

【广发医药&海外】维立志博-B (09887.HK)

核心管线进展积极，平台价值持续释放

公司评级	买入
当前价格	83.40 港元
合理价值	110.96 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-26

核心观点: *如无特别说明，报告使用货币均为人民币(HKD/CNY=0.88)。

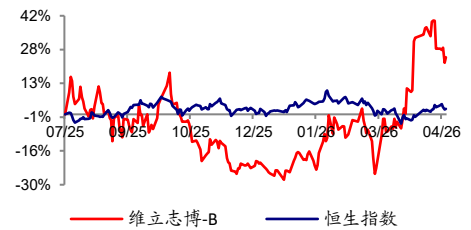
- **BD 收入助力业绩改善。**根据公司 2025 年业绩报告，全年实现收入 1.77 亿元，主要来自 LBL-047 对外授权取得的首付款及近期里程碑款；同期研发开支 2.89 亿元，较 2024 年的 1.86 亿元继续增加。年内亏损 2.11 亿元，较 2024 年的 3.01 亿元收窄。
- **LBL-024 适应症持续拓展，LBL-034 有 BIC 潜力。**LBL-024 针对 3L+ EP-NEC 的注册性 IIIb 研究已于 2025 年 8 月完成 96 例患者入组，预计 2026 年 Q3 递交 BLA；该品种已在中国拓展至 13 个实体瘤适应症，并在 1L EP-NEC、1L SCLC 和 1L/2+L NSCLC 中持续读出积极信号，计划于 2026 年的国际会议更新数据。LBL-034 I 期结果显示其在 400–1200µg/kg 剂量组中 ORR 达 82.5%、DCR 为 92.5%，并在 EMD 及 BCMA 经治患者中展现出积极疗效；该项目已于 2025 年 8 月启动 II 期首例入组，并于 2026 年 1 月获 FDA 快速通道资格。
- **早研管线丰富，布局下一代 TCE 及 ADC。**公司于 2025 年 11 月与 Dianthus 就 LBL-047 建立战略合作，将大中华区以外全球权益授予对方，交易总金额最高可达 10 亿美元，已于 2025 年 12 月完成中国 I 期首例健康人入组，预计 2026 年 Q2 完成首例 SLE 患者入组。临床前多款差异化管线值得期待：LBL-051(CD19/BCMA/CD 三抗)预计于上半年递交 IND，LBL-054(CDH17/CD3 ADC)、LBL-061(EGFR/PD-L1 ADC)、LBL-076(CD38/GPRC5D/CD3 三抗)、LBL-066(PD-L1/4-1BB Plus 三抗)等均预计于 2026Q4 或 2027Q1 在中美提交 IND。
- **盈利预测与投资建议。**我们持续看好公司核心产品的竞争潜力，预计公司 26-28 年 EPS 分别为-0.74、-0.58、-0.17 元/股，采取风险调整 DCF 法得到公司合理价值为 110.96 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**药品审评进度低于预期，控费超预期，研发不及预期等。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	0	177	248	364	535
增长率 (%)	-100.0%	-	39.8%	46.8%	47.1%
EBITDA	-229	-199	-136	-93	-4
归母净利润	-301	-211	-148	-115	-33
增长率 (%)	-	-	-	-	-
EPS (元/股)	-	-1.06	-0.74	-0.58	-0.17
市盈率 (P/E)	-	-	-	-	-
ROE (%)	-113.4%	-16.7%	-12.4%	-10.7%	-3.2%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师: 罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师: 龙雪芳



SAC 执证号: S0260525060004



021-38003558



longxuefang@gf.com.cn

请注意, 龙雪芳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

【广发医药&海外】维立志博 2025-11-04
-B (09887.HK): 新型肿瘤免疫疗法开拓者

一、盈利预测和投资建议

公司已经披露LBL-024在驱动基因阴性NSCLC的积极数据，因此相比上篇报告，我们新增了该适应症的预测，上调了LBL-024的收入预测，预计LBL-024在NSCLC经风险调整后销售额有望在2035年达到26亿元，核心假设如下：根据国家癌症中心，2022年肺癌新发病例约106.06万，NSCLC占肺癌总数的85%，假设年增长率为2%；NSCLC按病理分型可进一步细分为鳞癌（占比43.3%）、腺癌（占比45.31%）、腺鳞癌、大细胞癌等（来源：药融云）。约30%至40%的肺腺癌和超过一半的肺鳞癌属于驱动基因阴性类型（来源：MedFind）。根据公司2025年业绩演示材料，早期数据显示，LBL-024在二线及以上非鳞癌NSCLC中取得ORR 75%，远高于前标准治疗多西他赛10-15%的ORR，在一线非鳞癌中取得66.7% ORR，高于当前标准治疗帕博利珠单抗联合化疗33.1% ORR，假设LBL-024在二线非鳞状的渗透率峰值为15%，治疗一线非鳞状2035年也达到10%的渗透率，考虑到依沃西单抗联合化疗一线治疗鳞状NSCLC已在国内受理上市申请，假设LBL-024在一线鳞状的渗透率峰值为8%。参考HARMONI-6研究，依沃西单抗联合化疗一线治疗鳞状NSCLC的mPFS为11.1个月，非鳞状为13.3个月（来源：康方生物官网），假设LBL-024一二线治疗非鳞状、一线治疗鳞状的平均治疗时间分别为12、7、11个月。三种亚型均处于I/II期扩展入组中，结合LBL-024早期数据显示出相比当前标准疗法的竞争力，分别假设30%、40%、20%的获批概率。

表 1: LBL-024治疗NSCLC收入预测

LBL-024	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
中国 NSCLC 新发患者数 (千人)	1056.2	1077.3	1098.9	1120.9	1143.3	1166.2
YOY	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
晚期 NSCLC 患者数 (晚期比例: 70%)	739.4	754.1	769.2	784.6	800.3	816.3
非鳞癌						
非鳞癌比例	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%
驱动基因阴性比例	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
LBL-024 一线渗透率		1.00%	3.00%	5.00%	8.00%	10.00%
LBL-024 一线治疗患者数 (千人)		1.5	4.4	7.6	12.3	15.7
平均治疗时间 (月)		12	12	12	12	12
LBL-024 一线治疗销售额 (亿元)		3.5	10.1	17.2	26.7	34
风险调整销售额 (亿元, 获批概率: 30%)		0.0	1.0	3.0	5.2	8.0
LBL-024 二线渗透率	2.00%	4.00%	8.00%	12.00%	15.00%	15.00%
LBL-024 二线治疗患者数 (千人)	2.8	5.8	11.8	18.1	23.1	23.6
平均治疗时间 (月)	7	7	7	7	7	7

LBL-024 二线治疗销售额 (亿元)	4	8.1	15.8	24.1	29.2	29.8
风险调整销售额 (亿元, 获批概率: 40%)	1.6	3.3	6.3	9.6	11.7	11.9
鳞癌						
鳞癌比例	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%
驱动基因阴性比例	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%
LBL-024 一线渗透率		1.00%	3.00%	5.00%	8.00%	8.00%
LBL-024 一线治疗患者数 (千人)		1.9	5.7	9.7	15.8	16.2
平均治疗时间 (月)		11	11	11	11	11
LBL-024 一线治疗销售额 (亿元)		4.1	11.9	20.3	31.5	32.1
风险调整销售额 (亿元, 获批概率: 20%)		0.8	2.4	4.1	6.3	6.4
LBL-024 NSCLC 销售额 (亿元)	4.0	15.7	37.8	61.6	87.4	95.9
LBL-024 NSCLC 风险调整销售额 (亿元)	1.6	4.1	9.7	16.7	23.1	26.3
YOY		155.5%	139.0%	72.0%	38.2%	13.8%

数据来源: 广发证券发展研究中心

考虑到公司核心产品仍处于临床阶段, 我们采取风险调整DCF的方法对公司进行估值, 维持上篇报告假设WACC为6.33%, 永续增长率为2.0%, 得到公司合理价值为110.96港元/股 (参考汇率HKD/CNY=0.88)。我们看好公司核心产品的竞争力及早期管线的差异化, 维持“买入”评级。

表 2: 公司自由现金流预测

单位: 百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
LBL-024 风险调整销售额				17	50	103	569	1260	2488	3577	4775	5508
LBL-034 风险调整销售额							217	461	941	1368	1861	2372
首付款、里程碑等收入		177	248	347	486	700	700	700	700	700	700	700
EBIT 率	-	-124%	-65%	-34%	-7%	-20%	-5%	5%	10%	15%	20%	25%
EBIT 合计	-255	-220	-161	-123	-37	-161	-74	121	413	847	1467	2145
所得税税率	0%	-8%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	10%	15%	15%
息税前税后利润(NOPLAT)	-275	-238	-161	-123	-37	-161	-74	121	392	762	1247	1823
加: 折旧与摊销	26	-	25	30	33	36	40	44	48	51	53	54
减: 营运资金的增加	70	-	16	33	18	20	22	24	26	26	26	26
减: 资本性投资	3	-	67	118	169	186	195	205	215	226	237	249
加: 其他非经营性调整	86	-	12	16	18	19	21	23	24	26	27	30

公司自由现金流量 FCFF	-237	-	-208	-229	-174	-330	-252	-64	200	561	1037	1602
---------------	------	---	------	------	------	------	------	-----	-----	-----	------	------

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 3: DCF估值

指标	数值
WACC	6.33%
永续增长率	2.0%
26E-35E 自由现金流现值 (百万元)	40
终值现值 (百万元)	15,413
净负债 (2026E, 百万元)	400
投资/非核心资产价值	1,270
少数股东权益	0
企业价值 (百万元)	15,453
股票价值 (百万元)	16,323
发行股数 (百万股)	198.89
每股价值 (港元/股)	110.96

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

二、风险提示

(一) 药品审评进度低于预期

当前医药改革大背景下, 药品审评审批较往年已有明显提速, 但不排除个别因素影响下部分新药申报和审批的速度低于预期。若部分产品审评延期或未通过, 将对公司的业绩及经营产生不利影响。

(二) 控费超预期

带量采购初具成效, 国家仍然会持续推动一系列政策, 如药品集中采购常态化制度化、医保控费、支付方式调整、取消政府定价等, 医药制造企业面临药品销售降价压力。

(三) 研发不及预期

医药产品研发具有周期长、投入大、风险高等特点, 公司可能面临无法成功或及时筛选候选药物的风险、临床实施进度或效果不及预期的风险等。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	596	1,690	1,687	1,587	1,422
现金及现金等价物	373	1,221	1,270	1,136	950
应收账款及票据	0	0	28	40	59
存货	0	58	0	1	2
其他	224	411	390	410	410
非流动资产合计	73	91	113	201	337
固定资产净值	36	29	64	146	278
长期投资	0	0	0	0	0
商誉及无形资产	11	21	28	34	38
其他	26	40	20	20	20
资产总额	669	1,781	1,800	1,788	1,758
流动负债合计	398	502	601	702	704
短期借款	255	260	400	500	500
应付账款及票据	4	6	0	1	3
其他	140	236	201	201	201
非流动负债合计	6	13	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	13	10	10	10
总负债	404	516	611	712	714
普通股股本	157	199	199	199	199
储备	109	1,136	990	877	846
其他	0	-69	0	0	0
归母权益总额	266	1,266	1,189	1,076	1,045
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	266	1,266	1,189	1,076	1,045
负债及股东权益合计	669	1,781	1,800	1,788	1,758

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	0	177	248	364	535
营业成本	0	0	0	3	10
毛利	0	177	248	360	525
其他收入	18	0	0	0	0
营销费用	0	0	25	91	134
行政管理费用	88	83	87	102	107
研发费用	186	289	297	291	321
其他营业费用合计	0	26	0	0	0
营业利润	-255	-220	-161	-123	-37
利息收入	0	30	25	24	21
利息支出	6	7	12	16	18
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	0	0	0	0	0
除税前利润	-301	-196	-148	-115	-33
所得税	0	16	0	0	0
合并净利润	-301	-211	-148	-115	-33
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-301	-211	-148	-115	-33

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	-119	-154	-128	-102	-1
合并净利润	-301	-211	-148	-115	-33
折旧与摊销	26	21	25	30	33
营运资本变动	70	-1	-16	-33	-18
其他非经营性调整	86	37	12	16	18
投资活动现金流净额	-67	-165	-23	-118	-169
处置固定资产收益	0	0	0	0	0
资本性支出	-3	-10	-67	-118	-169
投资资产支出	-64	-155	27	0	0
其他	0	0	17	0	0
融资活动现金流净额	309	1,190	197	84	-18
长期债权融资	189	-1	0	0	0
股权融资	130	1,277	73	0	0
支付股利	0	0	0	0	0
其他	-10	-86	125	84	-18
现金净增加额	125	849	49	-134	-186
期初现金余额	248	373	1,221	1,270	1,136
期末现金余额	373	1,221	1,270	1,136	950

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
主营收入增长率	-	-	39.8%	46.8%	47.1%
营业利润增长率	-	-	-	-	-
归母净利润增长率	-	-	-	-	-
获利能力					
毛利率	-	100.0%	100.0%	99.1%	98.1%
净利率	-	-119.3%	-59.6%	-31.7%	-6.2%
ROE	-113.4%	-16.7%	-12.4%	-10.7%	-3.2%
偿债能力					
资产负债率	60.3%	28.9%	33.9%	39.8%	40.6%
有息负债率	38.1%	14.6%	22.2%	28.0%	28.4%
流动比率	1.5	3.4	2.8	2.3	2.0
利息保障倍数	-44.3	-30.6	-13.9	-7.8	-2.1
营运能力					
应收账款周转天数	-	-	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	-	-	100.0	100.0	80.0
应付账款周转天数	-	-	80.0	80.0	100.0
每股指标					
每股收益	-	-1.06	-0.74	-0.58	-0.17
每股净资产	-	6.36	5.98	5.41	5.25
每股经营现金流	-	-0.78	-0.64	-0.52	-0.01
估值比率					
PE	-	-	-	-	-
PB	-	7.0	12.2	13.5	13.9
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

广发医药行业研究小组

罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。

李柽桐：资深分析师，复旦大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

王稼宸：资深分析师，悉尼科技大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

龙雪芳：高级分析师，南开大学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券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广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，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、刊登、转载和引用者承担。