

荣昌生物 (9995 HK)

厚积薄发的 ADC 与融合蛋白领域明星

国内领先的 ADC 与融合蛋白生产商，研发管线强大

公司拥有抗体偶联物 (ADC)、融合蛋白与双抗三大技术平台，2021 年上市的维迪西妥单抗 (爱地希) 为首款国产 ADC，融合蛋白泰它西普 (泰爱) 为全球首款双靶点治疗系统性红斑狼疮的生物药，两款产品为国内肿瘤与自身免疫领域的明星产品。公司在肿瘤与眼科领域拥有六款在研药物，研发管线强大。

首款国产 ADC 维迪西妥单抗销售收入将快速增加

ADC 兼具抗体类药物的高标靶性与化学药物的强杀伤力，近年需求快速增加。维迪西妥单抗获批适应症中，HER2 表达尿路上皮癌获中美双方突破性疗法认可，产品在 HER2 表达晚期或局部转移性胃癌方面能成为曲妥珠单抗的有效补充，上市后收入迅速增长，预计该态势将继续。肝转移晚期乳腺癌适应症上市申请已获受理并被优先审评，25 年有望获批。预计产品收入在 2023-26 年期间将从 5.3 亿增至 13.1 亿元 (人民币，下同)，CAGR 为 35.3%。

泰它西普受益于系统性红斑狼疮治疗刚性需求，重症肌无力适应症前景较好

系统性红斑狼疮为少数必须治疗的自免疾病，据统计中国有 100 万患者，药物需求广阔。生物制剂疗效与安全性更高，泰它西普临床数据优于主要对手贝利尤单抗，上市后收入快速增长，预计现有适应症收入 2024-26E 仍将快速增加。泰它西普重症肌无力适应症上市申请获受理并被纳入优先审评，2025 年有望获批并切入重症肌无力的蓝海市场。综合以上情况，我们预计 2023-26E 销售收入将从 4.2 亿增加至 17.1 亿元，CAGR 为 48.8%。

在研产品 RC28 与 RC88 需求前景广阔

公司的 RC28 与 RC88 目前分别处于 III 期 II 期临床，预计两款产品需求前景广阔，基于：1) RC28 的潜在适应症老年性黄斑病变与糖尿病黄斑病变患者群体广阔，RC28 在视力恢复与降低黄斑中心区平均厚度方面疗效显著。2) RC88 针对的 MSLN 实体瘤患者群体较广，而且 RC88 在和卵巢癌、非鳞非小细胞肺癌、宫颈癌治疗方面适用性很强。

股东净亏损将逐年缩小，首予“买入”评级，目标价 21.80 港元

我们预计短期内维迪西妥单抗与泰它西普将引领收入快速增长，预计 2023-26E 收入 CAGR 达 41.5%。公司 2024 年以来严格控制研发费及销售管理费用，未来将继续缩减费用，我们预计股东净亏损将逐年缩小，2027 年有望扭亏。考虑到研发管线内的适应症与产品将逐渐上市，用 DCF 模型定价，按照 1.3 倍贝塔系数与 7.1% 的 WACC 定价，目标价 21.80 港元。

风险提示： (一) 新适应症与新药可能无法按时获批上市； (二) 新产品上市后如销售推广效果不达预期； (三) 美国 FDA 不批准产品在美国上市股价可能下跌。

主要财务数据 (人民币百万元) (更新于 11 月 20 日)

年结: 12 月 31 日	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
收入	768	1,076	1,617	2,317	3,049
增长率 (%)	-46.1%	40.2%	50.3%	43.3%	31.6%
股东净亏损	(999)	(1,511)	(1,388)	(887)	(432)
增长率 (%)	盈转亏	51.3%	-8.2%	-36.1%	-51.2%
每股盈利 (人民币)	(1.88)	(2.80)	(2.57)	(1.64)	(0.80)
市盈率 (倍)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
每股股息 (人民币)	0	0	0	0	0
股息率 (%)	0	0	0	0	0
每股净资产 (人民币)	9.15	6.32	3.77	2.14	1.34
市净率 (倍)	1.8	2.7	4.5	7.9	12.5

来源：公司资料、中泰国际研究部预测^2021 年因获得 Seagen 公司 2 亿美元里程碑付款并录得盈利

香港股市 | 医药

首次覆盖：买入

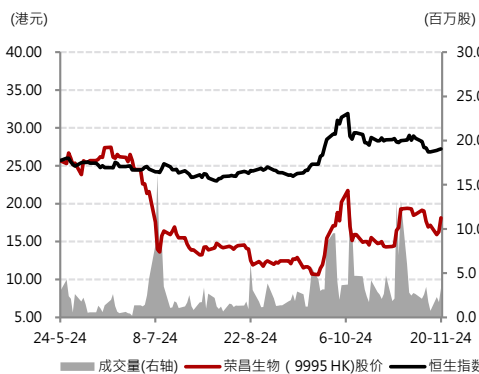
目标价：21.80 港元

股票资料 (更新于 2024 年 11 月 20 日)

现价	18.12 港元
总市值	16,886.58 百万港元
H 股流通股比例	81.54%
已发行总股本	189.58 百万港元
52 周价格区间	10.2-46.7 港元
3 个月日均成交额	55.59 百万港元
主要股东	王威东等 (占 40.31%)

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

scarlett.shi@ztsc.com.hk

内容

国内著名的 ADC 与融合蛋白生产商，肿瘤与自身免疫领域竞争力强大	4
现有核心产品维迪西妥单抗与泰它西普收入将快速增加	5
首款国产 ADC 药物维迪西妥单抗为将受益于 ADC 药物市场需求的增加	5
泰它西普将受益于自免类疾病药物需求的提升	9
长远看眼科与肿瘤领域多个在研产品将带来新亮点	14
RC28 有望受益于老年性黄斑病变与糖尿病带来的广阔需求	14
RC88 有望与 PD-1 抑制剂联合治疗多种实体瘤	15
2023-26E 收入 CAGR 达 41.5%，股东净亏损将缩小	16
首次覆盖并给予“买入”评级，目标价 21.80 港元	17
风险因素	20
历史建议和目标价	21
公司及行业评级定义	22
重要声明	23

图表目录

图表 1: 公司管理层简介	4
图表 2: 公司收入构成 (单位: 百万元)	4
图表 3: 核心产品销售收入 (单位: 百万元)	4
图表 4: 公司产品管线 (截止 2024 年 6 月底)	5
图表 5: ADC 结构及各部分作用	5
图表 6: ADC 药物	5
图表 7: 三代 ADC 药物比较	6
图表 8: ADC 全球市场销售规模 (单位: 十亿美元)	6
图表 9: 维迪西妥单抗适应症	7
图表 10: 维迪西妥单抗对曾经接受过赫赛汀治疗的胃癌患者的疗效	7
图表 11: 维迪西妥单抗与主要进口 ADC 对比	7
图表 12: 维迪西妥单抗销售额预测 (单位: 百万元)	8
图表 13: 维迪西妥单抗与 PD-1 药物特瑞普利单抗联合治疗浸润性膀胱癌、尿路上皮癌、HER2 阳性胃癌方面临床数据 ..	8
图表 14: 2020 年国家诊疗指南对系统性红斑狼疮推荐疗法	9
图表 15: 国内主要系统性红斑狼疮药物不良反应对比	9
图表 16: 系统性红斑狼疮用主要生物制剂 SRI-4 反应率对比	10
图表 17: 系统性红斑狼疮药物对内脏的主要危害	10
图表 18: 泰它西普销售收入预测 (单位: 百万元)	11
图表 19: 泰它西普主要适应症研发进度	11
图表 20: 泰它西普能改善重症肌无力定量评分(QMG)与重症肌无力复合评分 (MG)	12
图表 21: 泰它西普在治疗蛋白尿方面疗效良好	13
图表 22: 泰它西普能有效提升患者 eGFR 水平	13
图表 23: 泰它西普降低免疫球蛋白 IgA、IgG、IgM 方面疗效	13
图表 24: 公司研发管线	14
图表 25: RC28 主要剂型在改善视力方面的效果	15
图表 26: RC28 降低黄斑中心区平均厚度方面疗效显著	15
图表 27: 全球主要 MSLN 靶向制剂研发进展	15
图表 28: RC88 临床数据	15
图表 29: 收入预测 (单位: 百万元)	16
图表 30: 毛利及毛利率 (单位: 百万元)	16
图表 31: 经营净亏损预测 (年结: 12 月 31 日, 百万元)	16
图表 32: EBITDA 预测 (单位: 百万元)	16
图表 33: 股东净利润预测 (单位: 百万元)	16
图表 34: 同业估值表	17
图表 35: 荣昌生物 (9995 HK) 前瞻市销率	17
图表 36: DCF 模型	18
图表 37: 每股股权价格敏感性分析	18
图表 38: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)	19

国内著名的 ADC 与融合蛋白生产商，肿瘤与自身免疫领域竞争力强大

公司成立于 2008 年，总部位于山东省烟台市，2020 年 11 月在香港上市。公司管理层在制药行业拥有丰富的经验，主席王威东先生深耕制药行业近 30 年，首席执行官房健民博士为中国「重大新药创制」国家科技重大专项总体专家组成员，首席战略官何如意博士曾担任中国国家药品审评中心首席科学家。

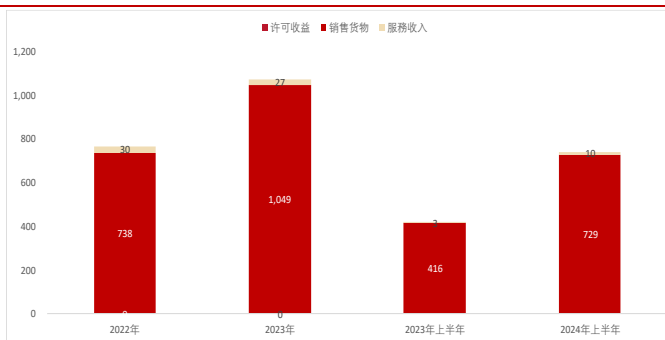
公司已成功建立抗体偶联物 (ADC)、融合蛋白与双抗三大技术平台，致力于肿瘤、自身免疫及眼科等领域的生物药研发与生产，其中已上市的抗体偶联物 (ADC) 维迪西妥单抗 (商品名：爱地希) 与自免类药物泰它西普 (商品名：泰爱) 分别为首款国产 ADC 与全球首款治疗系统性红斑狼疮的双靶点生物制剂，这两款药物上市后销售收入快速增长，已建立起较高行业知名度。除这两款已获批的药物外，公司还有六款在研产品，分布在 ADC、融合蛋白及双抗领域。我们预计随着维迪西妥单抗及泰它西普的新适应症获批及在研产品的陆续上市，有望为公司收入带来持续增长的动力。

图表 1: 公司管理层简介

 <p>王威东 联合创始人 董事长 执行董事</p> <ul style="list-style-type: none"> 第十三届全国人民代表大会代表 1992 年创办荣昌制药，拥有超过 30 年的制药行业经营、管理经验 制药专业本科毕业，对医药行业富有远见，理解深刻 	 <p>房健民博士 联合创始人 CEO 执行董事</p> <ul style="list-style-type: none"> “重大新药创制”国家科技重大专项总体专家组成员 20 余年生物药物研发经验 40 余项药物发明专利 具备很强的企业领导、组织、管理能力 	 <p>何如意博士 首席战略官 临床研究主管 执行董事</p> <ul style="list-style-type: none"> 曾任 FDA 临床审批官 曾任 NMPA 首席科学家 参与制定多个治疗领域的 FDA 指南 担任全球国际多中心临床及注册的重要职位 
--	---	--

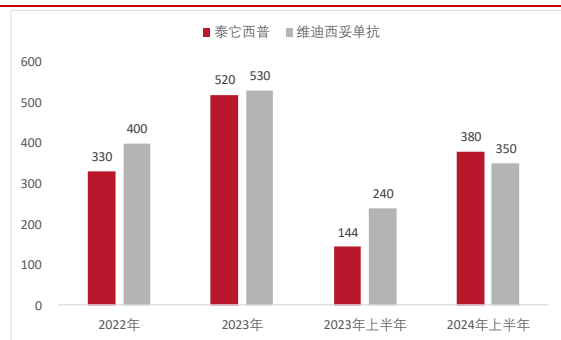
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 2: 公司收入构成 (单位: 百万元)



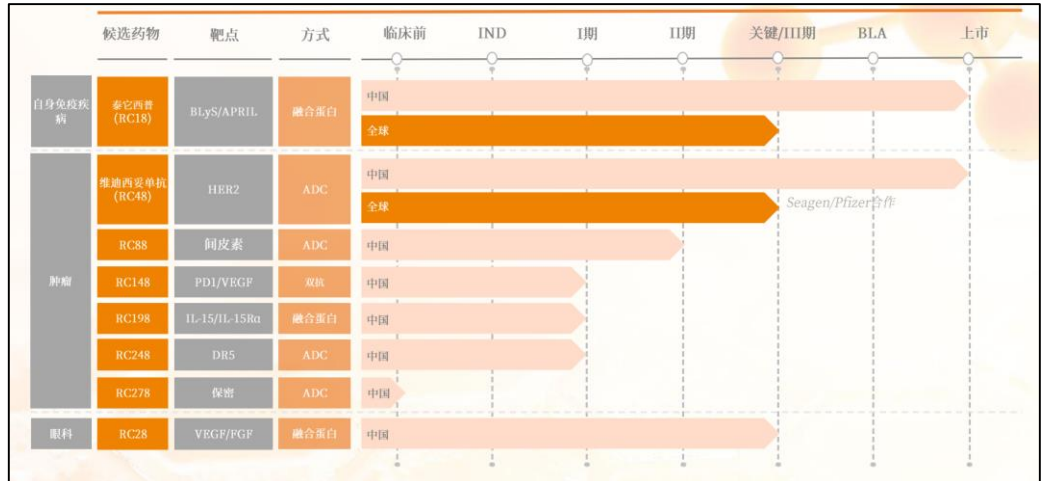
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 3: 核心产品销售收入 (单位: 百万元)



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 4: 公司产品管线 (截止 2024 年 6 月底)



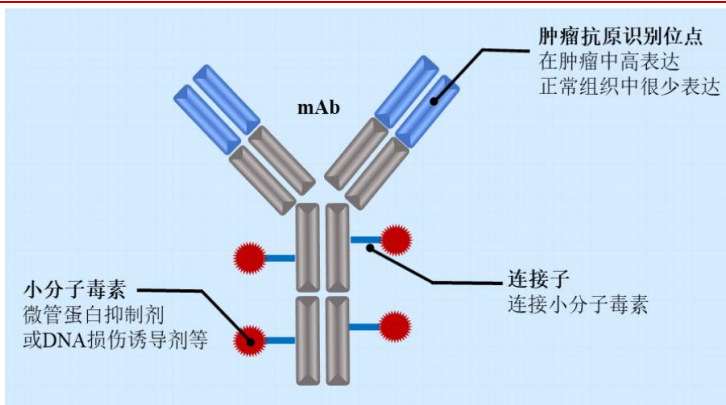
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

现有核心产品维迪西妥单抗与泰它西普收入将快速增加

首款国产 ADC 药物维迪西妥单抗为将受益于 ADC 药物市场需求的增加

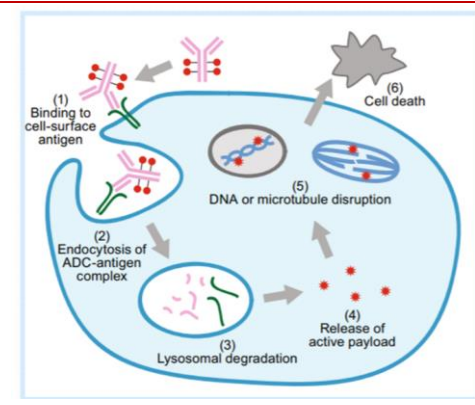
ADC 药物兼具抗体与细胞毒性药物优势: 抗体偶联药物 (antibody-drug conjugate, ADC) 是一种将小分子细胞毒素药物 (cytotoxin) 通过连接子 (linker) 与单克隆抗体偶联形成的药物, 既有抗体的高靶向性又可以有化学药物的强杀伤力。ADC 药物进入体内后, 抗体部分与表达肿瘤抗原的靶细胞特异性结合, 通过内吞作用内化进入细胞, 经过内吞小体进入溶酶体, 溶酶体的酸性环境和一些蛋白水解酶会致 ADC 降解, 小分子细胞毒在胞内以高效活性形式被释放随后进入细胞质, 从而破坏 DNA 或通过抑制微管合成等方式, 完成对肿瘤细胞的杀伤作用。与传统的小分子化学药物以及抗肿瘤单抗相比, ADC 药物不仅可以提高化学治疗的疗效和肿瘤细胞的特异性, 而且可以降低或者减弱系统毒性以及非靶向性细胞毒性。

图表 5: ADC 结构及各部分作用



来源: 药明康德 (2359 HK), 中泰国际研究部

图表 6: ADC 作用机制



来源: 药明康德 (2359 HK), 中泰国际研究部

ADC 药物研发与生产技术日趋成熟, 市场需求空间广阔。 影响 ADC 药物效果的因素包括抗体的选择、连接子与连接技术、小分子毒素的质量, 其中抗体的选择是 ADC 设计的起点, 连接子与偶联技术是决定药物稳定性及毒性副作用的关键因素, 细胞毒性药物对于肿瘤细胞应具有高效的杀伤作用。

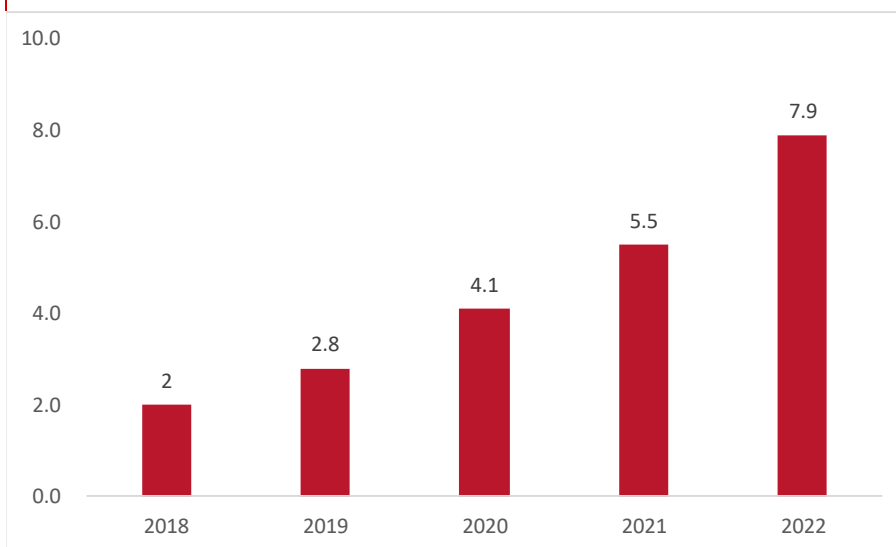
ADC 药物上市 20 年来经历三代变革, 随着技术不断成熟全球销售规模不断扩大。第一代 ADC 药物以辉瑞 (PFE US) 的 Mylotarg 为代表, 主要由常规化疗药物通过不可切割的接头与小鼠来源的抗体偶联而成, 免疫原性强且副作用大, 主要采用随机偶联方式连接。第二代 ADC 药物以 Seagen 的 Adectris、罗氏药厂 (RHHBY US) 的 Kadcyla 等药物为代表, 抗体方面选择了人源化抗体, 免疫原性大大降低。此外, 第二代产品通常使用了更高效的细胞毒药物, 提高了水溶性和偶联效率。第三代 ADC 药物以 Padcev、Enhertu 为代表, 选用全人源性抗体, 几乎无免疫原性, 且细胞毒性药效更强。此外, 与前两代 ADC 药物相比, 第三代 ADC 药物的偶联方式升级为定点偶联, 因此毒性较低, 抗癌活性更强, 稳定性更高。随着技术的进步, 全球 ADC 销售额 2018-22 年从 20 亿美元增加至 79 亿美元。

图表 7: 三代 ADC 药物比较

	第一代 ADC	第二代 ADC	第三代 ADC
代表性药物	Mylotarg	Alectris (安适利)、Kadcyla (赫赛莱)、维迪西妥单抗	Padcev (备思复)、Enhertu (优赫得)
抗体	鼠源单抗	人源单抗	人源单抗
靶点	靶点抗原癌细胞表达低	靶点抗原癌细胞表达高	靶点抗原癌细胞表达高
偶联方式	随机偶联	随机偶联	部分定点偶联
连接技术	不可裂解	可/不可裂解	可/不可裂解
细胞毒性分子	药效弱	药效较强	药效强

