

绿竹生物-B (02480.HK)

候选重组带状疱疹疫苗国内 Ph3 临床进行中

优于大市

核心观点

加大研发投入，LZ901 国内 Ph3 临床进行中。2024H1，公司经调整亏损 1.10 亿元，上年同期为亏损 0.79 亿元。2024H1，研发开支为 0.80 亿元（同比+142.4%），主要由于在中国开展 LZ901 的 Ph3 临床试验；行政开支为 0.45 亿元（同比+9.0%），主要由于部分建设项目完成导致物业、厂房及设备折旧增加。

LZ901: 重组带状疱疹候选疫苗，是公司核心管线之一，有望成为全球首款具有四聚体分子结构的带状疱疹疫苗，用于预防 50 岁及以上成人由水痘一带状疱疹病毒(VZV)引起的带状疱疹。公司于 2023 年 9 月在中国启动 LZ901 的多中心、随机、双盲、安慰剂对照 Ph3 临床研究，并于 2024 年 1 月在江苏、山东、湖北及山西四省完成共计 2.6 万名 40 岁及以上健康受试者入组。公司预计不晚于 2025 年 1 月提交 BLA 申请，并于 2025Q4 实现产品商业化。

K3: 重组人抗肿瘤坏死因子(TNF)- α 单克隆抗体注射剂在研产品，也是公司核心管线之一，是 Humira（阿达木单抗）的生物类似药，主要用于治疗各种自身免疫性疾病。公司计划于 2025 年在中国启动 K3 的 Ph3 临床试验。

K193: 用于治疗 B 细胞白血病和淋巴瘤的双特异性抗体注射液（CD19xCD3）在研产品，是全球首款具有不对称结构的 CD19/CD3 双特异性抗体。K193 于 2019 年 12 月启动国内 Ph1 临床，预计 2025 年完成 Ph1 临床试验。

其他临床前阶段的在研管线: 截至 2024 年 6 月 30 日，公司共有 4 个临床前阶段的在研产品，分别为重组水痘疫苗、重组 RSV 疫苗、用于治疗髓系白血病的 K333 双特异性抗体和用于治疗淋巴瘤的 K1932 双特异性抗体。

投资建议: 公司核心品种重组带状疱疹疫苗 LZ901 采用创新抗原设计，诱导高水平体液及细胞免疫应答的同时，兼具较好的安全性；LZ901 已于 2024 年 1 月完成国内 2.6 万人 Ph3 临床试验受试者入组，预计不晚于 2025 年 1 月提交 BLA 申请，并于 2025Q4 实现产品商业化。国内市场目前仅 2 款带状疱疹疫苗产品上市，竞争格局良好，其中国产上市品种采用上一代减毒活疫苗技术，公司 LZ901 在国产重组带状疱疹管线中进度领先。我们维持此前的盈利预测，预计 2024-2026 年净利润分别为-3.00/-3.56/-3.41 亿元。维持“优于大市”评级。

风险提示: 在研产品研发失败或进度不达预期，竞争加剧风险，疫苗安全事件对行业负面影响风险。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2.1	1.8	1.9	27.2	244.6
(+/-%)	-58.6%	-12.4%	5.0%	1336.0%	800.4%
净利润(百万元)	-725	-249	-300	-356	-341
(+/-%)	—	—	—	—	—
每股收益(元)	-3.58	-1.23	-1.48	-1.76	-1.69
EBIT Margin	-8502.1%	-14311.8%	-18158.9%	-1470.3%	-154.4%
净资产收益率 (ROE)	-77.4%	-24.4%	-41.6%	-97.6%	-1464.5%
市盈率 (PE)	-5.5	-16.0	-13.3	-11.2	-11.7
EV/EBITDA	-24.2	-16.4	-15.1	-12.9	-14.8
市净率 (PB)	4.26	3.92	5.55	10.96	171.47

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: 张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn
 证券分析师: 马千里 010-88005445 cmmaqianli@guosen.com.cn
 S0980523050001 S0980521070001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	21.90 港元
总市值/流通市值	4434/4434 百万港元
52 周最高价/最低价	40.00/17.00 港元
近 3 个月日均成交额	1.02 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

《绿竹生物-B (02480.HK) - 核心管线 LZ901 三期临床有序推进》——2024-04-25
 《绿竹生物-B (02480.HK) - 核心管线 LZ901 即将启动 III 期临床研究》——2023-09-17

加大研发投入，在研管线有序推进。2024H1，公司经调整亏损 1.10 亿元，上年同期为亏损 0.79 亿元。2024H1，研发开支为 0.80 亿元（同比+142.4%），主要由于在中国开展 LZ901 的 Ph3 临床试验；行政开支为 0.45 亿元（同比+9.0%），主要由于部分建设项目完成导致物业、厂房及设备折旧增加。

图1：绿竹生物临床管线进度（截至 2024 年 6 月 30 日）

产品类型	产品管线	适应症	临床前	临床试验			BLA
				I 期	II 期	III 期	
疫苗管线							
重组疫苗	LZ901 ⁽¹⁾	带状疱疹	中国	▶			
			美国	▶			
重组疫苗	重组水痘疫苗	水痘	中国	▶			
重组疫苗	重组 RSV 疫苗	RSV 引起的下呼吸道疾病	中国	▶			
抗体管线							
单抗	K3 ⁽²⁾	强直性脊柱炎、类风湿性关节炎、斑块状银屑病	中国	▶			
双抗	K193	复发性/难治性 B 细胞淋巴瘤、白血病	中国	▶			
双抗	K333	髓系白血病	中国	▶			
双抗	K1932	复发性/难治性 B 细胞淋巴瘤	中国	▶			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- ◆ **LZ901**：重组带状疱疹候选疫苗，是公司核心管线之一，有望成为全球首款具有四聚体分子结构的带状疱疹疫苗，用于预防 50 岁及以上成人由水痘一带状疱疹病毒（VZV）引起的带状疱疹。公司于 2023 年 9 月在中国启动 LZ901 的多中心、随机、双盲、安慰剂对照 Ph3 临床研究，并于 2024 年 1 月在江苏、山东、湖北及山西四省完成共计 2.6 万名 40 岁及以上健康受试者入组，预计不晚于 2025 年 1 月提交 BLA 申请，并于 2025Q4 实现产品商业化。此外，公司于 2023 年 2 月及 2023 年 7 月在美国启动 LZ901 的 Ph1 临床试验及完成受试者入组，预计 2024H2 在美国完成 Ph1 临床研究。
- ◆ **K3**：重组人抗肿瘤坏死因子（TNF）-α 单克隆抗体注射剂在研产品，也是公司核心管线之一，是 Humira（阿达木单抗）的生物类似药，主要用于治疗各种自身免疫性疾病，如类风湿性关节炎、强直性脊柱炎和斑块状银屑病。公司计划于 2025 年在中国启动 K3 的 Ph3 临床试验。
- ◆ **K193**：用于治疗 B 细胞白血病和淋巴瘤的双特异性抗体注射液（CD19xCD3）在研产品，是全球首款具有不对称结构的 CD19/CD3 双特异性抗体。K193 于 2019 年 12 月启动国内 Ph1 临床，预计 2025 年完成 Ph1 临床试验。
- ◆ **其他临床前阶段的在研管线**：截至 2024 年 6 月 30 日，公司共有 4 个临床前阶段的在研产品，分别为重组水痘疫苗、重组 RSV 疫苗、用于治疗髓系白血病的 K333 双特异性抗体和用于治疗淋巴瘤的 K1932 双特异性抗体。

投资建议：公司核心品种重组带状疱疹疫苗 LZ901 采用创新抗原设计，诱导高水平体液及细胞免疫应答的同时，兼具较好的安全性；LZ901 已于 2024 年 1 月完成国内 2.6 万人 Ph3 临床试验受试者入组，预计不晚于 2025 年 1 月提交 BLA 申请，并于 2025Q4 实现产品商业化。国内市场目前仅 2 款带状疱疹疫苗产品上市，竞争格局良好，其中国产上市品种采用上一代减毒活疫苗技术，公司 LZ901 在国产重组带状疱疹管线中进度领先。我们维持此前的盈利预测，预计 2024-2026 年净利润分别为-3.00/-3.56/-3.41 亿元。维持“优于大市”评级。

风险提示

在研产品研发失败或进度不达预期，竞争加剧风险，疫苗安全事件对行业负面影响风险。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	69	258	434	206	212	营业收入	2	2	2	27	245
应收款项	17	9	1	11	101	营业成本	0	0	0	4	24
存货净额	3	3	23	21	10	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	4	37	销售费用	0	0	0	50	196
流动资产合计	601	621	608	342	409	管理费用	177	260	345	373	402
固定资产	230	384	341	299	256	财务费用	(1)	5	(2)	(1)	5
无形资产及其他	22	21	19	17	15	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	217	141	141	141	141	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(1)	16	45	45	45
资产总计	1070	1167	1109	799	821	营业利润	(175)	(247)	(297)	(353)	(339)
短期借款及交易性金融负债	0	7	2	4	321	营业外净收支	(550)	(3)	(3)	(3)	(3)
应付款项	0	0	18	16	7	利润总额	(725)	(249)	(300)	(356)	(341)
其他流动负债	94	89	104	149	204	所得税费用	0	0	0	0	0
流动负债合计	94	96	124	169	533	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	(725)	(249)	(300)	(356)	(341)
其他长期负债	39	50	50	50	50	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	39	50	50	50	50	净利润	(725)	(249)	(300)	(356)	(341)
负债合计	133	146	174	219	583	0 资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	23 折旧摊销	(10)	(16)	45	45	45
股东权益	937	1021	721	365	23	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	1070	1167	894	584	606	财务费用	(1)	5	(2)	(1)	5
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1350)	89	21	31	(64)
每股收益	(3.58)	(1.23)	(1.48)	(1.76)	(1.69)	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	(2085)	(176)	(235)	(280)	(361)
每股净资产	4.63	5.04	3.56	1.80	0.12	资本开支	0	(138)	0	0	0
ROIC	-99%	-26%	-43%	-77%	-76%	其它投资现金流	20	162	200	50	50
ROE	-77%	-24%	-42%	-98%	-1465%	投资活动现金流	20	24	200	50	50
毛利率	100%	100%	100%	85%	90%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-8502%	-14312%	-18159%	-1470%	-154%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-8983%	-15217%	-15794%	-1306%	-136%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-59%	-12%	5%	1336%	800%	其它融资现金流	2103	341	(5)	2	317
净利润增长率	--	--	--	--	--	融资活动现金流	2103	341	(5)	2	317
资产负债率	12%	13%	19%	38%	96%	现金净变动	37	189	(39)	(228)	6
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	32	69	258	434	206
P/E	(5.5)	(16.0)	(13.3)	(11.2)	(11.7)	货币资金的期末余额	69	258	219	206	212
P/B	4.3	3.9	5.5	11.0	171.5	企业自由现金流	0	(323)	(278)	(323)	(397)
EV/EBITDA	(24)	(16)	(15)	(13)	(15)	权益自由现金流	0	13	(281)	(320)	(86)

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所提及的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