

**买入**

2023年11月6日

**产品销售明显放量，整体业绩持续向好**

**➤顶住医药反腐压力，实现收入高速增长：**2023年Q3公司营业收入达3.47亿元人民币，同比增加58.28%。自年初累计至报告期末的收入同比增速由半年的20.56%大幅增长至35.08%。尽管医药反腐短期内对公司产品销售与推广存在些许不利影响，公司销售收入仍然取得了持续的高速增长。受到医药反腐的影响，学术活动受限，公司Q3销售费用环比略有下降，为1.90亿元。伴随收入端的迅猛增长，销售费用率由Q2的75.7%降低至54.6%。研发投入继续增加，达3.18亿元，研发费用率91.5%。由于商业化能力的建设及研发投入的持续增加，公司前三季度归母净亏损继续扩大，达10.61亿元。整体业绩持续向好。

**➤核心产品持续放量，临床管线顺利推进：**泰它西普Q3放量明显，销售环比增速超45%。潜在的第二项适应症类风湿关节炎III期临床已达到主要终点，并已递交上市申请，为TNF- $\alpha$  不耐受或疾病进展患者提供了新的治疗选择，前景广阔。预计2024年成功上市后，将进一步为收入提速。多项海内外III期临床顺利推进，预计能够为其未来持续增长提供充足的动力。维迪西妥单抗重点布局联用疗法在前线及早期瘤种中的治疗，持续巩固在UC、GC等领域的领先地位。与Seagen的合作也并未受到辉瑞与Seagen交易的影响，合作伙伴继续积极推进海外临床进度。另有多项临床管线顺利进展，保持公司长期发展潜力。

**➤销售团队逐步扩大，市场准入有效推进：**公司持续完善销售能力建设，团队规模已超1300人。泰它西普与维迪西妥单抗的市场准入继续顺利推进中，截止报告期末，已分别完成超750家与630家医院的准入。覆盖医生分别达到23000名与24000名。公司将重点推进自免领域干燥综合征等新适应症，及肿瘤领域前线及早期联合疗法的推广，进一步拓展核心产品的临床应用及销售规模。

**➤提升目标价至50.60港元，维持买入评级：**我们采用DCF估值法，假设WACC为9.9%、永续增长率为3.0%对公司进行估值，仅考虑泰它西普、维迪西妥单抗、RC28三款产品风险调整后销售收入，测算得出合理估值为人民币270亿元，约为303亿港元。预计公司2023、2024、2025年收入分别为12.15亿、21.30亿、32.31亿元。给予公司50.60港元的目标价，有15.3%的上涨空间，维持买入评级。

**高小迪**

852-25321960

[xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk](mailto:xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk)
**但玉翠**

852-25321956

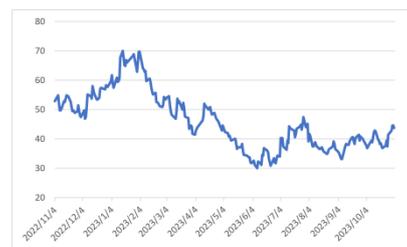
[tracy.dan@firstshanghai.com.hk](mailto:tracy.dan@firstshanghai.com.hk)
**主要数据**

行业	医药
股价	43.90 港元
目标价	50.60 港元 (+15.3%)
股票代码	9995
总股本	5.44 亿股
市值	238.82 亿港元
52周高/低	74.80/29.70 港元
每股净资产	7.27 港元
主要股东	房健民先生等(40.06%)

**表：盈利摘要**

截止12月31日财政年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
收入(人民币千元)	767,775	1,215,009	2,129,601	3,230,553	5,041,146
变动(%)	-46.1%	58.3%	75.3%	51.7%	56.0%
归母净利润(人民币千元)	-998,830	-1,063,666	-993,276	-493,048	345,406
每股基本收益(人民币元)	-1.88	-1.95	-1.82	-0.91	0.63
变动(%)	431.8%	N/A	-6.6%	-50.4%	-170.1%
市盈率@43.9港元(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
每股派息(人民币元)	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%

