

科伦博泰生物-B (06990. HK)

优于大市

SKB264 全球临床取得积极进展，早期管线向前推进

核心观点

SKB264 国内和全球临床均取得积极进展。科伦博泰的核心产品 TROP2 ADC SKB264/MK2870/sac-TMT 已于 2023 年底就 TNBC 3L 适应症提交上市申请并纳入优先审评；EGFRm NSCLC 3L 适应症的上市申请于 2024 年 8 月获得受理。SKB264 治疗 TNBC 1L、HR+/HER2- BC 2L+、NSCLC 1L 等适应症的 3 期注册性临床正在进行中。并且，SKB264 在今年的 ASCO 年会上读出了优秀的临床数据。公司的合作伙伴默沙东在全球范围内已经开启了 10 项 SKB264 的 3 期临床，作为默沙东在 ADC 领域的重要资产之一，SKB264 有望在单药或联合 K 药的情形下，成为下一代 IO+ADC 疗法的核心产品。

早期管线向前推进。默沙东已经行使了关于 SKB571 的独家选择权，得到 SKB571 在大中华区之外的权利，并向公司支付了 3750 万美元。SKB571 是一款处于临床前阶段的新型双抗 ADC，主要针对肺癌、消化道肿瘤等多种实体瘤，并将于近期递交 IND 申请。公司的另一个早期分子 SKB518 于 2024 年 6 月进入 1 期临床。于此同时，默沙东退回了 SKB315 的全球权益，公司将继续推进 SKB315 后续的开发。

在手现金充沛，积极布局国内商业化。科伦博泰 2024 上半年实现营收 13.83 亿元（+32%），主要来自许可及合作协议收入；毛利 10.77 亿元（+59%），归母净利润 3.10 亿元（去年同期亏损 0.31 亿元）。上半年的研发费用为 6.52 亿元（+33%），管理费用为 0.66 亿元（-26%），销售费用为 0.41 亿元（去年同期为 0）。截至 2024 年 6 月 30 日，公司的在手现金及金融资产约 29.0 亿元（2023 年底为 25.3 亿元），增长得益于上半年的合作收入以及港股的配售。公司目前有超过 110 名商业化团队成员，随着 SKB264、A166、A167 等产品有望于今年下半年到明年上半年获批上市，预计商业化团队将持续扩张。

风险提示：创新药研发失败或进度低于预期；商业化不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

由于公司尚无产品获批上市，营收主要来源于默沙东的合作款项，且上半年的合作收入较高，我们上调未来三年的盈利预测，预计 2024-26 年营收 16.48、15.55、23.93 亿元（前值 8.60、9.84、19.30 亿元），同比增长 7.0%、-5.7%、53.9%；2024-26 年净利润-2.96、-5.58、-2.47 亿元（前值-6.82、-7.00、-4.61 亿元），维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	804	1,540	1,648	1,555	2,393
(+/-%)	2387.3%	91.6%	7.0%	-5.7%	53.9%
净利润(百万元)	-616	-574	-296	-558	-247
(+/-%)	--	--	--	--	--
每股收益(元)	-2.76	-2.58	-1.33	-2.50	-1.11
EBIT Margin	-51.5%	-30.7%	-19.8%	-36.6%	-11.5%
净资产收益率 (ROE)	19.1%	-24.6%	-9.0%	-20.5%	-10.0%
市盈率 (PE)	-55.8	-59.8	-116.2	-61.6	-139.2
EV/EBITDA	-100.7	-81.8	-149.7	-78.4	-191.2
市净率 (PB)	[Red]\10.65\	14.75	10.50	12.66	13.93

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：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

证券分析师：陈益凌

021-60933167

cnchenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	169.90 港元
总市值/流通市值	37861/22133 百万港元
52 周最高价/最低价	195.00/62.00 港元
近 3 个月日均成交额	65.29 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) -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

《科伦博泰生物-B (06990. HK) -深度报告：ADC 特色的创新药公司，国际化潜力广阔》——2023-08-02

SKB264 国内和全球临床均取得积极进展。科伦博泰的核心产品 TR0P2 ADC SKB264/MK2870/sac-TMT 已于 2023 年底就 TNBC 3L 适应症提交上市申请并纳入优先审评；EGFRm NSCLC 3L 适应症的上市申请于 2024 年 8 月获得受理。SKB264 治疗 TNBC 1L、HR+/HER2- BC 2L+、NSCLC 1L 等适应症的 3 期注册性临床正在进行中。并且，SKB264 在今年的 ASCO 年会上读出了优秀的临床数据。公司的合作伙伴默沙东在全球范围内已经开启了 10 项 SKB264 的 3 期临床，作为默沙东在 ADC 领域的重要资产之一，SKB264 有望在单药或联合 K 药的情形下，成为下一代 IO+ADC 疗法的核心产品。

图1：SKB264 临床试验

疾病	研究	适应症	试验状态			
			1a期	1b期/2期	关键2期/3期	NDA 申请
乳腺癌	SKB264-03	3L+ TNBC				
	SKB264-10	2L+ HR+/HER2- BC				
	SKB264-11	1L TNBC ⁵				
	SKB264-07 (± KL-A167(PD-L1))	1L TNBC / 1L HR+/HER2- BC				
肺癌	SKB264-08	3L EGFRmt NSCLC				
	SKB264-09	2L EGFRmt NSCLC				
	SKB264-12 (+可瑞达)	1L NSCLC (PD-L1 TPS≥1%)				
	SKB264-14 (+可瑞达)	1L NSCLC (PD-L1阴性)				
	SKB264-05 (+ KL-A167(PD-L1) ±化疗)	1L EGFRwt NSCLC				
多种肿瘤 与默沙东 在全球范围内合作	SKB264-01/ MK-2870-001	NSCLC, OC, GC, SCLC, HR+/HER2- BC, EC, UC, HNSCC				
	SKB264-04/ MK-2870-003 (+可瑞达±化疗) (+奥希替尼)	1L EGFRwt NSCLC; 1L/2L EGFRmt NSCLC; 1L EGFRmt NSCLC				
	SKB264-06/ MK-2870-002 (+可瑞达)	2L/3L CC, 2L OC, 1L UC, 2L+ CRPC				

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

表1：SKB264 全球 3 期临床试验

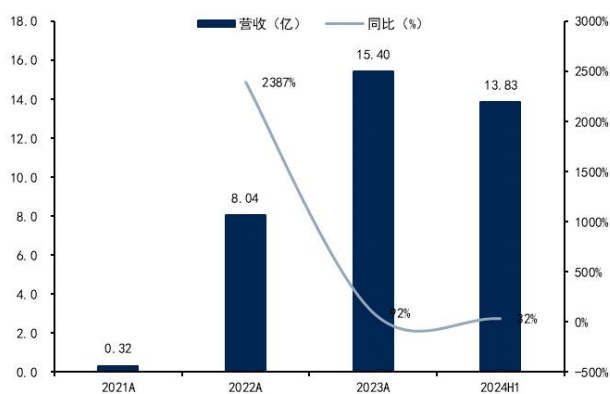
试验代号	适应症	治疗方案	对照	入组人数	首例患者入组	预计数据读出
MK-2870-004	EGFRm NSCLC 3L	单药	多西他赛	556	2023/11/12	2027/5/10
MK-2870-007	NSCLC 1L (PD-L1 TPS≥50%)	+K 药	K 药	614	2023/12/15	2028/1/25
MK-2870-009	EGFRm NSCLC 2L	单药	含铂双药化疗	520	2024/6/3	2028/9/12
MK-2870-019	NSCLC 辅助治疗	+K 药	K 药	780	2024/4/3	2034/2/21
MK-2870-023	sqNSCLC 1L 维持治疗	+K 药	K 药	851	2024/7/2	2029/1/12
MK-2870-010	HR+/HER2- BC 2/3L	±K 药	TPC	1200	2024/4/14	2027/7/11
MK-2870-012	TNBC 辅助治疗	+K 药	TPC	1530	2024/5/24	2030/12/16
MK-2870-015	GC/GEJ 3L+	单药	TPC	450	2024/5/3	2027/1/4
MK-2870-005	子宫内膜癌	单药	化疗	710	2023/12/6	2028/1/10

