太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2025 年 08 月 22 日

公司点评

买入/维持

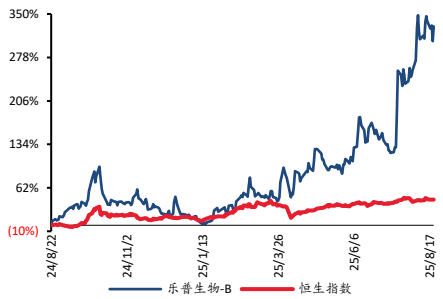
乐普生物-B(02157)

昨收盘:9.58

医药

乐普生物-B：BD/销售双轮驱动，公司实现首次盈利

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	18.04/18.04
总市值/流通(亿港元)	172.87/172.87
12 个月内最高/最低价(港元)	10.38/2.16

相关研究报告

<<乐普生物-B：营收强势增长，MRG003 上市在即>>--2025-04-03

<<乐普生物深度报告：商业化初见成效，ADC 管线进入收获期>>--2024-12-23

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：郭广洋
电话：021-58502206
E-MAIL：guoguangyang@tpyzq.com
一般证券业务登记编号：S1190524100001

事件：2025 年 8 月 20 日，乐普生物披露 2025 年中报业绩：2025 年上半年总收入 4.66 亿元，收入同比增长 3.5 倍，其中 PD-1 销售收入 1.51 亿元，MRG007 许可收入 3.09 亿元。上半年净利润 2930 万元，首次实现盈利。截至 2025 年 6 月 30 日，公司现金及现金等价物约为人民币 4.73 亿元，较 2024 年 12 月 31 日增加约人民币 7140 万元。

MRG003 上市在即，多款核心产品进入注册临床阶段

MRG003 是乐普生物研发的 EGFR 靶向 ADC，鼻咽癌适应症 NDA 已获 CDE 的正式受理，并纳入优先审评，有望在 2025 年底或者 2026 年初获批，成为国内首款商业化的 EGFR ADC。MRG003 同步在美国开展临床试验，并获 FDA 授予 BTD。联合用药方面，MRG003+PD-1 在 I 期临床阶段观察到良好的初步疗效，在头颈鳞癌适应症有望成为一线治疗方案的新选择。

MRG004 在 2025 年 8 月进入 3 期注册临床阶段，并获 CDE 授予 BTD。其临床 1 期的数据已经在 2024 年 ASCO 会议上进行了口头汇报，在 2.0mg/kg 组，ORR 达到 33.3%(4/12)，DCR 达到 83.3%(10/12)，并在 TF 高表达亚组表现优异。乐普生物将会在 2025 年 ESMO 会议公布 MRG004 胰腺癌的 1b 期扩组数据，值得期待。

溶瘤病毒 CG0070 美国已完成 3 期入组。截至 2025 年 3 月，整体 CR 为 75.5%；mDoR 尚未达到，已过 28 个月；无 3 级以上副反应(120th AUAA)。中国 1 期已完成入组，正在与 CDE 进行单药注册路径的沟通；CG0070 在 2025 年 1 月获 CDE 授予 BTD。

乐普生物三款产品已成功达成对外授权合作

TCE：2025 年 8 月，公司与 Excalipoint 达成许可协议，将包含 CTM012/CTM013 两款临床前分子在内的 TCE 相关 IP 资产转让/许可给 Excalipoint，公司取得 1,000 万美元首付款及 Excalipoint 10%的股权，整个交易的潜在里程碑付款超过 8.5 亿美元。

MRG007：2025 年 1 月，公司以超 12 亿美元将 MRG007 大中华区以外的权益授权给 Arrivent。

CMG901：2023 年 2 月，公司以 11.88 亿美元将 CMG901 全球权益授权给 AZ，ADC 技术平台和分子疗效得到 MNC 认可。

GPC3 ADC 有望填补肝癌二线治疗空白

MRG006A 是乐普生物基于创新平台 Hi-TOPi 开发的 GPC3 ADC，国内肝癌适应症I期临床在入组中，在美国 IND 已经获批。

肝癌是全球高发的恶性肿瘤之一，其发病率和死亡率在我国均居前列，肝癌的治疗一直是临床研究的重点领域，尤其是二线治疗环节，长期以来面临着标准方案缺失、疗效不佳的困境。创新药物 GPC3 ADC 有望在肝癌适应症上有望实现突破，填补肝癌二线治疗空白。乐普生物已有两款 ADC 实现出海，GPC3 ADC 同样具备出海的潜质。

盈利预测与投资建议：我们预计，2025-2027 年营业收入分别是 8.98/10.76/18.10 亿元。乐普生物 ADC 平台已更新迭代，随着多款创新管线进入临床阶段，公司价值将不断兑现，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**

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	368	898	1076	1810
营业收入增长率(%)	63%	144%	20%	68%
归母净利（百万元）	-411	-60	-212	-112
净利润增长率(%)	-1762%	85%	-251%	47%
摊薄每股收益（元）	-0.24	-0.03	-0.12	-0.06
市盈率（PE）	-10.92	-286.06	-81.56	-153.90

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（百万）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	646	1,164	1,150	1,532
现金	401	675	570	609
应收账款及票据	46	112	134	226
存货	23	40	55	82
其他	176	337	391	615
非流动资产	1,635	1,679	1,738	1,790
固定资产	930	952	972	992
无形资产	464	494	524	554
其他	241	234	242	245
资产总计	2,281	2,843	2,888	3,322
流动负债	1,044	1,242	1,519	2,077
短期借款	538	642	746	850
应付账款及票据	236	289	400	600
其他	269	311	372	626
非流动负债	555	554	554	554
长期债务	256	256	256	256
其他	299	298	298	298
负债合计	1,599	1,796	2,072	2,630
普通股股本	1,711	1,797	1,797	1,797
储备	-1,008	-721	-933	-1,046
归属母公司股东权益	703	1,076	864	751
少数股东权益	-21	-29	-48	-59
股东权益合计	682	1,047	816	692
负债和股东权益	2,281	2,843	2,888	3,322

现金流量表（百万）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-196	-115	-26	130
净利润	-411	-60	-212	-112
少数股东权益	-13	-7	-19	-11
折旧摊销	100	58	60	61
营运资金变动及其他	128	-106	146	193
投资活动现金流	-62	-129	-161	-171
资本支出	-62	-110	-110	-110
其他投资	0	-19	-51	-61
筹资活动现金流	232	518	82	80
借款增加	96	104	104	104
普通股增加	209	433	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-73	-19	-22	-24
现金净增加额	-25	273	-105	39

利润表（百万）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	368	898	1,076	1,810
其他收入	0	0	0	0
营业成本	75	130	180	270
销售费用	146	189	301	398
管理费用	92	126	183	326
研发费用	438	485	592	869
财务费用	17	11	8	12
除税前溢利	-424	-68	-231	-124
所得税	0	0	0	0
净利润	-424	-68	-231	-124
少数股东损益	-13	-7	-19	-11
归属母公司净利润	-411	-60	-212	-112
EBIT	-407	-56	-223	-112
EBITDA	-307	2	-164	-51
EPS（元）	-0.24	-0.03	-0.12	-0.06

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	63.21%	144.27%	19.71%	68.32%
归属母公司净利润	-1761%	85.31%	-250.75%	47.01%
获利能力				
毛利率	79.66%	85.53%	83.26%	85.09%
销售净利率	-111.85%	-6.73%	-19.71%	-6.20%
ROE	-58.53%	-5.62%	-24.54%	-14.95%
ROIC	-27.59%	-2.90%	-12.28%	-6.20%
偿债能力				
资产负债率	70.11%	63.17%	71.75%	79.17%
净负债比率	57.65%	21.36%	53.00%	71.84%
流动比率	0.62	0.94	0.76	0.74
速动比率	0.60	0.91	0.72	0.70
营运能力				
总资产周转率	0.16	0.35	0.38	0.58
应收账款周转率	8.80	11.36	8.72	10.04
应付账款周转率	0.34	0.50	0.52	0.54
每股指标（元）				
每股收益	-0.24	-0.03	-0.12	-0.06
每股经营现金流	-0.11	-0.06	-0.01	0.07
每股净资产	0.41	0.60	0.48	0.42
估值比率				
P/E	-10.92	-286.06	-81.56	-153.90
P/B	6.38	16.07	20.01	23.00
EV/EBITDA	-15.88	10,075.25	-108.22	-350.11

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

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

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分析人员的个人观点。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或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个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。