

2025 年 08 月 15 日

证券研究报告•2025 半年报点评

科济药业-B (2171.HK) 医疗保健

当前价: 22.70 港元

目标价: ——港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

CT041 递交上市申请，通用型 CAR-T 布局日臻完善

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 半年度报告，实现收入 5100 万元，净亏损为 0.75 亿元，较 2024 年 3.5 亿元减少 2.8 亿元。截至 2025 年 6 月 30 日，现金及银行结余为 12.6 亿元。
- **赛恺泽®**2025 年上半年累计从华东医药获得 **111 份订单**。赛恺泽（泽沃基奥仑赛注射液，CT053）于 2024 年 2 月 23 日获国家药监局批准上市，用于治疗复发或难治性多发性骨髓瘤成人患者，既往经过至少 3 线治疗后进展（至少使用过一种蛋白酶体抑制剂及免疫调节剂）。2025 年上半年，赛恺泽®完成认证及备案的医疗机构覆盖全国 20 多个省市，共计从华东医药获得 **111 份订单**。随着营销活动持续进行及保险覆盖范围扩大，赛恺泽®的销售收益有望加速增长。
- **CT041 递交上市申请，纳入优先审批并获 BTB 认定。**舒瑞基奥仑赛注射液（CT041）是公司旗下一款潜在全球同类首创的、靶向 CLDN 18.2 的自体 CAR-T 候选产品。2025 年 6 月，CDE 已受理 CT041 的新药上市申请，用于治疗 Claudin18.2 表达阳性、至少二线治疗失败的晚期胃/食管胃结合部腺癌。2025 年 5 月，CT041 获 CDE 纳入优先审评并于 2025 年 3 月获授予突破性药物品种认定（BTB）。
- **通用型 CAR-T 产品布局愈发完善。**公司利用专有 THANK-uCAR®平台推进差异化的通用型 CAR-T 细胞产品。新研发的 THANK-u Plus™ 平台为 THANK-uCAR®的升级版，有望克服 NKG2A 表达水平对疗效的影响。利用 THANK-u Plus™平台治疗 R/R MM 或 R/R PCL 的靶向 BCMA 产品 CT0596 的初步数据于 2025 年发布。此外，多款通用型 CAR-T 产品正在开发中，包括 CT0596、KJ-C2219、KJ-C2320、KJ-C2114、KJ-C2526 等。
- **盈利预测:** 随着 CT053 和 CT041 获批上市，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 1.3、3.4 和 6.4 亿元。
- **风险提示:** 研发进展不及预期风险、核心品种商业化进展不及预期风险、政策风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	39.43	131.42	343.71	642.73
增长率	-	233.33%	161.54%	87.00%
归属母公司净利润（百万元）	-798.13	-344.24	-221.40	-51.03
增长率	-6.73%	56.87%	35.68%	76.95%
每股收益 EPS（元）	-1.39	-0.60	-0.38	-0.09
净资产收益率 ROE	-75.53%	-48.32%	-45.09%	-11.60%
PE	-	-	-	-

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：汤泰萌
执业证号：S1250522120001
电话：021-68416017
邮箱：ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	2.59-24.85
3 个月平均成交量(百万)	3.02
流通股数(亿)	5.76
市值(亿)	132.48

相关研究

1. 科济药业 (2171.HK): 通用型 CAR-T 日臻成熟，CT041 计划提交 NDA (2025-03-20)
2. 科济药业 (2171.HK): 赛恺泽上市，CT041 计划 2025 年上半年提交 NDA (2024-08-30)

盈利预测

关键假设：

假设 1：CAR-T 药物由于价格较高，渗透率较低，我们参考 BCMA CAR-T 在美国的渗透率，假设 2025-2027 年 CAR-T 药物在末线多发性骨髓瘤渗透率分别为 1%、1.6% 和 2.2%，CT053 治疗多发性骨髓瘤 2025-2027 年市占率为 15%、16% 和 18%，我们预计对应 2025-2027 年收入为 1.3、2.4 和 3.9 亿元。

