. 《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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,540	1,933	1,698	2,260	3,695
营业收入增长率	91.62%	25.48%	-12.16%	33.10%	63.50%
归母净利润(百万元)	-574	-267	-463	-260	446
归母净利润增长率	6.81%	53.54%	-73.64%	43.96%	271.99%
摊薄每股收益(元)	-2.53	-1.17	-2.04	-1.14	1.96
每股经营性现金流净额	0.27	-1.89	-2.85	-1.18	0.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	-24.65%	-8.06%	-16.15%	-9.87%	14.40%
P/E	-40.73	-139.12	-127.86	-228.17	132.67
P/B	9.68	11.22	20.65	22.52	19.11

来源: 公司年报、国金证券研究所



单击或点击此处输入文字。

附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	804	1,540	1,933	1,698	2,260	3,695
增长率	2387.3%	91.6%	25.5%	-12.2%	33.1%	63.5%
主营业务成本	277	781	659	420	550	850
%销售收入	34.4%	50.7%	34.1%	24.7%	24.3%	23.0%
毛利	527	759	1,274	1,278	1,710	2,845
%销售收入	65.6%	49.3%	65.9%	75.3%	75.7%	77.0%
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	20	183	340	565	924
%销售收入	0.0%	1.3%	9.5%	20.0%	25.0%	25.0%
管理费用	95	182	163	177	192	222
%销售收入	11.9%	11.8%	8.4%	10.4%	8.5%	6.0%
研发费用	846	1,031	1,206	1,274	1,288	1,293
%销售收入	105.2%	66.9%	62.4%	75.0%	57.0%	35.0%
息税前利润 (EBIT)	-420	-429	-139	-388	-211	536
%销售收入	-52.2%	-27.8%	-7.2%	-22.8%	-9.3%	14.5%
财务费用	147	39	4	-31	-26	-22
%销售收入	18.3%	2.5%	0.2%	-1.8%	-1.1%	-0.6%
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	-414	-474	-279	-512	-335	406
营业利润率	-51.5%	-30.8%	-14.4%	-30.1%	-14.8%	11.0%
营业外收支						
税前利润	-567	-468	-143	-356	-185	558
利润率	-70.6%	-30.4%	-7.4%	-21.0%	-8.2%	15.1%
所得税	49	106	124	107	74	112
所得税率	-8.6%	-22.8%	-87.1%	-30.0%	-40.0%	20.0%
净利润	-616	-574	-267	-463	-260	446
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-616	-574	-267	-463	-260	446
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	12.1%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-616	-574	-267	-463	-260	446
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	243	283	-163	-122	-118	-119
非经营收益						
营运资金变动	35	276	0	-130	31	-377
经营活动现金净流	-271	60	-430	-647	-268	48
资本开支	-39	-82	-81	-110	-110	-410
投资	1	-943	-741	440	170	-320
其他	6	0	0	124	124	129
投资活动现金净流	-32	-1,025	-822	454	184	-601
股权募资	0	2,853	1,094	0	0	0
债权募资	316	-461	-55	100	100	100
其他	-3	-10	-2	-2	-6	-10
筹资活动现金净流	313	2,382	1,037	98	94	90
现金净流量	11	1,436	-192	-73	33	-441

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	93	1,529	1,337	1,264	1,297	856
应收款项	160	216	307	447	505	677
存货	53	63	111	181	229	307
其他流动资产	26	1,000	1,739	1,299	1,131	1,457
流动资产	332	2,807	3,493	3,191	3,162	3,297
%总资产	33.5%	80.0%	81.8%	79.6%	78.8%	74.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	530	608	595	633	660	969
%总资产	53.4%	17.3%	13.9%	15.8%	16.5%	21.7%
无形资产	82	49	166	170	174	177
非流动资产	661	702	775	817	848	1,160
%总资产	66.5%	20.0%	18.2%	20.4%	21.2%	26.0%
资产总计	993	3,510	4,268	4,008	4,010	4,458
短期借款	2,891	0	0	100	200	300
应付款项	327	404	282	292	458	307
其他流动负债	949	706	527	599	572	602
流动负债	4,167	1,110	810	991	1,230	1,209
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	52	70	150	150	150	150
负债	4,219	1,180	959	1,141	1,380	1,359
普通股股东权益	-3,226	2,329	3,309	2,868	2,630	3,099
其中：股本	107	219	227	227	227	227
未分配利润	-3,334	2,105	3,072	2,631	2,394	2,863
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	993	3,510	4,268	4,008	4,010	4,458

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-5.74	-2.84	-1.20	-2.04	-1.14	1.96
每股净资产	-14.20	10.63	14.56	12.62	11.57	13.64
每股经营现金净流	-1.19	0.27	-1.89	-2.85	-1.18	0.21
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	19.10%	-24.65%	-8.06%	-16.15%	-9.87%	14.40%
总资产收益率	-62.04%	-16.36%	-6.25%	-11.56%	-6.47%	10.01%
投入资本收益率	135.97%	-22.58%	-7.85%	-16.98%	-10.44%	12.61%
增长率						
主营业务收入增长率	2387.26%	91.62%	25.48%	-12.16%	33.10%	63.50%
EBIT 增长率	46.02%	-2.05%	67.63%	-179.45%	45.58%	353.85%
净利润增长率	30.76%	6.81%	53.54%	-73.64%	43.96%	271.99%
总资产增长率	22.16%	253.40%	21.60%	-6.09%	0.04%	11.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.9	7.4	5.5	21.1	26.3	24.2
存货周转天数	67.2	26.6	47.4	124.9	134.2	113.5
应付账款周转天数	424.4	168.6	187.5	246.1	245.5	162.1
固定资产周转天数	215.5	133.0	112.0	130.1	103.0	79.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-88.33%	-89.81%	-79.65%	-71.93%	-68.26%	-50.17%
EBIT 利息保障倍数	-2.8	-5.1	-36.6	-193.9	-35.2	53.6
资产负债率	424.85%	33.63%	22.48%	28.46%	34.40%	30.48%

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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