

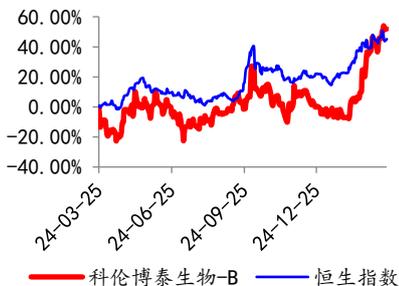
## Sac-TMT 商业化初见成效，多款 FIC ADC 进入临床

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-3-27

收盘价（港元）	288.0
近 12 月最高/最低（港元）	290.0/120.2
总股本（百万股）	227
流通 H 股（百万股）	131
流通股比例（%）	57.7%
总市值（亿港元）	654.53
流通市值（亿港元）	378.52

### 公司价格与恒生指数走势比较



### 分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

### 联系人：任婉莹

执业证书号：S0010123060034

邮箱：renwanying@hazq.com

### 相关报告

- 【华安医药】科伦博泰（6990.HK）公司深度：靶向化疗新 ADC 王者，领衔新一代 Biopharma 2023-9-14
- 【华安医药】公司点评科伦博泰（6990.HK）：ADC 平台效应持续，即将迈入商业化新纪元 2024-8-26

### 主要观点：

#### ● 事件

2025 年 3 月 24 日，科伦博泰生物发布 2024 年年度业绩公告，公司实现营收 19.33 亿元，同比+25.48%；归母净利润-2.67 亿元，同比减亏 48.92%，剔除股权激励影响经调整后净利润-1.18 亿元，同比减亏 73.70%。截至报告期末，公司现金及现金等价物 13.36 亿元，同比-12.62%。

#### ● 点评

##### ✓ 费用率继续下降，销售研发精准投入

报告期内研发费用率 62.40%，同比-4.52 pct；销售费用率 9.45%，同比+8.18 pct，销售费用率提高是由于 2024 年三款产品首次产品商业化，销售架构建设导致销售费用大幅提高所致；管理费用率 70.84%，同比-7.89 pct；财务费用率 0.20%，同比-5.27 pct。2024 年研发投入总额为 12.06 亿元，同比+16.97%，多项临床前项目推进至临床后期阶段，多款 ADC 等项目进入临床阶段，经营收入支持公司持续性研发投入，公司整体经营状况良好。

##### ✓ sac-TMT 商业化之初告捷，快速推进进院及处方

公司核心产品 sac-TMT 芦康沙妥珠单抗（SKB264）在 2024 年 11 月，获 NMPA 批准于中国上市，用于治疗既往至少接受过 2 种系统治疗的不可切除的局部晚期或转移性 TNBC，成为国内首个获得完全批准上市的具有全球知识产权的国产 ADC；后在 2025 年 3 月，sac-TMT 获 NMPA 批准用于治疗经 EGFR-TKI 和含铂化疗后进展的局部晚期或转移性 EGFR 突变型 NSCLC，成为全球首款在肺癌领域获批上市的 TROP2 ADC 药物，意义深厚。上市后，sac-TMT 迅速开出首张处方，惠及广大 TNBC 患者。

同时公司积极推进 sac-TMT 的前线适应症拓展。肺癌方面，其用于二线 EGFR 突变型 NSCLC 的 NDA 申请已获得 CDE 受理，并纳入优先审批程序；其一线联合奥希替尼的 EGFR 突变 NSCLC 三期注册临床试验进行中。乳腺癌方面，二线 HR+/HER2- BC 的三期注册研究进行中，一线 PD-L1 阴性的 TNBC 治疗已启动三期注册临床试验，并获得了 NMPA 突破性疗法认定。

##### ✓ 多款全新 ADC 进入临床，多款 FIC 潜力新型药物

报告期内，公司的 SKB315（CLDN18.2 ADC）正在进行 1b 期临床试验；SKB410/MK-3120（Nectin4 ADC）由合作方 MSD 已启动全球 1/2 期临床试验；SKB571/MK-2750 为全新的双抗 ADC，目前正在开展实体瘤的 1 期临床试验；另外 SKB518、SKB535/MK-6204 及 SKB445 均为具有潜在 FIC 靶点的新型 ADC 药物，均在 1 期临床阶段；公司首款 RDC 药物 SKB107 靶向肿瘤骨转移的 IND 已在 3 月 25 日获得 NMPA 批准。公司储备管线丰富，新型差异化 payload-linker 设计有望赋能公司新一代 ADC 管线。

● **投资建议**

考虑到 sac-TMT 上市后销售情况可能高于原预测、预计费用投入变化,我们调整收入预测,预计公司 2025~2027 年营业收入分别为 20.33 亿元、31.47 亿元、28.33 亿元(2025-2026 年原值为 19.93 亿元、22.61 亿元),分别同比增长 5%、55%、-10%;归母净利润分别为-3.75 亿元、0.47 亿元、-1.70 亿元(2025-2026 年原值为 0.05 亿元、-0.68 亿元),同比增长-41%、113%、-458%。看好公司作为平台型 ADC 创新药企的持续孵化能力,联袂跨国药企的全球化成长潜力,维持“买入”评级。

● **风险提示**

新药研发失败风险;审批准入不及预期风险;行业政策风险;成本上升风险;新产品放量速度低于预期风险

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1933	2033	3147	2833
收入同比 (%)	25%	5%	55%	-10%
归属母公司净利润	-267	-375	47	-170
净利润同比 (%)	54%	-41%	113%	-458%
毛利率 (%)	65.89%	60.20%	61.40%	62.80%
ROE (%)	-8.06%	-12.69%	1.57%	-5.89%
每股收益 (元)	-1.20	-1.65	0.21	-0.75
P/E	-125.20	-145.22	1,150.11	-321.43
P/B	10.32	18.43	18.01	18.93
EV/EBITDA	-236.45	-167.08	776.15	-417.94

资料来源: Wind, 华安证券研究所



## 分析师简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，所长助理，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人：任婉莹，研究助理，负责创新药及制剂。武汉大学药理学本科，香港大学药理硕士，6 年心血管药理科研经历，曾任医药行业一级投资经理及产业 BD 战略经理。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。