



科伦博泰 (6990.HK)：净亏损缩窄好于预期； 2025 年维持 SKB264 销售额 8-10 亿元指引

公司 2024 年收入符合预期，净亏损好于预期。上调目标价至 295 港元，维持“买入”评级。

• **2024 年收入符合预期，净亏损好于预期：**2024 年公司实现收入人民币 19.33 亿元 (+25.5% YoY)，大致符合 Visible Alpha (VA) 一致预期和我们预期，包括许可及合作协议收入 18.63 亿元 (+21.6% YoY)，5,170 万元药品销售收入 (vs. 2023 年：0)；净亏损为 2.67 亿元 (-53.5% YoY)，调整后净亏损为 1.18 亿元 (-73.7%)，好于 VA 一致预期和我们预期，主要由于研发费用低于预期及非经营性项目其他净收入高于预期。截至 2024 年底，现金及现金等价物为 13.4 亿元 (vs. 2023 年底：15.3 亿元)，主要由于投资金融资产所致。

• **核心资产 SKB264 (TROP2 ADC) 中国首年销售目标维持 8-10 亿元指引：**截至目前 SKB264 已于国内获批了两项适应症 (3L+ TNBC、3L EGFRmt NSCLC)，公司整体商业化销售队伍达到 400+人左右，已完全覆盖头部 100 家医院，管理层表示有信心达成此前所说的 SKB264 首年商业化目标 8-10 亿元指引。3L+ TNBC 和 3L EGFRmt 有望通过 2025 年下半年医保谈判进入医保。第三项适应症 2L EGFRmt NSCLC 预计将于 2H25 获批，有望通过 2026 年下半年医保简易续约进入医保。对于另外两款获批产品 A167 (PD-L1) 和 A140 (西妥昔单抗生物类似药)，管理层表示两者有望于明年加入医保后开始明显放量，今年预计销售贡献有限。

• **更新的 3L EGFRmt NSCLC PFS、OS 获益数据亮眼，SKB264 具备同类最佳潜力，有望建立差异化竞争优势，详细数据预计将于 2025 ASCO 大会读出：**根据公司近期在 SKB264 说明书上的更新数据 (截至 2024 年 12 月 31 日，N=137)，SKB264 在 SKB264-II-082 期试验中显示出 6.9 个月的 mPFS (HR=0.3)，尽管 mOS 尚未达到，OS 获益十分显著 (未校正多西他赛对照组 cross-over 效果：HR=0.49；校正 cross-over 效果后，HR=0.36)。无论是 mPFS 还是 OS 获益程度，SKB264 都显著好于 Dato-DXd (注：Dato-DXd 在 2L EGFRmt NSCLC mPFS 仅为 5.8 个月，并且整体 2L NSCLC 未显示出 OS 获益)。此外，和 Dato-DXd 类似，Trodelyv 同样在 2L NSCLC 整体人群中未有 OS 获益 (参见我们 [此前报告](#))。因此，SKB264 在 2-3L EGFRmt NSCLC 具备同类最佳潜力，我们认为优秀的的数据有望帮助其建立差异化竞争优势。公司预计将于 2025 年 ASCO 大会上读出具体数据，若数据读出积极，有望进一步推动股价小幅上涨。

• **维持“买入”评级，目标价为 295 港元：**我们将 2025E/2026E 年净亏损预测下调至 5.6 亿元/1.05 亿元，主要由于上调 SKB264 收入预测及下调研发费用预测。同时引入我们 2027E 预测。基于 DCF 估值模型 (WACC: 10.8%，永续增长率：3%)，我们得到公司目标价为 295 港元，维持“买入”评级。

• **投资风险：**核心产品 SKB264 研发延误或数据读出不及预期、商业化进度不及预期风险、市场竞争激烈等。

阳景

首席医药分析师
Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇, CFA

医药分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2025 年 3 月 25 日

评级

买入

目标价 (港元)	295.0
潜在升幅/降幅	+16%
目前股价 (港元)	254.8
52 周内股价区间 (港元)	120.2-271.8
总市值 (百万港元)	58,104
近 3 月日均成交额 (百万港元)	77

*数据截至 2025 年 3 月 25 日午间收盘

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际



图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入净额	1,540	1,933	2,433	3,387	5,522
总收入同比增速 (%)	91.6%	25.5%	25.9%	39.2%	63.0%
股东应占净利	-574	-267	-559	-105	1,108
PS (x)	25.9	24.9	20.1	14.6	9.0