资料来源：Insight、国信证券经济研究所整理

早期管线向前推进。默沙东已经行使了关于 SKB571 的独家选择权，得到 SKB571 在大中华区之外的权利，并向公司支付了 3750 万美元。SKB571 是一款处于临床前阶段的新型双抗 ADC，主要针对肺癌、消化道肿瘤等多种实体瘤，并将于近期递交 IND 申请。公司的另一个早期分子 SKB518 于 2024 年 6 月进入 1 期临床。于此同时，默沙东退回了 SKB315 的全球权益，公司将继续推进 SKB315 后续的开发。

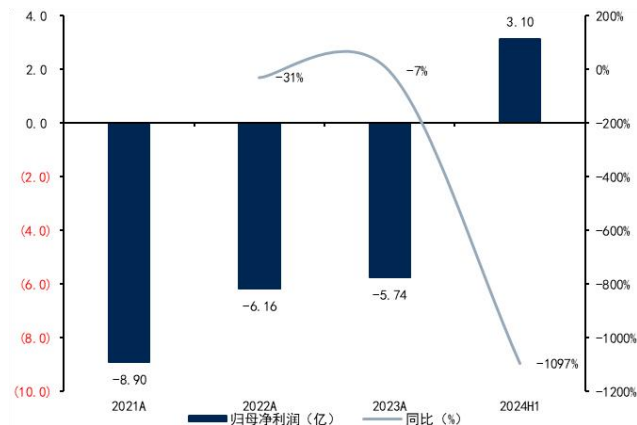
在手现金充沛，积极布局国内商业化。科伦博泰 2024 上半年实现营收 13.83 亿元（+32%），主要来自许可及合作协议收入；毛利 10.77 亿元（+59%），归母净利润 3.10 亿元（去年同期亏损 0.31 亿元）。上半年的研发费用为 6.52 亿元（+33%），管理费用为 0.66 亿元（-26%），销售费用为 0.41 亿元（去年同期为 0）。截至 2024 年 6 月 30 日，公司的在手现金及金融资产约 29.0 亿元（2023 年底为 25.3 亿元），增长得益于上半年的合作收入以及港股的配售。公司目前有超过 110 名商业化团队成员，随着 SKB264、A166、A167 等产品有望于今年下半年到明年上半年获批上市，预计商业化团队将持续扩张。

图2：科伦博泰营业收入及增速（单位：亿元、%）



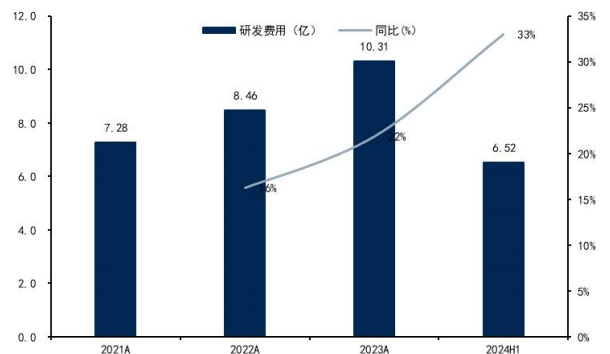
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：科伦博泰归母净利润及增速（单位：亿元、%）



