

商业化阶段亏损大幅收窄，自研管线与海外合作持续推进

2025 年 03 月 26 日

➤ **营收增长，亏损大幅收窄。** 2025 年 3 月 24 日，科伦博泰发布 2024 年年度业绩公告。2024 年公司实现收入 19.33 亿元，同比增长 25.5%；实现毛利 12.74 亿元，同比增长 67.8%，2024 年公司年度亏损为 2.67 亿元，经调整的年度亏损为 1.18 亿元，同比大幅收窄。

➤ **成功进入商业化阶段，看好获批产品加速放量。** 2024 年 11 月，公司核心产品芦康沙妥珠单抗首个适应症 TNBC 获批上市，标志着公司成功进入商业化阶段。2024 年，公司已实现产品销售收入 5170 万元。2025 年 3 月，芦康沙妥珠单抗获批第二项适应症，用于治疗 EGFRm NSCLC，成为全球首款在肺癌领域获批上市的 TROP2 ADC 药物，看好芦康沙妥珠单抗适应症扩展后销售加速放量。此外，2024 年 12 月 A167 获批上市，2025 年 2 月 A140 获批上市，2025 年 1 月 A166 的上市申请获 CDE 受理，看好公司获批产品不断丰富，进一步助力公司业绩增长。

➤ **持续大力投入研发，管线丰富备受期待。** 2024 年公司研发开支为 12.06 亿元，同比增长 17.0%。公司研发管线丰富，核心产品芦康沙妥珠单抗还有 1L TNBC、HR+/HER2- BC、EGFRm/EGFRwt NSCLC 等多项适应症在研，A400 (RET) 正在进行关键临床。早期管线方面，ADC 管线中 SKB315 (CLDN18.2 ADC) 处于临床 1b 期，SKB410 (Nectin-4 ADC) 处于全球 I/II 期，SKB571 (双抗 ADC)、SKB518、SKB535、SKB445 处于临床 I 期，SKB500、SKB501 已获 IND 批准，SKB107 (RDC) IND 已受理；非 ADC 管线中 SKB378 (TSLP)、SKB336 (FXI/FXIa) 已完成 I 期临床，A296 (STING) 处于 I 期。

➤ **海外合作持续推进，多点开花。** 针对芦康沙妥珠单抗，截至 2025 年 3 月 34 日，MSD 已启动 12 项全球性 III 期临床试验，适应症涵盖乳腺癌、肺癌、卵巢癌、食管癌、宫颈癌、胃食管癌等多个领域。A400 与 2024 年 3 月获得 FDA 快速通道资格认定，于 2024 年 4 月获 FDA 批准进入 II 期临床，截至 2024 年底，Ellipses 已在海外设立 33 个临床试验中心。2025 年 1 月，公司同和铂医药一起与 Windward Bio 就 SKB378 (TSLP 单抗) 订立独家许可协议。

➤ **投资建议：** 2024 年公司成功进入商业化阶段，我们看好 2025 年起获批产品加速放量，看好公司研发管线持续推进兑现，以及海外合作不断进展，带来长期高速增长动力。我们预计 2025~2027 年公司营业总收入分别为 27.66 亿元、43.06 亿元、68.94 亿元；归母净利润分别为-1.01 亿元、6.06 亿元、18.39 亿元。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 市场竞争加剧风险；产品研发不及预期风险；海外法律及监管风险；审评要求变化风险；医保政策、准入政策变化的风险。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,933	2,766	4,306	6,894
增长率(%)	25.5	43.1	55.7	60.1
归母净利润	-267	-101	606	1,839
增长率(%)	53.5	62.2	700.7	203.2
EPS	-1.17	-0.44	2.67	8.09
P/E	/	/	88	29
P/B	16.2	16.6	13.9	9.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 3 月 26 日收盘价，汇率 1HKD=0.93RMB)

推荐

维持评级

当前价格：

256.40 港元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师 王维肖

执业证书：S0100523100004

邮箱：wangweixiao@mszq.com

相关研究

- 科伦博泰 (6990.HK) 点评：芦康沙妥珠单抗获批上市，商业化进程即将开启-2024/11/28
- 科伦博泰 (6990.HK) 2024 年半年报点评：264 首个肺癌 NDA 提交，MSD 引进双抗 ADC-2024/08/21
- 科伦博泰 (6990.HK) 深度报告：ADC 龙头商业化在即，授权出海展现重磅潜力-2024/07/28

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	3,493	3,449	4,175	6,112
现金及现金等价物	1,337	1,148	1,558	2,953
应收账款及票据	58	154	359	766
存货	111	129	166	223
其他	1,988	2,019	2,092	2,170
非流动资产合计	775	814	849	880
固定资产	595	626	653	678
商誉及无形资产	166	174	181	187
其他	15	15	15	15
资产合计	4,268	4,264	5,024	6,992
流动负债合计	810	884	1,016	1,122
短期借贷	0	0	0	0
应付账款及票据	282	323	358	415
其他	527	561	657	708
非流动负债合计	150	150	150	150
长期借贷	0	0	0	0
其他	150	150	150	150
负债合计	959	1,034	1,165	1,272
普通股股本	227	227	227	227
储备	3,081	3,003	3,631	5,493
归属母公司股东权益	3,309	3,230	3,859	5,720
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,309	3,230	3,859	5,720
负债和股东权益合计	4,268	4,264	5,024	6,992

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-430	-291	197	994
净利润	-267	-101	606	1,839
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	NA	81	85	89
营运资金变动及其他	NA	-271	-495	-934
投资活动现金流	-822	80	191	378
资本支出	-81	-120	-120	-120
其他投资	-741	200	311	498
筹资活动现金流	1,037	0	0	0
借款增加	-55	0	0	0
普通股增加	1,094	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-2	0	0	0
现金净增加额	-192	-189	410	1,395

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

备注: 由于 2024 财年现金流量表部分数据尚未完全披露, 因此未披露部分暂用 NA 列示

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,933	2,766	4,306	6,894
其他收入	0	0	0	0
营业成本	659	776	921	1,148
销售费用	183	771	1,240	2,029
管理费用	163	221	344	551
研发费用	1,206	1,326	1,432	1,547
财务费用	4	-40	-34	-47
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	140	200	311	498
除税前利润	-143	-88	713	2,163
所得税	124	13	107	325
净利润	-267	-101	606	1,839
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-267	-101	606	1,839
EBIT	-139	-128	679	2,117
EBITDA	-139	-47	764	2,206
EPS (元)	-1.17	-0.44	2.67	8.09

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	25.48	43.10	55.67	60.09
归属母公司净利润	53.54	62.16	700.68	203.24
盈利能力(%)				
毛利率	65.89	71.94	78.60	83.35
净利率	-13.80	-3.65	14.08	26.67
ROE	-8.06	-3.13	15.72	32.15
ROIC	-7.85	-4.55	14.96	31.45
偿债能力				
资产负债率(%)	22.48	24.24	23.19	18.19
净负债比率(%)	-40.39	-35.53	-40.37	-51.62
流动比率	4.31	3.90	4.11	5.45
速动比率	3.82	3.42	3.65	4.97
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.65	0.93	1.15
应收账款周转率	65.31	26.16	16.80	12.26
应付账款周转率	1.92	2.56	2.70	2.97
每股指标 (元)				
每股收益	-1.17	-0.44	2.67	8.09
每股经营现金流	-1.89	-1.28	0.87	4.37
每股净资产	14.56	14.21	16.98	25.17
估值比率				
P/E	/	/	88	29
P/B	16.2	16.6	13.9	9.4
EV/EBITDA	/	/	68.39	23.70

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048