

科伦博泰生物-B (06990.HK)

优于大市

sac-TMT 顺利进入医保，全球 3 期临床全面推进

核心观点

公司进入商业化元年，在手现金充沛。科伦博泰 2025 年实现收入 20.6 亿元 (+6.5%)，其中药品销售收入 5.4 亿元 (上年同期 0.52 亿元)，主要来源于 sac-TMT 在中国获批上市后的销售。2025 年公司亏损 3.8 亿元 (+43.2%)，调整后亏损 2.1 亿元 (+78.3%)，亏损扩大主要由于商业化费用的增加。全年管理费用 1.8 亿元 (+9.4%)，销售费用 4.8 亿元 (+160.1%)，研发费用 13.2 亿元 (+9.4%)。截至 25 年底，公司现金及金融资产 45.6 亿元 (24 年底为 30.8 亿元)。

sac-TMT 在中国拓展新适应症，全球 3 期临床全面推进。公司的核心产品 sac-TMT (TROP2 ADC) 已经在中国获批了 TNBC 2L+、HR+/HER2- mBC 2L+、EGFRm NSCLC 2/3L 等 4 项适应症，并于 2026 年首次通过谈判纳入国家医保目录，有望在今年实现快速的销售放量。sac-TMT 联合 K 药一线治疗 PD-L1 阳性 NSCLC 的 3 期临床 (vs K 药) 达到 PFS 优效，并观察到 OS 的积极趋势。另一方面，sac-TMT 由合作伙伴默沙东主导在全球开展了 17 项 3 期 MRCT，有望在未来迎来全球 3 期临床数据读出以及后续的申报上市。

其他管线临床顺利推进。早期管线中，SKB571/MK-2750 是一款和默沙东合作开发的双抗 ADC，主要针对肺癌、消化道肿瘤等实体瘤，目前正在中国进行 2 期临床。SKB518 是具有潜在 FIC 靶点的新型 ADC 药物，正在中国进行 2 期临床。SKB500 是具有经验验证靶点但采用差异化有效载荷——连接器策略的新型 ADC 药物，同样在中国开展临床试验。

投资建议：根据公司财报，我们小幅调整 2026-27 年的盈利预测，并新增 2028 年的盈利预测。预计 2026-28 年公司营收 26.80/46.88/67.31 亿元 (26-27 年原值 29.28/47.67)，归母净利润-1.86/4.55/15.08 亿元 (26-27 年原值-3.02/4.75)。公司的核心产品 sac-TMT 商业化快速放量，合作伙伴默沙东快速推进全球 3 期临床，维持“优于大市”评级。

风险提示：商业化进度不及预期，创新药研发进度不及预期。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,933	2,058	2,680	4,688	6,731
(+/-%)	25.5%	6.5%	30.2%	75.0%	43.6%
净利润(百万元)	-267	-382	-186	455	1508
(+/-%)	--	--	--	-344.2%	231.8%
每股收益(元)	-1.14	-1.64	-0.80	1.95	6.47
EBIT Margin	-14.4%	-24.0%	-11.9%	8.3%	23.3%
净资产收益率 (ROE)	-8.1%	-7.8%	-4.0%	8.9%	22.7%
市盈率 (PE)	-404.9	-282.8	-580.3	237.6	71.6
EV/EBITDA	-419.6	-236.5	-453.0	274.3	75.7
市净率 (PB)	32.65	22.19	23.08	21.03	16.26

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

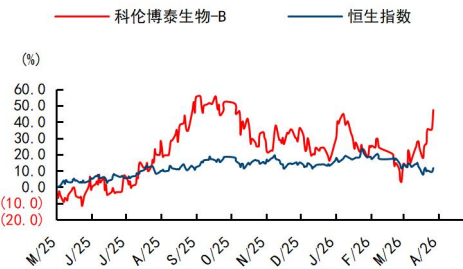
医药生物 · 生物制品

证券分析师: 陈曦炳 0755-81982939 chenxibing@guosen.com.cn S0980521120001	证券分析师: 彭思宇 0755-81982723 cnpengsiyu@guosen.com.cn S0980521060003
证券分析师: 陈益凌 021-60933167 chenyiling@guosen.com.cn S0980519010002	证券分析师: 肖婧舒 0755-81982826 xiaojingshu@guosen.com.cn S0980525070001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	497.00 港元
总市值/流通市值	115893/80897 百万港元
52 周最高价/最低价	581.00/228.20 港元
近 3 个月日均成交额	244.27 百万港元

市场走势



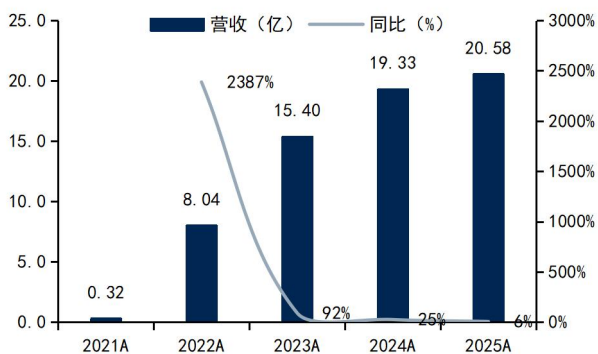
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《科伦博泰生物-B (06990.HK) -sac-TMT 商业化销售快速放量，全球 3 期临床全面推进》——2025-08-22
- 《科伦博泰生物-B (06990.HK) -sac-TMT 获批上市，全球 3 期临床全面推进》——2025-04-13
- 《科伦博泰生物-B (06990.HK) -SKB264 全球临床取得积极进展，早期管线向前推进》——2024-08-22

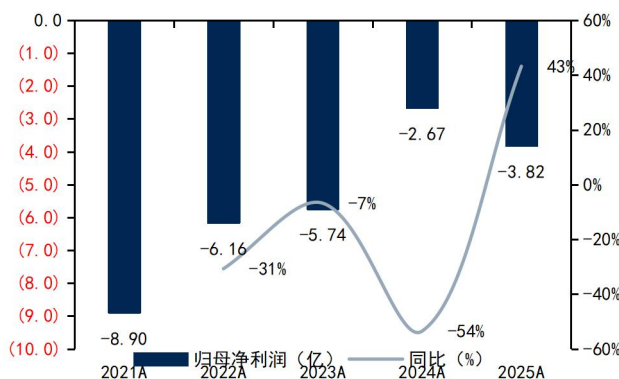
公司进入商业化元年，在手现金充沛。科伦博泰 2025 年实现收入 20.6 亿元 (+6.5%)，其中药品销售收入 5.4 亿元(上年同期 0.52 亿元)，主要来源于 sac-TMT 在中国获批上市后的销售。2025 年公司亏损 3.8 亿元(+43.2%)，调整后亏损 2.1 亿元(+78.3%)，亏损扩大主要由于商业化费用的增加。全年管理费用 1.8 亿元(+9.4%)，销售费用 4.8 亿元(+160.1%)，研发费用 13.2 亿元(+9.4%)。截至 25 年底，公司现金及金融资产 45.6 亿元(24 年底为 30.8 亿元)。

图1: 科伦博泰营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



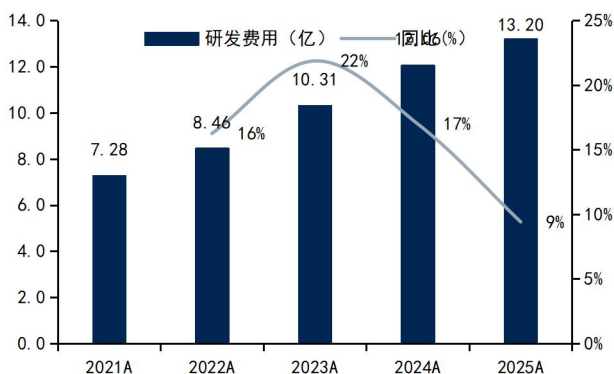
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 科伦博泰归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



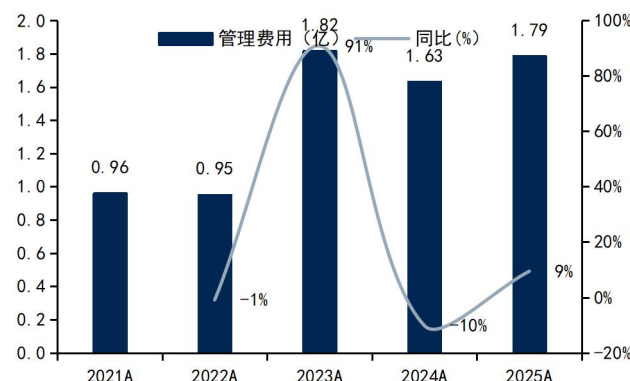
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 科伦博泰研发费用及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 科伦博泰销售费用及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

sac-TMT 在中国拓展新适应症，全球 3 期临床全面推进。公司的核心产品 sac-TMT (TROP2 ADC) 已经在中国获批了 TNBC 2L+、HR+/HER2- mBC 2L+、EGFRm NSCLC 2/3L 等 4 项适应症，并于 2026 年首次通过谈判纳入国家医保目录，有望在今年实现快速的销售放量。sac-TMT 联合 K 药一线治疗 PD-L1 阳性 NSCLC 的 3 期临床 (vs K 药) 达到 PFS 优效，并观察到 OS 的积极趋势。另一方面，sac-TMT 由合作伙伴默沙东主导在全球开展了 17 项 3 期 MRCT，有望在未来迎来全球 3 期临床数据读出以及后续的申报上市。

其他管线临床顺利推进。早期管线中，SKB571/MK-2750 是一款和默沙东合作开发的双抗 ADC，主要针对肺癌、消化道肿瘤等实体瘤，目前正在中国进行 2 期临床。SKB518 是具有潜在 FIC 靶点的新型 ADC 药物，正在中国进行 2 期临床。SKB500 是具有经验验证靶点但采用差异化有效载荷——连接器策略的新型 ADC 药物，同样在中国开展临床试验。

投资建议：根据公司财报，我们小幅调整 2026-27 年的盈利预测，并新增 2028 年的盈利预测。预计 2026-28 年公司营收 26.80/46.88/67.31 亿元（26-27 年原值 29.28/47.67），归母净利润-1.86/4.55/15.08 亿元（26-27 年原值-3.02/4.75）。公司的核心产品 sac-TMT 商业化快速放量，合作伙伴默沙东快速推进全球 3 期临床，维持“优于大市”评级。

图5：科伦博泰处于临床阶段的主要资产

Oncology 肿瘤			Non-oncology 非肿瘤
On Market 已上市	Ph 2	Ph 1	Ph 2
Sac-TMT (SKB264/MK-2870)¹ TROP2 ADC First TROP2 ADC approved for LC globally 全球首款在肺癌领域获批的 TROP2 ADC 药物 2L/3L EGFRmt NSCLC, 2L+ TNBC, 2L+ HR+/HER2- BC	SKB315 Claudin 18.2 ADC	SKB107 RDC	SKB378 / WIN378³ TSLP mAb
Trastuzumab botidotin (A166) HER2 ADC First domestically developed HER2 ADC approved for 2L+ HER2+ BC in China 国内首款获批 2L+ HER2+ BC 的国产 HER2 ADC	SKB410 / MK-3120¹ Nectin-4 ADC	SKB445 ADC	Ph 1
Cetuximab N01 (A140) EGFR mAb 1L RAS wild-type mCRC	SKB571 / MK-2750¹ bsADC	SKB535 / MK-6204¹ ADC	SKB575 TSLP/undisclosed target bsAb
Tagitanimab (A167) PD-L1 mAb First PD-L1 mAb approved for NPC globally 全球首款批准用于 NPC 治疗的 PD-L1 单抗	SKB500 ADC	ADC	SKB336 FXI / FXIa mAb
Lunbotinib Fumarate (A400 / EP0031)² Next-generation RET inhibitor 下一代 RET 抑制剂	SKB518 ADC	SKB105 / CR-003⁴ ITGB6 ADC	

Note: ¹ Licensing collaboration with MSD; ² Licensing collaboration with Eisai/Pharmaz; ³ Licensing collaboration with Winward Bio; ⁴ Collaboration with Onco-scent Biopharma. 注: ¹ 默沙东的许可合作; ² 与 Eisai/Pharmaz 的许可合作; ³ 与 Winward Bio 的许可合作; ⁴ 与 Onco-scent Biopharma 的合作。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1337	3244	7647	7253	9859	营业收入	1933	2058	2680	4688	6731
应收款项	307	348	367	642	922	营业成本	659	579	538	755	896
存货净额	111	241	108	155	185	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	7	88	27	47	67	销售费用	183	475	815	1745	2347
流动资产合计	3493	5149	9377	9571	12802	管理费用	1369	1498	1645	1800	1922
固定资产	595	636	692	744	791	财务费用	(4)	(6)	33	53	32
无形资产及其他	129	124	118	111	105	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	51	10	10	10	10	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	70	70	70	70	其他收入	132	133	50	54	59
资产总计	4268	5989	10267	10506	13778	营业利润	(143)	(356)	(301)	389	1593
短期借款及交易性金融负债	0	0	3000	1500	2250	营业外净收支	0	0	115	127	121
应付款项	297	419	406	581	693	利润总额	(143)	(356)	(186)	517	1714
其他流动负债	513	586	2063	2972	3574	所得税费用	124	26	0	62	206
流动负债合计	810	1004	5469	5053	6517	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(267)	(382)	(186)	455	1508
其他长期负债	150	117	117	317	617	现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
长期负债合计	150	117	117	317	617	净利润	(267)	(382)	(186)	455	1508
负债合计	959	1121	5586	5370	7134	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	0	0	50	54	59
股东权益	3309	4867	4681	5135	6644	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	4268	5989	10267	10506	13778	财务费用	(4)	(6)	33	53	32
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(331)	(50)	1639	942	683
每股收益	(1.14)	(1.64)	(0.80)	1.95	6.47	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(598)	(432)	1504	1451	2251
每股净资产	14.19	20.87	20.07	22.02	28.49	资本开支	0	(41)	(100)	(100)	(100)
ROIC	-18%	-13%	-17%	-21%	-58%	其它投资现金流	(773)	504	0	(246)	(295)
ROE	-8%	-8%	-4%	9%	23%	投资活动现金流	(773)	393	(100)	(346)	(395)
毛利率	66%	72%	80%	84%	87%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-14%	-24%	-12%	8%	23%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-14%	-24%	-10%	9%	24%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	25%	6%	30%	75%	44%	其它融资现金流	1178	1946	3000	(1500)	750
净利润增长率	--	--	--	-344%	232%	融资活动现金流	1178	1946	3000	(1500)	750
资产负债率	22%	19%	54%	51%	52%	现金净变动	(192)	1907	4404	(394)	2606
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1529	1337	3244	7647	7253
P/E	(404.9)	(282.8)	(580.3)	237.6	71.6	货币资金的期末余额	1337	3244	7647	7253	9859
P/B	32.6	22.2	23.1	21.0	16.3	企业自由现金流	0	(622)	1271	1238	2021
EV/EBITDA	(420)	(236)	(453)	274	76	权益自由现金流	0	1330	4238	(308)	2742

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032