

# SKB264 商业化符合预期，下半年催化事件丰富

科伦博泰生物  
-B (6990. HK)

## 核心观点

公司 25 年上半年收入为 9.5 亿元，同比减少 31.3%，主要由于许可及合作协议的里程碑付款较上年同期有所减少。核心产品 SKB264 收入 3.02 亿元，商业化表现符合市场预期。默沙东正积极推进 SKB264 的 14 项全球多中心 III 期临床研究。2025 年至今，公司重点肿瘤管线如博度曲妥珠单抗上市申请获受理，SKB315 临床数据即将公布，非肿瘤领域取得突破，体现创新研发能力。下半年重要催化剂包括：（1）SKB264 用于 2L EGFR TKI 耐药 NSCLC 适应症有望获批，数据有望在学术大会上发布；2）默沙东海外临床进展以及新临床计划；3）SKB571 等其他早期 ADC 管线初步临床进展。

## 事件

8 月 18 日，科伦博泰公布 25 年半年报，上半年收入 9.5 亿元，同比减少 31.3%，主要由于许可及合作协议的里程碑付款较 2024 年上半年有所减少。药品销售收入 3.1 亿元，亏损为 1.45 亿元，同比减少 146.8%；调整后亏损为 0.69 亿元，同比减少 118.0%；现金及金融资产 45.28 亿元，同比增长 47.2%。

## 重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,540.49	1,933.05	2,137.56	3,226.91	4,974.68
YOY(%)	91.62	25.48	10.58	50.96	54.16
净利润(百万元)	-574.13	-266.77	-465.84	-292.98	313.58
YOY(%)	6.81	53.54	-74.63	37.11	207.03
EPS(元/股，摊薄)	-2.46	-1.14	-2.00	-1.26	1.34
P/E(倍)	-172.99	-372.32	-213.21	-339.01	316.73

资料来源：iFinD，中信建投证券

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

魏佳奥

weijiaao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524050001

王云鹏

wangyunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070020

发布日期：2025 年 08 月 23 日

当前股价：446.80 港元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	16.23/13.47	39.10/31.26	177.52/133.07
12 月最高/最低价(港元)			446.80/154.00
总股本(万股)			23,318.60
流通 H 股(万股)			16,277.00
总市值(亿港元)			1,015.43
流通市值(亿港元)			1,015.43
近 3 月日均成交量(万)			85.19
主要股东			
四川科伦药业股份有限公司			52.79%

## 简评

### 核心产品 SKB264 销售符合市场预期，下半年有望持续放量

2025 年上半年公司收入 9.5 亿元人民币，同比减少 31.3%，主要是由于许可及合作协议的里程碑付款较 2024 年上半年有所减少。期内亏损为 1.45 亿元，同比减少 146.8%；调整后亏损为 0.69 亿元，同比减少 118.0%。公司药品销售收入达 3.10 亿元，核心产品 SKB264 收入 3.02 亿元，商业化表现符合市场预期。公司毛利率为 69.4%。现金及金融资产 45.28 亿元，同比增长 47.2%，为长期发展奠定坚实基础。

**SKB264 在乳腺癌及肺癌领域实现关键突破，展现显著治疗优势。**SKB264 目前已经获批三阴乳腺癌以及肺癌适应症，该产品成为全球首个获批 EGFR 突变非小细胞肺癌三线治疗的 TROP2 ADC 药物，6 月美国临床肿瘤学会年会 ASCO 公布肺癌关键 III 期临床数据，证实其高 ORR 及显著生存获益。公司正在推进多项临床研究，覆盖乳腺癌、肺癌等高发癌种，重点布局联合疗法与前线治疗，其中联合 PD-L1 单抗塔戈利单抗一线治疗驱动基因阴性非鳞状非小细胞肺癌已获突破性疗法认定，单药及联合方案用于一线三阴性乳腺癌全人群的研究同步进行。

图 1: TROP2 ADC SKB264 的管线进展

Disease 疾病	Indication 适应症	Trial Status 试验状态					
		Ph 1a 1a期	Ph 1b/2 1b/2期	Pivotal 关键 2/3期	Ph2/3	NDA Filing NDA申请	Approval 上市获批
Breast Cancer 乳腺癌	2L+ TNBC <sup>1</sup>	[Progress bar: 100%]					
	1L TNBC <sup>2</sup>	[Progress bar: ~80%]					
	1L TNBC	Combo +/- A167 [Progress bar: ~60%]					
	1L HR+/HER2- BC	Combo +/- A167 [Progress bar: ~60%]					
	1L HR+/HER2- BC	[Progress bar: ~80%]					
	2L+ HR+/HER2- BC	[Progress bar: ~90%]					
Lung Cancer 肺癌	3L EGFRmt NSCLC	[Progress bar: 100%]					
	2L EGFRmt NSCLC	[Progress bar: ~90%]					
	1L EGFRmt NSCLC	Combo with osimertinib [Progress bar: ~60%]					
	1L NSCLC (PD-L1 TPS≥1%)	Combo with pembro [Progress bar: ~80%]					
	1L NSCLC (PD-L1 negative)	Combo with pembro [Progress bar: ~80%]					
	1L EGFRwt NSCLC	Combo with A167 +/- platinum-based chemo [Progress bar: ~60%]					