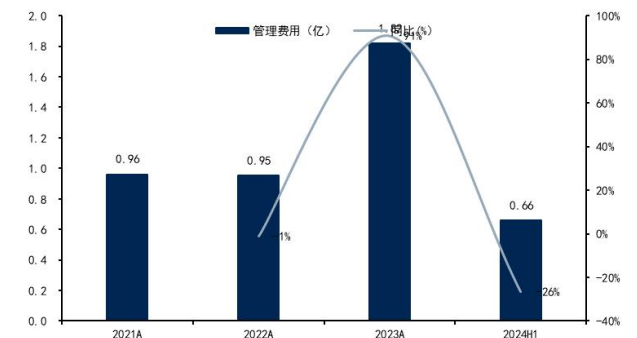
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：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5：科伦博泰管理费用及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。由于公司尚无产品获批上市，营收主要来源于默沙东的合作款项，且上半年的合作收入较高，我们上调未来三年的盈利预测，预计 2024-26 年营收 16.48、15.55、23.93 亿元（前值 8.60、9.84、19.30 亿元），同比增长 7.0%、-5.7%、53.9%；2024-26 年净利润-2.96、-5.58、-2.47 亿元（前值-6.82、-7.00、-4.61 亿元），维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	93	1529	5956	3813	4641	营业收入	804	1540	1648	1555	2393
应收款项	160	216	226	213	328	营业成本	277	781	412	155	239
存货净额	53	63	81	24	41	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	26	40	16	16	24	销售费用	0	20	20	339	706
流动资产合计	332	2807	7239	5217	6416	管理费用	941	1213	1543	1630	1722
固定资产	530	608	666	719	768	财务费用	(148)	(39)	41	66	54
无形资产及其他	82	49	46	44	41	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	48	46	46	46	46	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	(327)	(63)	45	49	53
资产总计	993	3510	7996	6026	7272	营业利润	(594)	(497)	(323)	(586)	(275)
短期借款及交易性金融负债	2891	0	3000	1500	2250	营业外净收支	26	30	28	29	28
应付款项	330	408	304	90	155	利润总额	(567)	(468)	(296)	(558)	(247)
其他流动负债	946	702	1351	1453	1830	所得税费用	49	106	0	0	0
流动负债合计	4167	1110	4655	3043	4235	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	(616)	(574)	(296)	(558)	(247)
其他长期负债	52	70	70	270	570						
长期负债合计	52	70	70	270	570	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	4219	1180	4725	3313	4805	净利润	(616)	(574)	(296)	(558)	(247)
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	(3226)	2329	3271	2713	2467	折旧摊销	0	0	45	49	53
负债和股东权益总计	993	3510	7996	6026	7272	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(148)	(39)	41	66	54
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	269	(226)	541	158	602
每股收益	(2.76)	(2.58)	(1.33)	(2.50)	(1.11)	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	(347)	(800)	290	(351)	408
每股净资产	(14.48)	10.45	14.68	12.18	11.07	资本开支	0	(77)	(100)	(100)	(100)
ROIC	152%	-58%	-37%	95%	29%	其它投资现金流	0	(960)	0	(192)	(230)
ROE	19%	-25%	-9%	-21%	-10%	投资活动现金流	0	(1037)	(100)	(292)	(330)
毛利率	66%	49%	75%	90%	90%	权益性融资	0	0	1237	0	0
EBIT Margin	-52%	-31%	-20%	-37%	-11%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-52%	-31%	-17%	-33%	-9%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	2387%	92%	7%	-6%	54%	其它融资现金流	358	3273	3000	(1500)	750
净利润增长率	--	--	--	--	--	融资活动现金流	358	3273	4237	(1500)	750
资产负债率	425%	34%	59%	55%	66%	现金净变动	11	1436	4427	(2142)	828
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	82	93	1529	5956	3813
P/E	(55.8)	(59.8)	(116.2)	(61.6)	(139.2)	货币资金的期末余额	93	1529	5956	3813	4641
P/B	(10.6)	14.7	10.5	12.7	13.9	企业自由现金流	0	(884)	159	(462)	280
EV/EBITDA	(101)	(82)	(150)	(78)	(191)	权益自由现金流	0	2437	3117	(2028)	977

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所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