

医药

2025 年 7 月 22 日

金斯瑞生物 (1548 HK)

1H25 核心业务扭亏为盈，Carvykti 2Q25 销售略超预期；维持买入

- ④ **1H25 非细胞核心业务有望实现盈利：**7 月 22 日，金斯瑞生物发布 1H25 业绩预告：经调整除税前利润为 1.75-2.05 亿元（美元，下同；上期亏损 1.28 亿元），其中不包括报告期内应占传奇生物的损益、及因传奇从集团解除合并带来的已终止经营业务亏损。

公司分析，利润预计增长主要来自：**1) 许可收入增加：**合作伙伴礼新医药将 LM-299（PD-1/VEGF 双抗）授权给默沙东，公司预计录得不少于 1.82-2.13 亿元的许可收入。今年 6 月，公司在这一合作下已收到约 2.14 亿元的付款，包括首付款、首个里程碑付款及与抗 PD-1 单抗相关的分许可收入。**2) 投资亏损收窄：**蓬勃生物 A 类及 C 类优先股的非现金公允价值亏损预计收窄至 1,310 万-1,520 万元（上期亏损 1.135 亿元）。剔除上述影响，我们预计公司非细胞核心业务在 1H25 取得小幅盈利、整体略超我们此前的预期。

- ④ **2Q25 Carvykti 销售表现超预期：**传奇合作伙伴强生宣布，Carvykti 2Q25 销售额约 4.39 亿元，同比/环比增长 136%/19%，略超我们和市场此前的预期。其中，美国和美国以外市场销售额分别为 3.58 亿元/0.81 亿元，环比增长 13%/59%。持续的快速增长主要来自于早期复发 MM 适应症治疗份额提升和产能扩大、同时欧洲多国启动商业化并加速渗透目标市场，随着欧美市场新产能落地，**我们预计 3Q25 季度环比增长有望进一步提速。强生继续指引产品峰值销售超过 50 亿美元，体现其对前线/早期复发 MM 长期市场潜力的坚定信心。**
- ④ **维持目标价和买入评级：**我们维持买入评级和 28.75 港元的 SOTP 目标价，看好蓬勃和百斯杰迎来新增长拐点、传奇逐步进入盈亏平衡等因素驱动下的估值修复。

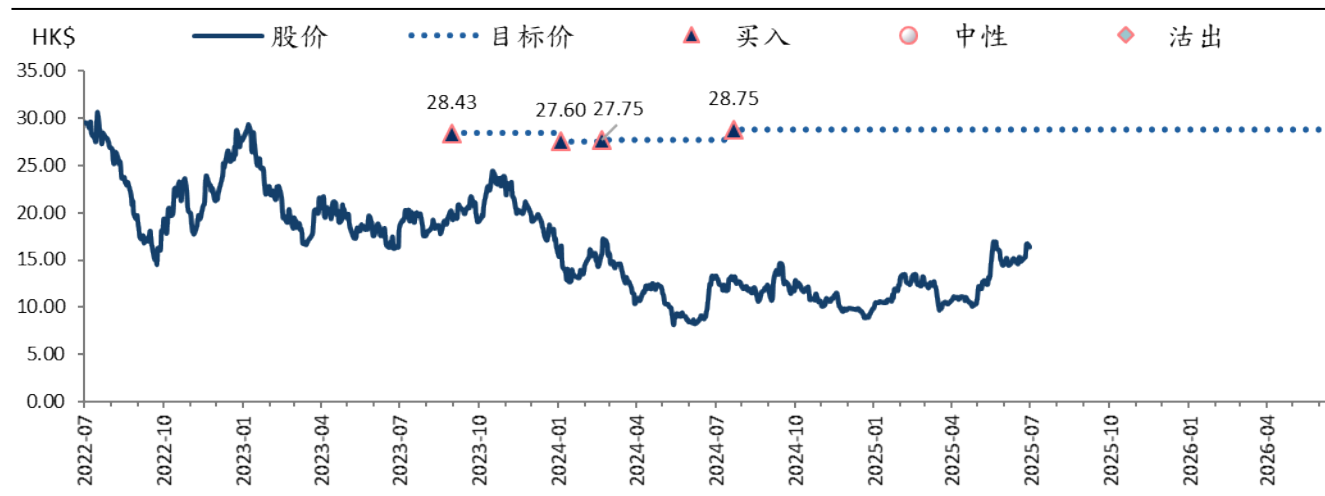
丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

图表 1：金斯瑞生物 (1548 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 2：交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9926 HK	康方生物	买入	140.50	140.00	-0.4%	2025 年 07 月 11 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	74.50	72.50	-2.7%	2025 年 07 月 02 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	29.80	27.00	-9.4%	2025 年 06 月 19 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	88.65	84.00	-5.2%	2025 年 06 月 06 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	69.80	66.00	-5.4%	2025 年 05 月 22 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	377.60	400.00	5.9%	2025 年 05 月 16 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	41.59	65.00	56.3%	2025 年 05 月 14 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	60.10	57.00	-5.2%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	4.38	6.60	50.7%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	175.60	208.80	18.9%	2025 年 03 月 03 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	28.20	44.00	56.0%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	16.42	28.75	75.1%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	8.69	5.00	-42.4%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	49.45	51.00	3.1%	2025 年 03 月 25 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	28.00	25.00	-10.7%	2025 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	15.76	18.00	14.2%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	68.72	93.30	35.8%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	46.69	33.10	-29.1%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
1177 HK	中国生物制药	买入	6.88	8.00	16.2%	2025 年 07 月 18 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	35.90	33.00	-8.1%	2025 年 06 月 19 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	12.16	14.30	17.6%	2025 年 06 月 04 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.24	14.00	69.9%	2024 年 04 月 01 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	35.01	40.20	14.8%	2025 年 06 月 19 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	9.00	7.20	-20.0%	2025 年 05 月 30 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	58.00	51.00	-12.1%	2025 年 04 月 01 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.07	3.75	22.2%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	35.90	42.00	17.0%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 7 月 22 日

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 9 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司及富卫集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。