

**买入**

2024年5月6日

**Q1 环比恢复增长，海外临床遍地开花**

► **医药反腐影响消退，团队建设基本完成，Q1 业绩环比改善：**公司 2023 年全年收入 10.8 亿元，同比增长 40.2%。受到医药反腐影响，公司 2023Q4 收入环比出现小幅下滑。全年归母净亏损 15.1 亿元，同比扩大 51.3%。伴随销售团队的扩建以及多条管线进入 3 期临床阶段，公司 2023 年销售费用和研发费用分别同比上升 75.9% 和 33%。销售费用率和研发费用率分别为 72.0% 和 121.4%。2024 年，随着反腐影响的逐渐消退，公司业务有所改善。一季度公司实现收入 3.3 亿元，产品销售收入环比增长超 13%。净亏损环比收窄 27.4% 至 3.49 亿元。销售费用率和研发费用率分别降至 56.7% 和 100.0%。

► **拟启动 A 股定增，多渠道保证未来 3 年运营资金：**截止 2024Q1 末，公司在手现金及等价物尚有 6.2 亿元。除了目前拥有的 40 亿银行授信额度外，公司也在积极寻求多种融资工具增加在手现金。除 Q1 取得的 4.4 亿借款外，3 月 30 日，公司发布公告拟 A 股定增 25.5 亿元，全部用于支持创新药研发。公司目前的资金计划仍能满足未来 3 年的运营需求。

► **泰它西普出海面临关键抉择，肿瘤多管线将迎数据读出：**泰它西普 SLE 适应症在海外 III 期临床第一阶段已于 2023 年底完成了患者入组，第二阶段也已启动。此外，包括 MG、pSS、IgAN 也正在启动或即将启动 III 期临床。4 月 10 日福泰制药收购 Alpine 的事件也证明了 MNC 对 BlyS/APRIL 靶点的兴趣。对泰它西普第一阶段数据是否提前揭盲，公司正面临抉择：若提前揭盲，有助于提升潜在海外授权的达成；若保留到与第二阶段数据同时揭盲，则有利于 FDA 上市审批。国内市场上，RA 适应症有望在下半年获批上市，为泰它西普的销售提供一定的增长动力。MG 适应症也即将递交上市申请。肿瘤管线方面，ASCO 会议上公司将公布多达 16 项研究数据。除了维迪西妥单抗的多项临床外，间皮素 ADC 药物 RC88 也即将迎来多项妇科肿瘤和 nsq-NSCLC 的早期临床数据读出。RC88 已启动妇科肿瘤海外 II 期临床，并获 FDA 授予快速通道资格。

► **目标价至 37.02 港元，维持买入评级：**我们采用 DCF 估值法，假设 WACC 为 11.0%、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 204 亿元，约为 230 亿港元。预计公司 2024、2025、2026 年收入分别为 16.02 亿、28.29 亿、41.85 亿元。给予公司 37.02 港元的目标价，有 24.2% 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      | 29.80 港元             |
| 目标价     | 37.02 港元<br>(+24.2%) |
| 股票代码    | 9995                 |
| 总股本     | 5.44 亿股              |
| 市值      | 162.2 亿港元            |
| 52 周高/低 | 50.30/14.96 港元       |
| 每股净资产   | 5.66 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    | 2023A      | 2024E      | 2025E     | 2026E     |
|---------------|----------|------------|------------|-----------|-----------|
| 收入 (人民币千元)    | 767,775  | 1,076,130  | 1,602,556  | 2,829,101 | 4,185,198 |
| 变动 (%)        | -46.1%   | 40.2%      | 48.9%      | 76.5%     | 47.9%     |
| 归母净利润 (人民币千元) | -998,830 | -1,511,229 | -1,496,592 | -884,339  | -151,395  |
| 每股基本收益 (人民币元) | -1.88    | -2.78      | -2.75      | -1.62     | -0.28     |
| 变动 (%)        | 431.8%   | 47.7%      | -1.0%      | -40.9%    | -82.9%    |
| 市盈率@29.8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      | 0.00      |
| 息率 (%)        | 0.0%     | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%      | 0.0%      |

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> |             |             |             |           |           |
|                      | 2022A     | 2023A       | 2024E       | 2025E       | 2026E       |                      | 2022A       | 2023A       | 2024E       | 2025E     | 2026E     |
| 收入                   | 767,775   | 1,076,130   | 1,602,556   | 2,829,101   | 4,185,198   | 盈利能力                 |             |             |             |           |           |
| 毛利                   | 497,836   | 822,994     | 1,250,068   | 2,222,099   | 3,281,386   | 毛利率 (%)              | 64.8%       | 76.5%       | 78.0%       | 78.5%     | 78.4%     |
| 销售及管理费用              | (713,238) | (1,088,858) | (1,281,536) | (1,521,316) | (1,794,174) | EBITDA 利率 (%)        | -98.2%      | -114.6%     | -78.3%      | -21.8%    | 3.2%      |
| 研发费用                 | (982,080) | (1,306,307) | (1,502,253) | (1,622,433) | (1,736,004) | 净利率 (%)              | -130.1%     | -140.4%     | -93.4%      | -31.3%    | -3.6%     |
| 其他净收益                | 216,537   | 95,354      | 45,304      | 45,896      | 106,410     | 营运表现                 |             |             |             |           |           |
| EBIT                 | (980,945) | (1,476,817) | (1,488,416) | (875,755)   | (142,381)   | SG&A/收入 (%)          | 92.9%       | 101.2%      | 80.0%       | 53.8%     | 42.9%     |
| 财务开支                 | (17,885)  | (34,367)    | (8,176)     | (8,585)     | (9,014)     | 实际税率 (%)             | N/A         | N/A         | N/A         | N/A       | N/A       |
| 税前盈利                 | (998,830) | (1,511,184) | (1,496,592) | (884,339)   | (151,395)   | 存货周转天数               | 543         | 911         | 475         | 108       | 73        |
| 所得税                  | 0         | 0           | 0           | 0           | 0           | 应收账款天数               | 92          | 64          | 34          | 27        | 23        |
| 归母净利润                | (998,830) | (1,511,229) | (1,496,592) | (884,339)   | (151,395)   | 财务状况                 |             |             |             |           |           |
| 折旧及摊销                | (227,218) | (243,428)   | (234,416)   | (260,047)   | (277,705)   | 负债/权益                | 0.2         | 0.6         | 1.0         | 1.4       | 1.5       |
| EBITDA               | (753,727) | (1,233,389) | (1,254,000) | (615,707)   | 135,324     | 收入/总资产               | 0.1         | 0.2         | 0.3         | 0.7       | 0.9       |
| 增长                   |           |             |             |             |             | 总资产/股本               | 11.3        | 10.2        | 8.7         | 7.9       | 8.1       |
| 总收入 (%)              | -46.1%    | 40.2%       | 48.9%       | 76.5%       | 47.9%       | 盈利对利息倍数              | -42.1       | -35.9       | -153.4      | -71.7     | 15.0      |
| EBITDA (%)           | -283.2%   | -63.6%      | -1.7%       | 50.9%       | 122.0%      |                      |             |             |             |           |           |
| EPS (%)              | -431.8%   | 47.7%       | 1.0%        | 40.9%       | 82.9%       |                      |             |             |             |           |           |
| 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> |             |             |             |           |           |
|                      | 2022A     | 2023A       | 2024E       | 2025E       | 2026E       |                      | 2022A       | 2023A       | 2024E       | 2025E     | 2026E     |
| 现金                   | 2,069,180 | 726,552     | 593,800     | 15,372      | 92,388      | 税前利润                 | (998,830)   | (1,511,229) | (1,496,592) | (884,339) | (151,395) |
| 应收账款                 | 502,139   | 743,980     | 480,767     | 622,402     | 753,336     | 融资成本                 | 6,757       | 23,091      | 8,176       | 8,585     | 9,014     |
| 存货                   | 522,673   | 741,560     | 176,244     | 182,101     | 180,762     | 营运资金变化               | (271,616)   | (13,691)    | 1,170,356   | 108,615   | 176,452   |
| 其他流动资产               | 118,146   | 16,841      | 16,841      | 16,841      | 16,841      | 所得税                  | 0           | 0           | 0           | 0         | 0         |
| 总流动资产                | 3,212,138 | 2,228,933   | 1,267,652   | 836,716     | 1,043,327   | 营运现金流                | (1,263,689) | (1,501,829) | (318,061)   | (767,140) | 34,071    |
| 固定资产                 | 2,406,750 | 2,833,055   | 2,960,909   | 2,945,786   | 2,831,507   | 资本开支                 | (755,573)   | (769,249)   | (285,846)   | (150,000) | (50,000)  |
| 无形资产                 | 17,461    | 24,294      | 29,897      | 33,957      | 36,474      | 其他投资活动               | (85,984)    | (48,401)    | (10,930)    | (10,930)  | (10,930)  |
| 其他非流动资产              | 384,842   | 441,961     | 477,134     | 498,054     | 502,017     | 投资活动现金流              | (841,557)   | (817,650)   | (296,776)   | (160,930) | (60,930)  |
| 总资产                  | 6,021,191 | 5,528,243   | 4,735,592   | 4,314,514   | 4,413,325   | 负债变化                 | 0           | 1,125,840   | 512,694     | 385,945   | 142,558   |
| 应付帐款                 | 807,532   | 771,527     | 878,938     | 874,997     | 903,340     | 股本变化                 | 2,433,706   | (139,759)   | (22,433)    | (27,717)  | (29,669)  |
| 短期借款                 | 0         | 286,349     | 314,984     | 362,231     | 398,455     | 股息                   | (6,757)     | (7,774)     | (8,176)     | (8,585)   | (9,014)   |
| 其他短期负债               | 84,769    | 79,665      | 79,665      | 79,665      | 79,665      | 融资活动现金流              | 2,426,949   | 978,307     | 482,084     | 349,642   | 103,874   |
| 总短期负债                | 892,301   | 1,137,541   | 1,273,586   | 1,316,893   | 1,381,459   | 现金变化                 | 321,703     | (1,341,172) | (132,752)   | (578,428) | 77,016    |
| 长期借款                 | 0         | 840,588     | 924,647     | 1,063,344   | 1,169,678   | 汇率影响                 | (9,344)     | (1,456)     | 0           | 0         | 0         |
| 其他长期负债               | 148,590   | 112,845     | 112,845     | 112,845     | 112,845     | 期初持有现金               | 1,756,821   | 2,069,180   | 726,552     | 593,800   | 15,372    |
| 总负债                  | 1,040,891 | 2,090,974   | 2,311,078   | 2,493,082   | 2,663,982   | 期末持有现金               | 2,069,180   | 726,552     | 593,800     | 15,372    | 92,388    |
| 股东权益                 | 4,980,300 | 3,437,269   | 2,424,514   | 1,821,431   | 1,749,342   |                      |             |             |             |           |           |
| 每股账面值                | 9.38      | 6.32        | 4.45        | 3.35        | 3.21        |                      |             |             |             |           |           |
| 营运资金                 | 2,319,837 | 1,091,392   | (5,935)     | (480,177)   | (338,132)   |                      |             |             |             |           |           |

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。