

临床进展顺利，重要催化将至

——维立志博 2025 年报点评

核心观点

- **事件：**公司 2025 年实现营收 1.8 亿元，主要系 LBL-047 成功 BD 后收到的 2500 万美元首付及里程碑款项，助力公司营收端实现重大突破。
- **临床进展顺利，LBL-024 即将迎来出海关键窗口期。**截至 3 月底，LBL-024 已在 13 个实体瘤适应症中推进 9 项临床研究，累计入组患者超 600 例。其中：1) 针对 **3L+ 肺外神经内分泌癌**的 III 期关键性注册临床研究已于 25 年 8 月完成全部患者入组，**有望于 26Q3 提交 BLA 申请**；2) 针对 **1L/2L+非小细胞肺癌**的 II 期临床，截至目前已入组超过 100 例患者，**预计 26Q2 完成全部入组**；3) LBL-024 还启动 1L 晚期黑色素瘤、1L 胆道癌、1L 肝细胞癌、铂耐药卵巢癌、1L/2L 三阴性乳腺癌和 1L 食管鳞癌共 6 项大适应症的 II 期概念验证 (POC) 试验，且均已完成首例患者入组。值得注意的是，**1L 胆道癌已顺利进入扩展阶段**；4) 此外，公司还计划开展 LBL-024 针对 1L 胃或胃食管交界处腺癌、胃肠道肿瘤的 POC 试验。基于 LBL-024 临床进展，**预计其核心适应症关键数据有望在今年 9 月的 WCLC、ESMO 大会上公布，以验证其在大病种及泛肿瘤领域潜在价值，并有望迎来 BD 出海关键窗口期。**
- **II 期快速入组，期待 LBL-034 大样本数据读出。**截至目前，LBL-034 针对复发/难治性多发性骨髓瘤的 I/II 期临床已入组近 100 例患者，或将在今年研发日上迎来扩大样本数据读出，坐实全球 BIC 地位。我们认为，**随着三抗、CAR-T 等产品向前线治疗拓展，BCMA 经治后的病人群体不断增加，LBL-034 的 BD 价值可观。**
- **平台能力初显，FIC 管线蓄势待发。**公司基于 IO 双抗/TCE/ADC 三大平台，开发出下一代全球 FIC 管线，其中 LBL-054 (CDH17/CD3 ADC)、LBL-061 (EGFR/PD-L1 ADC)、LBL-066 (PD-L1/4-1BB 三抗)、LBL-076 (CD38/GPRC5D/CD3 TCE) 有望 26Q4 或 27Q1 提交中美 IND 申请，为公司补充下一代潜力管线。

盈利预测与投资建议

- 基于 2025 年报及最新临床进展，我们调整公司 2026-2028 年每股收益分别为 -1.41、-0.44、0.04 元 (26-28 年原预测为 -1.66、-1.29 和 3.18 元)，采取 DCF 估值法，给予目标价格为 103.06 港元 (按照港元兑人民币汇率 1: 0.87697 测算)，维持给予“买入”评级。

风险提示

创新药研发失败、商业化不及预期、市场竞争加剧、核心人员流失、估值等风险

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	0	177	190	392	597
同比增长(%)	-100.0%		6.6%	105.7%	52.5%
营业利润(百万元)	-279	-246	-285	-91	3
同比增长(%)	5.5%	-12.1%	15.9%	-68.0%	-103.2%
归属母公司净利润(百万元)	-301	-211	-280	-87	7
同比增长(%)	16.8%	29.8%	-32.7%	69.0%	108.0%
每股收益(元)	-1.51	-1.06	-1.41	-0.44	0.04
毛利率(%)		100.0%	100.0%	99.3%	94.4%
净利率(%)		-119.3%	-147.3%	-22.2%	1.2%
净资产收益率(%)	-113.4%	-16.7%	-28.5%	-9.7%	0.8%
市盈率(倍)	-49.7	-70.8	-53.4	-172.1	2141.0
市净率(倍)	56.4	11.8	15.2	16.7	16.5

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2026年04月17日)	85.85 港元
目标价格	103.06 港元
52 周最高价/最低价	97.5/44.72 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	19,889/15,328
H 股市值 (百万港币)	17,075
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2026 年 04 月 20 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-6.68	36.49	51.95	
相对表现%	-7.71	35.36	54.5	
恒生指数%	1.03	1.13	-2.55	22.27



证券分析师

伍云飞 执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199
wuyunfei1@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人

袁润璞 执业证书编号：S0860124100008
yuanrunpu@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

