

维立志博-B (09887.HK)

LBL-024 IO 基石潜力初显, TCE 平台全面开花

买入 (维持评级)

目标价格: 140.75 港元

投资要点:

➤ LBL-047 BD 交易高价值落地, 创新平台价值加速兑现

2025 年公司实现收入 1.77 亿元, 主要来自 LBL-047 (BCDA2/TACI) 授权的首付款及近期里程碑款项; 归母净利润亏损 2.11 亿元, 同比收窄 29.8%, 扣非归母净利润-1.92 亿元。研发费用 2.89 亿元, 同比增长 56%。现金及高流动性金融资产 15.48 亿元, 同比增长 187%, 可支撑未来四年运营资金需求。2025 年 10 月公司将 LBL-047 大中华区以外全球权益授权 Dianthus, 交易总潜在价值高达 10 亿美元。渤健 BDCA2 单抗 litifilimab 于 2026 年 3 月公布 Phase 2 阳性结果 (CLE 主要终点达成), 进一步验证 BDCA2 靶点临床有效性, 大幅提升 LBL-047 双机制 (BDCA2+TACL) 的研发确定性。LBL-047 针对 SLE 的 I 期临床于 2025 年 12 月在国内启动, FDA 的 IND 已获批, Dianthus 近期完成 7.19 亿美元扩容融资, 预计项目推进节奏顺利。

➤ LBL-024 临床数据亮眼, 泛癌种 IO 2.0 基石药潜力初显

2026 年预计 EP-NEC, SCLC, NSCLC 在国际会议有更新数据公布。目前 LBL-024 已入组超 600 例患者, 无 DLT, ≥3 级肝酶升高发生率极低, 彻底解决 4-1BB 肝毒性难题。关键适应症疗效突出: EP-NEC 2L/3L+ 单药 ORR 33.3%、DCR 51.1%, mOS 为 11.9 个月, 2026 年 1 月从 FDA 获得快速通道资格认定及欧盟 EC 的孤儿药认定。一线联合化疗 ORR 83.3%、DCR 100%; 一线 SCLC 联合化疗 ORR 88.1%、DCR 96.6%; 2025 年 8 月完成 EP-NEC 3L+关键注册性试验患者入组, 计划 2026 Q3 提交 BLA; NSCLC 联合 SOC ORR 为 50.0%, DCR 94.4%, 预计 2026Q2 完成入组。

➤ TCE 平台全面开花, 构建 MM 组合资产, TCE ADC 值得期待

LBL-034 (GPCR5D/CD3): I 期数据于 2025 年 ASH 年会上口头发布, 展现出类似 CAR-T 的 ORR (82.5%)。II 期实验患者入组快速推进, 2025 年 8 月首例患者入组。2026 年 1 月获 FDA 快速审批资格 (FTD), 4 条潜在开发路径: 4L+ RRMM, BCMA 经治的 RRMM, 2L+RRMM 的髓外瘤患者及浆细胞白血病 (PCL)。此外, **LBL-076 (CD38/GPCR5D/CD3)** 三抗也有望于 2026 Q4 或 2027 Q1 申报 IND。**LBL-051 (CD19/BCMA/CD3):** 针对自身免疫疾病开发, 2024 年 11 月和 Aditum Bio 建立了 NewCo 模式合作, 交易总价值高达 6.14 亿美元, 里程碑付款节点: 首个 IND 预计在 2026 年上半年递交。**LBL-054 (CDH17/CD3 ADC):** 首个 TCE ADC 预计在 2026 Q4 或 2027 Q1 向 NMPA 和 FDA 提交 IND 申请, 针对实体瘤的开发。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 3.28、4.22、4.74 亿元 (前值 2026-2027 年收入分别为 0.94、0.1 亿元), 收入增速分别为 85%、29%、12%, 上调收入为 BD 里程碑付款。根据 DCF 模型, 按 WACC 为 8.34%, 永续增长率为 1%, 测算公司合理股价为 140.75 港元, 维持“买入”评级。

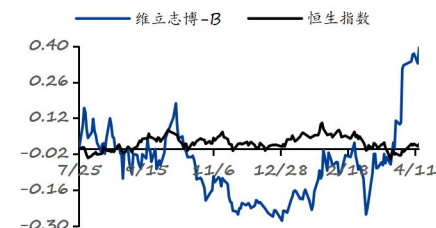
➤ 风险提示

药物研发失败风险、市场竞争加剧风险、核心技术人员流失的风险。

基本数据

日期	2026-04-14
收盘价:	93.55 港元
总股本/流通股本(百万股)	198.89/137.80
流通市值(百万港元)	12,891.58
每股净资产(港元)	7.05
资产负债率(%)	28.94
一年内最高/最低价(港元)	95.60/44.72

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 张俊(S0210524040002)
zj30486@hfzq.com.cn
研究助理: 杨风雨(S0210124070004)
yfy30615@hfzq.com.cn

相关报告

1、【维立志博】41BB 和 TCE 双抗平台已验证, 下一代 IO 和 ADC 疗法全布局——2026.01.21

财务数据和估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入 (百万元)	0	177	328	422	474
增长率			85%	29%	12%
归母净利润 (百万元)	-301	-211	-45	-46	-644
增长率	17%	30%	79%	-3%	-1,291%
EPS (元/股)	-1.51	-1.06	-0.23	-0.23	-3.24
市盈率 (P/E)	-53.2	-75.9	-357.9	-346.4	-24.9
市净率 (P/B)	60.4	12.7	13.1	13.7	30.2

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万人民币	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万人民币	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1,221	1,194	1,183	948	营业总收入	177	328	422	474
应收款项合计	84	173	143	158	主营业务收入	177	328	422	474
存货	58	0	0	0	营业总支出	398	372	477	1,115
其他流动资产	327	91	87	60	营业成本	0	0	2	11
流动资产合计	1,690	1,458	1,413	1,166	营业开支	398	372	475	1,104
固定资产净额	29	32	35	40	营业利润	-220	-43	-54	-641
权益性投资	0	0	0	0	净利息支出	7	-19	-18	-11
其他长期投资	0	0	0	0	权益性投资损益	0	0	0	0
商誉及无形资产	21	23	25	27	其他非经营性损益	31	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0	非经常项目前利润	-196	-25	-37	-629
其他非流动资产	41	21	21	21	非经常项目损益	1	-20	-10	-15
非流动资产合计	91	76	81	88	除税前利润	-196	-45	-46	-644
资产总计	1,781	1,534	1,494	1,254	所得税	16	0	0	0
应付账款及票据	6	0	0	1	少数股东损益	0	0	0	0
循环贷款	260	300	300	685	持续经营净利润	-212	-45	-46	-644
其他流动负债	237	4	8	27	非持续经营净利润	0	0	0	0
流动负债合计	503	304	308	713	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
长期借贷	0	0	0	0	归属普通股股东净利润	-211	-45	-46	-644
其他非流动负债	13	9	11	10	EPS (最新股本摊薄)	-1.06	-0.23	-0.23	-3.24
非流动负债合计	13	9	11	10					
负债总计	516	313	319	723					
归属母公司所有者权益	1,266	1,221	1,175	531					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益总计	1,266	1,221	1,175	530					
负债及股东权益总计	1,781	1,534	1,494	1,254					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万人民币	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	0	-336	-30	-650	成长能力				
净利润	-211	-45	-46	-644	营业收入增长率	868.1%	85.2%	28.7%	12.2%
折旧和摊销	0	0	0	0	归母公司净利润增长率	29.8%	78.8%	-3.3%	-1,291.4%
营运资本变动	235	-272	35	5	获利能力				
其他非现金调整	-24	-19	-18	-10	毛利率		100.0%	99.6%	97.7%
投资活动现金流	0	254	-1	20	净利率		-13.6%	-11.0%	-136.0%
资本支出	0	-5	-5	-7	ROE	-27.6%	-3.6%	-3.9%	-75.6%
长期投资	0	0	0	0	ROA	-17.3%	-2.7%	-3.1%	-46.9%
其他长期资产	0	259	4	27	偿债能力				
融资活动现金流	0	55	20	395	资产负债率	29.0%	20.4%	21.4%	57.7%
借款增加	5	40	0	385	流动比率	3.4	4.8	4.6	1.6
股利分配	0	0	0	0	速动比率	3.2	4.8	4.6	1.6
普通股增加	42	0	0	0	每股指标(元)				
其他融资活动现金流	-47	15	20	10	每股收益	-1.1	-0.2	-0.2	-3.2
					每股经营现金流	0.0	-1.7	-0.2	-3.3
					每股净资产	6.4	6.1	5.9	2.7
					估值比率				
					P/E	-76	-358	-346	-25
					P/B	13	13	14	30
					EV/EBITDA	-131	-391	-387	-38

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn