

科济药业(02171)

报告日期: 2025年03月26日

# CT041 即将 NDA, 通用型多线推进

## ——科济药业 2024 年业绩点评

### 投资要点

□ **CT053 已经开始贡献业绩, CT041 即将 NDA, 通用型 CAR-T 多管线推进, 我们看好公司在实体瘤 CAR-T 和通用型 CAR-T 领域领先优势和价值验证。**

□ **业绩: CT053 逐渐贡献业绩, 现金充沛**

公司披露 24 年业绩: 2024 年实现收入 0.39 亿元, 主要来自赛恺泽 (泽沃基奥仑赛注射液, 自体 BCMA CAR-T 细胞产品)。此外, 截至 2024 年 12 月 31 日止年度, 公司就赛恺泽从华东医药获得里程碑付款 0.75 亿元。2024 年底, 赛恺泽完成认证及备案的医疗机构覆盖全国 23 个省市、数量超过 200 家, 公司共计从华东医药获得 154 份有效订单。伴随着商保覆盖和客户认可度逐渐提升, 我们预计 CT053 仍有较大的销售提升空间。

现金充裕, 研发投入可持续: 截至 2024 年 12 月 31 日, 现金及银行结余约为人民币 14.79 亿元, 不考虑后续的现金流入的前提下, 公司预期将有充足现金进入到 2028 年。

□ **CT041: 即将 NDA, 实体瘤 CAR-T 商业化突破在即**

公司实体瘤 CAR-T 核心产品在中国用于治疗晚期胃癌/胃食管结合部腺癌 (GC/GEJ) 的确证性 II 期试验已完成患者入组工作。该试验主要终点已达成, 即由 IRC 评估的 PFS 具有统计学意义上的显著改善。Claudin18.2 表达阳性的胰腺癌术后辅助治疗的 I 期临床试验 (CT041-ST-05) 正在中国进行。按照公司年报披露 预计 2025H1 提交晚期治疗 GC/GEJ 适应症 NDA, 我们认为有望成为首款获批商业化的实体瘤 CAR-T 药物。考虑到实体瘤患者较大的基数, 我们看好 CT041 商业化前景。

□ **通用 CAR-T: 多产品推进, 期待验证**

除自体产品外, 科济药业还利用专有 THANK-uCAR 平台推进差异化的通用型 CAR-T 细胞产品。科济药业最近开发 THANK-u Plus™ 平台, 能够克服 NKG2A 表达水平对疗效可能的影响。多个通用型 CAR-T 产品亦正在开发中: 靶向 BCMA 的通用型 CAR-T 细胞候选产品 CT0590 (THANK-uCAR 平台)、靶向 BCMA 用于治疗 R/R MM 及复发/难治性浆细胞白血病 (R/R PCL) 的 CT059X (THANK-u Plus™); 靶向 CD19/CD20 用于治疗 B 细胞相关血液恶性肿瘤及自身免疫性疾病的 KJ-C2219 (THANK-u Plus™); 靶向 CD38 用于治疗急性髓系白血病 (AML) 的 KJ-C2320 (THANK-uCAR); 用于治疗实体瘤的 KJ-C2114 (THANK-u Plus™); 及靶向 NKG2DL 用于治疗急性髓系白血病、其他恶性肿瘤和细胞衰老的 KJ-C2526 (THANK-u Plus™)。伴随着更多产品早期数据读出, 我们希望看到公司在通用型 CAR-T 治疗血液瘤实质性突破, 期待更多成熟数据验证公司领先的技术平台优势。

□ **盈利预测与估值**

考虑到 CT053 里程碑收入财务确认与我们先前预期不同 (以往我们直接计入公司整体收入), 以及 CT041 NDA 进度低于我们先前预期, 因此我们调整 25-26 年收入和利润预测。但是考虑到公司核心产品 CT053 国内已经成功商业化阶段, CT041 即将 NDA, 通用型 CAR-T 领先地位, 我们维持“买入”评级。