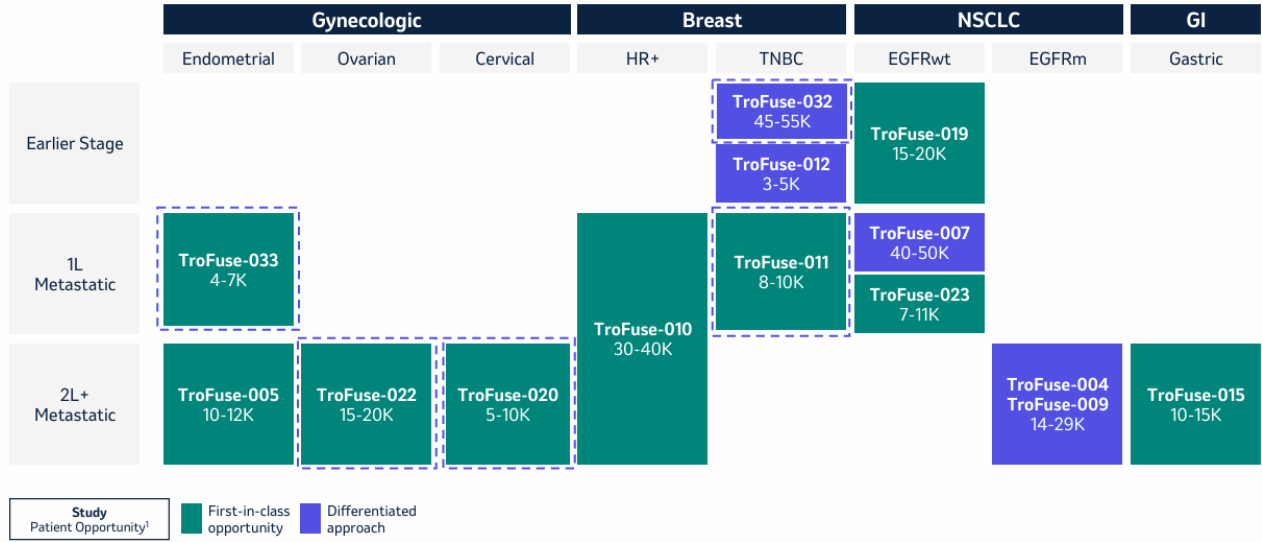
数据来源：公司公告，中信建投证券

### 默沙东 III 期临床持续推进，SKB264 布局全面

SKB264 是目前公司与 MSD 合作管线中进度最快的产品。2022 年 5 月，公司与默沙东首次达成协议，授权其 SKB264 海外权益，公司获得共 1.02 亿美元一次性付款及潜在 11.6 亿美元的里程碑付款。SKB264 以 MK-2870 作为默沙东管线进行推进，25 年开始 MSD 陆续启动卵巢癌及 TNBC III 期临床实验，目前已经布局 14 项 III 期临床。MSD 对于 MK2870 单药或者联用适应症的规划和迅速的布局也进一步展现出 MSD 对产品的信心，海外临床

相关数据预计有望于 26 年开始陆续读出。

图 2:SKB264 海外临床布局

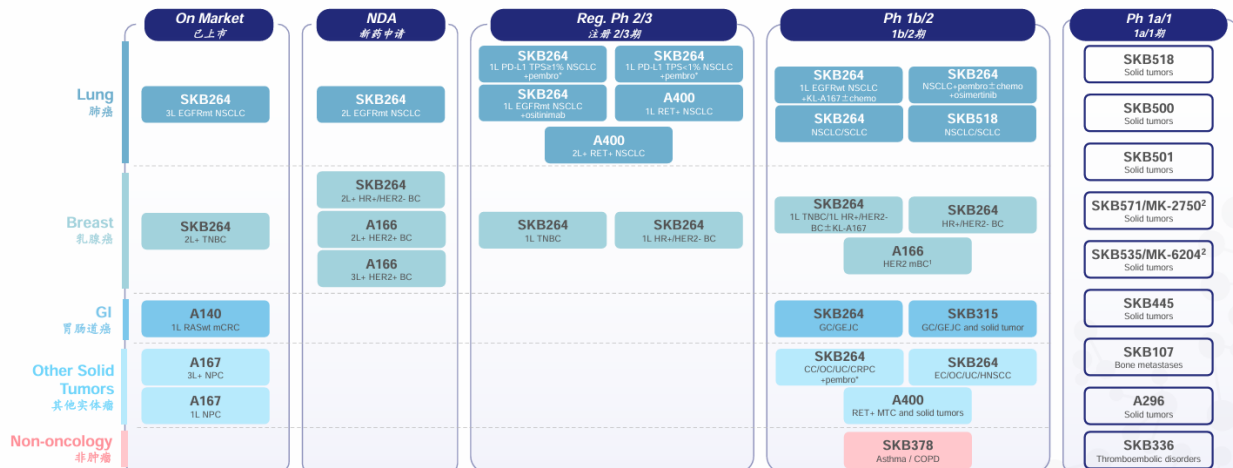


数据来源：默沙东公告，中信建投证券

早期管线积极推进，打造系统化产品矩阵

公司已构建梯度化肿瘤治疗产品矩阵。公司布局多款早期产品，SKB315 的 1b 期临床研究正在进行中，且已开始联合免疫疗法治疗 GC/GEJC 的探索。双特异性 ADC 产品 SKB571 的中国 2 期临床即将启动；合作产品 A400 获 FDA 快速通道资格用于 RET 融合阳性肺癌；成熟品种西妥昔单抗类似药于 2025 年 2 月获批上市，为 RAS 野生型转移性结直肠癌提供一线治疗方案，同步新增 SKB501/SKB500 两项 ADC 实体瘤临床批件，持续扩充管线储备。非肿瘤领域突破显著，慢性阻塞性肺病治疗药物 SKB378 临床试验申请于 2025 年 1 月获批。

图 3: 科伦博泰产品管线概览



数据来源：公司公告，中信建投证券

## 新管线持续推进，展望 25H2 催化丰富

展望 25H2，公司核心产品 SKB264 用于 2L EGFR TKI 耐药 NSCLC 适应症有望在 25H2 获批，数据有望在学术大会上发布，其他早期 ADC 管线有望看到初步临床结果。A166 用于 2L HER2+ BC 适应症 25 年 1 月获得 NMPA 受理，有望在 25H2/26H1 国内获批上市；SKB315 的 1b 期临床研究正在进行中，且已开始联合免疫疗法治疗 GC/GEJC 的探索，1 期研究结果将于 2025 ESMO 大会展示。早期产品管线进展顺利，默沙东已启动 SKB410 的全球 1/2 期临床研究；双抗 ADC SKB571 临床二期研究即将在中国启动，未来有望读出临床一期数据。

## 财务分析：公司现金充足，SKB264 商业化导致销售费用有所提升

**销售及分销开支激增且研发开支下降，现金及金融资产显著增长支撑长期发展。**公司 25 年上半年销售及分销费用 1.79 亿元，同比增长 334.8%，主要源于核心产品商业化团队扩张及市场推广投入大幅增加，由于公司部分药品于去年 11 月正式投入商业销售，因此 2025 年上半年的市场推广、学术推广活动等成本相应增加。研发费用 6.12 亿元，同比下降 6.3%；行政开支同比上升 12.2%至 0.74 亿元，主要由于员工成本增加。现金及金融资产 45.28 亿元，同比增长 47.2%，为长期发展奠定坚实基础。

## 盈利预测和投资建议

公司三大研发平台积极布局各类药物，其中 ADC 平台技术领先，先后三次完成对默沙东的对外授权，加速产品全球布局，产品潜在市场空间广阔，竞争格局优秀。24 年研发管线推进顺利，核心产品数据出色，SKB264 以及 A167 两款产品预计今年实现商业化放量。我们预计科伦博泰 2025-2027 年营收分别为 21.4 亿元、32.3 亿元、49.7 亿元，对应归母净利润-4.66 亿元、-2.93 亿元以及 3.13 亿元，维持“买入”评级。

## 风险分析

**新药研发不确定性风险：**新药研发具有研发周期长、投入大、风险高、成功率低等特点，从实验室研究到新药获批上市，要经过临床前研究、临床试验、新药注册上市和售后监督等诸多复杂环节，每一个环节都面临风险。

**行业政策风险：**因行业政策调整带来的研究设计要求变化、价格变化、带量采购政策变化、医保报销范围及比例变化等风险。

**研发不及预期风险：**新药在研发过程中，从药物发现、临床前研究、临床试验到商业化上市，既存在因企业技术、流程等不达标可能面临的问题，也存在与监管方沟通不及时，不合规等风险。

**销售不及预期风险：**药物上市后在销售过程中会受到可能的疫情影响、物流运力不足、生产产能不足等风险。

## 分析师介绍

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

### 袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind金牌分析师医药行业第4名。2019年Wind金牌分析师医药行业第1名。2018年Wind金牌分析师医药行业第3名，第一财经最佳分析师医药行业第1名。2021年新财富最佳分析师医药行业第五名。

### 魏佳奥

中信建投证券制药及生物科技行业研究员，牛津大学生物无机化学博士，覆盖创新药，生物试剂等领域。

### 王云鹏

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖创新药及医药外包产业链、原料药等领域。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk