



# 科伦博泰:ADC军火商, 命运绑在默沙东身上

文 / 0pm.AI · 2026-07-25

百亿大单退成94亿,最大客户也是第二大股东

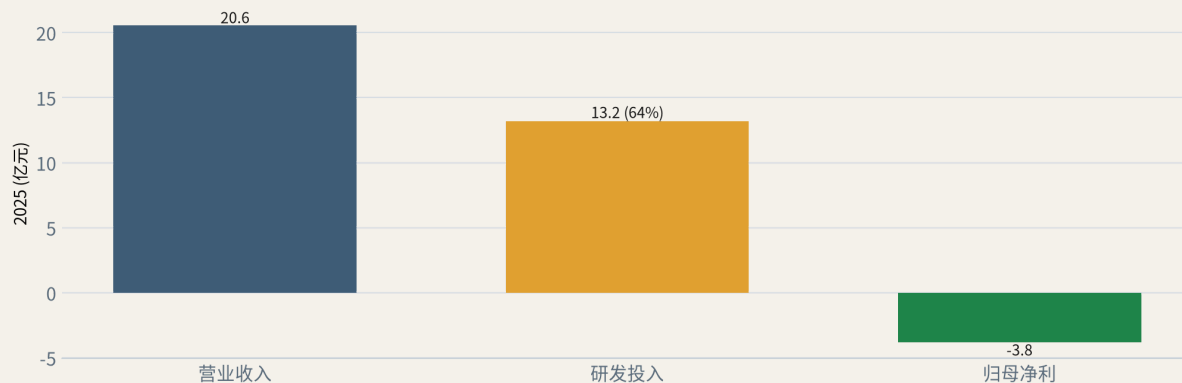
**118.21亿美元。** 2022年,默沙东摆在科伦博泰面前的就是这个数字——九款ADC,一张潜在总额过百亿的合作清单。

真正落袋的首付款,累计只有**2.57亿美元**。占那张清单的**2.2%**。

这不是缩水。这是ADC军火商这门生意的底色:你把研发的枪炮卖给一个正在全球打仗的大买家,标价写在合同里,兑现要看仗打得怎么样。科伦博泰把最好的一批枪炮,几乎全卖给了同一个人。

## 营收20.6亿、研发13.2亿(占64%)、 仍亏3.8亿——ADC军火商的甜蜜与命门

2025年报(亿元) · 研发占营收64% · 来源 公司年报/Wind



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

科伦博泰速览:一款上市ADC、七款授权在手、一个买家撑起近半营收——一张卡看清它的甜蜜与命门

### 一款药,换来跨国药企的入场券

先说它凭什么被默沙东看上。

科伦博泰的拳头产品叫**芦康沙妥珠单抗**(sac-TMT/SKB264),中文商品名佳泰莱®。它是**全球首个在肺癌获批上市的TROP2 ADC**。从2024年拿下三阴乳腺癌,到2025年3月切入EGFR突变非小细胞肺癌,再到2026年2月拓到HR+/HER2-乳腺癌——两年时间,**四项适应症**接连获批。

一个平台,能造出这样的产品,MNC(跨国药企)自然要来敲门。默沙东要的,正是这条ADC生产线。

真正把估值点着的,是2026年5月的ASCO大会。sac-TMT联合K药(帕博利珠单抗)一线治疗PD-L1阳性非小细胞肺癌,中期分析达到主要终点——这是**全球第一个在一线NSCLC击败K药单药的ADC联合方案**。要知道,K药是默沙东自己的看家药,如今默沙东要用科伦的ADC去替它拓地盘。

野村的反应很直接:2026年5月26日,把目标价从**438.3港元上调到544.42港元**,维持买入。理由写在DCF模型里——ASCO数据超预期,上调了终端增长率和销售前景。