来源: 泰格医药 (3347 HK), 中国药促会, 中泰国际研究部

图表 8: ADC 全球市场销售规模 (单位: 十亿美元)



来源: Frost&Sullivan, 中泰国际研究部

维迪西妥单抗是国内唯一获批上市的国产 ADC 药物, 将受益于 ADC 药物需求的增加。维迪西妥单抗目前在国内获批的两项适应症包括: 1) HER2 表达晚期或局部转移性胃癌 (包括胃食管结合部腺癌); 2) 既往接受过含铂化疗且 HER2 过表达局部晚期或转移性尿路上皮癌的患者。维迪西妥单抗用于肝转移的晚期乳腺癌治疗适应症方面的上市申请已提交并获优先审评。此外, 维迪西妥单抗还有膀胱癌、乳癌、宫颈癌、妇科肿瘤等多项在研适应症。我们预计维迪西妥单抗的销售收入将从 2023 年的约 5.3 亿元增加到 2026 年的约 13.1 亿元, 2023-26E CAGR 为 35.3%, 主要理由如下。

1) HER2 表达胃癌药物需求较广, 转移性 HER2 表达胃癌目前缺乏良药, 维迪西妥单抗将为转移性 HER2 表达胃癌药物患者提供新的治疗方法。胃癌是中国 2022 年新发病例数量排名第三的癌种, 胃癌患者中 HER2 阳性比例达约 10-20%, 针对 HER2 阳性胃癌的药物市场需求较广。转移性 HER2 阳性晚期胃癌治疗方法不多, 通常一线用曲妥珠单抗联合化疗的方式治疗, 目前五年生存率通常不到 10%。虽然对比而言罗氏药厂 (RHHBY US) 的曲妥珠单抗原研药赫赛汀联合化疗的临床数据略好, 但是曲妥珠单抗并不对所有患者都有效, 临床试验表明维迪西妥单抗能缓解曾经接受过赫赛汀治疗的患者的病情, 并有效延长患者生命, 因此维迪西妥单抗能为这些患者提供有效的治疗途径。

2) 尿路上皮癌是最常见的膀胱癌, 占膀胱癌数量的 80%~90%。根据国家癌症中心 2022 年发布的统计数据, 2016 年膀胱癌新发病例数量排名国内癌症第 13 位。国内著名药企乐普生物 (2157 HK) 资料显示, 尿路上皮癌患者中, HER2 阳性比例达 36.1%, 因此此类药物需求较广。目前来看, 转移性尿路上皮癌治疗方法主要是以铂类为基础的联合化疗方案与 PD-1 抑制剂, 但是化疗并不是对所有患者疗效都好。国家医保局资料表明, 维迪西妥单抗对于经过二线及以上系统治疗的尿路上皮癌患者的治疗中, 临床数据较好。中位生存时间为 14.2 个月, 中位无进展生存期 (PFS) 为 5.1 个月。考虑到维迪西妥单抗已获得美国 FDA 和中国国家药监局的突破性疗法认定, 为国内首款获得中美两国突破性疗法认定的国产 ADC 药物, 我们认为这说明产品质量被中美两地监管机构高度认可, 因此销售额有望较快增长。

3) 据统计 HER-2 阳性乳腺癌肝转移发生率为 44.5%，如不积极治疗，中位生存期仅 4-8 个月，但目前缺乏特异性治疗方法。从目前的临床试验数据看，与常用的拉帕替尼联合卡培他滨治疗相比，使用维迪西妥单抗可显著延长患者的无进展生存期(PFS)，因此我们预计该适应症获批后需求空间良好。

4) 对比已在国内获批的代表性进口 ADC 药物，维迪西妥单抗在中国市场售价大幅低于进口药，而且多数进口药主要适应症在乳腺癌，尿路上皮癌仅一款产品，因此维迪西妥单抗在已获批的适应症有先发优势，而且对比进口药价格优势明显。

图表 9：维迪西妥单抗适应症



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 10：维迪西妥单抗对曾经接受过赫赛汀治疗的胃癌患者的疗效

	临床数据
中位总生存时间 (月)	7.9
中位数 (月)	4.1
客观缓解率 (ORR)	27.00%
疾病控制率 (DCR)	44.60%

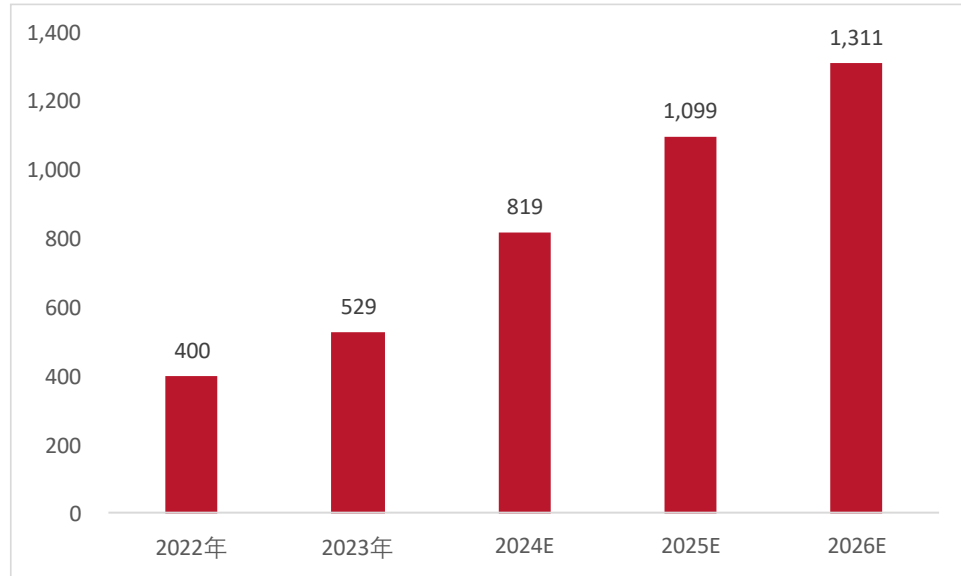
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 11：维迪西妥单抗与主要进口 ADC 对比

产品名称	第二代			第三代	
	维迪西妥单抗	Adectris (安适利)	Kadcyla (赫赛莱)	Padcev (备思复)	Enhertu (优赫得)
中国是否获批	是	是	是	是	是
获批适应症	1) HER2 过表达晚期或局部转移性胃癌 (包括胃食管结合部腺癌) 2) 既往接受过含铂化疗且 HER2 过表达局部晚期或转移性尿路上皮癌的患者。	1) 适用于治疗以下 CD30 阳性淋巴瘤成人患者：复发或难治性系统性间变性大细胞淋巴瘤 (sALCL)； 2) 复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤 (cHL)； 3) 既往接受过系统性治疗的原发性皮肤间变性大细胞淋巴瘤 (pcALCL) 或蕈样真菌病 (MF)	早期乳腺癌、晚期乳腺癌	用于既往接受过含铂化疗和程序性死亡受体-1 (PD-1) 或程序性死亡配体-1 (PD-L1) 抑制剂治疗的局部晚期或转移性尿路上皮癌 (mUC) 成人患者	1) 既往接受过一种或一种以上抗 HER2 药物治疗的不可切除或转移性 HER2 阳性成人乳腺癌患者。 2) 既往在转移性疾病阶段接受过至少一种系统治疗的，或在辅助化疗期间或完成辅助化疗之后 6 个月内复发的，不可切除或转移性 HER2 低表达 (IHC 1+ 或 IHC 2+/ISH-) 成人乳腺癌患者。 3) HER2 阳性晚期胃癌。
售价	63.3 元/毫克	不适用	92 元/毫克	不适用	69.1 元/毫克

来源：各公司，药融云，中泰国际研究部

图表 12: 维迪西妥单抗销售额预测 (单位: 百万元)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

除现有适应症以外, 2026 年以后在研适应症的获批与海外市场拓展也有望为产品带来更多收入。除胃癌、尿路上皮癌、HER2 阳性乳腺癌以外, 维迪西妥单抗还有多项在研适应症, 联合 PD-1 治疗围手术期治疗肌层浸润性膀胱癌、尿路上皮癌、HER2 阳性胃癌方面都已进入三期临床并表达出良好效果。考虑到膀胱癌、尿路上皮癌、HER2 表达胃癌均为较常见的癌症, 尤其是在针对尿路上皮癌的治疗中总生存期较既往一线含铂疗法延长 20 个月, 因此我们预计这些适应症如能获批, 市场需求良好。

图表 13: 维迪西妥单抗与 PD-1 药物特瑞普利单抗联合治疗浸润性膀胱癌、尿路上皮癌、HER2 阳性胃癌方面临床数据

	病理完全缓解率 (pCR 率)	客观缓解率	中位无进展生存	总生存期
HER2 表达局部晚期或转移性尿路上皮癌	不适用	50%	5.1 个月	14.0 个月
HER2 表达不可切除的局部晚期或转移性尿路上皮癌	不适用	75%	9.3 个月	33.1 个月
肌层浸润性膀胱癌	62.10%	不适用	不适用	不适用

来源: 美国肿瘤年会 (ASCO)、柳叶刀、药智网, 中泰国际研究部

除国内市场以外, 公司也积极布局海外销售。公司于 2021 年与全球 ADC 行业龙头 Seagen 关于维迪西妥单抗海外研发及商业化的合作协议。根据该协议, Seagen 将负责产品在日本新加坡及其他非亚洲地区的开发与销售。Seagen 已于 2021 年向公司支付 2 亿美元首付款, 今后将根据产品的临床试验进展及实际销售情况最多向公司支付 24 亿美元。由于 Seagen 是全球领先的 ADC 行业龙头, 我们认为 Seagen 愿意与公司签约表明看好公司产品的销售前景, 而且 Seagen 的全球销售网络有助于产品销售。根据 Seagen 的资料, 公司已于 2023 年 11 月启动维迪西妥单抗联合 PD-1 治疗 HER2 表达尿路上皮癌治疗的三期临床的评估工作, 公司表示目前临床试验仍在进行, 我们认为长远看如产品能在美国获批, 将获得资本市场关注并对中国销售带来利好。

泰它西普将受益于自免类疾病药物需求的提升

泰它西普 2021 年 3 月获批上市，目前国内获批的适应症为系统性红斑狼疮和类风湿关节炎。我们预计产品收入将从 2023 年的 5.2 亿元增加至 2026 年的约 17.1 亿元，CAGR 为 48.8%，主要理由包括：

- 1) 国内系统性红斑狼疮患者群体庞大且必须治疗，因此红斑狼疮药物的刚性需求强大。根据中科院等发布的数据，中国目前估计有 100 万系统性红斑狼疮患者，而且红斑狼疮可能对心肺等主要内脏器官及神经系统造成严重危害，属于自免类疾病中较少能导致死亡的疾病，必须及时治疗。系统性红斑狼疮患者如不及时治疗，可能引发感染、肾炎和心血管疾病，研究表明目前系统性红斑狼疮疾病患者 10 年内的死亡率为 5%-10%，因此红斑狼疮药物的刚性需求强大。
- 2) 生物制剂在红斑狼疮治疗中的渗透率将不断提升，泰它西普在主要生物制剂中临床优势明显。国内原先治疗红斑狼疮多数使用糖皮质激素、免疫抑制剂、抗疟药，但长期使用糖皮质激素容易产生向心性肥胖等激素副作用，免疫抑制剂可能会导致患者免疫力降低，抗疟药对部分患者的眼睛有影响，因此市场需要安全性更高的生物制剂。生物制剂能在难治性（经常规治疗效果不佳）或复发性 SLE 患者中，能较为显著地增加患者的完全和部分缓解率，降低疾病活动度、疾病复发率及减少激素用量，但目前市场上用于系统性红斑狼疮的生物制剂仅有贝利尤单抗和泰它西普，其他药物均处于临床试验阶段，因此市场竞争不大。GSK (GSK US) 的贝利尤单抗是全球首个作用于 B 淋巴细胞刺激因子(BLyS) 的抑制剂，而泰它西普为双靶点药物，除 BLyS 外还作用于增殖诱导配体 (APRIL)。我们观察系统性红斑狼疮药物的有效性重要指标之一是 SRI-4 (系统性红斑狼疮反应指数 4)。国家医保局数据表明，泰它西普的 SRI-4 应答率明显高于贝利尤单抗 (82.6%vs53.8%)。安全性方面，使用泰它西普的患者主要不良反应均为不太严重的副作用，其中发生率超过 10% 的仅为上呼吸道感染，因此泰它西普的泰它西普的临床安全性较好。

图表 14: 2020 年国家诊疗指南对系统性红斑狼疮推荐疗法

分类	治疗方法
轻度患者	常用羟氯喹或非甾体抗炎药。当羟氯喹或非甾体抗炎药不能控制病情时，可考虑使用小剂量激素（泼尼松≤10mg/d 或等效剂量的其他激素）来控制疾病
中度患者	推荐使用中等剂量的激素（0.5~1 mg·kg ⁻¹ ·d ⁻¹ ）泼尼松或等效剂量的其他激素进行治疗。
重度患者	推荐使用标准剂量的激素（1mg·kg ⁻¹ ·d ⁻¹ 泼尼松或等效剂量的其他激素）联合免疫抑制剂进行治疗，待病情稳定后调整激素用量。
难治性患者	对难治性（经常规治疗效果不佳）或复发性 SLE 患者，使用生物制剂能较为显著地增加患者的完全和部分缓解率，降低疾病活动度、疾病复发率及减少激素用量。

