

2025 年 09 月 02 日

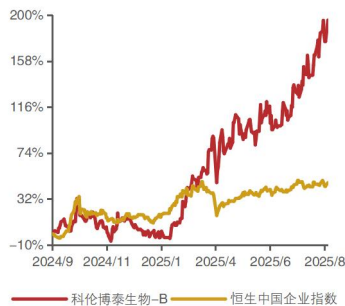
投资评级：买入（维持）

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 09 月 01 日

收盘价（港元）	486.00
一年内最高/最低（港元）	498.20/152.00
总市值（百万港元）	113,328.38
流通市值（百万港元）	79,106.21
资产负债率（%）	15.77

资料来源：聚源数据

科伦博泰生物-B (06990. HK)

——商业化势头可观，潜力管线稳步推进

投资要点：

- **事件：**科伦博泰生物发布 2025 年上半年业绩：上半年公司实现营业收入人民币 9.50 亿元，同比下降 31.3%；归母净利润亏损 1.45 亿元，调整后亏损 0.69 亿元。期内研发费用 6.12 亿元，同比下降 6.3%。截至 2025 年 6 月 30 日，公司现金及金融资产合计 45.28 亿元，较 2024 年末增长 47.2%；权益总额为 50.14 亿元，同比增长 51.6%。
- **各项费用保持在合理区间。**上半年公司营业收入 9.50 亿元，同比下降 31.3%；归母净利润亏损 1.45 亿元，调整后亏损 0.69 亿元。三费方面：上半年公司管理费用为 0.74 亿元，同比增长 12.16%；销售费用为 1.79 亿元，同比增长 334.80%；研发费用为 6.12 亿元，同比下降 6.25%。公司营业收入的同比下降主要是收入结构的变化，2024H1 的主要收入方式为授权及许可协议带来的收入，2025H1 主要收入中许可收入降低，但商业化业绩可观（sac-TMT 等产品销售收入等），合理的收入结构为公司持续发展奠定基础，销售费用的上升是由于 sac-TMT 等药品商业化进展的推进。
- **商业化进展迅速，期待下半年增长势头。**2025 年上半年，公司已获得 sac-TMT（佳泰莱®）、塔戈利单抗（科泰莱®）、西妥昔单抗 N01（达泰莱®）等产品的上市许可，并全面启动商业化进程。期内实现药品销售收入人民币 3.10 亿元，其中佳泰莱®贡献约 97.6%，资金回笼稳健，所有应收账款均于账期内收回。公司商业化进展迅速，sac-TMT 上市销售为公司业绩提供有利保障，作为公司商业化元年，上半年业绩势头良好，期待下半年继续稳定增长。
- **现有产品适应症拓展，潜力管线积极推进。**公司核心产品 sac-TMT（TROP2 ADC）研发持续推进：2L EGFRmt NSCLC 适应症和 2L HR+/HER2- BC 适应症正在 NDA 审评中，多项拓展性适应症正处于 2/3 期注册性临床阶段，相关数据将在 2025ESMO 大会上汇报；临床早期潜力管线方面，公司在 ADC 及非 ADC 领域均有布局，适应症广泛覆盖多种实体瘤，部分产品与相关研究数据将会在未来学术会议上公布，潜力可期，为公司后续发展带来充足空间。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年总营收分别为 20.30/32.77/53.63 亿元。鉴于公司迈入商业化元年，后续管线潜力可期，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**临床研发失败风险，竞争格局恶化风险、销售不及预期风险等。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,540.49	1,933.05	2,029.81	3,276.84	5,362.67
同比增长率（%）	91.6%	25.5%	5.0%	61.4%	63.7%
归母净利润（百万元）	-574.13	-266.77	-560.39	-108.28	876.84
同比增长率（%）	6.8%	53.5%	-110.1%	80.7%	909.8%
每股收益（元/股）	-2.84	-1.20	-2.40	-0.46	3.76
ROE（%）	-24.6%	-8.1%	-20.2%	-4.0%	24.5%
市盈率（P/E）	-33.70	-126.56	-188.07	-973.32	120.20

