

2025年04月01日

商业化多点开花，核素偶联药物获批临床

科伦博泰生物-B (6990. HK)

事件：

根据公司公告，截至2024年12月31日止年度，公司收入19.33亿元人民币，同比增长25.5%；年度亏损2.67亿元，上年同期亏损5.74亿元；调整后年度亏损1.18亿元，上年同期亏损4.5亿元。同时，根据公告公司已于2025年3月25日收到NMPA批准SKB107新药临床试验申请的临床试验通知书。SKB107是由公司及西南医大附属医院核医学科共同开发的，以小分子作为靶向配体，搭配适宜的连接技术、螯合剂和治疗用放射性同位素而组成的新型RDC药物，拟用于治疗晚期实体瘤骨转移。

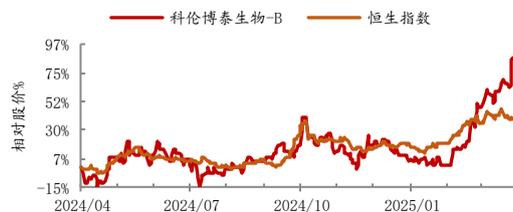
点评：

多款产品获批上市，后续管线充裕，核素偶联药物已启动临床。根据公司公告，截至报告期末公司拥有11项ADC及新型偶联药物资产处于临床或以上阶段，其中：核心产品SKB264芦康沙妥珠单抗于2024年11月获批2线及以上TNBC适应症，2025年3月获批3L EGFRm NSCLC适应症，2L EGFRm NSCLC目前处于NDA阶段。此外SKB264针对2L+局部晚期或转移性HR+/HER2-BC 3期关键临床正在进行中，公司也在积极探索SKB264作为单药疗法及联合其他疗法用于治疗其他实体瘤的可能性，包括GC、EC、CC、OC、UC、CRPC及HNSCC，探索SKB264产品更大市场潜力。报告期内公司其他肿瘤产品1) 靶向PD-L1塔戈利单抗亦获批用于治疗后线复发或转移性鼻咽癌患者，2) 西妥昔单抗(达泰莱®) 获批一线治疗RAS野生型转移性结直肠癌，2025年公司迈入商业化新征程。后续管线方面，博度曲妥珠单抗(HER2 ADC) 已处于NDA阶段；RET抑制剂A400 1L及2L+RET+NSCLC处于注册II/III期，根据公告RDC项目SKB107已进入临床阶段，有望填充未来公司肿瘤领域市场。

海外关键临床进展顺利，关注多款早期FIC潜力新型药物。截至报告期末，默沙东正在推进12项针对SKB264用于多种类型癌症(包括BC、LC、妇科癌症及GI癌症)的全球多中心3期临床研究，SKB264/MK-2870相关临床数据已陆续亮相多场国际会议(ASCO\ESMO\AACR等)，获得国际认可。公司另6款ADC处于临床1期研发阶段，除SKB107之外包括：SKB315(靶向

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格(港元)：	
最新收盘价(港元)：	308
股票代码：	6990
52周最高价/最低价(港元)：	313.0/120.2
总市值(亿港元)：	699.99
自由流通市值(亿港元)：	404.81
自由流通股数(百万)：	131.43



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110002
联系电话：

相关研究

- 【华西医药】科伦博泰生物(6990.HK)：首款TROP2 ADC获批上市，迈入商业化新征程
2025.01.15

CLDN18.2), SKB410 (Nectin-4), SKB518 (潜在 FIC 靶点新型 ADC 药物), SKB571 (双抗 ADC), SKB500 (采用差异化有效载荷—连接策略的新型 ADC 药物), 多款潜力产品充盈公司管线, 彰显研发实力。

投资建议

考虑到公司产品销售放量节奏, 以及看好公司强大的靶点研发实力、临床执行力及商业化推进能力, 调整前期盈利预期: 即我们预测公司 2025-2027 年收入为 21.75/29.12/38.91 亿元 (前值 2025-2026 年收入为 18.95/28.89 亿元), 分别同比增长 12.52%、33.89%、33.62%; 归母净利润为-5.15/-1.25/5.40 亿元, (前值 2025-2026 年分别为-5.39/-1.21 亿元), EPS 分别为-2.27/-0.55/2.33 元 (前值 2025-2026 年分别为-2.37/-0.53 元), 对应 2025 年 4 月 1 日的 308 港元/股收盘价, 假设人民币兑换港币汇率为 1.08, 折合人民币 285.2 元, PE 分别为-126/-518/132, 考虑到公司业绩有较大增长空间, 维持“买入”评级。