资料来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**


资料来源：彭博

## 主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	1,423,902	767,775	1,215,009	2,129,601	3,230,553	盈利能力					
毛利	1,356,739	497,836	935,557	1,720,293	2,596,831	毛利率 (%)	95.3%	64.8%	77.0%	80.8%	80.4%
销售及管理费用	(482,807)	(713,238)	(1,033,439)	(1,323,683)	(1,631,677)	EBITDA 利率 (%)	28.9%	-98.2%	-70.1%	-34.4%	-6.1%
研发费用	(710,973)	(982,080)	(1,198,138)	(1,426,263)	(1,654,465)	净利率 (%)	19.4%	-130.1%	-87.5%	-46.6%	-15.3%
其他净收益	118,964	216,537	239,787	44,552	204,847	营运表现					
EBIT	281,923	(980,945)	(1,056,233)	(985,100)	(484,463)	SG&A/收入 (%)	33.9%	92.9%	85.1%	62.2%	50.5%
财务开支	(5,665)	(17,885)	(7,433)	(8,176)	(8,585)	实际税率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
税前盈利	276,258	(998,830)	(1,063,666)	(993,276)	(493,048)	存货周转天数	942	543	469	178	114
所得税	0	0	0	0	0	应收账款天数	36	70	48	36	26
归母净利润	276,258	(998,830)	(1,063,666)	(993,276)	(493,048)	财务状况					
折旧及摊销	(129,542)	(227,218)	(204,083)	(251,926)	(288,156)	负债/权益	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
EBITDA	411,465	(753,727)	(852,150)	(733,175)	(196,307)	收入/总资产	0.3	0.1	0.2	0.5	0.8
增长						总资产/股本	8.5	11.3	9.4	7.8	7.1
总收入 (%)	N/A	-46.1%	58.3%	75.3%	51.7%	盈利对利息倍数	72.6	-42.1	-114.6	-89.7	-22.9
EBITDA (%)	-170.6%	-283.2%	-13.1%	14.0%	73.2%						
EPS (%)	133.1%	-431.8%	-3.9%	6.6%	50.4%						
资产负债表						现金流量表					
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金	1,756,821	2,069,180	1,053,214	(200,322)	(702,880)	税前利润	276,258	(998,830)	(1,063,666)	(993,276)	(493,048)
应收账款	184,141	502,139	486,004	638,880	710,722	融资成本	5,323	6,757	7,433	8,176	8,585
存货	280,314	522,673	195,616	204,654	190,116	营运资金变化	(17,950)	(271,616)	605,035	97,075	197,825
其他流动资产	78,677	118,146	118,146	118,146	118,146	所得税	0	0	0	0	0
总流动资产	2,299,953	3,212,138	1,852,980	761,358	316,104	营运现金流	263,631	(1,263,689)	(451,198)	(888,025)	(286,638)
固定资产	1,577,687	2,406,750	2,830,957	3,032,992	3,074,468	资本开支	(615,073)	(755,573)	(550,000)	(350,000)	(200,000)
无形资产	13,143	17,461	21,267	24,036	25,771	其他投资活动	(22,874)	(85,984)	(7,335)	(7,335)	(7,335)
其他非流动资产	268,426	384,842	423,225	438,474	429,087	投资活动现金流	(637,947)	(841,557)	(557,335)	(357,335)	(207,335)
总资产	4,159,209	6,021,191	5,128,429	4,256,861	3,845,430	负债变化	(108,000)	0	0	0	0
应付帐款	552,389	807,532	865,292	872,356	839,329	股本变化	(513,350)	2,433,706	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	股息	(5,547)	(6,757)	(7,433)	(8,176)	(8,585)
其他短期负债	64,013	84,769	84,769	84,769	84,769	融资活动现金流	(626,897)	2,426,949	(7,433)	(8,176)	(8,585)
总短期负债	616,402	892,301	950,061	957,125	924,098	现金变化	(1,001,213)	321,703	(1,015,966)	(1,253,536)	(502,558)
长期借款	0	0	0	0	0	汇率影响	(10,487)	(9,344)	0	0	0
其他长期负债	96,385	148,590	148,590	148,590	148,590	期初持有现金	2,768,521	1,756,821	2,069,180	1,053,214	(200,322)
总负债	712,787	1,040,891	1,098,651	1,105,715	1,072,688	期末持有现金	1,756,821	2,069,180	1,053,214	(200,322)	(702,880)
股东权益	3,446,422	4,980,300	4,029,778	3,151,146	2,772,742						
每股账面值	7.07	9.38	7.40	5.79	5.09						
营运资金	1,683,551	2,319,837	902,919	(195,766)	(607,993)						

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。