□ **风险提示**

临床失败风险、竞争风险、产品销售不及预期风险、监管风险、政策风险。

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006

02180105933

sunjian@stocke.com.cn

分析师: 郭双喜

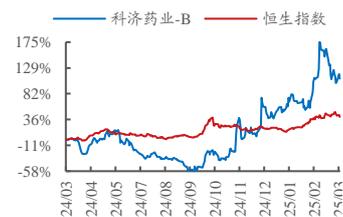
执业证书号: S1230521110002

guoshuangxi@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	HK\$12.80
总市值(百万港元)	7,328.60
总股本(百万股)	572.55

### 股票走势图



### 相关报告

- 1 《CT053 商业化落地, 期待海外突破》2024.04.25
- 2 《国内商业化在即, 海外可期》2023.08.24
- 3 《商业化在即, 期待实体瘤进展》2023.03.24

## 财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	39	142	300	644
(+/-) (%)	—	260.35%	110.94%	114.80%
归母净利润	-798	-498	-393	-162
(+/-) (%)	/	/	/	/
每股收益(元)	-1.40	-0.87	-0.69	-0.28
P/E	/	/	/	/

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1,530	1,092	735	625
现金	1,479	1,027	634	480
应收账款及票据	9	15	25	39
存货	7	7	17	22
其他	36	43	60	84
<b>非流动资产</b>	143	129	115	104
固定资产	107	99	92	86
无形资产	20	13	7	2
其他	16	16	16	16
<b>资产总计</b>	1,673	1,220	851	729
<b>流动负债</b>	254	272	276	267
短期借款	20	20	20	20
应付账款及票据	0	5	7	8
其他	234	247	249	238
<b>非流动负债</b>	362	389	409	459
长期债务	69	39	9	9
其他	293	350	400	450
<b>负债合计</b>	616	661	685	726
普通股股本	0	0	0	0
储备	1,057	559	166	3
归属母公司股东权益	1,057	559	166	3
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,057	559	166	3
<b>负债和股东权益</b>	1,673	1,220	851	729

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	39	142	300	644
其他收入	0	0	70	90
<b>营业成本</b>	25	71	120	193
销售费用	1	1	3	5
管理费用	160	170	210	257
研发费用	466	426	450	451
财务费用	(10)	(30)	(19)	(10)
<b>除税前溢利</b>	(798)	(497)	(393)	(162)
所得税	0	0	0	0
<b>净利润</b>	(798)	(498)	(393)	(162)
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	(798)	(498)	(393)	(162)
EBIT	(611.84)	(526.79)	(412.04)	(172.00)
EBITDA	(611.84)	(517.55)	(404.00)	(165.06)
EPS (元)	(1.40)	(0.87)	(0.69)	(0.28)

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	—	260.35%	110.94%	114.80%
归属母公司净利润	/	/	/	/
<b>获利能力</b>				
毛利率	37.41%	50.00%	60.00%	70.00%
销售净利率	-2024.43%	-350.35%	-131.24%	-25.23%
ROE	-75.53%	-89.05%	-237.39%	-4951.13%
ROIC	-53.42%	-85.31%	-211.72%	-531.11%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.84%	54.18%	80.53%	99.55%
净负债比率	-131.53%	-173.10%	-364.87%	-13755.40%
流动比率	6.02	4.01	2.66	2.34
速动比率	5.93	3.93	2.55	2.19
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.02	0.10	0.29	0.82
应收账款周转率	8.99	12.00	15.00	20.00
应付账款周转率	—	30.00	20.00	25.00
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	(1.40)	(0.87)	(0.69)	(0.28)
每股经营现金流	0.00	(0.83)	(0.72)	(0.35)
每股净资产	1.85	0.98	0.29	0.01
<b>估值比率</b>				
P/E	/	/	/	/
P/B	4.98	13.11	44.23	2234.34
EV/EBITDA	(6.33)	(12.29)	(16.64)	(41.67)

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	0	(476)	(412)	(202)
净利润	(798)	(498)	(393)	(162)
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	0	9	8	7
营运资金变动及其他	798	12	(26)	(47)
<b>投资活动现金流</b>	0	62	55	55
资本支出	0	5	5	5
其他投资	0	57	50	50
<b>筹资活动现金流</b>	0	(37)	(37)	(6)
借款增加	87	(30)	(30)	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	(7)	(7)	(6)
其他	(87)	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	0	(452)	(393)	(153)

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>