

医药生物

2026年03月26日

科伦博泰生物-B (06990)

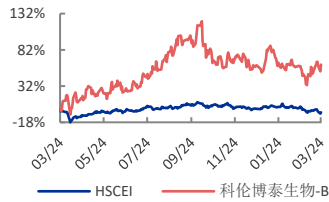
——核心管线 Sac-TMT 海外进展积极

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2026年03月25日

收盘价 (港币)	425.80
恒生中国企业指数	8582.74
52周最高/最低 (港币)	581.00/228.20
H股市值 (亿港元)	992.91
流通H股 (百万股)	162.77
汇率 (港币/人民币)	0.8809

一年内股价与基准指数对比走势：


资料来源：Bloomberg

相关研究

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 A0230524060004
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 年收入同比增长 6.5%，达到 20.6 亿元，净亏损为 3.82 亿元（同比扩大 43.2%）。经调整净亏损为 2.11 亿元（同比扩大 78.3%），符合我们的预期。2025 年，公司产品销售收入达到 5.43 亿元（同比增长 949.8%），BD 合作收入达到 15.0 亿元（同比下降 19.6%）。2025 年，研发费用同比增长 9.4%至 13.2 亿元，销售费用同比增长 160.1%至 4.75 亿元，对应销售费用率为 23.1%。截至 2025 年底，公司现金及金融资产约为 45.6 亿元。

核心产品有望实现销售放量。目前，公司已有四款商业化产品，包括 Sac-TMT (SKB264/MK-2870)、博度曲妥珠单抗 (A166)、西妥昔单抗 N01 (A140) 和塔戈利单抗 (A167)，2025 年公司产品销售收入达到 5.43 亿元（同比增长 949.8%）。目前，公司销售网络已覆盖超过 1,200 家医院，拥有超过 600 名销售人员。此外，sac-TMT、西妥昔单抗、塔戈利单抗已获纳入 2025 年版国家医保目录 (NRDL)，随着可及性提升，有望实现进一步销售放量。

Sac-TMT (SKB264/MK-2870, TROP2 ADC) 启动多项关键临床试验。就国内市场而言，sac-TMT 已获得 NMPA 上市批准，用于治疗 2L/3L EGFR 突变 NSCLC，2L+ TNBC 和 2L+ HR+/HER2- BC。此外，多项关键临床试验已启动，包括于国内开展 1L HR+/HER2- BC 试验，以及针对宫颈癌 (CC)、卵巢癌 (OC)、子宫内膜癌 (EC)、尿路上皮癌 (UC)、三阴性乳腺癌 (TNBC) 等适应症的七项全球试验。此外，sac-TMT 其他适应症正在研发中，包括 SKB264 单药或联合治疗晚期实体瘤 (GC、EC、CC、UC、OC、CRPC 等)。全球开发方面，默沙东已启动 17 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、GI 和 GU。

在研管线丰富，涵盖肿瘤和非肿瘤领域。公司肿瘤管线聚焦创新靶点和载荷作用机制等，非肿瘤管线聚焦具有非细胞毒性载荷的 ADC 和新型 DC。SKB571/MK-2750 (新型双抗 ADC)、SKB518 (潜在 FIC ADC) 和 SKB500 (新型 ADC) 正在国内开展二期临床。此外，其他新型 ADC 管线目前处于一期临床阶段，包括 SKB107 (RDC)、SKB535/MK-6204 (潜在 FIC ADC)、SKB445 (潜在 FIC ADC) 和 SKB105/CR-003 (ITGB6 ADC)。此外，其他非 ADC 管线包含 SKB118/CR-001 (PD-1/VEGF)、SKB575 (TSLP/未披露靶点双抗) 等。

维持买入评级。考虑到商业化产品销售放量，以及核心管线研发投入，我们将 26 年的每股盈利预测从 0.39 元下调至 0.57 元，将 27 年的预测从 5.20 元下调至 2.26 元，新增 28 年预测为 6.61 元。我们将目标价从 552 港币上调至 560 港币，对应 31% 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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	1,933	2,058	2,701	4,798	6,465
同比增长率 (%)	25.48	6.46	31.25	77.64	34.74
归母净利润 (百万元)	(267)	(382)	(132)	528	1,541
同比增长率 (%)	-	-	-	-	-
每股收益 (元/股)	(1.20)	(1.66)	(0.57)	2.26	6.61
ROE (%)	-	-	-	-	-
市盈率	-	-	-	165.57	56.70
市净率	25.10	17.75	18.45	16.60	12.84

