

科伦博泰生物-B

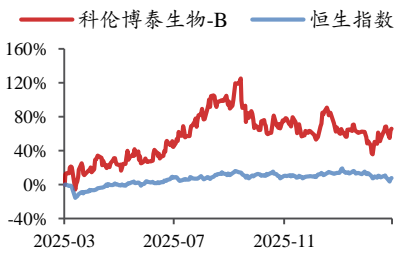
(06990.HK)

2026年03月26日

投资评级：买入（维持）

日期	2026/3/25
当前股价(港元)	425.80
一年最高最低(港元)	581.00/228.20
总市值(亿港元)	992.91
流通市值(亿港元)	693.07
总股本(亿股)	2.33
流通港股(亿股)	1.63
近3个月换手率(%)	20.11

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《sac-TMT 商业化进展顺利,期待医保谈判后加速放量—公司信息更新报告》-2025.8.23

《公司商业化开启, 芦康沙妥珠单抗有望迎来强劲增长—公司信息更新报告》-2025.3.27

sac-TMT 商业化进展顺利, 2026 年销售放量可期

——公司信息更新报告

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

聂媛媛（联系人）

nieyuanyuan@kysec.cn

证书编号：S0790124050002

● 2025 年公司商业化进展顺利, 2026 年医保准入打开新篇章

2025 年公司实现营收 20.58 亿元, 同比+6.5%。其中, 许可及合作协议收入 14.98 亿元 (同比-19.6%), 销售药品收入 5.43 亿元 (同比+949.8%)。2025 年公司实现归母净利润-3.82 亿元, 同比-43.2%。亏损扩大主要由于公司商业化团队扩张及市场推广活动增加, 导致销售费用增长至 4.75 亿元。我们下调 2026 至 2028 年营业收入为 22.30/41.79/66.47 亿元(原预计 2026 和 2027 年为 28.67/48.64 亿元), 当前股价对应 PE 分别为-175.5/234.8/52.8 倍。基于公司商业化放量趋势明确、多项产品均纳入国家医保目录, 且国内外临床加速推进中, 我们看好公司长期发展, 维持“买入”评级。

● 核心产品 sac-TMT 多适应症获批上市, 2026 年销售放量可期

2025 年公司实现药品销售收入 5.43 亿元 (同比+949.8%), 商业化转型成果初显。公司多产品医保谈判顺利, sac-TMT、塔戈利单抗、西安昔单抗 N01 三款产品成功纳入新版国家医保目录, 2026 年有望实现快速放量。公司已组建超 600 人的商业化团队, 业务覆盖超 1200 家医院, 为产品入院及销售上量奠定坚实基础。除医保内适应症外, sac-TMT 还接连获批用于治疗 2L EGFR 突变非鳞状 NSCLC 和 2/3L HR 阳性、HER2 阴性乳腺癌; 博度曲妥珠单抗 (HER2 ADC) 于 2025 年 10 月获批用于治疗二线 HER2+乳腺癌, 为公司未来持续造血提供新动能。sac-TMT 国际化进程高效推进, 默沙东已在全球开展 17 项 III 期临床研究, 2027 年有望递交上市申请, 后续有望为公司带来持续的销售里程碑付款和销售分成。

● 早期管线布局前瞻, ADC 技术平台持续创新

公司持续丰富早期研发管线, 布局差异化和 FIC 靶点及方向。公司依托 OptiDC™ 平台, 进一步开发包括双表位/双抗 ADC、双载荷 ADC 等下一代 ADC 技术, 并探索 RDC、iADC、DAC 等新型偶联药物, 以及在自身免疫性疾病等非肿瘤领域的应用。同时, 公司通过与 Crescent 的战略合作, 引进了 SKB118 (PD-1/VEGF 双抗) 的大中华区权益, 计划于 2026 年上半年在中国启动 I/II 期临床研究。

● 风险提示: 药物临床研发失败、行业竞争格局恶化、国际合作不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,933	2,058	2,230	4,179	6,647
YOY(%)	25.5	6.5	8.4	87.4	59.0
净利润(百万元)	-267	-382	-639	478	2,124
YOY(%)	-48.9	43.2	67.3	-174.8	344.5
毛利率(%)	65.9	71.9	66.2	77.5	82.7
净利率(%)	-13.8	-18.6	-28.7	11.4	32.0
ROE(%)	-8.1	-7.8	-15.1	9.9	30.6
EPS(摊薄/元)	-1.1	-1.6	-2.7	2.0	9.1
P/E(倍)	-420.6	-293.7	-175.5	234.8	52.8
P/B(倍)	33.9	23.1	26.5	23.9	16.6

