

收入结构改善，医保准入推动产品放量

投资要点

- **事件:** 科伦博泰生物发布 2025 年年报，全年实现收入 20.58 亿元 (+6.5%)。年度亏损扩大至 3.82 亿元 (2024 年为 2.67 亿元)，调整后年度亏损为 2.11 亿元，主要系为支持产品销售商业化投入加大，销售费用激增 160.1% 至 4.75 亿元。研发开支 13.20 亿元 (+9.4%)，保持稳健增长，以推进丰富的在研管线。公司在手现金及金融资产充裕，达 45.59 亿元。
- **收入发生结构性转变。** 2025 年药品销售收入达 5.43 亿元 (+949.8%)，占比已达 26.37%，而许可及合作收入 14.98 亿元 (-19.6%)。公司 BD 合作及相关里程碑收入已渐趋平稳，且公司商业化团队正着力推动相关产品的上市和销售，未来公司收入将从以授权合作收入为主，转向以自有产品商业化销售驱动增长。
- **商业化体系初具成效，构建 2026 放量基础。核心产品商业化加速:** 1) 医保端: 目前公司已有 4 款产品、8 个适应症获批上市，Sac-TMT(SKB264)、Tagitanlimab (A167)、Cetuximab N01 (A140) 三款产品首次成功纳入国家医保目录，自 2026 年 1 月 1 日起生效。2) 准入端: 上述三款产品完成全国 31 个省份挂网。公司产品已实现覆盖 300+ 城市、1200+ 医疗机构、400+ DTP 药房。3) 团队端: 商业化团队扩张至 600 人以上，完成按癌种、适应症的专业化分工，搭建了市场营销、医学事务、合规运营的完整体系。
- **全球合作价值凸显。** 1) 默沙东针对 SKB264 已启动 17 项全球三期临床，覆盖肺癌、乳腺癌、妇科肿瘤等 5 大癌种，从后线治疗推进至一线、辅助/新辅助治疗，2026 年有望迎来首个海外适应症的上市申请，触发大额开发里程碑、商业化里程碑及销售分成。2) 2025 年 12 月与 Crescent Biopharma 达成合作，联合开发 SKB105 (ITGB6-ADC) 和 Crescent 的 PD-L1/VEGF 双抗，进一步拓展了新型肿瘤疗法的全球开发路径。
- **盈利预测与评级:** Sac-TMT、Tagitanlimab、Cetuximab N01 三款产品首次成功纳入国家医保目录，2026 年是公司产品放量元年，我们预计 2026-2028 年公司收入分别为 29.56、46.94、75.00 亿元，维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示:** 研发进展或不及预期风险，商业化进展或不及预期风险，市场竞争风险，医保控费力度超出预期风险。

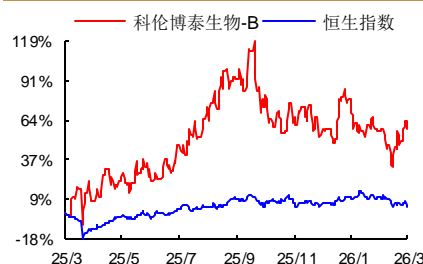
指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元人民币)	2057.92	2956.22	4694.06	7499.92
增长率	6.46%	43.65%	58.79%	59.77%
归属母公司净利润(百万元人民币)	-381.97	-366.39	89.03	812.55
增长率	-43.19%	4.08%	124.30%	812.70%
每股收益 EPS	-1.64	-1.57	0.38	3.48
净资产收益率	-7.85%	-8.14%	1.94%	15.04%
PS	42	29	18	12

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 张旭安
电话: 15281061810
邮箱: zhangxuan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	242.0-577.5
3 个月平均成交量(百万)	0.55
流通股数(亿)	2.33
市值(亿)	981.7

相关研究

1. 科伦博泰生物-B(6990.HK): Trop2 ADC 肺癌适应症全球首个获批 (2025-03-14)

盈利预测

关键假设

1) **药品销售收入**：随着 Sac-TMT、Tagitanlimab、Cetuximab N01 三款产品 2026 年 1 月 1 日起纳入国家医保目录，叠加公司在产品商业化销售方面的持续努力，2026 公司药品销售有望迎来放量。假设 2026-2028 年药品销售收入增速分别为 110%、105%、90%。

2) **许可及合作协议收入**：随着公司相关管线逐步上市，预计 2026 年许可及合作协议收入逐步企稳，2027-2028 随着未来药物在海外获批后有望带来新的增量，假设 2026-2028 年许可及合作协议收入增速分别为 20%、30%、30%。

3) 随着公司收入结构逐步改善，创新药销售收入占比不断提高，毛利率预计保持平稳增长，假设毛利率分别为 75%、80%、85%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：科伦博泰生物各业务收入拆分及盈利预测

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
药品销售收入	收入	542.7	1,139.7	2,336.3	4,439.0
	yoy	949.71%	110.0%	105.0%	90.0%
许可及合作协议收入	收入	1,498.0	1,797.7	2,336.9	3,038.0
	yoy	-19.6%	20.0%	30.0%	30.0%
提供研发服务收入	收入	17.2	18.9	20.8	22.9
	yoy	-6.0%	10%	10%	10%
合计	收入	2,057.92	2,956.22	4,694.06	7,499.92
	yoy	6.5%	43.7%	58.8%	59.8%
	毛利率	71.86%	75.00%	80.00%	85.00%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

公司当前仍处于亏损阶段，预计 2027 年达到扭亏为盈，因此选取 PS 法进行估值。选取创新药头部上市药企康方生物、百利天恒作为可比公司，可比公司 2026 年 PS 为 31 倍。预计科伦博泰生物 2026-2027 年对应 PS 分别为 29 倍、18 倍。公司核心产品临床表现优异，2026 将进入销售放量关键年，维持“买入”评级，建议积极关注。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	营业收入 (百万元)				PS (倍)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
9926.HK	康方生物	972.9	3,258.1	4,978.1	7,216.6	-	30	20	13	-
688506.SH	百利天恒	1,097.0	2,265.7	2,562.0	3,131.0	-	48	43	35	-
平均值							39	31	24	-
6990.HK	科伦博泰生物	864.1	2,057.9	2,956.2	4,694.1	7,499.9	42	29	18	12

数据来源：Wind, 西南证券整理

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	3331.47	3084.59	3218.97	3991.19	营业额	2057.92	2956.22	4694.06	7499.92
应收账款	94.48	135.71	215.49	344.31	销售成本	579.14	739.05	938.81	1124.99
预付款项	64.80	93.08	147.80	236.15	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	475.25	620.81	610.23	749.99
存货	240.94	307.47	390.58	468.04	管理费用	1498.39	2098.91	3191.96	4949.94
其他流动资产	1416.94	1627.18	2033.90	2690.58	财务费用	6.16	-11.23	-11.03	-12.62
流动资产总计	5148.64	5248.04	6006.75	7730.27	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	635.91	536.28	436.65	337.03	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	-501.02	-491.33	-35.91	687.61
无形资产	123.69	103.08	82.46	61.85	其他非经营损益	145.24	124.94	124.94	124.94
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	-355.78	-366.39	89.03	812.55
其他非流动资产	80.31	80.31	80.31	80.31	所得税	26.19	-0.00	-0.00	-0.00
非流动资产合计	839.91	719.67	599.43	479.19	税后利润	-381.97	-366.39	89.03	812.55
资产总计	5988.55	5967.71	6606.18	8209.45	归属于非控制股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	408.91	521.82	662.86	794.31	归属于母公司股东利润	-381.97	-366.39	89.03	812.55
其他流动负债	595.58	828.24	1236.63	1895.91	EBITDA	-349.62	-257.38	198.24	920.17
流动负债合计	1004.49	1350.06	1899.50	2690.22	NOPLAT	-521.06	-502.56	-46.94	674.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS(元)	-1.64	-1.57	0.38	3.48
其他非流动负债	116.98	116.98	116.98	116.98					
非流动负债合计	116.98	116.98	116.98	116.98	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
负债合计	1121.48	1467.04	2016.48	2807.21	成长能力				
股本	233.19	233.19	233.19	233.19	营收额增长率	6.46%	43.65%	58.79%	59.77%
留存收益	0.00	-366.39	-277.37	535.18	EBIT 增长率	-151.98%	-8.01%	120.65%	925.61%
归属于母公司股东权益	4867.07	4500.68	4589.70	5402.25	EBITDA 增长率	-638.18%	26.38%	177.02%	364.18%
归属于非控制股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	税后利润增长率	-43.19%	4.08%	124.30%	812.70%
权益合计	4867.07	4500.68	4589.70	5402.25	盈利能力				
负债和权益合计	5988.55	5967.71	6606.18	8209.45	毛利率	71.86%	75.00%	80.00%	85.00%
					净利率	-18.56%	-12.39%	1.90%	10.83%
					ROE	-7.85%	-8.14%	1.94%	15.04%
					ROA	-6.38%	-6.14%	1.35%	9.90%
					ROIC	-73.36%	-62.35%	-6.05%	74.60%
					估值倍数				
现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	P/E	-226.41	-236.03	971.41	106.43
税后经营利润	-537.91	-491.33	-35.91	687.61	P/S	42.02	29.25	18.42	11.53
折旧与摊销	-	120.24	120.24	120.24	P/B	17.77	19.22	18.84	16.01
财务费用	6.16	-11.23	-11.03	-12.62	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营资金	351.45	-0.73	-74.89	-160.57	EV/EBIT	-235.74	-219.15	1061.56	102.89
经营性现金净流量	-180.30	-383.05	-1.59	634.66	EV/EBITDA	-235.74	-321.53	417.67	89.45
投资性现金净流量	411.01	124.94	124.94	124.94	EV/NOPLAT	-158.18	-164.67	-1763.85	121.93
筹资性现金净流量	1728.06	11.23	11.03	12.62					
现金流量净额	1907.29	-246.88	134.38	772.22					

数据来源：公司公告，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