注：“每股收益”为归母净利润除以加权平均股本

Kelun Biotech announced 2025 revenue of Rmb2.06bn (+6.5% YoY) and net losses of Rmb382m (+43.2% YoY). Its adjusted net losses reached Rmb211m (+78.3% YoY), in line with our expectation. Its total product sales reached Rmb543m (+949.8% YoY) and revenue from BD collaboration reached Rmb1.50bn (-19.6% YoY) in 2025. Its R&D expenses reached Rmb1.32bn (+9.4% YoY) and selling expenses reached Rmb475m (+160.1% YoY), with selling expense ratio of 23.1% in 2025. As of the end of 2025, the company has cash and financial assets of c.Rmb4.56bn.

Expecting sales ramp-up of key products. With four launched products, including Sac-TMT (SKB264/MK-2870), Trastuzumab Botidotin (A166), Cetuximab N01 (A140) and Tagitanlimab (A167), the total product sales reached Rmb543m (+949.8% YoY) in 2025. Currently, its sales network has covered over 1,200 hospitals, with over 600 sales people. In addition, Sac-TMT, Cetuximab and Tagitanlimab have been added into the 2025 version of NRDL, we expect further sales ramp-up with the rising affordability.

Multiple pivotal trials initiated for sac-TMT (SKB264/MK-2870, TROP2 ADC). As for the domestic market, sac-TMT has received NMPA's approval for the treatment of 2L/3L EGFRmt NSCLC, 2L+ TNBC and 2L+ HR+/HER2- BC. In addition, multiple pivotal trials have been initiated, including 1L HR+/HER2- BC in China and seven global trails for CC, OC, EC, UC, TNBC, etc. In addition, sac-TMT for other indications are under development, including SKB264's mono or combo therapies for advanced solid tumors (GC, EC, CC, UC, OC, CRPC, etc). In terms of the global development of sac-TMT, MSD has initiated 17 global phase III clinical trials for the mono or combo with pembrolizumab or other therapies, including NSCLC, BC, gynecological cancers, GI and GU.

Rich pipelines covering oncology and non-oncology fields. Its oncology pipelines focus on novel targets, payload MoA, etc, while non-oncology pipelines focus on developing ADCs and novel DCs with noncytotoxic payloads. SKB571/MK-2750 (novel bsADC), SKB518 (potential FIC ADC) and SKB500 (novel ADC) are under phase 2 trial in China. In addition, other novel ADC pipelines are under phase I trial, include SKB107 (RDC), SKB535/MK-6204 (potential FIC ADC), SKB445 (potential FIC ADC) and SKB105/CR-003 (ITGB6 ADC). In addition, other non-ADC pipelines include SKB118/CR-001 (PD-1/VEGF) , SKB575 (TSLP/undisclosed target bsAb) , etc.

Maintain BUY. Given the sales ramp-up of commercial products and R&D investments on key pipelines, we lower our EPS forecast from Rmb0.39 to -Rmb0.57 in 26E, from Rmb5.20 to Rmb2.26 in 27E and forecast Rmb6.61 in 28E. We raise our target price of from HK\$552 to HK\$560. With 31% 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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	1,933	2,058	2,701	4,798	6,465
销售成本	(659)	(579)	(743)	(960)	(647)
毛利	1,274	1,479	1,958	3,839	5,819
其他收入	140	145	136	150	150
销售、行政及管理费用	(346)	(654)	(717)	(1,656)	(2,188)
税息折旧及摊销前利润	(82)	(350)	(146)	575	1,777
息税前利润	(173)	(350)	(148)	571	1,763
财务费用	(4)	(6)	(10)	(10)	(10)
税前利润	(143)	(356)	(112)	621	1,813
所得税开支	(124)	(26)	(20)	(93)	(272)
非控股权益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	(267)	(382)	(132)	528	1,541

资料来源：科伦博泰 2024 和 2025 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 索取有关披露资料或登录 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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

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 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

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”) 在中华人民共和国内地 (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。