资料来源: 公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 科伦博泰

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,540	1,933	2,433	3,387	5,522
营业成本	-781	-659	-803	-763	-820
毛利润	759	1,274	1,630	2,625	4,702
销售费用	-20	-183	-523	-779	-1,215
管理费用	-182	-163	-292	-373	-552
研发费用	-1,031	-1,206	-1,338	-1,524	-1,657
核心营业利润	-473	-279	-523	-52	1,279
利息支出	-84	-4	-3	-3	-3
利息收入	39	24	43	33	28
应占联营公司损益	0	0	0	0	0
其他	90	140	110	100	28
利润总额	-468	-143	-416	45	1,304
所得税	-106	-124	-143	-150	-196
净利润	-574	-267	-559	-105	1,108
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-574	-267	-559	-105	1,108

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,529	1,337	834	1,027	1,820
应收票据及应收账款	216	307	324	451	735
存货	63	111	105	100	107
其他流动资产	1,000	1,739	1,739	1,739	1,739
流动资产合计	2,807	3,493	3,002	3,317	4,401
固定资产	608	595	675	756	839
无形资产	85	163	121	92	71
其他非流动资产	10	17	17	17	17
非流动资产合计	702	775	813	865	928
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	523	447	552	525	564
应交税费	0	0	0	0	0
其他流动负债	587	363	363	363	363
流动负债合计	1,110	810	915	888	927
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	70	150	150	150	150
非流动负债合计	70	150	150	150	150
实收资本(或股本)	219	227	227	477	477
未分配利润	2,110	3,081	2,522	2,667	3,775
少数股东权益	0	0	0	0	0
所有者权益合计	2,329	3,309	2,749	3,145	4,253

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	0	-267	-559	-105	1,108
固定资产折旧	75	64	87	79	75
营运资本变动	276	-215	94	-149	-252
其他	-291	-12	0	0	0
经营活动现金流量净额	60	-430	-378	-175	930
资本开支	-81	-77	-125	-131	-138
其他	-944	-745	0	0	0
投资活动现金流量净额	-1,025	-822	-125	-131	-138
股权融资	2,853	1,094	0	500	0
债务融资	0	0	0	0	0
其他	2,382	1,037	0	500	0
筹资活动现金流量净额	2,382	1,037	0	500	0
现金及现金等价物净增加额	1,436	-192	-503	194	793
期初现金及现金等价物	93	1,529	1,337	834	1,027
期末现金及现金等价物	1,529	1,337	834	1,027	1,820

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	-2.84	-1.20	-2.48	-0.46	4.86
每股销售额	8.39	8.72	10.79	14.85	24.22
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	91.6%	25.5%	25.9%	39.2%	63.0%
核心营业利润	14.2%	-41.1%	88.0%	-90.1%	-2579.2%
归母净利润	-6.8%	-53.5%	109.6%	-81.3%	-1156.9%
费用与利润率					
毛利率	49.3%	65.9%	67.0%	77.5%	85.2%
核心经营利润率	-30.7%	-14.4%	-21.5%	-1.5%	23.2%
归母净利率	-37.3%	-13.8%	-23.0%	-3.1%	20.1%
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.5	4.3	3.3	3.7	4.7
速动比率 (x)	2.5	4.2	3.2	3.6	4.6
现金比率 (x)	1.4	1.7	0.9	1.2	2.0
负债/权益	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3
估值					
市销率 (x)	25.9	24.9	20.1	14.6	9.0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

图表 2: SPDBI 目标价: 科伦博泰 (6990.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

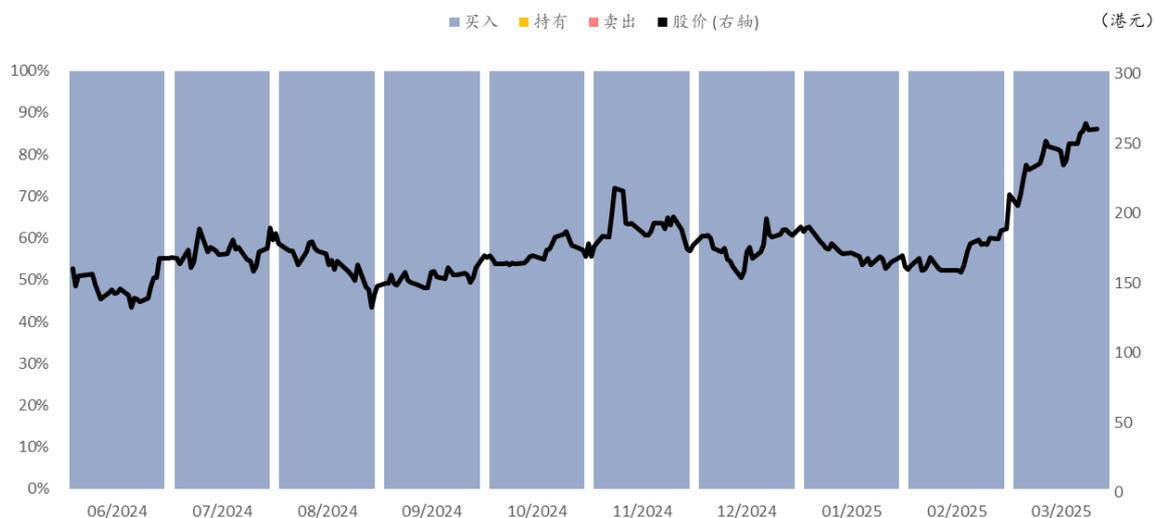
图表 3: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	260.6	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	24.0	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.0	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	27.1	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	35.1	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	252.0	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	152.6	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	223.1	买入	273.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	4.2	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	65.2	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	21.3	持有	26.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	36.7	持有	35.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	8.5	买入	9.2	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	16.9	持有	14.5	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	40.4	买入	60.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	2.2	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.8	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	66.4	买入	65.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	7.4	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	38.0	买入	58.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	0.9	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	31.6	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	37.2	买入	28.1	生物科技
2256.HK Equity	和誉	8.5	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	8.3	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	44.4	买入	61.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.5	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	69.4	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	67.4	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	16.4	买入	16.8	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	27.2	持有	22.4	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	26.4	持有	18.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	42.1	买入	35.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	239.5	买入	350.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	18.3	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.6	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	4.8	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.1	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	12.7	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	19.4	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	15.4	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	377.1	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	13.2	买入	16.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	9.0	买入	10.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.4	买入	6.8	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	4.3	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	5.1	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.5	持有	6.6	互联网医疗

注：数据截至 2025 年 3 月 24 日港股收盘。；资料来源：Bloomberg、浦银国际

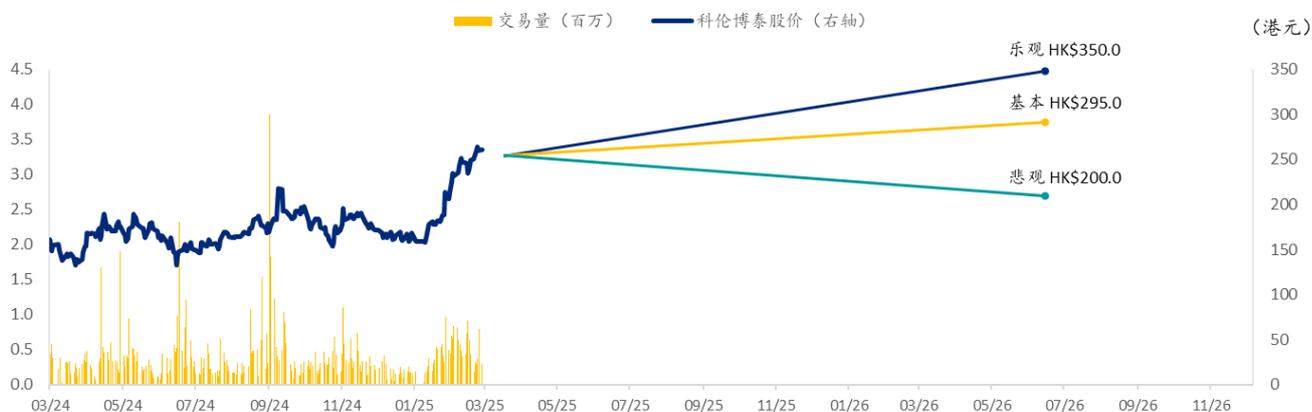
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 科伦博泰市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 科伦博泰 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 350.0 港元

- 芦康沙妥珠单抗中国峰值销售高于人民币 90 亿元, 美国峰值销售高于 40 亿美金;
- 稳态毛利率 > 90%;
- 芦康沙妥珠单抗海外注册性临床研究顺利。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 200.0 港元

- 芦康沙妥珠单抗峰值销售低于人民币 40 亿元, 美国峰值销售低于 10 亿美金;
- 稳态毛利率 < 75%;
- 芦康沙妥珠单抗海外注册性临床研究不顺利。

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告期内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

