

# Sac-TMT 成功纳入医保，创新管线进展丰富

科伦博泰生物  
-B (6990.HK)

## 核心观点

公司 25 年实现营收 20.6 亿元，同比增长 6.5%，其中药品销售收入 5.4 亿元。Sac-TMT 报表端受到了下半年进入医保后存货医保调价影响，全年商业化表现符合预期。25 年公司包括 Sac-TMT 在内的多款产品读出积极临床数据，合作伙伴默沙东继续推进 Sac-TMT 全球临床试验，目前已布局 17 项临床 III 期，海外数据最早有望 26 年读出。公司目前有 4 款产品已上市，1 款处于 NDA 阶段，我们认为随着后续多款产品临床推进，公司在 ADC 领域研发能力将会进一步得到认可。

## 事件

3 月 23 日，科伦博泰公布 25 年年报，实现营业收入 20.6 亿元，同比增长 6.5%，其中药品销售收入 5.4 亿元，许可及合作协议收入 15.0 亿元。公司期内亏损为 3.8 亿元，同比增长 43.2%；调整后亏损为 2.1 亿元，同比增长 78.3%；现金及金融资产 45.6 亿元，同比增长 48.1%。

## 简评

### 核心产品 Sac-TMT 销售符合预期，进入医保有望加速放量

2025 年公司实现营业收入 20.6 亿元，同比增长 6.5%，其中药品销售收入 5.4 亿元。Sac-TMT 报表端受到了下半年进入医保后存货医保调价影响，25H2 实际销售环比 H1 仍保持增长。同时公司预计 2026 年商业化有望大幅加速。

### 重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,933.05	2,057.92	2,619.18	4,143.72	6,791.29
YOY(%)	25.48	6.46	27.27	58.21	63.89
净利润(百万元)	-266.77	-381.97	-317.46	199.17	1,215.61
YOY(%)	53.54	-43.19	16.89	162.74	510.34
EPS(元/股，摊薄)	-1.14	-1.64	-1.36	0.85	5.21
P/E(倍)	-306.24	-213.88	-257.34	410.18	67.20

资料来源：iFinD，中信建投证券

维持

买入

袁清慧

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

沈毅

SAC 编号:S1440525080005

成雨佳

SAC 编号:S1440525120003

SFC 编号:BIQ365

魏佳奥

SAC 编号:S1440524050001

王云鹏

SAC 编号:S1440524070020

贺菊颖

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026 年 03 月 27 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%

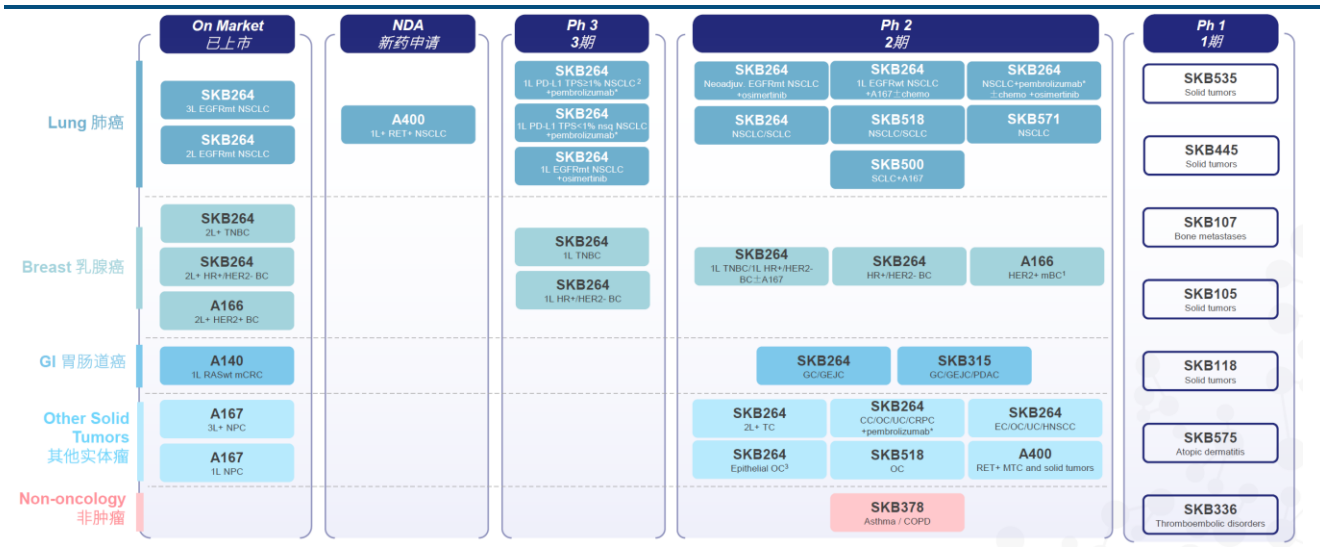
2024年11月,公司核心产品 Sac-TMT 正式获批上市。截至目前, Sac-TMT 在国内已经获批 2L/3L 治疗 EGFRm 非小细胞肺癌、三阴乳腺癌末线以及 2L+ HR+/HER2- 乳腺癌适应症。25年12月,公司宣布 Sac-TMT (佳泰莱®), tagitanlimab (科泰莱®)以及 Cetuximab N01 (达泰莱®)三款产品均首次成功纳入国家医保药品目录。其中 Sac-TMT 入围适应症包括: 1) 经 EGFR-TKI 和含铂化疗治疗后进展的 EGFR 突变阳性的局部晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌; 2) 既往至少接受过 2 种系统治疗的不可切除的局部晚期或转移性三阴性乳腺癌。

25年至今,公司已组建起超 600 人商业化团队,覆盖中国 300+城市、1200+医疗机构;团队架构含市场营销、医学事务、策略运营等,2026 年团队规模有望超 800 人。渠道布局方面核心经销商(国控、上药、华润等)占整体份额超 90%,已布局 400+双通道药房,2026 年 1 月新增近 200 家 DTP 药房,持续扩充的销售团队以及完善的渠道布局有望推动公司产品在 26 年加速放量。

### Sac-TMT III 期临床陆续读出,创新管线布局全面

2025 年公司于 ESMO 年会上公布多项核心产品临床数据。其中 Sac-TMT 两项临床研究中选口头报告: 1) SKB264 对比含铂双药化疗用于 EGFR-TKI 治疗后进展的 EGFR 敏感突变 NSCLC 患者的 III 期临床,与化疗相比, Sac-TMT 在 PFS 和 OS 方面表现出高度统计学意义和临床意义的改善,再次展现 BIC 潜力; 2) SKB264 对比研究者选择的化疗用于经治 HR+/HER2- BC 患者的 III 期临床,临床结果优于化疗,同时 SKB264 用于化疗未经治 HR+/HER2- BC 患者的 III 期临床也正在推进。25 年 11 月,公司公告 SKB264 联用 K 药用于 PD-L1 阳性 NSCLC 的 III 期临床在 PFS 方面达到统计学及临床意义改善,OS 观察到积极趋势,该适应症已于 26 年 1 月获得 CDE 突破性疗法认定。

目前公司创新管线布局全面,其余处于临床阶段创新管线还包括: 1) SKB315 (CLDN18.2 ADC), 治疗 GC/GEJC/PDAC 等适应症进行 1b 期临床试验; 2) SKB410/MK-3120 (Nectin-4 ADC), MSD 已启动 4 项 SKB410/MK-3120 用于治疗晚期实体瘤(包括膀胱癌)的全球 1/2 期临床试验。3) SKB571/MK-2750, 一款正在与默沙东合作开发的新型双抗 ADC, 主要靶向各种实体瘤,如 LC 和 GI 癌症等, II 期临床试验正在中国进行。4) SKB518, 具有潜在 FIC 靶点的新型 ADC 药物, II 期临床试验正在中国进行中。5) SKB535/MK-6204, 具有潜在 FIC 靶点的新型 ADC 药物, I 期临床试验正在中国进行中。6) SKB445, 具有潜在 FIC 靶点的新型 ADC 药物, I 期临床试验正在中国进行中。7) SKB107, 一款与西南医科大学附属医院共同开发的靶向实体瘤骨转移的 RDC 药物, I 期研究正在进行中。

**图 1: 科伦博泰管线布局**


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 海外数据即将读出**

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 17 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。

**表 1: MK2870 海外临床布局**

NCT 编号	实验名称	治疗方案	对照组	适应症	临床阶段	主要终点	入组人数	初步完成时间
NCT0630 5754	MK-2870-0 09	单药	含铂化疗+ 培美曲塞	晚期 EGFRmut nsqNSCLC	III 期	PFS, OS	520	2028/9/12
NCT0607 4588	MK-2870-0 04	单药	多西他赛/ 培美曲塞	突变基因阳性 NSCLC	III 期	PFS, OS	556	2027/5/10
NCT0613 2958	MK-2870-0 05	单药	研究者选 择的化疗	晚期子宫内膜癌	III 期	PFS, OS	710	2028/1/10
NCT0617 0788	MK-2870-0 07	MK2870 联 用 K 药	K 药	TPS>=50% PD-L1 高表达 NSCLC	III 期	OS	614	2028/1/25
NCT0631 2176	MK-2870-0 10	单药/联用 K 药	研究者选 择的化疗	HR+/HER2-BC	III 期	PFS	1200	2027/7/11
NCT0631 2137	MK-2870-0 19	MK2870 联 用 K 药	K 药	II-III 期 NSCLC 术后辅助	III 期	DFS	780	2034/2/21
NCT0635 6311	MK-2870-0 15	单药	研究者选 择的化疗	晚期/转移性胃食管 腺癌	III 期	OS	450	2027/1/4

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

NCT0639 3374	MK-2870-0 12	MK2870 联 用 K 药	研究者选 择的化疗	手术后未达到 pCR 的 TNBC	III 期	iDFS	1530	2030/12/16
NCT0642 2143	MK-2870-0 23	K 药 +MK2870	K 药	晚期转移性鳞状 NSCLC	III 期	OS	851	2029/1/12
NCT0645 9180	MK-2870-0 20	单药	研究者选 择的化疗	复发/转移性宫颈癌 2L	III 期	ORR/AE/O S	686	2028-10-23
NCT0682 4467	TroFuse-022	单药或联 用贝伐珠	SOC/贝伐 珠	铂敏感复发性卵巢 癌	III 期	PFS/AE	770	2029-04-27
NCT0684 1354	TroFuse-011	单药或联 用 K 药	TPC	1L TNBC	III 期	PFS/OS	1000	2030-05-18
NCT0695 2504	TroFuse-033	联用 K 药	K 药	错配修复完整的子 宫内膜癌 1L	III 期	PFS/OS	1123	2032-05-24
NCT0696 6700	MK-2870-0 32	联用 K 药	化疗+K	新辅助 TNBC/HR+HER2- BC	III 期	pCR/EFS	2400	2033-03-23
NCT0721 6703	MK-2870-0 36/	联用 K 药± 贝伐	K 药	一线维持治疗宫颈 癌	III 期	PFS/OS	1023	2031-10-29
NCT0731 8558	TroFuse-021	单药±贝 伐	贝伐	2L 卵巢癌	III 期	PFS	900	2033/2/25
NCT0741 9295	TroFuse-031	单药	研究者选 择的化疗	尿路上皮癌	III 期	OS	590	2029/7/27

资料来源: Clinical Trial, 中信建投证券

### 新管线持续推进, 展望 26 年催化丰富

展望 26 年, 公司核心产品 SKB264 联用 K 药用于 1L PD-L1 阳性 NSCLC 适应症有望提交 BLA, 相关临床数据有望在 ASCO 发布, 此外, SKB264 联用 K 药对比 K 药联用化疗用于 1L PD-L1 阴性非鳞 NSCLC III 期研究也有望读出相关临床数据, 其他早期 ADC 管线有望看到初步临床结果。A166 用于 2L HER2+ BC 适应症已于 25H2 国内获批上市, A166 用于 TOP1 抑制剂 ADC 经治 HER2+ BC 患者 II 期临床正在进行中; 默沙东已启动 SKB410 的全球 1/2 期临床研究, SKB264 全球 III 期临床仍在布局, 同时 MSD 预计 26-27 年有望读出 SKB264 全球胃癌/肺癌/乳腺癌 III 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

公司 25 年销售及分销费用 4.75 亿元, 同比增长 160.1%, 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 24 年 11 月正式投入商业销售, 因此 2025 年的市场推广、学术推广活动等成本相应增加。研发费用 13.2 亿元, 同比增长 9.4%; 行政开支同比上升 8.6% 至 1.8 亿元, 主要由于员工成本增加。现金及金融资产 45.6 亿元, 同比增长 48.1%, 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。25 年研发管线推进顺利, 核心产品数据出色, 目前 4

款商业化产品预计今年实现商业化放量。我们预计科伦博泰 2026-2028 年营收分别为 26.2 亿元、41.4 亿元、67.9 亿元，对应归母净利润-3.2 亿元、2.0 亿元以及 12.2 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

### 袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。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。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

### 沈毅

中信建投制药及生物科技联席首席分析师，香港中文大学硕士，超过 10 年产业+行研经验，曾任职于恒瑞医药及阿斯利康，获总裁奖。2021 年进入二级市场，主要进行创新药及仿制药相关研究。

### 成雨佳

研究生毕业于约翰霍普金斯大学。具有境内外买方、卖方从业经验，目前从事医药行业研究。

### 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。

### 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。

## 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