

医药	收盘价 港元 14.54	目标价 港元 24.00↓	潜在涨幅 +65.1%
----	-----------------	------------------	----------------

2024 年 8 月 19 日

荣昌生物 (9995 HK)

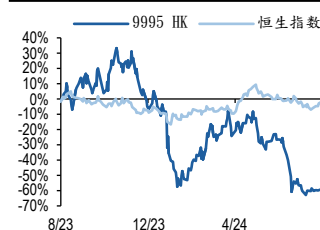
产品销售显著放量，研发策略优化有望提升资金使用效率，维持买入

- ④ **核心产品销售势头良好：**1H24 收入同比增长 76.5%至 7.4 亿元（人民币，下同），其中泰它西普和维迪西妥销售额分别达到 3.8 亿/3.5 亿元，增长约 100%/50%。商业化工作推进顺利：1）泰它西普在核心市场和地县级市场中的渗透持续加深，1H24 新准入医院 100 多家，累计准入超 900 家。超适应症使用约占产品销售的 1/3，其中大部分为肾科（狼疮肾炎和 IgAN）；考虑到泰它西普长期给药的疗效和安全性优势，未来肾科将是公司重点推进领域之一。2）维迪西妥 1H24 新准入医院超 50 家，累计准入超 300 家，UC 和 GC 适应症的 DOT 分别延长 39%/19%，得益于安全性事件管理能力和前线治疗占比提升。未来公司将聚焦于产品前线适应症和 PD-1 联用机会的开发及推广。我们预计，两款产品全年销售将分别达到 8.4 亿/7.8 亿元，对应 2H24 20%左右的环比增长。
- ④ **研发项目优先级重排，资金使用效率有望提升：**1H24 销售费用率同比显著下降至 53%，公司在销售团队没有明显扩张的情况下实现了显著的人效提升。研发费用增长 49%至 8.1 亿元，主要用于泰它西普和维迪西妥的 III 期临床研究，尤其是泰它西普的海外开发。公司预计，2H24 研发费用将大致与 1H 持平，未来研发资源将向近商业化项目及竞争格局较好的早期项目（如间皮素 ADC RC88、早期双抗/融合蛋白等）倾斜，研发费用投放效率有望持续提升。**公司表示有充足的融资储备支持运营至盈亏平衡。**
- ④ **下调目标价：**我们将 2024-26 年净亏损预测调高至 14.8 亿/10.4 亿/3.4 亿元，出于更保守的授权收入及更高的成本费用预测，并将泰它西普和维迪西妥的峰值销售额（含海外）下调至 48 亿/24 亿元。我们继续用 DCF 进行估值，将 WACC 从 9.7%上调至 11.1%，以反映较高研发投入下，公司未来现金流的不确定性，得到最新目标价 24.0 港元。我们维持**买入**评级，考虑到：1）目标价暗含 65.1%潜在升幅；2）短期催化剂包括商业化产品的逐季放量、泰它西普 MG、SS、IgAN 等适应症的关键数据读出和申报。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	47.50
52周低位 (港元)	13.24
市值 (百万港元)	13,026.31
日均成交量 (百万)	1.33
年初至今变化 (%)	(61.17)
200天平均价 (港元)	23.28

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	768	1,076	1,640	2,365	3,191
同比增长 (%)	-46.1	40.2	52.4	44.2	35.0
净利润 (百万人民币)	(999)	(1,511)	(1,476)	(1,041)	(339)
每股盈利 (人民币)	(1.88)	(2.85)	(2.79)	(1.96)	(0.64)
同比增长 (%)	-432.5	51.3	-2.3	-29.5	-67.4
前EPS预测值 (人民币)			(2.26)	(1.58)	(0.14)
调整幅度 (%)			23.3	24.5	372.3
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	NA	NA
每股账面净值 (人民币)	9.15	6.32	6.22	5.46	5.07
市账率 (倍)	1.46	2.12	2.15	2.45	2.64

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 荣昌生物：财务预测变动

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	1,640	1,663	-1%	2,365	2,503	-6%	3,191	3,728	-14%
毛利润	1,267	1,330	-5%	1,883	2,059	-9%	2,577	3,129	-18%
毛利率	77.3%	82.3%	-5.0ppt	79.6%	82.3%	-2.6ppt	80.4%	83.9%	-3.5ppt
归母净利润 (亏损)	-1,476	-1,197	NA	-1,041	-836	NA	-339	-72	NA

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 荣昌生物：DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	2,365	3,191	4,001	4,866	5,767	6,621	7,509	8,170	8,373
EBIT	-1,145	-553	-36	439	960	1,388	1,994	2,475	2,554
EBIT* (1-t)	(973)	(470)	(30)	374	816	1,180	1,695	2,104	2,171
加：折旧摊销	311	291	277	266	257	251	246	244	242
减：营运资金增加/（减少）	(194)	(123)	(135)	(147)	(161)	(176)	(190)	(208)	(209)
减：资本开支	(144)	(168)	(183)	(197)	(204)	(214)	(228)	(231)	(237)
自由现金流	(1,001)	(470)	(71)	295	708	1,041	1,523	1,908	1,966

永续增长率 2%

自由现金流现值 2,386

终值现值 9,513

企业价值 11,899

净现金 -22

少数股东权益 -

股权价值（百万人民币） 11,877

股权价值（百万港元） 13,065

股份数量（百万） 544

每股价值（港元） 24.0

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.40
股权成本	12.8%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	11.1%

