

2025年12月19日

佳泰莱®首次纳入医保，ADC 联合 IO 2.0 进一步拓展临床潜力

科伦博泰生物-B (6990. HK)

事件 1:

根据公司公告，公司三款核心产品——ADC Sacituzumab Tirumotecan (佳泰莱®)、西妥昔单抗 N01 注射液 (达泰莱®) 及 Tagitanlimab (科泰莱®) 于 2025 年 12 月 7 日获纳入国家医疗保障局公布的国家医保目录，其中 ADC Sacituzumab Tirumotecan 具备两项适应症入围：1) 经 EGFR-TKI 和含铂化疗治疗后进展的 EGFR 突变阳性的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌；2) 既往至少接受过 2 种系统治疗的不可切除的局部晚期或转移性三阴性乳腺癌。

事件 2:

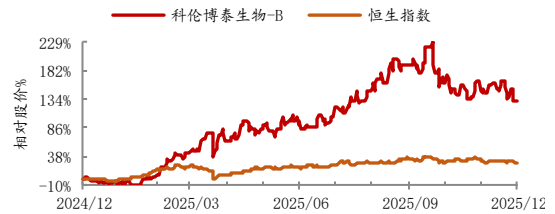
根据公司公告，2025 年 12 月公司与 Crescent Biopharma 达成合作，共同开发及商业化新型肿瘤治疗手段。合作将推进靶向 ITGB6 的 ADC 药物 SKB105 与 PD-1xVEGF 双特异性抗体 CR-001 在中国及全球的开发。根据合作条款，公司将授予 Crescent 在美国、欧洲及所有其他大中华地区（包括中国大陆、中国香港、中国澳门及中国台湾）以外市场研究、开发、生产和商业化 SKB105 独家权利，Crescent 则授予公司在大中华地区研究、开发、生产和商业化 CR-001 的独家权利。此次合作包括开发两款候选药物的单药疗法，以及评估 CR-001 与 SKB105 的联用疗法。双方均有权独立开发 CR-001 的其他联用方案，包括 CR-001 与各自专有的 ADC 管线资产联用。

点评:

佳泰莱®首次纳入医保，多项临床数据展现 BIC 潜力。2024 年 11 月，首个由我国自主研发的 TROP2 ADC 芦康沙妥珠单抗 sac-TMT 正式获批上市。截至目前，sac-TMT 已经获批用于治疗 EGFR 突变非小细胞肺癌及三阴性乳腺癌，其中在 TKI 耐药 EGFR 突变非小细胞肺癌人群中实现 PFS 和 OS 的双重获益，是全球首个对比含铂双药化疗显示出 OS 获益的单药疗法，并实现对 TKI 耐药后 NSCLC 人群的全线覆盖。此外，其用于治疗 HR+/HER2-乳腺癌适应症也已递交上市申请，此次芦康沙妥珠单抗正式进入新版医保目录名单，将进一步提升可及性，惠及更多临床患者。

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格(港元):	
最新收盘价(港元):	405
股票代码:	6990
52 周最高价/最低价(港元):	581.0/153.9
总市值(亿港元)	944.40
自由流通市值(亿港元)	659.22
自由流通股数(百万)	162.77



分析师: 崔文亮
邮箱: cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110002
联系电话:

相关研究

1. 【华西医药】科伦博泰生物 (6990. HK): 商业化多点开花，核素偶联药物获批临床

2025. 04. 02

积极拓展国际临床合作，探索 ADC 联合二代 IO 治疗潜力。此次合作预计增厚公司现金流，同时积极探索 PD-1xVEGF 双抗与 ADC 的联合疗法。根据公司公告，此次协议合作推进的两款候选药物正在开发用于治疗实体瘤，预计于 2026 年第一季度开展 I/II 期单药治疗临床试验。随着 PD-1 (L1)/VEGF 疗法确定性不断加强，有望进一步拓展公司肿瘤领域蓝图。

投资建议

考虑到公司核心产品顺利纳入国家医保目录，看好公司后续商业化放量节奏，同时看好公司靶点研发实力、临床执行力及国际化布局，调整前期盈利预期：即我们预测公司 2025-2027 年收入为 21.75/29.12/49.23 亿元（前值 2025-2027 年收入为 21.75/29.12/38.91 亿元），分别同比增长 12.52%、33.89%、69.06%；归母净利润为-5.15/-1.26/7.91 亿元（前值 2025-2027 年分别为-5.15/-1.25/5.40 亿元），EPS 分别为-2.21/-0.54/3.39 元（前值 2025-2027 年分别为-2.27/-0.55/2.33 元），对应 2025 年 12 月 18 日的 405 港元/股收盘价，假设人民币兑换港币汇率为 1.08，折合人民币 375.0 元，PE 分别为-183/-748/119，考虑到公司业绩有较大增长空间，维持“买入”评级。

