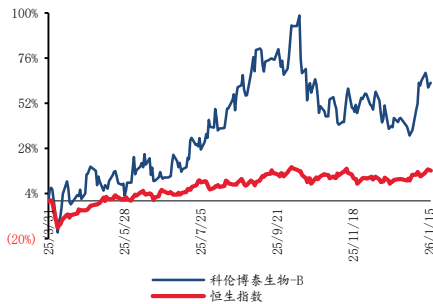


医药

## 科伦博泰：核心产品商业化加速，临床数据催化密集

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	1.63/1.63
总市值/流通(亿港元)	1063/742
12个月内最高/最低价(港元)	581/228.2

### 相关研究报告

<<科伦博泰：商业化初见成效，芦康沙妥珠单抗放量可期>>—2025-08-22

<<科伦博泰：业绩符合预期，芦康沙妥珠单抗有望成为重磅药物>>—2025-03-27

<<科伦博泰商业化在即，与默沙东的合作稳步推进>>—2024-08-26

### 证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

### 证券分析师：张懿

电话：021-58502206

E-MAIL: zhangyi@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523100002

**事件：**公司近期发布 2025 年年度报告：2025 年公司实现营业收入 20.58 亿元，同比增长 6.5%，其中药品销售收入 5.43 亿元，同比增长 949.4%，许可及合作协议收入 14.98 亿元，同比下降 19.6%。毛利 14.79 亿元，同比增长 16.1%，毛利率 71.9%，同比提升 6pct。研发投入 13.20 亿元，同比增长 9.4%，主要用于 17 项全球 3 期临床研究及多管线推进。因研发投入增加和许可及合作协议收入减少等影响，公司全年亏损 3.82 亿元，经调整后亏损 2.11 亿元。截至 2025 年 12 月 31 日，公司现金及金融资产 45.59 亿元，同比增长 48.2%。

### 核心产品多个适应症获批上市，商业化覆盖全面加速

核心产品 sac-TMT (芦康沙妥珠单抗, TROP2 ADC) 已有四项适应症获 NMPA 批准上市，包括两项乳腺癌适应症 2L+ TNBC (2024 年 11 月) 和 2L+ HR+/HER2- BC (2026 年 2 月)，以及两项肺癌适应症 3L EGFRmt NSCLC (2025 年 3 月) 和 2L EGFRmt NSCLC (2025 年 10 月)。

公司已组建超 600 人的成熟商业化团队，业务覆盖 30 个省份，300 余个地级市，以及 1,200 余家医院。目前已商业化 4 款产品，其中 3 款产品纳入 2026 年国家医保目录，未来商业化放量可期。

### Sac-TMT 推进多项全球临床，TROP2 ADC 进入“中国时刻”

默沙东已布局 17 项 sac-TMT 作为单药疗法或联合帕博利珠单抗或其他药物治疗多种类型癌症的全球性 3 期临床研究，适应症涵盖乳腺癌、肺癌、妇科癌症、GI 癌症及 GU 癌症，多项重磅临床数据有望读出。

sac-TMT 作为全球首个获批用于 NSCLC 的 TROP2 ADC，凭借多项 3 期确证性研究的稳健数据，获得《靶向 TROP2 的抗体药物偶联物应用于非小细胞肺癌的专家共识》在 EGFR 突变耐药后线治疗中的核心推荐。

OptiTROP-Lung03 研究头对头对比 sac-TMT 与多西他赛，治疗 EGFR-TKI 及含铂化疗均失败的患者，结果显示，sac-TMT 组客观缓解率 45.1%，显著高于化疗组 15.6%，中位无进展生存期 6.9 个月对比 2.8 个月。sac-TMT 组的中位 OS 达到 20 个月，相较于对照组多西他赛中位 OS 13.5 个月有显著提高 (HR 0.63, 95%CI 0.40, 0.98)，sac-TMT 组 18 个月 OS 率达到 54.7%，显示出长期获益趋势，有望成为 EGFR-TKI 及化疗经治耐药患者的标准治疗。

**盈利预测与投资建议：**我们预计，公司 2026/2027/2028 年营业收入分别为 23.77/32.99/60.16 亿元，同比增速分别为 16%/39%/82%。公司核心 ADC 产品全球多项关键临床的稳步推进，多个大适应症关键临床数据有望读出，同时更多创新管线不断进入临床开发阶段，有望全面提升其市场潜力，具备长期投资价值，维持“买入”评级。

**风险提示：**候选药物研发不如预期的风险；相关技术可能落后的风险；第三方合作的风险；核心人才流失的风险。

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2058	2377	3299	6016
营业收入增长率(%)	6%	16%	39%	82%
归母净利（百万元）	-382	-211	296	1201
净利润增长率(%)	-	-	240%	306%
摊薄每股收益（元）	-1.64	-0.90	1.27	5.15
市盈率（PE）	-245.83	-445.35	317.28	78.21

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5,149	6,772	7,278	9,481
现金	3,244	4,766	4,999	6,539
应收账款及票据	94	80	123	226
存货	241	167	210	348
其他	1,569	1,760	1,945	2,368
非流动资产	840	881	921	959
固定资产	636	643	650	656
无形资产	124	158	191	222
其他	80	80	80	80
资产总计	5,989	7,654	8,199	10,440
流动负债	1,004	1,092	1,392	2,484
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	409	354	415	680
其他	596	738	978	1,804
非流动负债	117	117	117	117
长期债务	0	0	0	0
其他	117	117	117	117
负债合计	1,121	1,209	1,509	2,601
普通股股本	233	239	239	239
储备	4,633	6,205	6,450	7,599
归属母公司股东权益	4,867	6,445	6,689	7,839
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,867	6,445	6,689	7,839
负债和股东权益	5,989	7,654	8,199	10,440

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-180	-186	177	1,243
净利润	-382	-211	296	1,201
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	0	39	40	42
营运资金变动及其他	202	-14	-159	1
投资活动现金流	411	-81	108	348
资本支出	-126	-80	-80	-80
其他投资	537	-1	188	428
筹资活动现金流	1,728	1,840	0	0
借款增加	-43	0	0	0
普通股增加	1,777	1,840	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-6	0	0	0
现金净增加额	1,907	1,522	234	1,539

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,058	2,377	3,299	6,016
其他收入	0	0	0	0
营业成本	579	603	688	1,107
销售费用	475	354	552	1,034
管理费用	179	217	292	537
研发费用	1,320	1,522	1,649	2,346
财务费用	6	0	0	0
除税前溢利	-356	-154	348	1,413
所得税	26	56	52	212
净利润	-382	-211	296	1,201
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-382	-211	296	1,201
EBIT	-350	-154	348	1,413
EBITDA	-350	-116	388	1,455
EPS (元)	-1.64	-0.90	1.27	5.15

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	6.46%	15.52%	38.76%	82.37%
归属母公司净利润	-43.19%	44.80%	240.37%	305.70%
获利能力				
毛利率	71.86%	74.64%	79.14%	81.60%
销售净利率	-18.56%	-8.87%	8.97%	19.96%
ROE	-7.85%	-3.27%	4.42%	15.32%
ROIC	-7.71%	-3.27%	4.42%	15.32%
偿债能力				
资产负债率	18.73%	15.79%	18.41%	24.92%
净负债比率	-66.65%	-73.94%	-74.74%	-83.42%
流动比率	5.13	6.20	5.23	3.82
速动比率	4.80	5.99	5.01	3.60
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.35	0.42	0.65
应收账款周转率	26.51	27.28	32.50	34.49
应付账款周转率	1.65	1.58	1.79	2.02
每股指标 (元)				
每股收益	-1.64	-0.90	1.27	5.15
每股经营现金流	-0.77	-0.80	0.76	5.33
每股净资产	20.87	27.64	28.69	33.62
估值比率				
P/E	-245.83	-445.35	317.28	78.21
P/B	19.29	14.57	14.04	11.98
EV/EBITDA	-220.92	-769.08	228.86	60.06

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。