## 管线七成绑默沙东:一款自研上市,七款授权排在默沙东名下

ADC管线按归属(款数) · 来源 公司公告/医药魔方



数据来源: 万得Wind、公司公告、医药魔方ByDrug

Opm.AI 出品

ADC管线矩阵:sac-TMT一款上市打头,SKB410等六款带MK-代号的授权品种排在默沙东名下,自研与授权的分量一目了然

一款药做到全球首个,一场大会击败对手看家药,一家投行给出544港元——甜蜜的一面,讲到这里都是真的。

### 百亿是标价,94.75亿是现价

现在翻到账本另一面。

那张过百亿的清单,今天已经不是原来的样子。第一单SKB315(CLDN18.2 ADC),2022年7月签的,首付3500万美元、里程碑9.01亿、合计9.36亿——**已经被默沙东退回**。加上两款临床前品种一并退还,九款变成了**七款**。

现存活跃的授权,协议总金额最高**94.75亿美元**(含里程碑)。百亿标价,退成了九十四亿多。

而这94.75亿里,绝大部分仍是里程碑——要靠药物在全球一关一关往前走才能兑现的"或有金额"。真金到手的,还是那累计**2.57亿美元的首付款**。

这就是ADC授权最容易被读错的地方:媒体标题爱写"百亿大单",可百亿是潜在总额,是把研发里程碑、销售里程碑全加满的天花板数字。首付款才是当下确定进兜里的钱。**118亿和2.57亿之间,隔着一整场还没打完的仗**。退货,就是这场仗打输一局的实证。

## 最大的客户,也是第二大股东

比退货更值得盯的,是绑定本身。

2024年上半年,科伦博泰营收**13.8亿元**,同比增长32.2%。其中来自默沙东的里程碑付款,一笔就是**6.4亿元**,占了**约46%**。半张营收单,一个客户开出来。

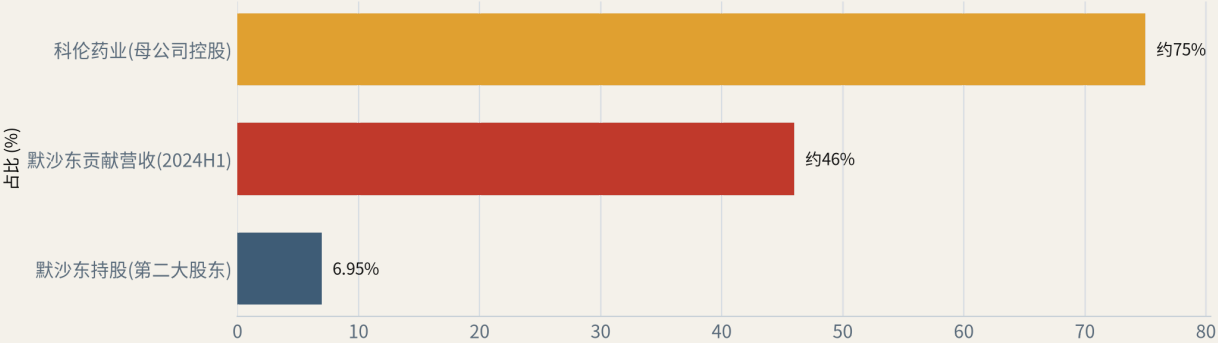
默沙东同时还是科伦博泰的**第二大股东,持股6.95%**。

把这两件事叠在一起看:最大买家,又是重要股东。它下单,科伦的收入表就好看;它退货,科伦的收入表就难看;它持股,它的态度还直接写进股价。**一个人,同时握着你的订单簿、你的股东名册。** 绑定越深,单点故障的半径就越大。

默沙东这边的诚意确实还在。2025年11月,黑石管理的基金向默沙东支付7亿美元首付,分摊sac-TMT到2026年底前的部分研发成本——默沙东愿意拉黑石一起给这款药出钱,是它继续押注的侧证。但要看清:这笔钱是默沙东和黑石之间的账,科伦博泰并不直接收款。别人对你的产品有信心,和这份信心变成你的现金流,是两回事。

### 双重绑定:默沙东既是最大客户,又是第二大股东, 母公司还绝对控股

单一主体持股/营收占比(%) · 集中度即单点故障风险 · 来源 公司公告/Wind



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

绑定图:默沙东既是贡献近半营收的最大客户,又是持股6.95%的第二大股东,双重身份让单点故障的风险被放大

上面是默沙东,后面还站着科伦药业

再往上看一层,母公司科伦药业绝对控股**约75%**。自由流通盘小,分拆而来、输血而生——科伦博泰的命,一头拴着默沙东,一头拴着科伦药业。

它自己的选择也没留退路。研发投入占营收比重高达**64%**,几乎全部压在ADC这一条技术路线上。ADC现在是创新药最热的赛点,靶点扎堆、同质化竞争已经开始。把六成多的钱压在一条正在变拥挤的路上,赌对了是登顶,赌错了没有第二条腿接。

科伦不是没想过多元化。2025年1月,它把SKB378(TSLP抗体,治COPD和哮喘)授权给Windward Bio——非肿瘤、非默沙东的一单。和铂医药共同开发,两家合计最高9.7亿美元,首付及近期付款合计4500万美元。方向对了:换了买家,换了适应症。但体量,和默沙东那条主线比,还是小得多。对冲刚起步,主仓依旧。

## 背书就是命门

把甜蜜和依赖并在一起,科伦博泰的故事其实只有一句话:**绑定MNC是它最大的背书,也是它最大的单点故障。**

sac-TMT全球首个、ASCO击败K药、野村544港元——这些都成立。同时成立的,是七款授权攥在一个买家手里、近半营收来自一笔里程碑、退货已经发生过一次。这两组事实不矛盾,它们是同一枚硬币。

市场给ADC军火商的溢价并不便宜,PS约**56倍**。这个估值的前提,是默沙东这台印钞机不出问题——按时下单、按时兑现里程碑、把sac-TMT一路推到全球放量。

分歧本身,就是最诚实的风险定价:野村看到**544港元**,而更谨慎的一端只给到约**226港元**。同一家公司,同一批数据,目标价差出一倍多。这道裂缝里装的,正是"默沙东会不会出问题"这个没人能提前作答的问题。

军火卖得好不好,从来不只看枪炮造得精不精,还看那个几乎唯一的买家,愿不愿意一直打下去。

---

来源:科伦博泰公司公告及PRNewswire、科伦药业分拆预案、医药魔方ByDrug、21世纪经济报道、新浪财经、时代周报、澎湃新闻、和铂医药披露、药渡Daily、野村研报(经中金在线转述)、ASCO 2026大会披露。行情与估值口径以公开披露为准。

风险提示:本文所涉数据、事实、来源均来自公开资料,仅作行业分析与信息分享,不构成任何投资建议。创新药研发、临床读出与BD合作存在高度不确定性,历史数据不代表未来。市场有风险,投资需谨慎。

## ◆ Opm.AI 出品

中国创新药已经跑出第一梯队,但把百济、恒瑞、信达、康方、科伦博泰、再鼎放上同一张牌桌,是六条完全不同的路:百济自建全球商业化跑通、恒瑞靠仿制盘现金流转型、信达单品到管线兑现、康方临床赢了K药资本却没赢、科伦博泰把命运绑在默沙东身上、再鼎付着版税做license-in。同贴『龙头』标签,有的已在赚钱、有的还在烧钱讲期权故事——投资逻辑、估值方法、风险敞口天差地别。

真图驱动

一手权威源

多源交叉核验

## 数据与口径

### 数据来源

万得Wind金融数据服务(6家A/H/US行情·市值·PE/PB·5年财务·前十大股东,2026-07-24);各公司2025年报/中报/IR、港交所/SEC披露、NMPA/FDA公告;医药魔方(ByDrug/NextPharma)、Insight、具名券商研报;主流财经媒体具名报道。逐条记源见来源台账.csv。

🔄 更新: 2026-07-25

## 访问官网



扫码直达 Opm.ai

官网入口

Opm.AI

风险提示: 本内容基于公开信息整理, 仅供研究参考, 不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益; 力求准确但不保证完整无误, 据此操作风险自担。市场有风险, 决策需谨慎。