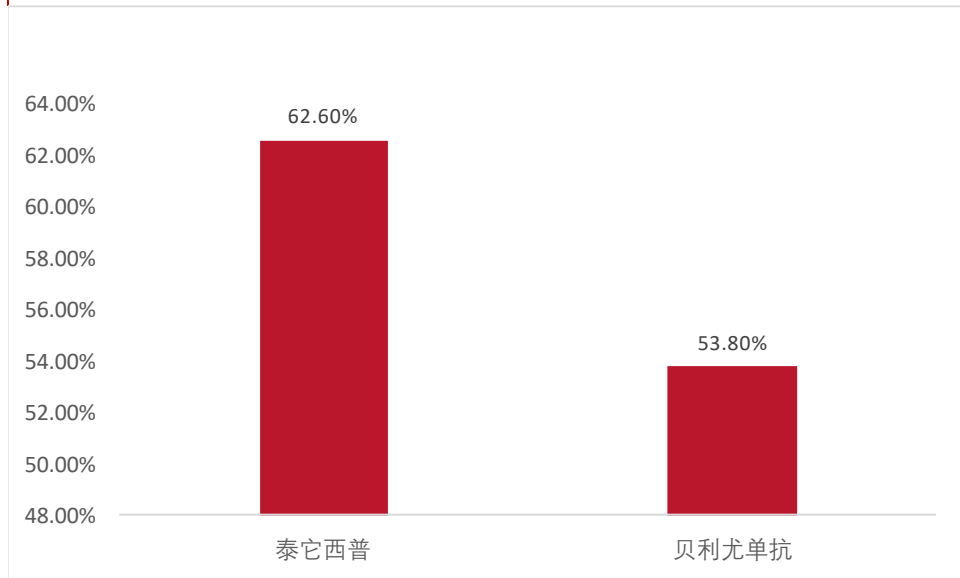
来源：2020 中国系统性红斑狼疮诊疗指南，中泰国际研究部

图表 15: 国内主要系统性红斑狼疮药物不良反应对比

分类	主要药物	常见不良反应
基础治疗药	羟氯喹	长期使用羟氯喹的患者可能出现视网膜病变
激素类药物	氢化可的松、可的松、泼尼松、泼尼松龙、甲泼尼龙、曲安奈德、倍他米松、地塞米松	激素相关不良反应的发生率>30%，最常出现的近期不良反应是胃部不适、兴奋、心悸、失眠等，长期不良反应有继发感染、脆性骨折等。
免疫抑制剂	霉酚酸酯、环磷酰胺、来氟米特、甲氨蝶呤、他克莫司、环孢素、硫唑嘌呤	胃肠道不适、感染、骨髓抑制与肝脏伤害、肾功能损伤、血压升高、感染等
生物制剂	贝利尤单抗、利妥昔单抗、泰它西普	贝利尤单抗：感染、头痛、恶心 利妥昔单抗：感染、输液反应等 泰它西普：常见反应为上呼吸道感染及注射部位反应

来源：2020 中国系统性红斑狼疮诊疗指南，公司资料，中泰国际研究部^利妥昔单抗尚未正式获批，目前为超适应症使用

图表 16: 系统性红斑狼疮用主要生物制剂 SRI-4 反应率对比



来源: 中国药促会, 中泰国际研究部

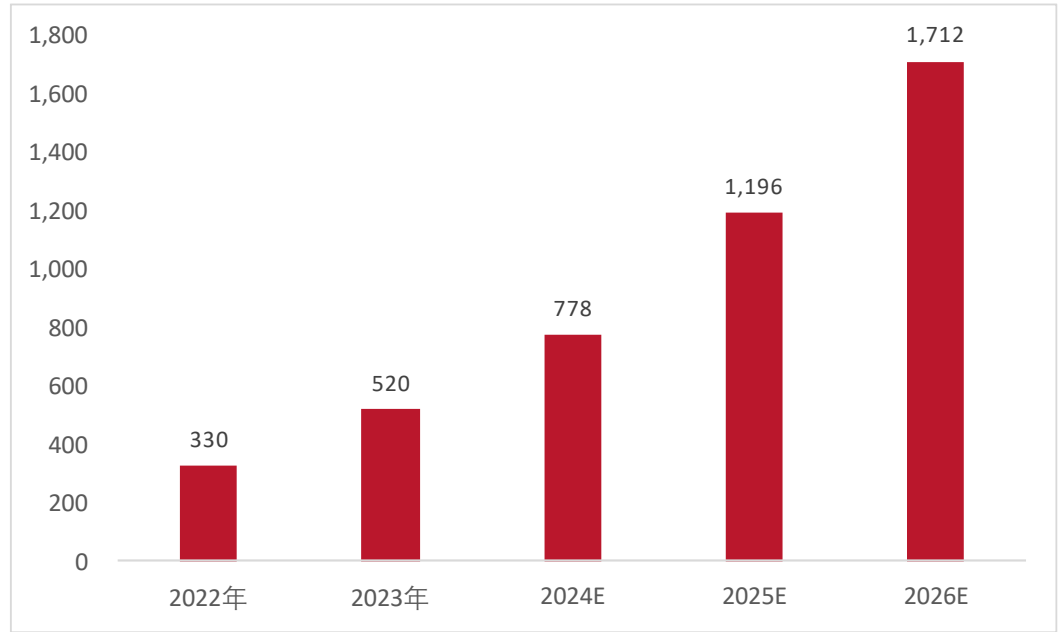
3) 类风湿疾病的治疗意识将增强, 而且生物制剂需求空间较大。类风湿关节炎是一种慢性系统性自身免疫性疾病。对称性外周关节炎 (如腕关节和掌指关节) 是类风湿关节炎的主要特征, 受累关节结构进行性破坏, 并常伴有全身症状。根据广东省药学会数据, 国内类风湿患者数量达约 500 万。过去国内类风湿病治疗率较低, 但实际上类风湿病如不及时治疗, 最终可能伤害皮肤、眼睛、肺部、心脏和血管, 病程超过 15 年的患者致残率高达 61.3%。我们认为随着健康意识的提升, 类风湿关节炎的知晓率与治疗率将提高。通常来说, 治疗类风湿关节炎的药物包括非甾体类抗炎药、缓解病情的抗风湿药和免疫抑制剂。非甾体类抗炎药早期为治疗类风湿关节炎的一线药物, 但长期使用容易引起慢性中毒、皮疹、哮喘等不良反应。

图表 17: 系统性红斑狼疮药物对内脏的主要危害

部位	主要症状
关节	关节症状从间歇性关节痛 (关节痛) 到多关节突然发炎 (急性多发性关节炎) 表现不一, 大约 90% 的患者会出现这种症状, 且在其他症状出现前存在数年。在长期疾患时, 可以出现明显的关节松动和畸形 (Jaccoud 关节病或关节炎)
皮肤与黏膜	皮疹包括鼻和颊部的蝶形红斑 (称为黄斑疹或蝴蝶疹)、薄层皮肤上丘疹或斑点; 在面部凸起部位和如颈部、上胸部和肘部日光暴露部位出现红色扁平的皮疹。水疱或皮肤溃疡 (疮疡) 较少发生, 但黏膜溃疡比较常见, 特别是在口腔顶部、颊黏膜内侧、牙龈及鼻腔内部的黏膜。
肺脏	狼疮患者深呼吸时可引起胸部疼痛的情况为常见。疼痛起源于肺脏胸膜的复发性炎症 (胸膜炎), 胸腔内可出现或没有液体 (渗出-可参阅胸腔积液的症状)。尽管轻度肺功能损害常见, 但肺炎 (狼疮性肺炎) 导致呼吸困难却少见。威胁生命的肺出血很少发生。
淋巴结与脾脏	全身淋巴结肿大较常见, 特别是儿童、年轻人和所有年龄阶段的黑人。10% 患者发生脾脏肿大 (脾大)
神经系统异常	狼疮累及脑组织 (神经精神狼疮) 可引起头痛、思维轻度损伤、人格改变、中风、癫痫、严重精神疾患 (精神病) 或脑组织的一系列物理变化, 导致如痴呆等疾患。体神经或脊髓也可能受到损害。
肾脏	狼疮可能侵害肾脏并导致肾脏受损
血液	狼疮可能引发血液凝集并引发中风、肺脏血凝块及流产。
胃肠道	患者可出现恶心、腹泻和腹部不适, 最终导致胃肠道穿孔梗阻、穿孔及肝脏或胰腺损害
怀孕	李欢红斑狼疮的孕妇流产与死产风险较高, 分娩后红斑狼疮发作风险较高, 因此通常医生建议 6 个月内未能控制的狼疮患者不要怀孕。