假设 2：由于医生尚无 CAR-T 药物用于实体瘤的经验，因此 CAR-T 药物在实体瘤的渗透率预计呈现缓慢爬升的态势。假设 CT041 末线胃癌适应症于 2026 年在中国获批上市，2026-2027 年 CAR-T 药物在末线胃癌渗透率分别为 0.05% 和 0.1%，假设 CT041 在 2026-2027 年的市占率为 100% 和 100%，我们预计对应 2026-2027 年收入 1 和 2.5 亿元。

随着 CT053 和 CT041 的逐步落地，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 1.3、3.4 和 6.4 亿元。

表：公司收入预测（亿元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计	0.39	1.3	3.4	6.4
CT053	0.39	1.3	2.4	3.9
CT041			1	2.5

数据来源：wind，西南证券

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1479.06	1338.06	1468.68	1516.03	营业额	39.43	131.42	343.71	642.73
应收账款	8.77	21.60	37.67	52.83	销售成本	24.68	55.19	140.92	257.09
预付款项、税金及其他应收款项	30.00	108.01	235.42	352.18	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	0.88	1.31	3.44	6.43
存货	6.93	15.12	30.89	49.31	研发及管理费用	625.71	341.68	343.71	353.50
其他流动资产	5.53	18.43	48.19	90.12	财务费用	-10.41	-1.15	-1.57	-1.88
流动资产总计	1530.28	1501.23	1820.84	2060.47	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	106.75	90.02	73.30	56.58	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	-601.43	-265.63	-142.78	27.59
无形资产	20.14	16.79	13.43	10.07	其他非经营损益	-196.35	-78.62	-78.62	-78.62
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	-797.79	-344.24	-221.40	-51.03
其他非流动资产	15.87	15.87	15.87	15.87	所得税	0.35	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	142.76	122.68	102.60	82.52	税后利润	-798.13	-344.24	-221.40	-51.03
资产总计	1673.03	1623.90	1923.44	2142.98	归属于非控股股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司股东利润	-798.13	-344.24	-221.40	-51.03
其他流动负债	233.72	549.12	1070.06	1340.63	EBITDA	-728.64	-325.31	-202.89	-32.83
流动负债合计	254.01	549.12	1070.06	1340.63	NOPLAT	-612.18	-266.78	-144.36	25.71
长期借款	68.85	68.85	68.85	68.85	EPS(元)	-1.39	-0.60	-0.38	-0.09
其他非流动负债	293.47	293.47	293.47	293.47					
非流动负债合计	362.32	362.32	362.32	362.32	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	616.33	911.44	1432.38	1702.95	成长能力				
股本	0.001	0.001	0.001	0.001	营收额增长率	-	233.33%	161.54%	87.00%
留存收益	0.00	-344.24	-565.65	-616.67	EBIT 增长率	-5.28%	57.26%	35.44%	76.27%
归属于母公司股东权益	1056.71	712.46	491.06	440.03	EBITDA 增长率	-7.11%	55.35%	37.63%	83.82%
归属于非控股股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	税后利润增长率	-6.73%	56.87%	35.68%	76.95%
权益合计	1056.71	712.46	491.06	440.03	盈利能力				
负债和权益合计	1673.03	1623.90	1923.44	2142.98	毛利率	37.41%	58.00%	59.00%	60.00%
					净利率	-2024.4%	-261.95%	-64.42%	-7.94%
					ROE	-75.53%	-48.32%	-45.09%	-11.60%
					ROA	-47.71%	-21.20%	-11.51%	-2.38%
					ROIC	1344.57%	80.63%	26.30%	-2.89%
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	估值倍数				
税后经营利润	-601.69	-265.63	-142.78	27.59	P/E	-14.93	-34.60	-53.80	-233.46
折旧与摊销	79.56	20.08	20.08	20.08	P/S	302.15	90.65	34.66	18.53
财务费用	-10.41	-1.15	-1.57	-1.88	P/B	11.27	16.72	24.26	27.07
其他经营资金	122.85	203.45	331.94	78.29	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性现金净流量	-409.69	-43.24	207.67	124.08	EV/EBIT	1.72	3.65	6.19	26.62
投资性现金净流量	12.52	-78.62	-78.62	-78.62	EV/EBITDA	1.90	3.88	6.80	42.91
筹资性现金净流量	18.46	-19.14	1.57	1.88	EV/NOPLAT	2.27	4.73	9.55	-54.79
现金流量净额	-378.71	-141.00	130.62	47.35					

数据来源：公司公告，西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn