



荣昌生物 (9995.HK/688331.CH): 研发费用管控初见成效

荣昌生物 3Q24 收入符合预期，净亏损显著好于预期，主要得益于研发费用管控显著好于预期。维持“持有”评级及目标价（港股 26 港元、A 股人民币 35 元）。

● **3Q24 收入符合预期，净亏损显著好于预期：**公司 3Q24 实现收入人民币 4.7 亿元 (+34.6% YoY, +13.6% QoQ)，均为产品收入，大致符合市场预期和我们预期；净亏损为 2.9 亿元 (-11.1% YoY, -32.6% QoQ)，好于市场预期和我们预期，主要由于研发费用管控显著好于预期。3Q24 毛利率为 82.1%，同比环比提升显著 (+5.8 ppts YoY, +4.1 ppts QoQ)，主要得益于收入规模扩大带来的经济效应。截至 9 月 30 日，在手现金及现金等价物为 11.2 亿元，贷款授信额度为 28 亿元。

● **三季度泰它西普实现 2.7 亿元销售：**3Q24 泰它西普实现销售收入约 2.7 亿元 (~+43% YoY)，其中风湿科病人人数约占 60%，肾科约占 30%。管理层表示，三季度 RC18 持续放量主要受益于中心市场销售获得优势、风湿及肾科专家对于产品疗效和安全性认识提升、目标医院和医生有效覆盖、DOT (Duration of treatment) 显著延长（包括老患者和新患者）。入院速度在三季度进一步加快，新准入 70 家医院 (vs. 1H24: 新准入 100+ 家医院)，目前累计实现 1,000+ 家医院的准入 (vs. 1H24: 900+ 家医院)，覆盖医生超过 26,000 人。目前泰它西普商业化团队人员规模保持稳定，仍旧维持在 800 人左右，分风湿、肾科、神免三条专线，未来肾科在 IgAN 获批前后会适当增加人手（预计于 2025 递交 BLA），神免增加人手幅度会更为温和（目前 MG 适应症 BLA 已获得 CDE 受理，并被赋予优先审评）。

● **维迪西妥单抗实现 2 亿元销售：**3Q24 RC48 销售约为 2 亿元 (~+25% YoY)，主要受益于三季度新增准入医院 60+ 家 (vs. 1H24: 新增准入 50+ 家)、前线 UC GC 适应症上 DOT 的显著延长。截至 2024 年 9 月 30 日，商业化团队人员为 580 人左右，与 2Q24 保持持平。全国 TOP500 医院里准入比例大约为 70%。下半年公司将继续聚焦尿路上皮癌全线适应症 DOT 延长进行推广。

● **研发费用单季管控得当：**三季度研发费用仅为 3.5 亿元 (+9.3% YoY, -26.9% QoQ)，出现了明显的环比下降，好于市场预期。管理层表示，研发费用的下降主要由于优化研发项目，集中资源至临床后期项目，以及研发队伍第三季度有所减员。公司预计 2024 年整体研发投入和 2023 年整体研发投入类似，约为 15 亿元。考虑到公司海外三期 SLE 试验第二阶段将于近期开始入组首例病人以及海外三期 MG 试验已于 8 月入组首例病人。我们认为，若公司在海外三期试验入组病人后能持续保持对研发费用规模的控制，将有助于公司提升现金流状况，提振市场对公司股票的信心。

● **1H25 主要催化剂包括：**1) RC18 潜在出海授权，pSS 适应症中国上市申报（预计 1H25），IgAN 三期数据读出（预计 1H25），MG 适应症中国获批（预计 2025 年中）；2) RC48 (HER2 ADC): HER2 阳性乳腺癌伴肝转移适应症中国获批（预计 2025 年中）；3) RC88 潜在出海授权交易。

阳景

首席医药分析师
 Jing_yang@spdbi.com
 (852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师
 ryan_hu@spdbi.com
 (852) 2808 6446

2024 年 10 月 30 日

荣昌生物 (9995.HK)

持有

目标价 (港元)	26.0
潜在升幅/降幅	+58%
目前股价 (港元)	16.5
52 周内股价区间 (港元)	10.2-49.0
总市值 (百万港元)	15,740
近 3 月日均成交额 (百万港元)	40

注：截至 2024 年 10 月 30 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
 资料来源：Bloomberg、浦银国际

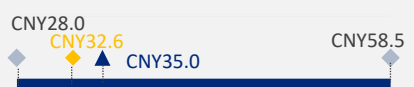
荣昌生物 (688331.CH)

持有

目标价 (人民币)	35.0
潜在升幅/降幅	+7%
目前股价 (人民币)	32.6
52 周股价区间 (人民币)	22.3-71.8
总市值 (百万人民币)	14,429
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	111

注：截至 2024 年 10 月 30 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
 资料来源：Bloomberg、浦银国际



● **维持“持有”评级和目标价（港股 26 港元、A 股人民币 35 元）：**我们将 2024E/25E/26E 净亏损预测下调至人民币 13.4 亿元/11.6 亿元/8.2 亿元，主要由于上调 2024E 总收入、调整 2025E/2026E 里程碑收入预测、上调毛利率预测、下调研发费用预测所致。基于我们的 DCF 估值模型，（WACC: 10%，永续增长率: 3%），维持公司“持有”评级和目标价 26 港元（港股）和人民币 35 元（A 股）。

● **投资风险：**出海授权延误或失败、现金流消耗大于预期、销售未如预期、研发延误或临床试验数据不如预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	768	1,076	1,769	2,056	2,943
同比变动 (%)	-46.1%	40.2%	64.4%	16.2%	43.2%
归母净利润/(亏损)	-999	-1,511	-1,340	-1,165	-816
PS (X)	10.4	7.5	4.6	4.0	2.8

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 荣昌生物 (9995.HK)

利润表

人民币百万	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收益	768	1,076	1,769	2,056	2,943
销售成本	-270	-253	-333	-391	-485
毛利	498	823	1,436	1,665	2,458
销售及分销开支	-441	-775	-893	-925	-1,177
行政开支	-273	-314	-318	-329	-397
研发成本	-982	-1,306	-1,557	-1,583	-1,737
经营利润	-1,197	-1,572	-1,332	-1,172	-853
其他收入及收益	232	111	100	100	150
金融资产减值亏损	-11	-11	-10	0	0
其他开支	-16	-15	-25	0	0
财务成本	-7	-23	-72	-93	-113
除税前亏损	-999	-1,511	-1,340	-1,165	-816
所得税开支	0	0	0	0	0
净利润	-999	-1,511	-1,340	-1,165	-816

资产负债表

人民币百万	2022	2023	2024E	2025E	2026E
物业、厂房及设备	2,407	2,833	2,727	2,577	2,473
使用权资产	205	252	211	178	150
其他无形资产	17	24	20	17	14
按公允价值计入其他全面收益的股权投资	80	94	94	94	94
其他非流动资产	100	97	102	107	112
非流动资产	2,809	3,299	3,154	2,973	2,843
存货	523	742	717	1,102	1,131
应收票据	281	420	743	496	1,278
预付款项及其他	221	324	340	357	375
已抵押存款	118	17	18	19	19
现金及现金等价物	2,069	727	2,243	1,710	544
流动资产	3,212	2,229	4,060	3,685	3,346
贸易应付款项及应付票据	222	139	225	310	275
其他应付款项及应计费用	586	632	632	632	632
计息银行借款	0	286	286	286	286
租赁负债	60	58	58	58	58
递延收入	25	21	21	21	21
流动负债	892	1,138	1,224	1,308	1,273
银行借款	0	841	1,177	1,648	1,977
租赁负债	105	75	75	75	75
递延收入	44	38	38	38	38
非流动负债	149	953	1,290	1,760	2,090
股本&实收资本	544	544	544	544	544
储备	4,899	3,333	4,596	3,485	2,722
权益	4,980	3,437	4,700	3,589	2,826

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

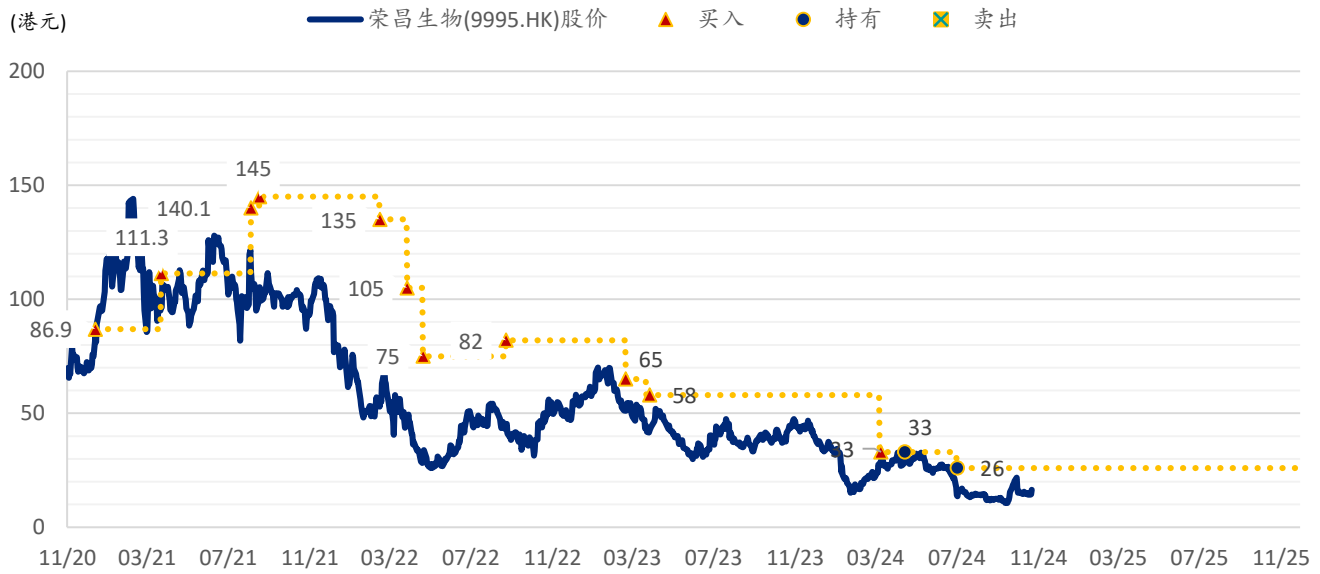
现金流量表

人民币百万	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润/(亏损)	-999	-1,511	-1,340	-1,165	-816
物业、厂房及设备折旧	121	174	283	273	258
使用权资产折旧	62	63	43	36	30
其他无形资产摊销	3	4	4	3	3
存货增加	-242	-232	24	-385	-28
预付款项及其他资产减少	-64	-98	-16	-17	-18
其他应付款项增加	161	215	0	0	0
其他	-307	-116	-67	521	-607
经营活动现金净额	-1,264	-1,502	-1,068	-735	-1,178
购买物业、厂房及设备项目	-756	-769	-177	-123	-153
购买土地使用权项目	0	0	-3	-3	-3
其他	-86	-48	-48	-48	-48
投资活动现金净额	-842	-818	-228	-174	-204
银行借款净增加	0	1,126	336	471	330
其他	2,427	-148	2,478	-93	-113
融资活动现金净额	2,427	978	2,814	378	217
现金及现金等价物增加	322	-1,341	1,518	-531	-1,165
年初现金及现金等价物	1,757	2,069	727	2,243	1,710
外汇汇率变动	-9	-1	-1	-1	-1
年末现金及现金等价物	2,069	727	2,243	1,710	544

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (人民币元)					
每股盈利/(亏损)	-1.9	-2.8	-2.5	-2.1	-1.5
每股净资产	9.4	6.4	8.6	6.6	5.2
每股经营现金流	-2.4	-2.8	-2.0	-1.3	-2.2
每股销售	1.4	2.0	3.3	3.8	5.4
估值 (倍)					
P/B	1.6	2.4	1.7	2.3	2.9
P/S	10.4	7.5	4.6	4.0	2.8
盈利能力指标					
毛利率	64.8%	76.5%	81.2%	81.0%	83.5%
经营利润率	-156.0%	-146.1%	-75.3%	-57.0%	-29.0%
净利润率	-130.1%	-140.4%	-75.7%	-56.6%	-27.7%
盈利增长					
营业收入增长率	-46.1%	40.2%	64.4%	16.2%	43.2%
净利润增长率	-130.1%	-140.4%	-75.7%	-56.6%	-27.7%
资产收益率指标					
净资产收益率	-20.1%	-44.0%	-28.5%	-32.5%	-28.9%
资产回报率	-16.6%	-27.3%	-18.6%	-17.5%	-13.2%
投资资本回报率	-20.1%	-44.0%	-28.5%	-32.5%	-28.9%
偿债能力指标					
资产负债率	17.3%	37.8%	34.8%	46.1%	54.3%
流动比率(x)	3.6	2.0	3.3	2.8	2.6
速动比率(x)	3.0	1.3	2.7	2.0	1.7
现金比率(x)	0.6	0.3	0.6	0.5	0.2

图表 2：浦银国际目标价：荣昌生物（港股）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：浦银国际目标价：荣昌生物（A股）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	30.1	买入	40.5	2024年8月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	19.6	买入	26.0	2024年8月1日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	24.3	买入	47.0	2024年10月24日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	31.4	买入	60.0	2024年10月24日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	216.5	买入	285.0	2024年8月8日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	127.9	买入	171.0	2024年8月8日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	173.6	买入	181.0	2024年8月8日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.8	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	31.1	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	16.5	持有	26.0	2024年10月30日	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	32.6	持有	35.0	2024年10月30日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	6.6	买入	8.0	2024年8月21日	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	12.8	买入	12.5	2024年8月21日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	35.5	买入	60.0	2024年8月29日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.4	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.0	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	65.9	买入	65.0	2024年9月9日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	3.8	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	41.1	买入	58.0	2024年8月29日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.2	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	21.8	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	44.9	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	4.0	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.2	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.9	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.5	买入	5.5	2024年8月13日	制药
2359 HK Equity	药明康德	51.7	买入	56.0	2024年10月29日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	52.1	买入	62.0	2024年10月29日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	15.2	买入	16.8	2024年10月30日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	29.6	持有	22.4	2024年10月30日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	16.3	持有	18.5	2024年8月22日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	270.5	买入	350.0	2024年10月30日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	8.8	买入	15.1	2024年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	3.9	买入	7.5	2024年9月10日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.7	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	9.6	买入	15.5	2024年4月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	20.1	买入	27.9	2024年10月28日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	11.9	买入	16.4	2024年8月21日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	365.5	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	14.2	买入	16.2	2024年10月18日	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	8.2	买入	10.6	2024年10月18日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	8.8	买入	10.5	2024年9月4日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.9	持有	4.0	2024年5月28日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	11.7	持有	11.4	2024年8月22日	互联网医疗

注: 数据截至 2024 年 10 月 30 日港股收盘。; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK、嘉和生物 6998.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