来源: 默沙东 (MRK US), 中泰国际研究部

图表 18: 泰它西普销售收入预测 (单位: 百万元)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

除系统性红斑狼疮与类风湿关节炎以外, 泰它西普在还有多种自身免疫领域在研适应症, 其中重症肌无力的上市申请已获受理并被纳入优先审评, IgA 肾炎、干燥综合征、视神经脊髓性频谱系疾病即将进入关键性三期临床。我们认为, 泰它西普在 IgA 肾炎与重症肌无力 (MG) 方面前景广阔, 并且也将为干燥综合征与视神经脊髓性频谱系疾病患者带来新的治疗选择。

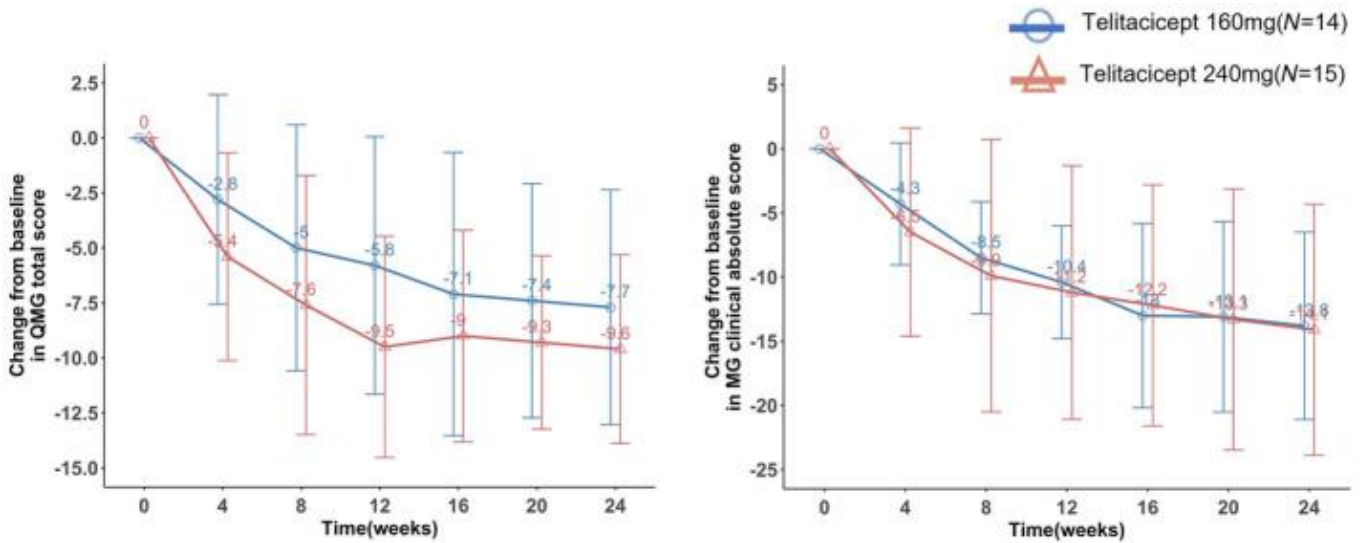
图表 19: 泰它西普主要适应症研发进度



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

泰它西普有望进入重症肌无力 (MG) 治疗的蓝海市场: 重症肌无力 (MG) 是最常见的原发性神经肌肉接头疾病。我们认为泰它西普作为优质生物制剂有望受益于治疗需求的增加, 基于: 1)MG 治疗潜在需求广阔: 根据国家卫健委调查, 男性与女性发病率分别为 0.60/10 万与 0.76/10 万, 2016-18 年期间因重症肌无力住院的 59,243 名患者中死亡率高达 14.69%。虽然目前国内对 MG 认知较少, 但是我们认为知晓率与治疗率将逐步提升。2) MG 目前的主要手段副作用较大: 目前 MG 主要使用糖皮质激素 (GCs) 与免疫抑制剂等治疗, 但长期服用糖皮质激素可引起食量增加、体重增加、向心性肥胖、血压升高、血糖升高、白内障、青光眼、内分泌、功能紊乱、精神障碍、骨质疏松、股骨头坏死、消化道症状等副作用。免疫抑制剂可能导致感染、肿瘤、急性、骨髓抑制等, 因此两者均应酌情减量使用。3) 能用于重症肌无力治疗的优质生物制剂目前不多, 泰它西普如能获批将具备先发优势: 由于靶向性生物制剂不仅因为标靶性更强能帮助患者减少病情波动, 并且能有效降低激素使用量, 因此近年来市场关注度在增加。目前国内真正获批的生物制剂仅有依库珠单抗, 该产品被批准用于抗乙酰胆碱受体(AChR)阳性的全身型重症肌无力 (gMG), 利妥昔单抗虽然也有使用但是尚未正式获批。泰它西普为国内临床试验进展较快的药物, 目前已提交上市申请并被纳入优先审评, 因此预计有望于 2026 年进入 MG 治疗蓝海市场。

图表 20: 泰它西普能改善重症肌无力定量评分(QMG)与重症肌无力复合评分 (MG)