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表				单位：人民币(百万)				资产负债表				单位：人民币(百万)			
	2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E								
营业收入	2,030	3,277	5,363	货币资金	965	880	1,998								
增长率	5.0%	61.4%	63.7%	应收款项	439	517	655								
营业成本	548	655	1,019	存货	183	182	198								
%销售收入	27.0%	20.0%	19.0%	其他流动资产	2,198	2,441	2,708								
毛利	1,482	2,621	4,344	流动资产	3,784	4,020	5,560								
%销售收入	73.0%	80.0%	81.0%	权益性投资	0	0	0								
其他收入	0	0	0	固定资产	663	727	788								
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	135	120	113								
销售费用	406	721	965	非流动资产	813	862	915								
%销售收入	20.0%	22.0%	18.0%	资产总计	4,597	4,882	6,475								
管理费用	203	295	375	应付款项	457	419	566								
%销售收入	10.0%	9.0%	7.0%	短期借款	400	800	1,200								
研发费用	1,441	1,737	2,145	其他流动负债	820	829	976								
%销售收入	71.0%	53.0%	40.0%	流动负债	1,677	2,048	2,742								
财务费用	-56	-59	-54	长期债务	0	0	0								
%销售收入	-2.8%	-1.8%	-1.0%	其他长期负债	150	150	150								
息税前利润 (EBIT)	-467	33	1,073	非流动负债	150	150	150								
%销售收入	-23.0%	1.0%	20.0%	负债总计	1,826	2,197	2,892								
投资收益	0	0	0	归属母公司股东权益	2,771	2,685	3,584								
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	少数股东权益	0	0	0								
除税前利润	-410	92	1,127	负债股东权益合计	4,597	4,882	6,475								
利润率	-20.2%	2.8%	21.0%												
所得税	150	200	250	比率分析											
所得税率	-36.6%	218.1%	22.2%		2025E	2026E	2027E								
净利润(含少数股东损益)	-560	-108	877	每股指标											
少数股东损益	0	0	0	每股收益	-2.40	-0.46	3.76								
归属于母公司的净利润	-560	-108	877	每股净资产	11.88	11.51	15.37								
增长率	-110.1%	80.7%	909.8%	每股经营现金净流	-1.35	-1.18	3.82								
净利率	-27.6%	-3.3%	16.4%	每股股利	0.00	0.00	0.00								
				回报率											
				净资产收益率	-20.23%	-4.03%	24.47%								
				总资产收益率	-12.19%	-2.22%	13.54%								
				投入资本收益率	-20.11%	-1.11%	17.45%								
现金流量表				增长率											
	2025E	2026E	2027E	营业收入增长率	5.01%	61.44%	63.65%								
净利润	-560	-108	877	EBIT增长率	-236.48%	107.02%	3173.08%								
少数股东损益	0	0	0	净利润增长率	-110.07%	80.68%	909.76%								
营运资金变动	209	-144	77	总资产增长率	7.70%	6.20%	32.64%								
其他变动	38	-22	-64	资产管理能力											
经营活动现金流量净额	-314	-275	891	应收账款周转天数	11.6	9.0	7.1								
资本开支	-170	-170	-170	存货周转天数	96.3	100.2	67.2								
投资	-405	-205	-205	应付账款周转天数	242.8	240.4	174.0								
其他	101	164	215	固定资产周转天数	111.5	76.3	50.9								
投资活动现金流量净额	-474	-211	-160	偿债能力											
股权募资	0	0	0	流动比率	2.26	1.96	2.03								
债权募资	400	400	400	速动比率	2.11	1.83	1.90								
其他	-7	-21	-35	净负债/股东权益	-20.38%	-3.00%	-22.28%								
筹资活动现金流量净额	393	379	366	EBIT利息保障倍数	-67.7	1.6	31.1								
现金净变动	-372	-84	1,118	资产负债率	39.73%	45.01%	44.66%								

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。