风险提示

研发不及预期，市场竞争加剧，技术升级及产品迭代风险；商业化推广不及预期，导致药品销售不及预期风险；海外推进不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1540.49	1933.05	2174.98	2912.11	4923.23
YoY (%)	91.62%	25.48%	12.52%	33.89%	69.06%
归母净利润(百万元)	-574.13	-266.77	-515.01	-126.25	790.85
YoY (%)	6.81%	53.54%	-93.06%	75.49%	726.39%
毛利率 (%)	49.28%	65.89%	67.82%	74.93%	84.56%
每股收益 (元)	-2.84	-1.20	-2.21	-0.54	3.39
ROE (%)	-0.25	-0.08	-0.18	-0.05	0.23
市盈率	-36.23	-136.08	-183.37	-748.01	119.42

资料来源：wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1933.05	2174.98	2912.11	4923.23	净利润	-266.77	-515.01	-126.25	790.85
YoY (%)	25.48%	12.52%	33.89%	69.06%	折旧和摊销	91.39	50.00	55.00	60.00
营业成本	659.39	700.00	730.00	760.00	营运资金变动	-481.24	175.21	-149.66	-413.70
营业税金及附加					经营活动现金流	-429.77	-285.68	-197.97	457.53
销售费用	182.72	174.00	203.85	344.63	资本开支	-81.12	-5.00	-9.00	-12.00
管理费用	163.31	174.00	174.73	246.16	投资	-740.92	200.00	200.00	200.00
财务费用	3.80	-25.10	-29.55	45.00	投资活动现金流	-822.01	201.96	205.56	212.62
资产减值损失					股权募资	1094.11	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	-54.60	1000.00	500.00	0.00
营业利润	-278.50	-483.81	-149.33	861.71	筹资活动现金流	1037.22	985.00	462.50	-45.00
营业外收支					现金净流量	-192.27	898.58	467.39	622.45
利润总额	-142.55	-447.84	-105.21	841.33	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	124.22	67.18	21.04	50.48	成长能力				
净利润	-266.77	-515.01	-126.25	790.85	营业收入增长率	25.48%	12.52%	33.89%	69.06%
归属于母公司净利润	-266.77	-515.01	-126.25	790.85	净利润增长率	53.54%	-93.06%	75.49%	726.39%
YoY (%)	53.54%	-93.06%	75.49%	726.39%	盈利能力				
每股收益 (元)	-1.20	-2.21	-0.54	3.39	毛利率	65.89%	67.82%	74.93%	84.56%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率率	-13.80%	-23.68%	-4.34%	16.06%
货币资金	1336.50	2235.09	2702.48	3324.92	总资产收益率 ROA	-6.25%	-10.84%	-2.43%	13.06%
预付款项					净资产收益率 ROE	-8.06%	-18.45%	-4.74%	22.92%
存货	110.51	3.89	22.31	105.56	偿债能力				
其他流动资产	6.85	21.75	29.12	49.23	流动比率	4.31	2.22	1.89	2.20
流动资产合计	3492.81	4016.56	4516.55	5416.14	速动比率	4.17	2.20	1.87	2.14
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	1.65	1.23	1.13	1.35
固定资产	594.82	564.82	534.82	501.82	资产负债率	22.48%	41.24%	48.84%	43.02%
无形资产	129.00	114.00	98.00	83.00	经营效率				
非流动资产合计	775.20	732.85	686.85	638.85	总资产周转率	0.50	0.48	0.59	0.87
资产合计	4268.00	4749.42	5203.40	6054.99	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	1000.00	1500.00	1500.00	每股收益	-1.20	-2.21	-0.54	3.39
应付账款及票据	291.29	155.56	162.22	168.89	每股净资产	14.56	11.97	11.42	14.80
其他流动负债	513.10	652.49	728.03	738.48	每股经营现金流	-1.89	-1.23	-0.85	1.96
流动负债合计	809.84	1810.22	2393.16	2456.61	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	149.50	148.24	148.24	148.24	PE	-136.08	-183.37	-748.01	119.42
非流动负债合计	149.50	148.24	148.24	148.24	PB	11.22	33.84	35.48	27.37
负债合计	959.34	1958.47	2541.41	2604.85					
股本	227.27	227.27	227.27	227.27					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	3308.66	2790.95	2661.99	3450.14					
负债和股东权益合计	4268.00	4749.42	5203.40	6054.99					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。