

科伦博泰生物-B (06990. HK)

优于大市

sac-TMT 商业化销售快速放量，全球 3 期临床全面推进

核心观点

sac-TMT 国内获批上市，全球 3 期临床快速推进中。科伦博泰的核心产品 sac-TMT 的第一和第二个适应症（TNBC 3L 和 EGFRm NSCLC 3L）分别在 24 年底和 25 年初获批上市，成为首个获批肺癌适应症的 TROP2 ADC。EGFRm NSCLC 2L 适应症的上市申请已经获得受理，预计将在今年获批上市，EGFRm NSCLC 1L、驱动基因阴性 NSCLC 1L、TNBC 1L 等适应症正在进行 3 期临床。合作伙伴默沙东已经开启了 14 项 sac-TMT 的全球多中心 3 期临床，涵盖了肺癌、乳腺癌、妇科肿瘤等多适应症。

后续管线顺利推进。公司在 ADC 领域积累了丰富的在研管线梯队：SKB571/MK-2750 是一款正在与默沙东合作的新型双抗 ADC，主要靶向 LC 和 CRC 等实体瘤，2 期临床即将在中国启动。SKB518、SKB535、SKB445 是潜在 FIC 的 ADC，正在中国进行临床。差异化 payload-linker 策略的 SKB500、SKB501，以及 RDC 药物 SKB107 的临床也顺利推进。

商业化销售快速放量，sac-TMT 有望进入医保。科伦博泰 2025H1 营收为 9.50 亿元（-31.3%），其中商业化销售约 3.10 亿元，主要由 sac-TMT 贡献。sac-TMT 将于今年参加医保谈判，有望在进入医保后快速放量。公司上半年销售费用 1.79 亿元，亏损 1.45 亿元（上年同期盈利 3.10 亿元）。截至 6 月底，公司的现金及金融资产达 45.3 亿元。

投资建议：公司上半年的销售符合预期，我们维持公司的盈利预测，预计 2025-27 年公司营收 19.41/29.28/47.67 亿元，归母净利润 -7.21/-3.02/4.75 亿元。公司的核心产品 sac-TMT 商业化快速放量，合作伙伴默沙东快速推进全球 3 期临床，维持“优于大市”评级。

风险提示：商业化进度不及预期，创新药研发进度不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,540	1,933	1,941	2,928	4,767
(+/-%)	91.6%	25.5%	0.4%	50.9%	62.8%
净利润(百万元)	-574	-267	-721	-302	475
(+/-%)	--	--	--	--	-257.2%
每股收益(元)	-2.53	-1.17	-3.17	-1.33	2.09
EBIT Margin	-30.7%	-14.4%	-43.5%	-14.3%	8.6%
净资产收益率(ROE)	-24.6%	-8.1%	-18.9%	-8.6%	11.9%
市盈率(PE)	-112.5	-242.2	-89.6	-213.8	136.0
EV/EBITDA	-147.5	-249.9	-93.1	-199.6	160.6
市净率(PB)	27.73	19.53	16.89	18.34	16.16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

医药生物 · 生物制品

证券分析师：陈曦炳 0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

证券分析师：彭思宇 0755-81982723
cnpengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

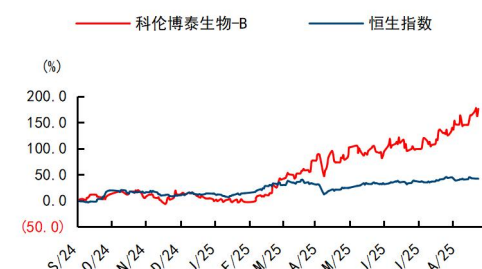
证券分析师：陈益凌

021-60933167
chenyiling@guosen.com.cn
S0980519010002

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 453.80 港元
总市值/流通市值 105820/73865 百万港元
52 周最高价/最低价 476.20/152.00 港元
近 3 个月日均成交额 315.76 百万港元

市场走势



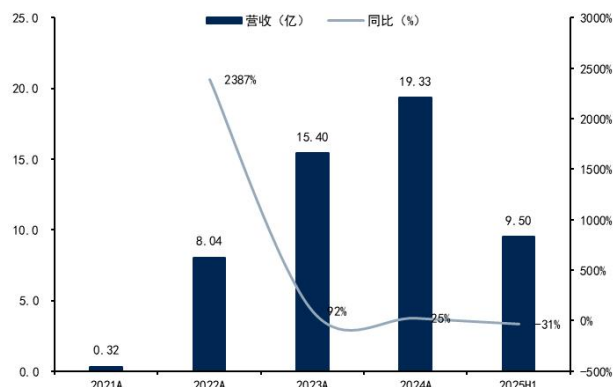
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《科伦博泰生物-B (06990. HK) -sac-TMT 获批上市，全球 3 期临床全面推进》——2025-04-13
《科伦博泰生物-B (06990. HK) -SKB264 全球临床取得积极进展，早期管线向前推进》——2024-08-22
《科伦博泰生物-B (06990. HK) -SKB264 国际化加速推进，国内产品即将进入商业化》——2024-04-01
《科伦博泰生物-B (06990. HK) -SKB264 关键临床顺利推进，看好产品国际化潜力》——2023-08-30

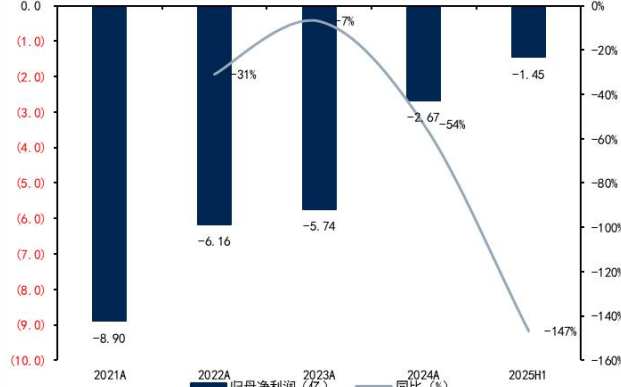
商业化销售快速放量，sac-TMT 有望进入医保。科伦博泰 2025H1 营收为 9.50 亿元（-31.3%），其中商业化销售约 3.10 亿元，主要由 sac-TMT 贡献。sac-TMT 将于今年参加医保谈判，有望在进入医保后快速放量。公司上半年销售费用 1.79 亿元，亏损 1.45 亿元（上年同期盈利 3.10 亿元）。截至 6 月底，公司的现金及金融资产达 45.3 亿元。

图1：科伦博泰营业收入及增速（单位：亿元、%）



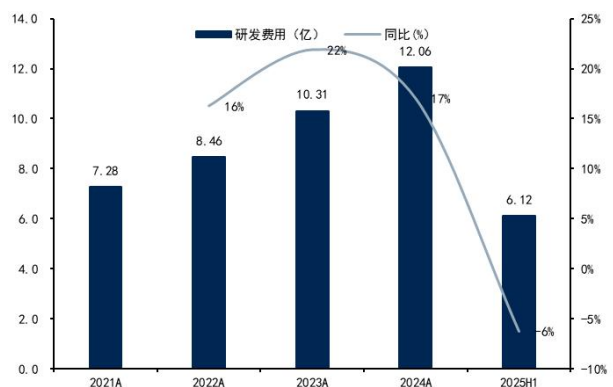
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：科伦博泰归母净利润及增速（单位：亿元、%）



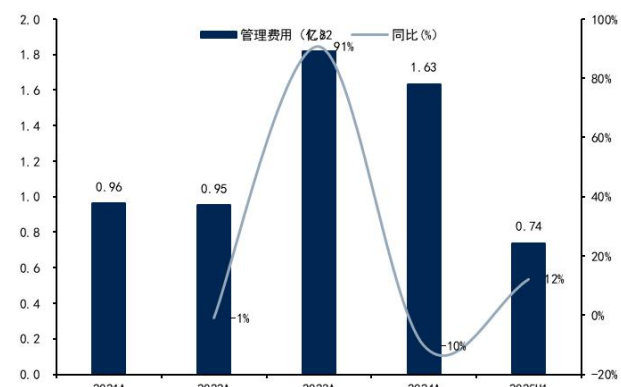
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：科伦博泰研发费用及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：科伦博泰销售费用及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

sac-TMT 国内获批上市，全球 3 期临床快速推进中。科伦博泰的核心产品 sac-TMT 的第一和第二个适应症（TNBC 3L 和 EGFRm NSCLC 3L）分别在 24 年底和 25 年初获批上市，成为首个获批肺癌适应症的 TROP2 ADC。EGFRm NSCLC 2L 适应症的上市申请已经获得受理，预计将在今年获批上市，EGFRm NSCLC 1L、驱动基因阴性 NSCLC 1L、TNBC 1L 等适应症正在进行 3 期临床。合作伙伴默沙东已经开启了 14 项 sac-TMT 的全球多中心 3 期临床，涵盖了肺癌、乳腺癌、妇科肿瘤等多适应症。

后续管线顺利推进。公司在 ADC 领域积累了丰富的在研管线梯队：SKB571/MK-2750 是一款正在与默沙东合作的新型双抗 ADC，主要靶向 LC 和 CRC 等实体瘤，2 期临床即将在中国启动。SKB518、SKB535、SKB445 是潜在 FIC 的 ADC，正在中国进行临床。差异化 payload-linker 策略的 SKB500、SKB501，以及 RDC 药物 SKB107 的临床也顺利推进。

投资建议：公司上半年的销售符合预期，我们维持公司的盈利预测，预计 2025-27 年公司营收 19.41/29.28/47.67 亿元，归母净利润-7.21/-3.02/4.75 亿元。公司的核心产品 sac-TMT 商业化快速放量，合作伙伴默沙东快速推进全球 3 期临床，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1529	1337	6257	4572	6147	营业收入	1540	1933	1941	2928	4767
应收款项	216	307	266	401	653	营业成本	781	659	392	502	628
存货净额	63	111	77	100	127	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	40	7	19	29	48	销售费用	20	183	847	1149	1878
流动资产合计	2807	3493	8352	7182	9468	管理费用	1213	1369	1546	1697	1852
固定资产	608	595	653	708	758	财务费用	(39)	(4)	41	63	48
无形资产及其他	49	166	158	149	141	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	46	15	15	15	15	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(63)	132	50	54	58
资产总计	3510	4268	9177	8054	10382	营业利润	(497)	(143)	(836)	(430)	419
短期借款及交易性金融负债	0	0	3000	1500	2250	营业外净收支	30	0	115	127	121
应付款项	408	288	288	376	475	利润总额	(468)	(143)	(721)	(302)	540
其他流动负债	702	522	1915	2306	3010	所得税费用	106	124	0	0	65
流动负债合计	1110	810	5203	4182	5735	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(574)	(267)	(721)	(302)	475
其他长期负债	70	150	150	350	650						
长期负债合计	70	150	150	350	650	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1180	959	5353	4532	6385	净利润	(574)	(267)	(721)	(302)	475
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	2329	3309	3824	3522	3997	折旧摊销	0	0	50	54	58
负债和股东权益总计	3510	4268	9177	8054	10382	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(39)	(4)	41	63	48
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(226)	(294)	1455	510	807
每股收益	(2.53)	(1.17)	(3.17)	(1.33)	2.09	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(800)	(561)	784	261	1340
每股净资产	10.25	14.56	16.83	15.50	17.59	资本开支	0	13	(100)	(100)	(100)
ROIC	-58%	-18%	-75%	32%	-19%	其它投资现金流	(960)	(773)	0	(346)	(416)
ROE	-25%	-8%	-19%	-9%	12%	投资活动现金流	(960)	(760)	(100)	(446)	(516)
毛利率	49%	66%	80%	83%	87%	权益性融资	0	0	1237	0	0
EBIT Margin	-31%	-14%	-44%	-14%	9%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-31%	-14%	-41%	-13%	10%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	92%	25%	0%	51%	63%	其它融资现金流	3195	1129	3000	(1500)	750
净利润增长率	--	--	--	--	-257%	融资活动现金流	3195	1129	4237	(1500)	750
资产负债率	34%	22%	58%	56%	61%	现金净变动	1436	(192)	4921	(1685)	1574
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	93	1529	1337	6257	4572
P/E	(112.5)	(242.2)	(89.6)	(213.8)	136.0	货币资金的期末余额	1529	1337	6257	4572	6147
P/B	27.7	19.5	16.9	18.3	16.2	企业自由现金流	0	(803)	561	44	1124
EV/EBITDA	(148)	(250)	(93)	(200)	161	权益自由现金流	0	333	3519	(1519)	1832

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032