

科伦博泰生物-B

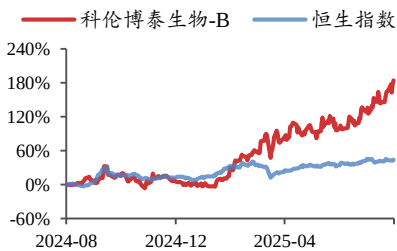
(06990.HK)

2025 年 08 月 23 日

投资评级：买入（维持）

日期	2025/8/22
当前股价(港元)	466.60
一年最高最低(港元)	476.20/152.00
总市值(亿港元)	1,088.05
流通市值(亿港元)	759.48
总股本(亿股)	2.33
流通港股(亿股)	1.63
近 3 个月换手率(%)	34.43

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司商业化开启，芦康沙妥珠单抗有望迎来强劲增长——公司信息更新报告》-2025.3.27

sac-TMT 商业化进展顺利,期待医保谈判后加速放量

——公司信息更新报告

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

余克清（分析师）

yukeqing@kysec.cn

证书编号：S0790525010002

聂媛媛（联系人）

nieyuanyuan@kysec.cn

证书编号：S0790124050002

● 核心产品商业化转型成果初显，2025H1 产品销售收入贡献强劲增长

2025H1 公司实现营收 9.50 亿元，同比下降 31.3%，主要由于 2024 年同期确认了较高的里程碑付款；归母净亏损 1.45 亿元，经调归母净亏损 0.69 亿元。2025H1 公司实现药品销售收入 3.098 亿元，其中芦康沙妥珠单抗（sac-TMT）的销售额占药品销售总额的 97.6%，商业化进展顺利。基于公司核心产品 SKB264 国内销售放量趋势明确，且国内外临床加速推进中，我们上调 2025 至 2027 年营业收入为 17.53/28.67/48.64 亿元（原预计为 16.90/24.96/41.01 亿元），对应 P/S 分别为 56.7/34.6/20.4 倍，维持“买入”评级。

● 芦康沙妥珠单抗商业化进展顺利，期待医保谈判后加速放量

2025H1 公司实现药品销售收入 3.098 亿元，其中芦康沙妥珠单抗（sac-TMT）的销售额占药品销售总额的 97.6%。2025H1 芦康沙妥珠单抗销售收入主要来自于二线三阴性乳腺癌和三线 EGFR 突变 NSCLC，二线 EGFR 突变 NSCLC 适应症有望即将在中国获批，有望为公司全年销售收入贡献更强劲增长。同时，芦康沙妥珠单抗两项已获批适应症将参与 2025 年医保谈判，期待 2026 年进入医保目录后加速放量。

● 2025H2 多项数据将于 ESMO 大会披露，多项潜在催化剂有望逐步兑现

公司将于 2025ESMO 大会披露多个产品的多项临床数据，其中包括芦康沙妥珠单抗 2L EGFR 突变 NSCLC 的 III 期数据和 SKB315 (CLDN18.2 ADC) 的 I 期数据。公司另一核心产品博度曲妥珠单抗(HER2 ADC)用于治疗 HER2+乳腺癌的 NDA 已于 2025 年 1 月获受理，有望在 2025H2 获批上市。公司预计将于 2025H2 提交下一代 RET 抑制剂 A400 的 NDA 申请。公司下一款重磅产品 SKB571/MK-2750（双抗 ADC）的 II 期临床即将在中国开启。

● **风险提示：** 药物临床研发失败、药物安全性风险、核心成员流失、行业竞争格局恶化、国际合作不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1540	1933	1753	2867	4864
YOY(%)	91.6	25.5	-9.3	63.5	69.7
净利润(百万元)	-522	-267	-667	-246	1049
YOY(%)	6.8	53.5	-150.1	63.2	527.1
毛利率(%)	49.3	65.9	75.0	78.0	82.0
净利率(%)	-37.3	-13.8	-38.1	-8.6	21.6
ROE(%)	-24.6	-24.6	-25.0	-10.1	29.9
EPS(摊薄/元)	-2.6	-1.2	-2.9	-1.1	4.5
P/S(倍)	60.6	50.1	56.7	34.6	20.4
P/B(倍)	40.1	29.3	37.3	40.7	28.3

数据来源：聚源、开源证券研究所（注：2025 年 8 月 22 日 HKD/RMB=0.91）

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2807	3493	3581	3648	5759
现金	2488	3069	3190	3073	4774
应收账款	216	307	291	444	789
存货	63	111	64	83	130
其他流动资产	40	7	36	48	66
非流动资产	702	775	839	923	881
固定资产及在建工程	608	595	647	693	658
无形资产及其他长期资产	94	180	191	231	223
资产总计	3510	4268	4420	4571	6640
流动负债	1110	810	1607	1981	2978
短期借款	0	0	502	502	669
应付账款	404	282	311	348	493
其他流动负债	702	522	789	1123	1802
非流动负债	70	150	150	150	150
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	70	150	150	150	150
负债合计	1180	959	1756	2131	3128
股本	219	227	233	233	233
储备	2105	3072	2422	2198	3269
归母所有者权益	2329	3309	2664	2441	3512
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	3510	4268	4420	4571	6640

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	60	-430	-298	-6	1520
税前利润	-574	-267	-667	-246	1049
折旧和摊销	75	0	38	41	42
营运资本变动	276	0	327	191	420
其他	283	-163	4	8	9
投资活动现金流	-1025	-822	-679	-896	-707
资本开支	-82	-81	-139	-126	0
其他	-943	-741	-540	-770	-707
融资活动现金流	2382	1037	498	-8	159
股权融资	2853	1094	0	0	0
银行借款	-461	-55	502	0	167
其他	-10	-2	0	0	0
汇率变动对现金的影响	19	22	22	22	22
现金净增加额	1436	-192	-456	-887	994
期末现金总额	1529	1337	880	-7	987

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1540	1933	1753	2867	4864
营业成本	781	659	438	631	875
营业费用	20	183	603	874	1005
管理费用	182	163	163	171	180
其他收入/费用	1031	1206	1351	1486	1560
营业利润	-474	-279	-802	-295	1243
净财务收入/费用	39	4	-18	-7	9
其他利润	0	0	0	0	0
除税前利润	-468	-143	-785	-289	1234
所得税	106	124	-118	-43	185
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-522	-267	-667	-246	1049
EBITDA	-353	-139	-765	-254	1285
扣非后净利润	-522	-267	-667	-246	1049
EPS(元)	(2.62)	(1.17)	(2.86)	(1.05)	4.50

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	91.6	25.5	-9.3	63.5	69.7
营业利润(%)	14.5	-41.3	188.1	-63.2	-520.6
归属于母公司净利润(%)	6.8	53.5	-150.1	63.2	527.1
获利能力					
毛利率(%)	49.3	65.9	75.0	78.0	82.0
净利率(%)	-37.3	-13.8	-38.1	-8.6	21.6
ROE(%)	-24.6	-24.6	-25.0	-10.1	29.9
ROIC(%)	-22.6	-22.6	-21.5	-8.5	25.3
偿债能力					
资产负债率(%)	33.6	22.5	39.7	46.6	47.1
净负债比率(%)	-65.6	-40.4	-14.2	20.8	-9.1
流动比率	2.5	4.3	2.2	1.8	1.9
速动比率	2.4	4.2	2.2	1.8	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.4	0.6	0.9
应收账款周转率	5.8	7.2	4.8	5.0	11.4
应付账款周转率	2.1	1.9	1.5	1.9	2.1
存货周转率	13.5	7.6	5.0	8.6	8.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-2.6	-1.2	-2.9	-1.1	4.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	-1.9	-1.3	-0.0	6.5
每股净资产(最新摊薄)	10.6	14.6	11.4	10.5	15.1
估值比率					
P/S	60.6	50.1	56.7	34.6	20.4
P/B	40.1	29.3	37.3	40.7	28.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn