

与齐鲁制药签订独家许可协议，公司进入新篇章

——来凯医药[02105.HK]事件点评



买入(首次)

行业：医药生物

日期：2025年12月02日

分析师：彭波

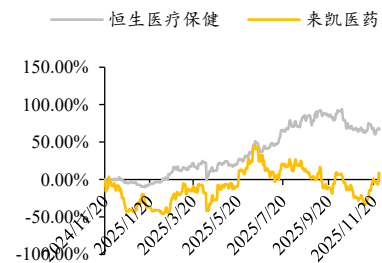
E-mail: pengbo@yongxingsec.com

SAC编号: S1760524100001

基本数据

收盘价(元, HKD)	16.46
12mthH 股价格区间(元, HKD)	8.10-23.50
总股本(百万股)	446.47
无限售 H 股/总股本(百万股)	100%
流通市值(HKD, 亿元)	73

最近一年股票与恒生医疗保健比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

相关报告:

■ 事件

公司与齐鲁制药签订独家协议，许可齐鲁制药在中国地区进行 LAE002 的研究、开发及商业化。公司负责完成 HR+/HER2-乳腺癌 III 期临床试验，直至首个适应症在中国获得新药申请批准，有权获得最高 5.3 亿（人民币，下同）不可退还的首付款与临床开发里程碑付款，并最高可获得 20.45 亿元的首付款和里程碑付款，同时可收取许可区域内未来净销售额的十余个至二十余个百分点梯度销售分成。

■ 核心观点

LAE002 预计 26 年上半年提交 NDA

据公告，LAE002 在研适应症包括乳腺癌、前列腺癌等，其中乳腺癌适应症进展最快。2024 年 5 月公司启动 LAE002 联合氟维司群治疗 PIK3CA/AKT1/PTEN 改变及 HR+/HER2 - 局部晚期或转移性乳腺癌的 III 期临床实验，预计 25 年第四季度完成受试者入组，并于 2026 年上半年向中国 CDE 提交新药上市申请（NDA）。

LAE102 MAD 结果展现出良好的增肌减脂趋势

据公告，LAE102 通过阻断 Activin-ActRII 通路，可实现保持肌肉的同时控制体重。LAE102 与 GLP-1 受体激动剂联用可进一步减少脂肪并降低 GLP-1 受体激动剂导致的肌肉流失。2025 年 9 月，LAE102 读出 I 期临床 MAD 试验数据：在第 5 周时 6mg/kg 剂量组的受试者平均瘦体重较基线增加了 1.7%、平均脂肪质量减少了 2.2%，经安慰剂对照组调整后，平均瘦体重增加 4.6%，平均脂肪质量减少了 3.6%。安全性方面，与先前 SAD 结果一致，MAD 研究显示出良好的耐受性和安全性，未发生严重不良事件。LAE102 展现出良好的增肌减脂趋势。

■ 投资建议

我们预计公司 25/26/27 年营业收入分别为 0/4.24/1.06 亿元；归母净利润为 -2.86/0.90/-2.82 亿元。公司管线推进顺利，LAE002 授权予齐鲁，LAE102 的 MAD 数据优秀，LAE103 的 IND 申请已获 FDA 批准；我们对 LAE102 采用 DCF 估值法，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

■ 风险提示

研发不及预期/失败风险；海外政策风险；外汇变动风险；交易对手履约风险。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	0	0	424	106
年增长率 (%)	—	—	—	-75%
归属于母公司的净利润	-254	-286	90	-282
年增长率 (%)	—	—	—	—
每股收益 (元)	-0.71	-0.64	0.20	-0.63
市盈率 (X)	—	—	74.02	—

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2025 年 11 月 28 日收盘价)

资产负债表					现金流量表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	813	491	561	260	经营活动现金流	-278	-292	95	-278
现金	634	319	370	48	净利润	-254	-286	90	-282
应收账款及票据	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	折旧摊销	5	3	3	3
其他	179	172	192	212	营运资金变动及其他	-29	-9	2	1
非流动资产	147	151	148	145	投资活动现金流	208	12	-20	-20
固定资产	3	3	3	3	资本支出	-2	0	0	0
无形资产	130	127	124	121	其他投资	210	12	-20	-20
其他	14	21	21	21	筹资活动现金流	258	-33	-22	-21
资产总计	960	641	709	405	借款增加	48	-30	-20	-20
流动负债	148	119	99	79	普通股增加	0	0	0	0
短期借款	99	69	49	29	已付股利	0	-3	-2	-1
应付账款及票据	0	0	0	0	其他	210	0	0	0
其他	49	50	50	50	现金净增加额	194	-315	51	-321
非流动负债	7	6	6	6					
长期债务	0	0	0	0					
其他	7	6	6	6					
负债合计	155	125	105	85					
普通股股本	0	0	0	0					
储备	962	674	762	477					
归属母公司股东权益	805	517	605	320					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	805	517	605	320					
负债和股东权益	960	641	709	405					

利润表					主要财务比率				
单位: 百万元					至 12 月 31 日				
至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	0	0	424	106	成长能力				
其他收入	38	46	42	39	营业收入	—	—	—	-75.00%
营业成本	0	0	0	0	归属母公司净利润	—	—	—	—
销售费用	0	0	0	0	获利能力				
管理费用	74	81	90	99	毛利率	—	—	100.00%	100.00%
研发费用	215	247	284	327	销售净利率	—	—	21.30%	265.81%
财务费用	3	3	2	1	ROE	-31.60%	-55.32%	14.94%	-87.94%
除税前溢利	-254	-286	90	-282	ROIC	-27.80%	-48.37%	14.09%	-80.30%
所得税	0	0	0	0	偿债能力				
净利润	-254	-286	90	-282	资产负债率	16.17%	19.46%	14.78%	20.94%
少数股东损益	0	0	0	0	净负债比率	-66.52%	-48.39%	-53.06%	-6.07%
归属母公司净利润	-254	-286	90	-282	流动比率	5.48	4.12	5.67	3.29
					速动比率	5.46	4.10	5.64	3.25
EBIT	-251	-283	92	-281	营运能力				
EBITDA	-246	-280	95	-278	总资产周转率	0.00	0.00	0.63	0.19
EPS (元)	-0.71	-0.64	0.20	-0.63	应收账款周转率	—	—	—	—
					应付账款周转率	—	—	—	—
					每股指标 (元)				
					每股收益	-0.71	-0.64	0.20	-0.63
					每股经营现金流	-0.68	-0.65	0.21	-0.62
					每股净资产	1.97	1.16	1.35	0.72
					估值比率				
					P/E	—	—	74.02	—
					P/B	4.32	12.94	11.06	20.87
					EV/EBITDA	-11.95	-22.96	67.03	-24.00

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。