平台型 Biotech 标杆，领跑肿瘤免疫双抗： 2026-03-26
——维立志博首次覆盖报告

表 1：估值假设主要参数

假设科目	结果
所得税税率	15.00%
永续增长率 G_n (%)	2.00%
无风险利率 R_f	1.81%
无杠杆影响的 β 系数	0.7954
考虑杠杆影响的 β 系数	0.7954
市场收益率 R_m	8.81%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (K_e)	7.37%
债务比率 $D/(D+E)$	0.00%
债务利率 K_d	3.50%
WACC	7.37%

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 1：FCFF 目标价敏感性分析（港元）

FCFF目标价敏感性分析		永续增长率 G_n (%)				
		0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
WACC(%)	5.37%	123.34	126.12	130.53	138.68	158.69
	5.87%	116.87	118.96	122.13	127.50	138.61
	6.37%	111.01	112.61	114.94	118.66	125.52
	6.87%	105.65	106.90	108.66	111.33	115.85
	7.37%	100.72	101.71	103.06	105.03	108.16
	7.87%	96.16	96.95	98.00	99.49	101.74
	8.37%	91.93	92.56	93.39	94.53	96.20
	8.87%	87.98	88.49	89.15	90.05	91.30
	9.37%	84.28	84.70	85.24	85.94	86.91

数据来源：同花顺，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E	单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	373	1,221	970	840	814	营业额	0	177	190	392	597
应收账款	0	0	47	97	147	销售成本	0	0	0	3	33
预付款项、按金及其他应	58	84	2	3	5	其他费用	0	26	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0	销售费用	0	0	0	7	83
存货	0	58	0	1	11	管理费用	273	372	486	486	490
其他流动资产	166	327	0	0	0	财务费用	6	7	(11)	(14)	(12)
流动资产总计	596	1,690	1,018	940	977	其他经营损益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	36	29	34	41	47	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	5	5	5	营业利润	(279)	(227)	(285)	(91)	3
无形资产	11	21	18	14	11	其他非经营损益	(22)	32	5	5	5
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	(301)	(196)	(280)	(86)	8
其他非流动资产	26	40	40	40	40	所得税	0	16	1	1	1
非流动资产合计	73	91	97	101	103	税后利润	(301)	(211)	(280)	(87)	7
资产总计	669	1,781	1,115	1,041	1,081	归属于非控制股东利润	0	0	0	0	0
短期借款	255	260	0	0	0	归属于母公司股东利润	(301)	(211)	(280)	(87)	7
应付账款	4	8	0	0	2	EBITDA	(269)	(189)	(286)	(94)	3
其他流动负债	140	238	116	129	160	NOPLAT	(273)	(238)	(294)	(103)	(8)
流动负债合计	398	502	116	129	162	EPS(元)	(1.51)	(1.06)	(1.41)	(0.44)	0.04
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
其他非流动负债	6	13	13	13	13		2024	2025	2026E	2027E	2028E
非流动负债合计	6	13	13	13	13	成长能力					
负债合计	404	516	130	143	175	营收额增长率	-100%	0%	7%	106%	53%
股本	157	199	199	199	199	EBIT增长率	18%	36%	-54%	66%	96%
储备	109	1,067	1,067	1,067	1,067	EBITDA增长率	20%	30%	-52%	67%	104%
留存收益	0	0	(280)	(367)	(360)	税后利润增长率	17%	30%	-33%	69%	108%
归属于母公司股东权益	266	1,266	985	898	905	盈利能力					
归属于非控制股东权益	0	0	0	0	0	毛利率		100%	100%	99%	94%
权益合计	266	1,266	985	898	905	净利率		-119%	-147%	-22%	1%
负债和权益合计	669	1,781	1,115	1,041	1,081	ROE	-113%	-17%	-28%	-10%	1%
现金流量表						ROA	-45%	-12%	-25%	-8%	1%
单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E	ROIC	22%	1325%	-91%	-295%	-8%
折旧与摊销	26	0	4	6	7	估值倍数					
财务费用	6	7	(11)	(14)	(12)	P/E	(54.3)	(77.4)	(58.4)	(188.2)	2,340.5
其他经营资金	129	238	295	(39)	(30)	P/S		92.4	86.0	41.8	27.4
经营性现金净流量	(119)	0	4	(138)	(32)	P/B	61.6	12.9	16.6	18.2	18.1
投资性现金净流量	(67)	0	(6)	(6)	(6)						
筹资性现金净流量	309	0	(249)	14	12						
现金流量净额	123	0	(252)	(130)	(25)						

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。