数据来源：聚源、开源证券研究所（注：2026 年 3 月 25 日 HKD/RMB=0.88）

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3,493	5,149	4,724	5,501	7,968
现金	1,337	3,244	2,870	3,079	5,056
应收账款	307	348	348	674	1,078
存货	111	241	146	228	316
其他流动资产	7	88	54	98	199
非流动资产	775	840	764	695	636
固定资产及在建工程	595	636	508	379	249
无形资产及其他长期资产	129	124	153	182	211
资产总计	4,268	5,989	5,489	6,197	8,604
流动负债	810	1,004	1,104	1,318	1,643
短期借款	-0	-0	0	0	0
应付账款	297	419	379	501	661
其他流动负债	513	586	725	818	982
非流动负债	150	117	156	185	196
长期借款	-0	-0	0	0	0
其他非流动负债	150	117	156	185	196
负债合计	959	1,121	1,260	1,503	1,839
股本	1,607	1,664	1,652	1,652	1,652
储备	-0	-0	0	0	0
归母所有者权益	3,309	4,867	4,229	4,694	6,765
少数股东权益	-0	-0	0	0	0
负债和股东权益总计	4,268	5,989	5,489	6,197	8,604

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-507	-432	-271	355	1,915
税前利润	-267	-382	-639	478	2,124
折旧和摊销	91	0	99	100	101
营运资本变动	-331	-50	268	-210	-257
其他	0	0	1	-13	-53
投资活动现金流	-773	393	-102	-147	62
资本开支	0	-41	0	0	0
其他	-773	504	-79	-116	103
融资活动现金流	1,087	1,946	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
其他	1,087	1,946	0	0	0
汇率变动对现金的影响	-316	-399	0	0	0
现金净增加额	-192	1,907	-373	208	1,977
期末现金总额	1,337	3,244	2,870	3,079	5,056

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,933	2,058	2,230	4,179	6,647
营业成本	659	579	753	941	1,148
营业费用	183	475	714	1,035	1,293
管理费用	163	179	188	197	207
其他收入/费用	1,206	1,320	1,327	1,459	1,562
营业利润	-279	-495	-751	547	2,437
净财务收入/费用	-58	-94	0	0	0
其他利润	194	233	0	0	0
除税前利润	-143	-356	-751	547	2,437
所得税	124	26	-113	82	366
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-267	-382	-639	478	2,124
EBITDA	-279	-495	-751	547	2,437
扣非后归母净利润	-267	-382	-639	478	2,124
EPS	-1.14	-1.64	-2.74	2.05	9.11

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	25.5	6.5	8.4	87.4	59.0
营业利润(%)	-41.1	-77.7	-51.7	172.8	-345.5
归属于母公司净利润(%)	-48.9	43.2	67.3	-174.8	344.5
获利能力					
毛利率(%)	65.9	71.9	66.2	77.5	82.7
净利率(%)	-13.8	-18.6	-28.7	11.4	32.0
ROE(%)	-8.1	-7.8	-15.1	9.9	30.6
ROIC(%)	117.8	34.4	25.5	519.3	689.8
偿债能力					
资产负债率(%)	22.5	18.7	23.0	24.3	21.4
净负债比率(%)	29.0	23.0	29.8	32.0	27.2
流动比率	4.3	5.1	4.3	4.2	4.8
速动比率	2.0	3.6	2.9	2.8	3.7
营运能力					
总资产周转率	2.2	2.9	2.5	1.5	1.3
应收账款周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应付账款周转率	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
存货周转率	0	0	0	0	0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.1	-1.6	-2.7	2.0	9.1
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.2	-1.9	-1.2	1.5	8.2
每股净资产(最新摊薄)	14.2	20.9	18.1	20.1	29.0
估值比率					
P/E	-420.6	-293.7	-175.5	234.8	52.8
P/B	33.9	23.1	26.5	23.9	16.6

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn