

医药生物

2025 年 08 月 22 日

# 科伦博泰生物-B (06990)

## ——核心产品商业化稳步推进

报告原因：有业绩公布需要点评

### 买入 (维持)

市场数据： 2025 年 08 月 21 日

|                |               |
|----------------|---------------|
| 收盘价 (港币)       | 453.80        |
| 恒生中国企业指数       | 9013.27       |
| 52 周最高/最低 (港币) | 476.20/152.00 |
| H 股市值 (亿港元)    | 1,058.20      |
| 流通 H 股 (百万股)   | 162.77        |
| 汇率 (人民币/港币)    | 1.0958        |

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

### 相关研究

《 Sichuan Kelun-Biotech Biopharmaceutical Co., Ltd.(06990): Expecting sales ramp-up of key products 》 2025/04/08

### 证券分析师

周文远 A0230518110003  
zhouwy@swsresearch.com

### 研究支持

胡梦婷 A0230524060004  
humt@swsresearch.com

### 联系人

胡梦婷  
(8621)23297818x  
humt@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

### 投资要点：

科伦博泰生物 2025 年上半年收入同比下降 31.3%，达到 9.50 亿元，净亏损为 1.45 亿元（上年同期净利润为 3.10 亿元）。公司经调整亏损为 0.69 亿元，符合我们的预期。2025 年上半年，公司产品销售收入达到 3.10 亿元，BD 合作收入达到 6.28 亿元（同比下降 54.4%）。上半年，研发费用同比下降 6.3%至 6.12 亿元，销售费用同比增长 334.8%至 1.79 亿元，对应销售费用率为 18.8%。截至 2025 年 6 月底，公司现金及金融资产约为 45.3 亿元。

**核心产品商业化稳步推进。**2025 年上半年，公司产品销售收入达到 3.10 亿元，其中 sac-TMT 销售占比为 97.6%。目前，公司销售网络已覆盖 30 个省份及超过 2,000 家医院，其中超过 1,000 家医院已实现销售收入。此外，sac-TMT 已完成 29 个省挂网。目前，SKB264 已有两项适应症获 NMPA 批准上市，包括 2L+转移性三阴性乳腺癌（TNBC）（2024 年 11 月），以及 3L EGFR 突变非小细胞肺癌（NSCLC）（2025 年 3 月）。此外，sac-TMT 已通过 2025 年医保目录初步形式审查，我们认为若成功纳入医保有望实现进一步销售放量。

**Sac-TMT (SKB264/MK-2870, TROP2 ADC) 持续临床开发。**就国内市场而言，除已获批适应症外，sac-TMT 针对 2L EGFR 突变 NSCLC 的适应症有望于 2025 年国内获批，同时公司已于 2025 年 5 月递交 2L+ HR+/HER2- BC 的 sNDA。此外，公司预计将于今年 9 月 2025 ESMO 大会展示这两项三期临床的研究结果。此外，就 EGFR 野生型 NSCLC 而言，公司已启动两项三期注册研究，分别为 SKB264 联合帕博利珠单抗一线治疗 PD-L1 阳性 NSCLC，以及一线治疗 PD-L1 阴性非鳞状 NSCLC。此外，公司正在积极探索 sac-TMT 治疗其他适应症，包括 SKB264 单药或联合疗法治疗晚期实体瘤（GC、EC、CC、UC、OC、CRPC 等）。全球开发方面，默沙东已启动 14 项单药或联合帕博利珠单抗及其他疗法的全球三期临床试验，包含 NSCLC、BC、妇科肿瘤和 GI。

**在研管线丰富，研发策略多维度布局。**公司研发策略聚焦肿瘤和非肿瘤领域，包含创新靶点和载荷作用机制等。SKB571/MK-2750 是一款聚焦多种实体瘤的新型双抗 ADC，有望于近期在国内启动二期临床试验。此外，SKB107（公司首款 RDC 管线）已经启动一期临床试验治疗实体瘤骨转移。此外，具有潜在 FIC 靶点的新 ADC 药物包括 SKB518、SKB535/MK-6204 和 SKB445。目前，SKB518 的二期临床试验，以及 SKB535 和 SKB445 的一期临床试验正在国内开展。

**维持买入评级。**考虑到 sac-TMT 国内销售放量，以及海外核心管线持续开发，我们将 25 年的每股盈利预测从 -1.95 元上调至 -1.61 元，将 26 年的预测从 0.37 元上调至 0.39 元，将 27 年的预测从 5.16 元上调至 5.20 元。我们将目标价从 298 港币上调至 552 港币，对应 22% 的上涨空间，维持买入评级。

**风险提示：**核心管线研发进度不及预期；商业化销售低于预期；行业竞争加剧，商业化产品定价低于预期。

### 财务数据及盈利预测

|             | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|-------|
| 营业收入 (百万元)  | 1,540    | 1,933    | 1,836    | 2,706    | 4,819 |
| 同比增长率 (%)   | 91.62    | 25.48    | (5.02)   | 47.38    | 78.10 |
| 归母净利润 (百万元) | (574)    | (267)    | (376)    | 92       | 1,212 |
| 同比增长率 (%)   | -        | -        | -        | -        | -     |
| 每股收益 (元/股)  | (3.13)   | (1.20)   | (1.61)   | 0.39     | 5.20  |
| 净资产收益率 (%)  | -        | -        | -        | -        | -     |
| 市盈率         | (133.53) | (346.88) | (258.87) | 1,061.22 | 80.33 |
| 市净率         | 32.91    | 27.97    | 33.20    | 32.19    | 22.98 |

注：“每股收益”为归母净利润除以加权平均股本

Kelun Biotech reported 1H25 revenue of Rmb950m (-31.3% YoY) and net losses of Rmb145m (vs net profit of Rmb310m in 1H24). Its adjusted net losses reached Rmb69m, in line with our expectation. In 1H25, the total product sales reached Rmb310m and revenue from BD collaboration reached Rmb628m (-54.4% YoY). Its R&D expenses reached Rmb612m (-6.3% YoY) and selling expenses reached Rmb179m (+334.8% YoY), with selling expense ratio of 18.8% in 1H25. As of the end of June 2025, the company has cash and financial assets of c.Rmb4.53bn.

**Commercialization of key products on track.** In 1H25, the total product sales reached Rmb310m, with sales of sac-TMT accounting for 97.6% of the total product sales. Currently, Kelun Biotech's sales network has covered 30 provinces and over 2,000 hospitals, with over 1,000 hospitals generating sales. Additionally, sac-TMT has been included in 29 provincial networks. Now, SKB264's two indications have been approved by the NMPA, including 2L+ mTNBC (November, 2024) and 3L EGFR-mutated NSCLC (March, 2025). In addition, sac-TMT have passed the preliminary formal examination of 2025 version of NRDL, we expect further sales ramp-up if the product successfully added into the NRDL.

**Continuous clinical development of sac-TMT (SKB264/MK-2870, TROP2 ADC).** In terms of the domestic market, apart from the approved indications, sac-TMT for the treatment of 2L EGFRmt NSCLC is expected to receive NMPA's approval in 2025E and the company has submitted the sNDA for 2L+ HR+/HER2- BC in May 2025. In addition, the company expects to have data readouts for these two phases 3 trials in 2025 ESMO meeting in September 2025. Additionally, as for the EGFR-wild type NSCLC, the company has initiated two phase III registrational studies for SKB264's combo with pembrolizumab for 1L NSCLC (PD-L1 positive) and 1L non-sq NSCLC (PD-L1 negative). In addition, the company is actively exploring opportunities of sac-TMT for other indications, including SKB264's mono or combo therapies for advanced solid tumors (GC, EC, CC, UC, OC, CRPC, etc). As for the global development of sac-TMT, MSD has initiated a total of 14 global phase III clinical trials for the mono or combo with pembrolizumab or other therapies, including NSCLC, BC, gynecological cancers and GI.

**Multi-pronged R&D strategy with rich pipelines under development.** The company's R&D strategy focus on oncology and non-oncology fields, with novel targets, payload MoA, etc. SKB571/MK-2750 is a novel bsADC focusing on various solid tumors, which is expected to initiated phase 2 trial in China recently. In addition, SKB107, its first RDC pipeline, has initiated phase 1 trial for bone metastases in solid tumors. Additionally, novel ADC drugs with potential FIC targets include SKB518, SKB535/MK-6204 and SKB445. Now, SKB518 is under phase 2 trial and SKB535 and SKB445 are under phase 1 trials in China.

**Maintain BUY.** Considering the sales ramp-up of sac-TMT in the domestic market and continuous development of key pipelines in overseas market, we raise our EPS forecast from -Rmb1.95 to -Rmb1.61 in 25E, from Rmb0.37 to Rmb0.39 in 26E and from Rmb5.16 to Rmb5.20 in 27E. We raise our target price of from HK\$298 to HK\$552. With 22% upside, we maintain BUY rating.

**Risks:** Delay of key pipeline; sales ramp-up of key products below estimate; fierce competition dragging down product prices.

## 合并利润表

| 百万元          | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入           | 1,540 | 1,933 | 1,836 | 2,706 | 4,819 |
| 销售成本         | (781) | (659) | (561) | (744) | (868) |
| 毛利           | 759   | 1,274 | 1,275 | 1,962 | 3,952 |
| 其他收入         | 90    | 140   | 32    | 136   | 150   |
| 销售、行政及管理费用   | (201) | (346) | (514) | (570) | (992) |
| 税息折旧及摊销前利润   | (353) | (82)  | (337) | 177   | 1,485 |
| 息税前利润        | (429) | (173) | (431) | 82    | 1,388 |
| 财务费用         | (84)  | (4)   | (6)   | (20)  | (22)  |
| 税前利润         | (468) | (143) | (437) | 108   | 1,426 |
| 所得税开支        | (106) | (124) | 61    | (16)  | (214) |
| 非控股权益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归属于母公司股东的净利润 | (574) | (267) | (376) | 92    | 1,212 |

资料来源：科伦博泰生物 2023 和 2024 年报，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                                                                    |
|--------|-----|--------------|--------------------------------------------------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | <a href="mailto:maojiong@swhy.com">maojiong@swhy.com</a>           |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | <a href="mailto:liqing3@swhy.com">liqing3@swhy.com</a>             |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | <a href="mailto:xiaoxia@swhy.com">xiaoxia@swhy.com</a>             |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | <a href="mailto:zhangxiaozhuo@swhy.com">zhangxiaozhuo@swhy.com</a> |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | <a href="mailto:zhuxiaoyi@swhy.com">zhuxiaoyi@swhy.com</a>         |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | <a href="mailto:panyeming@swhy.com">panyeming@swhy.com</a>         |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20% 以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。