

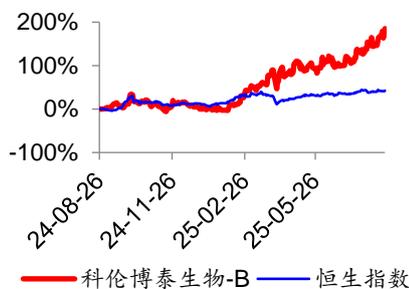
## 半年销售增长迅猛，pharma 之势渐成

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-8-24

收盘价（港元）	466.66
近 12 月最高/最低（港元）	476.2/152
总股本（百万股）	33 2
流通 H 股（百万股）	163
流通股比例（%）	69.9%
总市值（亿港元）	1088.05
流通市值（亿港元）	759.48

### 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

### 分析师：任婉莹

执业证书号：S0010525060003  
邮箱：renwanying@hazq.com

### 相关报告

1. 【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
2. 【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
3. 【华安医药】公司点评科伦博泰（6990.HK）：Sac-TMT 商业化初见成效，多款 FIC ADC 进入临床 2025-3-28

### 主要观点：

#### ● 事件

2025 年 8 月 18 日，科伦博泰生物发布 2025 年半年报，公司实现营业收入 9.50 亿元，同比-31.27%；归母净利润-1.45 亿元，同比-146.80%，报告期末，公司现金及现金等价物 31.03 亿元，同比+45.68%。

#### ● 点评

##### ✓ 商业化步入正轨，各项费用率趋于正常化

报告期内，研发费用率 64.34%，同比+17.16 pct；销售费用率 18.83%，同比+15.85 pct；管理费用率 72.11%，同比+20.17 pct；财务费用率 0.32%，同比+0.14 pct。2025 年上半年，研发费用总额为 6.12 亿元，同比-0.06%，表观费用率有较大提高是去年同期公司收到大额里程碑付款，使同期费用率整体偏低所致。

##### ✓ 首批产品商业化，芦康沙妥珠单抗实现 3 亿销售额

上半年，首批中国商业化产品销售总额达 3.10 亿元，其中公司核心产品芦康沙妥珠单抗占 3.01 亿元。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 3L 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；2025 年 5 月，其用于治疗 2L+ HR+/HER2- 的乳腺癌 NDA 申请获批受理，并纳入优先审批程序；其联用 K 药的 2 项三期注册临床正在进行中，未来有望进一步提高芦康沙妥珠单抗销售额。

##### ✓ 多款全新 ADC 进入临床，多款 FIC 潜力新型药物

报告期内，公司其他 ADC 及新型偶联产品也在积极推进——

- SKB315 (CLDN18.2 ADC) 正在进行 1b 期临床试验，将在今年的 ESMO 会议上展示 1 期研究成果；
- 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，用于各种实体瘤，中国 2 期临床研究即将启动；
- 另外 SKB518、SKB535/MK-6204 及 SKB445 均为具有潜在 FIC 靶点的新型 ADC 药物，其中 SKB518 正在开展中国 2 期临床；
- 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

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，分别同比增长 5%、55%、-10%；归母净利润分别为-3.75

亿元、0.46 亿元、-1.71 亿元，同比增长-41%、112%、-470%。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	46	-171
净利润同比 (%)	54%	-41%	112%	-470%
毛利率 (%)	65.89%	60.20%	61.40%	62.80%
ROE (%)	-8.06%	-12.80%	1.56%	-6.12%
每股收益 (元)	-1.20	-1.61	0.20	-0.73
P/E	-125.20	-266.79	2162.75	-584.41
P/B	10.32	34.16	33.65	35.75
EV/EBITDA	-692.68	-309.81	1,441.74	-773.97

资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	3,493	3,391	3,949	3,640	<b>营业收入</b>	1,933	2,033	3,147	2,833
现金	1,337	1,033	1,183	768	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	61	43	78	67	<b>营业成本</b>	659	809	1,215	1,054
存货	111	112	180	153	销售费用	183	207	324	295
其他	1,985	2,202	2,508	2,652	管理费用	163	140	198	181
<b>非流动资产</b>	775	740	707	694	研发费用	1,206	1,387	1,588	1,668
固定资产	595	556	520	490	财务费用	4	-40	-36	-35
无形资产	129	130	133	151	<b>除税前溢利</b>	-143	-341	41	-156
其他	51	54	54	54	所得税	124	34	-5	16
<b>资产总计</b>	4,268	4,131	4,656	4,334	<b>净利润</b>	-267	-375	46	-171
<b>流动负债</b>	810	1,052	1,534	1,386	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利</b>	-267	-375	46	-171
应付账款及票据	291	378	557	486					
其他	519	674	977	899	EBIT	-139	-381	5	-191
<b>非流动负债</b>	150	148	148	148	EBITDA	-47	-320	69	-128
长期债务	0	0	0	0	EPS (元)	-1.20	-1.61	0.20	-0.73
其他	150	148	148	148					
<b>负债合计</b>	959	1,200	1,682	1,534					
普通股股本	227	227	227	227					
储备	3,072	2,694	2,738	2,564					
<b>归属母公司股东权益</b>	3,309	2,931	2,974	2,800					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>股东权益合计</b>	3,309	2,931	2,974	2,800					
负债和股东权益	4,268	4,131	4,656	4,334					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	-430	-222	160	-352
净利润	-267	-375		
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	91	61	63	63
营运资金变动及其他	-254	92	50	-244
<b>投资活动现金流</b>	-822	-79	-7	-60
资本支出	-81	-24	-31	-50
其他投资	-741	-55	24	-10
<b>筹资活动现金流</b>	1,037	0	0	0
借款增加	-55	0	0	0
普通股增加	1,094	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-2	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-192	-304	150	-415

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	25.48%	5.17%	54.79%	-9.98%
归属母公司净利	53.54%	-40.65%	112.34%	-
<b>获利能力</b>				
毛利率	65.89%	60.20%	61.40%	62.80%
销售净利率	-13.80%	-18.46%	1.47%	-6.05%
ROE	-8.06%	-12.80%	1.56%	-6.12%
ROIC	-7.85%	-14.31%	0.19%	-7.51%
<b>资产状况</b>				
资产负债率	22.48%	29.05%	36.12%	35.39%
净负债比率	-40.39%	-35.25%	-39.78%	-27.43%
流动比率	4.31	3.22	2.57	2.63
速动比率	4.17	3.10	2.44	2.50
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.50	0.48	0.72	0.63
应收账款周转率	62.24	39.11	52.12	39.30
应付账款周转率	1.90	2.42	2.60	2.02
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-1.20	-1.61	0.20	-0.73
每股经营现金流	-1.89	-0.95	0.68	-1.51
每股净资产	14.56	12.57	12.76	12.01
<b>估值比率</b>				
P/E	-125.20	-266.79	2,162.75	-584.41
P/B	10.32	34.16	33.65	35.75
EV/EBITDA	-692.68	-309.81	1,441.74	-773.97

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所测算

## 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。

分析师：任婉莹，分析师，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。