

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

维立志博(9887.HK)

投资评级 买入

上次评级 买入

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

赵丹 医药行业分析师

执业编号: S1500524120002

邮箱: Zhaodan1@cindasc.com

## 相关研究

创新药企巡礼系列—维立志博：全球领先的基于条件性激活技术的 IO 2.0+ADC 2.0 Biotech

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门内大街127号金隅大厦B座

邮编: 100031

## 维立志博研发日跟踪点评:

## 崭露头角，蓄势待发

2025 年 11 月 11 日

事件：维立志博 2025 年 11 月 9 日研发日更新多个产品研发进展

## 点评：

- **大样本临床数据表明：LBL-024 彻底解决 4-1BB 肝毒性问题。**LBL-024 (PD-L1/4-1BB 双抗)单药或联合治疗在 EP-NEC、BTC、SCLC、NSCLC、黑色素瘤等已入组约 450 例肿瘤患者，均安全耐受，无一例剂量限制性毒性 (DLT)；基于 230 例单药和联合患者的安全性数据的汇总分析， $\geq 3$  级的肝酶升高仅为 1.3%，与 PD-1 单抗相当，证明了 LBL-024 卓越的安全性和广阔的治疗窗口，这是 4-1BB 激动剂领域的重大突破，解决了该领域近四十年来的重大难题，为 LBL-024 探索泛癌种、扩大应用场景奠定了坚实的基础。
- **LBL-024 在 NSCLC 领域崭露头角，具备成为二代 IO 基石药物的潜力。**此次研发日公司首次发布了 LBL-024 联合化疗治疗非小细胞肺癌 (NSCLC) 的小样本临床数据，18 例可评估疗效的患者整体 ORR=50%，DCR=94.4%。其中 4 例免疫经治的非鳞癌 NSCLC ORR=75%，CR=0，PR=75%，SD=25%，DCR=100%；6 例一线非鳞癌 NSCLC ORR=66.7%，CR=0，PR=66.7%，SD=33.3%，DCR=100%；8 例一线鳞癌 NSCLC ORR=25%，CR=0，PR=25%，SD=62.5%，DCR=87.5%。虽然每个适应症是小样本几个人的临床数据，但初步看来有明显的获益迹象，未来有望推进 NSCLC 一线治疗与现有标准疗法做头对头研究。一方面 LBL-024 对 PD-1/L1 单抗有效的癌种（如小细胞肺癌 SCLC）展现出了更优的杀伤效果，另一方面 LBL-024 对于 PD-1/L1 单抗无效的冷肿瘤（如肺外神经内分泌癌 EP-NEC）展现出了极佳的抗肿瘤活性，而且 LBL-024 发挥抗肿瘤活性不依赖于肿瘤组织 PD-L1 表达水平，并且其安全性与 PD-1/L1 单抗相当，因而我们认为 LBL-024 具备成为二代 IO 基石药物的潜力。
- **LBL-034 (CD3/GPRC5D TCE 双抗) 重新定义多发性骨髓瘤治疗范式。**针对复发难治的多发性骨髓瘤，LBL-034 800ug/kg 剂量组 ORR=90.9%，相同患者基线的多发性骨髓瘤，LBL-034 相比辉瑞 CD3/BCMA 双抗埃纳妥单抗、强生 CD3/BCMA 双抗特立妥单抗、强生 GPRC5D/CD3 双抗塔奎妥单抗，再生元 CD3/BCMA 双抗 linvoseltamab 表现出了“Best-in-class”竞争力，疗效比肩 CAR-T 疗法。而且，LBL-034 对先前接受过 BCMA CAR-T、BCMA 靶向疗法或自体干细胞移植的患者，亦显示出良好的疗效，安全性亦非常可观（甚至对于 on-taregt 毒性也能得到良好的控制）。2025 年 12 月份 ASH 会议公司即将口头报告更新该临床试验的临床数据，尤其是在 800-1200ug/kg 剂量组数据。

- **资金充裕充分保障多条管线开发。**截止到 2025H1 公司现金及现金等价物 4.22 亿元，除此之外，2025 年 7 月公司首次公开发行募资所得净额 13.63 亿港元（扣除相关费用），充裕的资金储备为公司多条研发管线的快速推进提供了坚强保障。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 260、284、467 百万元，2026-2027 年营收同比增速分别为 9%、64%；2025-2027 年公司归母净利润分别为-416、-518、-719 百万元，同比增速分别为-38%、-25%、-39%，维持公司“买入”投资评级。
- **风险因素：**创新药研发失败风险；商业化不及预期风险；国内和海外市场竞争加剧风险；公司核心技术与管理层流失的风险；政策波动风险。

| 重要财务指标       | 2024A    | 2025E   | 2026E    | 2027E   |
|--------------|----------|---------|----------|---------|
| 营业总收入(百万元)   | 0        | 260     | 284      | 467     |
| 增长率 YoY %    | -100%    | —       | 9%       | 64%     |
| 归属母公司净利(百万元) | -301     | -416    | -518     | -719    |
| 增长率 YoY%     | 17%      | -38%    | -25%     | -39%    |
| 毛利率%         | —        | 100.00% | 100.00%  | 93.68%  |
| 净资产收益率ROE%   | -113.43% | -42.12% | -110.49% | 287.33% |
| EPS(摊薄)(元)   | -2.01    | -2.09   | -2.60    | -3.61   |
| 市盈率 P/E(倍)   | —        | -28.59  | -22.94   | -16.53  |

资料来源：ifind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 11 月 10 日收盘价

| 资产负债表            |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元           |       |       |       |       |
| 会计年度             | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| <b>流动资产</b>      | 596   | 1,609 | 1,364 | 970   |
| 现金               | 373   | 1,445 | 1,194 | 743   |
| 应收账款及票据          | 0     | 72    | 71    | 104   |
| 存货               | 0     | 0     | 0     | 5     |
| 其他               | 224   | 92    | 98    | 119   |
| <b>非流动资产</b>     | 73    | 77    | 73    | 72    |
| 固定资产             | 36    | 27    | 20    | 15    |
| 无形资产             | 11    | 19    | 21    | 26    |
| 其他               | 26    | 31    | 31    | 31    |
| <b>资产总计</b>      | 669   | 1,686 | 1,436 | 1,042 |
| <b>流动负债</b>      | 398   | 587   | 755   | 980   |
| 短期借款             | 255   | 355   | 455   | 555   |
| 应付账款及票据          | 4     | 0     | 0     | 25    |
| 其他               | 140   | 232   | 300   | 400   |
| <b>非流动负债</b>     | 6     | 112   | 212   | 312   |
| 长期债务             | 0     | 100   | 200   | 300   |
| 其他               | 6     | 12    | 12    | 12    |
| <b>负债合计</b>      | 404   | 699   | 967   | 1,292 |
| 普通股股本            | 157   | 193   | 193   | 193   |
| 储备               | 109   | 793   | 275   | -444  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 266   | 987   | 469   | -250  |
| 少数股东权益           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>股东权益合计</b>    | 266   | 987   | 469   | -250  |
| 负债和股东权益          | 669   | 1,686 | 1,436 | 1,042 |

| 利润表             |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元          |       |       |       |       |
| 会计年度            | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| <b>营业收入</b>     | 0     | 260   | 284   | 467   |
| 其他收入            | 18    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业成本</b>     | 0     | 0     | 0     | 29    |
| 销售费用            | 0     | 0     | 24    | 63    |
| 管理费用            | 88    | 335   | 341   | 416   |
| 研发费用            | 186   | 330   | 428   | 658   |
| 财务费用            | 6     | 11    | 9     | 21    |
| <b>除税前溢利</b>    | -301  | -416  | -518  | -719  |
| 所得税             | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>净利润</b>      | -301  | -416  | -518  | -719  |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | -301  | -416  | -518  | -719  |
| <b>EBIT</b>     | -295  | -405  | -509  | -698  |
| <b>EBITDA</b>   | -269  | -395  | -501  | -692  |
| <b>EPS (元)</b>  | -2.01 | -2.09 | -2.60 | -3.61 |

| 现金流量表          |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| <b>经营活动现金流</b> | -119  | -380  | -423  | -614  |
| 净利润            | -301  | -416  | -518  | -719  |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 折旧摊销           | 26    | 10    | 8     | 6     |
| 营运资金变动及其他      | 156   | 26    | 87    | 99    |

|                |     |     |    |    |
|----------------|-----|-----|----|----|
| <b>投资活动现金流</b> | -67 | 129 | -3 | -5 |
| 资本支出           | -3  | -9  | -4 | -5 |
| 其他投资           | -64 | 138 | 0  | 0  |

|                |     |       |      |      |
|----------------|-----|-------|------|------|
| <b>筹资活动现金流</b> | 309 | 1,322 | 176  | 167  |
| 借款增加           | 189 | 200   | 200  | 200  |
| 普通股增加          | 130 | 1,137 | 0    | 0    |
| 已付股利           | 0   | 0     | 0    | 0    |
| 其他             | -10 | -15   | -24  | -33  |
| <b>现金净增加额</b>  | 125 | 1,072 | -250 | -452 |

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

**贺鑫**，医药联席首席分析师，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

**曹佳琳**，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的工作。

**章钟涛**，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

| 投资建议的比较标准                                           | 股票投资评级                             | 行业投资评级                  |
|-----------------------------------------------------|------------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准 15% 以上；        | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|                                                     | <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~15%；        | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|                                                     | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间； | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|                                                     | <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。         |                         |

## 评级说明

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。