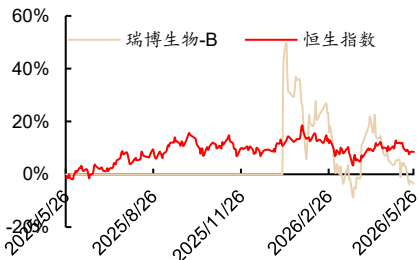


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

|               |             |
|---------------|-------------|
| 最新收盘价(港币)     | 55.90       |
| 总股本/流通股本(亿股)  | 1.71/1.71   |
| 总市值/流通市值(亿港元) | 95.34/95.34 |
| 52周内最高/最低价    | 95.80/51.20 |
| 资产负债率(%)      | 96.81%      |
| 市盈率           | -           |
| 第一大股东         | 梁子才         |

研究所

分析师: 盛丽华  
SAC 登记编号: S1340525060001  
Email: shenglihua@cnpsec.com  
分析师: 陈灿  
SAC 登记编号: S1340525070001  
Email: chencan@cnpsec.com

瑞博生物 (6938.HK)

Vortosiran 临床迅速推进，海外合作再迎突破

● 事件

公司发布 25 年年报，全年收入 1.49 亿元 (+4.1%)，大部分来自合作收入以及少部分 API 和核苷单体销售收入；净利润为-2.88 亿元（24 年为-2.81 亿元）、归母净利润为-2.78 亿元（24 年为-2.70 亿元）。

● 核心观点

siRNA 药物研发管线丰富，Vortosiran 临床迅速推进

根据 25 年年报，公司已建立 11 款心血管代谢及肾脏、4 款肝病以及 2 款其他领域的研发管线，其中有 4 款已处于 II 期试验及以后阶段，其中靶向 FXI 的 siRNA 药物 Vortosiran 于 26/04 递交用于心房颤动患者卒中预防 (SPAF) 的 IIb 期试验申请 (CTA)、26/05 向 EMA 递交用于 VTE 的 IIb 期试验 CTA，抗凝领域两大核心适应症全球进度领先；此外其 IIa 期试验数据预计将于 ESC2026 大会公布。RBD5044 则为全球第二个进入临床的靶向 ApoC3 的 siRNA 药物，目前处于中晚的 II 期试验阶段，有望在差异化的 HTG 适应症获得进度优势。

国内外合作持续开花，肝外递送平台展现优异临床前数据

国内合作方面，公司授权齐鲁制药的 PCSK9 siRNA 药物 RBD7022 已完成国内 II 期试验的末例患者末次给药，国内 III 期试验即将启动；海外 BD 层面公司继 23 年与 BI 的合作后于 26 年再次迎来突破，以 6000 万美元首付、潜在最高 44 亿美元里程碑以及未来销售分成将 6 款 MASH 领域 siRNA 药物全球权益授权给 Madrigal，公司 siRNA 技术平台已得到海外药企背书。

公司于 26/03 公布其肝外多器官靶向递送技术及多靶点技术的最新研究进展，在靶向肾脏、心脏以及脂肪组织方面展示出优异的靶基因抑制潜力，有望在近年实现肝外递送 siRNA 药物的 IND 突破，进一步夯实公司在核酸药物研发领域的领先地位。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 26/27/28 年收入分别为 1.6/1.9/2.2 亿元，同比增长 10%/15%/15%；归母净利润为-2.4/-2.5/-2.7 亿元。公司目前仍处于创新药研发投入阶段，是全球最早布局 siRNA 药物领域的开拓者之一，多款高潜力在研药物进度领先，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

产品销售不及预期；新药临床进度不及预期；新药临床数据不及预期。

### ■ 盈利预测和财务指标

| 项目\年度          | 2025A | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|----------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)     | 149   | 163    | 188    | 216    |
| 增长率(%)         | 4.12  | 10.00  | 15.00  | 15.00  |
| EBITDA (百万元)   | -217  | -262   | -281   | -298   |
| 归属母公司净利润 (百万元) | -278  | -244   | -246   | -265   |
| 增长率(%)         | -2.93 | 12.14  | -0.64  | -7.58  |
| EPS (元/股)      | -2.11 | -1.43  | -1.44  | -1.55  |
| 市盈率 (P/E)      |       | -35.90 | -35.67 | -33.16 |
| 市净率 (P/B)      |       | -25.72 | -14.88 | -10.24 |
| EV/EBITDA      | -0.53 | -34.74 | -33.05 | -32.12 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率 (单位: 百万元)**

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |          |          |          |          |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|----------|----------|----------|----------|
|                | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |                 | 2025A    | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
| <b>流动资产</b>    | 517   | 460   | 365   | 216   | <b>营业收入</b>     | 149      | 163      | 188      | 216      |
| 现金             | 407   | 339   | 225   | 55    | 其他收入            | 0        | 0        | 0        | 0        |
| 应收账款及票据        | 5     | 6     | 7     | 8     | <b>营业成本</b>     | 13       | 15       | 17       | 20       |
| 存货             | 55    | 60    | 69    | 80    | 销售费用            | 1        | 1        | 1        | 2        |
| 其他             | 50    | 55    | 63    | 73    | 管理费用            | 118      | 126      | 141      | 156      |
| <b>非流动资产</b>   | 323   | 276   | 256   | 257   | 研发费用            | 280      | 294      | 319      | 346      |
| 固定资产           | 178   | 151   | 145   | 159   | 财务费用            | 19       | -23      | -40      | -36      |
| 无形资产           | 102   | 83    | 69    | 56    | <b>除税前溢利</b>    | -285     | -250     | -252     | -271     |
| 其他             | 43    | 43    | 43    | 43    | 所得税             | 4        | 3        | 3        | 4        |
| <b>资产总计</b>    | 840   | 736   | 621   | 472   | <b>净利润</b>      | -288     | -253     | -255     | -274     |
| <b>流动负债</b>    | 601   | 774   | 932   | 1,075 | 少数股东损益          | -10      | -9       | -9       | -10      |
| 短期借款           | 373   | 523   | 643   | 743   | <b>归属母公司净利润</b> | -278     | -244     | -246     | -265     |
| 应付账款及票据        | 12    | 13    | 15    | 17    | EBIT            | -265     | -273     | -291     | -307     |
| 其他             | 217   | 238   | 274   | 315   | EBITDA          | -217     | -262     | -281     | -298     |
| <b>非流动负债</b>   | 212   | 192   | 177   | 162   | EPS (元)         | -2.11    | -1.43    | -1.44    | -1.55    |
| 长期债务           | 149   | 129   | 114   | 99    |                 |          |          |          |          |
| 其他             | 62    | 62    | 62    | 62    |                 |          |          |          |          |
| <b>负债合计</b>    | 813   | 966   | 1,109 | 1,237 | <b>主要财务比率</b>   | 2025A    | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
| 普通股股本          | 134   | 134   | 134   | 134   | <b>成长能力</b>     |          |          |          |          |
| 储备             | -225  | -472  | -721  | -988  | 营业收入            | 4.12%    | 10.00%   | 15.00%   | 15.00%   |
| <b>归属母公司股东</b> | -94   | -341  | -590  | -857  | 归属母公司净利润        | -2.93%   | 12.14%   | -0.64%   | -7.58%   |
| 少数股东权益         | 121   | 112   | 102   | 92    | <b>获利能力</b>     |          |          |          |          |
| <b>股东权益合计</b>  | 27    | -229  | -487  | -764  | 毛利率             | 90.93%   | 90.93%   | 90.93%   | 90.93%   |
| 负债和股东权益        | 840   | 736   | 621   | 472   | 销售净利率           | -187.23% | -149.56% | -130.88% | -122.44% |
|                |       |       |       |       | ROE             | 296.00%  | 71.65%   | 41.70%   | 30.87%   |
|                |       |       |       |       | ROIC            | -48.98%  | -65.42%  | -109.33% | -398.96% |
|                |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |          |          |          |          |
|                |       |       |       |       | 资产负债率           | 96.81%   | 131.15%  | 178.42%  | 261.79%  |
|                |       |       |       |       | 净负债比率           | 432.02%  | -136.69% | -109.19% | -103.00% |
|                |       |       |       |       | 流动比率            | 0.86     | 0.59     | 0.39     | 0.20     |
|                |       |       |       |       | 速动比率            | 0.77     | 0.52     | 0.32     | 0.13     |
|                |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |          |          |          |          |
|                |       |       |       |       | 总资产周转率          | 0.20     | 0.21     | 0.28     | 0.40     |
|                |       |       |       |       | 应收账款周转率         | 33.28    | 28.51    | 29.11    | 29.11    |
|                |       |       |       |       | 应付账款周转率         | 0.75     | 1.21     | 1.24     | 1.24     |
|                |       |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |          |          |          |          |
|                |       |       |       |       | 每股收益            | -2.11    | -1.43    | -1.44    | -1.55    |
|                |       |       |       |       | 每股经营现金流         | -2.09    | -1.36    | -1.34    | -1.44    |
|                |       |       |       |       | 每股净资产           | -0.70    | -2.00    | -3.46    | -5.02    |
|                |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |          |          |          |          |
|                |       |       |       |       | P/E             | 0.00     | -35.90   | -35.67   | -33.16   |
|                |       |       |       |       | P/B             | 0.00     | -25.72   | -14.88   | -10.24   |
|                |       |       |       |       | EV/EBITDA       | -0.53    | -34.74   | -33.05   | -32.12   |

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准  | 类型    | 评级   | 说明                         |
|---|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准：<br>报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。<br>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级  | 买入   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上      |
|   |       | 增持   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
|   |       | 中性   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|   |       | 回避   | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|   | 行业评级  | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|   |       | 中性   | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
|   |       | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下      |
|   | 可转债评级 | 推荐   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上     |
|   |       | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
|   |       | 中性   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间  |
|   |       | 回避   | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下      |

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号, 玺萌大厦南塔

邮编: 100050

### 上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

### 深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048