风险提示

研发不及预期, 市场竞争加剧, 技术升级及产品迭代风险; 商业化推广不及预期, 导致药品销售不及预期风险; 海外推进不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1540.49	1933.05	2174.98	2912.11	4091.23
YoY (%)	91.62%	25.48%	12.52%	33.89%	40.49%
归母净利润(百万元)	-574.13	-266.77	-515.01	-125.21	529.32
YoY (%)	6.81%	53.54%	-93.06%	75.69%	522.73%
毛利率 (%)	49.28%	65.89%	67.82%	74.93%	81.42%
每股收益 (元)	-2.84	-1.20	-2.27	-0.55	2.33
ROE (%)	-0.25	-0.08	-0.18	-0.05	0.16
市盈率	-36.23	-136.08	-135.92	-559.03	132.24

资料来源: wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1933.05	2174.98	2912.11	4091.23	净利润	-266.77	-515.01	-125.21	529.32
YoY (%)	25.48%	12.52%	33.89%	40.49%	折旧和摊销	0.00	50.00	55.00	60.00
营业成本	659.39	700.00	730.00	760.00	营运资金变动	0.00	175.21	-149.66	-402.61
营业税金及附加					经营活动现金流	-429.77	-285.68	-196.93	211.26
销售费用	182.72	174.00	203.85	286.39	资本开支	-81.12	-5.00	-9.00	-12.00
管理费用	163.31	174.00	174.73	204.56	投资	-740.92	200.00	200.00	200.00
财务费用	3.80	-25.10	-30.42	45.00	投资活动现金流	-822.01	205.87	205.56	208.46
资产减值损失					股权募资	1094.11	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	-54.60	1000.00	500.00	0.00
营业利润	-278.50	-483.81	-149.33	587.65	筹资活动现金流	1037.22	985.00	462.50	-45.00
营业外收支					现金净流量	-192.27	927.48	493.41	397.00
利润总额	-142.55	-447.84	-104.35	563.11	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	124.22	67.18	20.87	33.79	成长能力				
净利润	-266.77	-515.01	-125.21	529.32	营业收入增长率	25.48%	12.52%	33.89%	40.49%
归属于母公司净利润	-266.77	-515.01	-125.21	529.32	净利润增长率	53.54%	-93.06%	75.69%	522.73%
YoY (%)	53.54%	-93.06%	75.69%	522.73%	盈利能力				
每股收益 (元)	-1.20	-2.27	-0.55	2.33	毛利率	65.89%	67.82%	74.93%	81.42%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率率	-13.80%	-23.68%	-4.30%	12.94%
货币资金	1336.50	2263.99	2757.40	3154.40	总资产收益率 ROA	-6.25%	-10.78%	-2.38%	9.23%
预付款项					净资产收益率 ROE	-8.06%	-18.29%	-4.62%	16.21%
存货	110.51	3.89	22.31	105.56	偿债能力				
其他流动资产	6.85	21.75	29.12	40.91	流动比率	4.31	2.23	1.91	2.20
流动资产合计	3492.81	4045.46	4571.47	5101.40	速动比率	4.17	2.22	1.89	2.13
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	1.65	1.25	1.15	1.36
固定资产	594.82	564.82	534.82	501.82	资产负债率	22.48%	41.04%	48.38%	43.10%
无形资产	165.86	150.86	134.86	119.86	经营效率				
非流动资产合计	775.20	730.20	684.20	636.20	总资产周转率	0.50	0.48	0.58	0.74
资产合计	4268.00	4775.66	5255.67	5737.59	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	1000.00	1500.00	1500.00	每股收益	-1.20	-2.27	-0.55	2.33
应付账款及票据	282.50	155.56	162.22	168.89	每股净资产	14.56	12.39	11.94	14.36
其他流动负债	521.89	652.49	728.03	613.68	每股经营现金流	-1.89	-1.26	-0.87	0.93
流动负债合计	809.84	1810.22	2393.16	2323.49	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	149.50	149.50	149.50	149.50	PE	-136.08	-135.92	-559.03	132.24
非流动负债合计	149.50	149.50	149.50	149.50	PB	11.22	24.86	25.80	21.44
负债合计	959.34	1959.72	2542.66	2472.99					
股本	227.27	227.27	227.27	227.27					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	3308.66	2815.93	2713.00	3264.61					
负债和股东权益合计	4268.00	4775.66	5255.67	5737.59					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。