资料来源: 交银国际预测

图表 3: 荣昌生物 (9995 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.72	28.75	126.0%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	56.89	76.00	33.6%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	117.10	156.00	33.2%	2024 年 08 月 08 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	29.15	40.40	38.6%	2024 年 08 月 01 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	19.44	41.00	110.9%	2024 年 05 月 17 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	40.70	48.00	17.9%	2024 年 05 月 17 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	30.95	72.00	132.6%	2024 年 05 月 17 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	14.54	24.00	65.8%	2024 年 08 月 19 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	44.35	70.00	57.8%	2024 年 03 月 19 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.56	4.40	686.4%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	2.57	7.40	187.8%	2023 年 11 月 16 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	18.92	42.00	122.0%	2024 年 02 月 02 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	11.92	16.20	35.9%	2024 年 03 月 27 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	19.90	49.00	146.2%	2024 年 03 月 28 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	84.41	93.30	10.5%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	49.36	33.10	-32.9%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
1177 HK	中国生物制药	买入	3.25	4.80	47.8%	2024 年 07 月 11 日	制药
1093 HK	石药集团	买入	6.09	11.00	80.6%	2024 年 05 月 27 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	31.47	40.00	27.1%	2024 年 04 月 29 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.08	14.00	73.3%	2024 年 04 月 01 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	5.50	11.50	109.0%	2024 年 02 月 19 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	42.11	45.50	8.0%	2024 年 04 月 18 日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	18.30	16.00	-12.6%	2024 年 03 月 27 日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 8 月 19 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	768	1,076	1,640	2,365	3,191
主营业务成本	(270)	(253)	(372)	(482)	(614)
毛利	498	823	1,267	1,883	2,577
销售及管理费用	(713)	(1,089)	(1,165)	(1,373)	(1,534)
研发费用	(982)	(1,306)	(1,640)	(1,655)	(1,596)
经营利润	(1,197)	(1,572)	(1,537)	(1,145)	(553)
财务成本净额	(7)	(23)	(26)	(26)	(26)
其他非经营净收入/费用	205	84	87	131	180
税前利润	(999)	(1,511)	(1,476)	(1,041)	(399)
税费	0	0	0	0	60
净利润	(999)	(1,511)	(1,476)	(1,041)	(339)
作每股收益计算的净利润	(999)	(1,511)	(1,476)	(1,041)	(339)

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2,069	727	688	258	56
应收账款及票据	281	420	420	420	420
存货	523	742	890	1,068	1,175
其他流动资产	339	340	357	375	394
总流动资产	3,212	2,229	2,356	2,121	2,045
物业、厂房及设备	2,407	2,833	2,714	2,584	2,492
无形资产	222	276	232	195	165
其他长期资产	180	190	195	200	205
总长期资产	2,809	3,299	3,141	2,980	2,862
总资产	6,021	5,528	5,496	5,101	4,907
短期贷款	0	286	292	298	304
应付账款	808	772	778	786	793
其他短期负债	85	80	80	80	80
总流动负债	892	1,138	1,150	1,163	1,177
长期贷款	NA	841	846	852	858
其他长期负债	149	113	113	113	113
总长期负债	149	953	959	965	971
总负债	1,041	2,091	2,109	2,128	2,148
股本	544	544	544	544	544
储备及其他资本项目	4,436	2,893	2,843	2,428	2,215
股东权益	4,980	3,437	3,387	2,972	2,759
总权益	4,980	3,437	3,387	2,972	2,759

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(999)	(1,511)	(1,476)	(1,041)	(339)
折旧及摊销	187	278	330	311	291
营运资本变动	(575)	(497)	(158)	(188)	(117)
利息调整	(283)	0	0	0	0
税费	0	0	0	0	60
其他经营活动现金流	124	228	152	152	92
经营活动现金流	(1,546)	(1,502)	(1,152)	(766)	(13)
资本开支	(756)	(328)	(166)	(144)	(168)
投资活动	(69)	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(17)	(640)	0	0	0
投资活动现金流	(842)	(967)	(166)	(144)	(168)
负债净变动	0	1,127	6	6	6
权益净变动	2,612	0	1,300	500	0
其他融资活动现金流	(186)	(0)	(26)	(26)	(26)
融资活动现金流	2,427	1,127	1,280	480	(20)
汇率收益/损失	(9)	0	0	0	0
年初现金	1,757	2,069	727	688	258
年末现金	2,069	727	688	258	56

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(1.884)	(2.851)	(2.785)	(1.963)	(0.639)
全面摊薄每股收益	(1.880)	(2.845)	(2.780)	(1.959)	(0.638)
Non-GAAP标准下的每股收益	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股账面值	9.151	6.315	6.223	5.461	5.070
利润率分析(%)					
毛利率	64.8	76.5	77.3	79.6	80.8
EBITDA利润率	(131.6)	(120.2)	(73.6)	(35.3)	(8.2)
EBIT利润率	(156.0)	(146.1)	(93.8)	(48.4)	(17.3)
净利率	(130.1)	(140.4)	(90.0)	(44.0)	(10.6)
盈利能力(%)					
ROA	(16.6)	(27.3)	(26.9)	(20.4)	(6.9)
ROE	(20.1)	(44.0)	(43.6)	(35.0)	(12.3)
ROIC	(20.1)	(33.1)	(32.6)	(25.2)	(8.6)
其他					
净负债权益比(%)	NA	11.6	13.3	30.0	40.1
流动比率	3.6	2.0	2.0	1.8	1.7
存货周转天数	706.7	1,069.3	872.0	809.1	698.4
应收账款周转天数	133.7	142.6	93.6	64.9	48.1
应付账款周转天数	1,091.9	1,112.5	762.8	595.4	471.8

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。