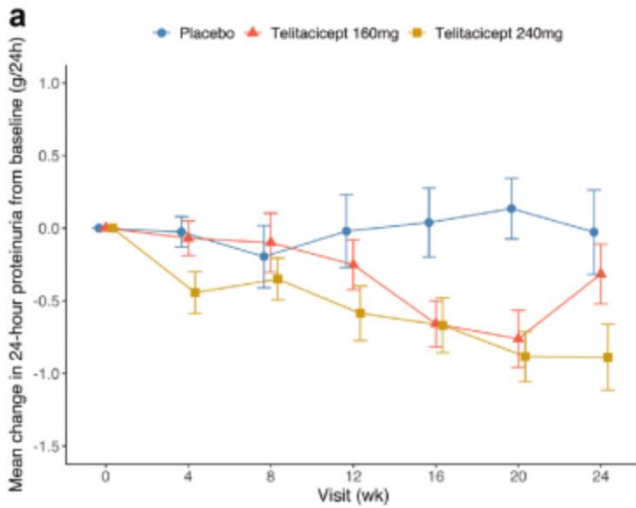


来源: 美国国家生物技术资讯中心 (NCBI), 中泰国际研究部

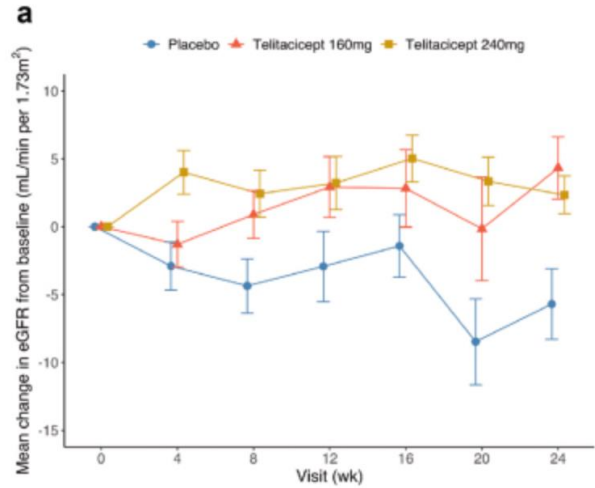
来源: 美国国家生物技术资讯中心 (NCBI), 中泰国际研究部

IgA 肾炎生物制剂需求广阔, 泰它西普有望成为较早获批的优质产品。 IgA 肾炎是全球范围内最常见的原发性肾小球疾病, 也是慢性肾脏病 (CKD) 和肾功能衰竭的主要原因。恒瑞医药 (600276 CH) 研究表明, 20%-40% 的患者在发病约 20 年内可进展为终末期肾脏病 (ESRD)。ESRD 多需进行肾脏替代治疗 (透析或肾脏移植), 严重影响患者生存质量与寿命, 并且将给患者及家庭带来沉重经济负担, 因此 IgA 肾炎的治疗非常重要。目前来看, IgA 肾炎的治疗主要是以减缓疾病进展为目标的支持治疗, 包括改变生活方式、血压控制、肾素血管紧张素系统 (RAS) 阻滞剂等, 对中重度患者可在 RAS 阻滞剂的基础上添加激素治疗, 但光靠控制血压无法根治, RAS 阻滞剂虽能降低蛋白尿和改善肾功能, 但也会发生高钾血症、血管神经性水肿等, 因此部分患者可能需要使用激素改善预后, 长期大剂量使用激素可能引发高血压、高脂血症、血栓等多种副作用。由于相对来说生物制剂副作用较小, 近年来生物制剂被逐渐用于 IgA 肾炎的治疗。目前国内获批用于 IgA 肾炎治疗的生物制剂主要是云顶新耀 (1952 HK) 的耐赋康, 其他生物制剂还未正式获批。从泰它西普在该适应症的 II 期临床数据看, 泰它西普能显著降低患者蛋白尿水平、免疫球蛋白 IgA、IgG、IgM 水平, 并且能有效提升肾小球估算值 (eGFR) 水平。通常来说, 蛋白尿表明患者可能有感染或炎症迹象、IgA、IgG、IgM 过高表明患者可能有感染迹象, 而 eGFR 水平过低表明患者可能有肾功能衰退迹象。从临床试验结果看, 泰它西普能明显改善这些指标, 因此对 IgA 肾炎患者治疗有益。综合以上情况, 我们认为泰它西普有望成为国内较早获批的治疗 IgA 肾炎用的生物制剂。

图表 21: 泰它西普在治疗蛋白尿方面疗效良好



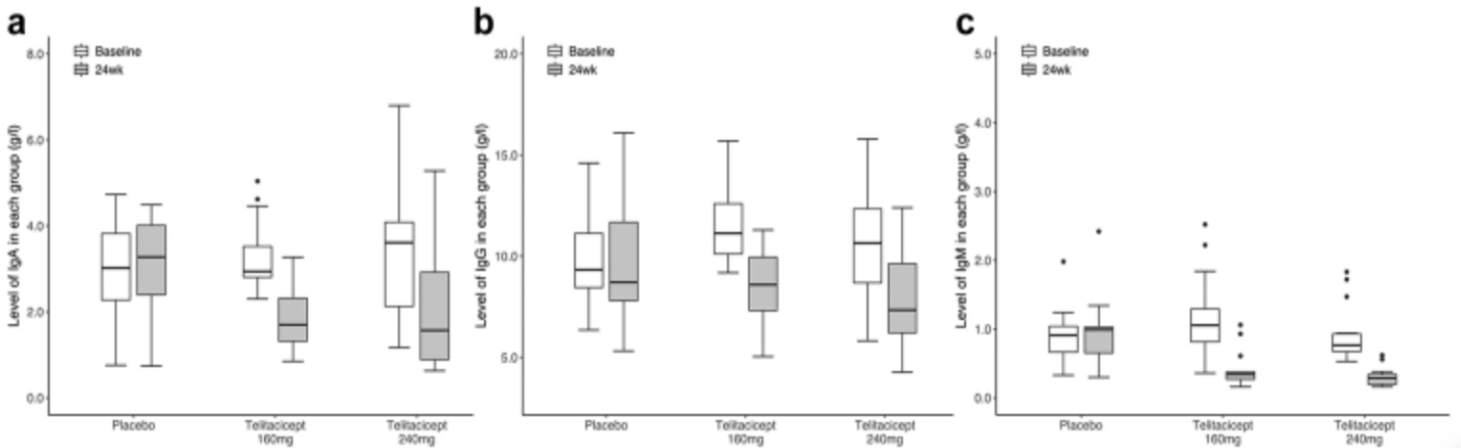
图表 22: 泰它西普能有效提升患者 eGFR 水平



来源: 美国国家生物技术资讯中心 (NCBI), 中泰国际研究部

来源: 美国国家生物技术资讯中心 (NCBI), 中泰国际研究部

图表 23: 泰它西普降低免疫球蛋白 IgA、IgG、IgM 方面疗效



来源: 美国国家生物技术资讯中心 (NCBI), 中泰国际研究部

泰它西普有望为干燥综合征与视神经脊髓频谱性疾病患者提供新的治疗选择: 干燥综合征是一种原因不明的、较为常见的、慢性系统性自身免疫疾病。特征是由于外分泌腺的淋巴细胞浸润和继发性腺体功能障碍而导致口腔、眼睛和其他粘膜干燥（干燥综合征）。干燥综合征可影响多个外分泌腺及器官。根据中华中医药学会 2023 年发布的《干燥综合征诊疗指南》，国内目前有约 460-1,200 万干燥综合征患者，但由于干燥综合征早期的临床表现为干眼症、口干等不明显的症状，因此目前治疗率很低，但实际上如不及时治疗干燥综合征可能对皮肤、呼吸系统、肾脏、消化系统、腺体、神经系统甚至心脏构成损害，因此如确诊应及早治疗。目前在干燥综合征治疗中，虽然已有非甾体类抗炎药、抗风湿药物、免疫抑制剂、激素等诸多选择，但非甾体类药物可能引起头痛、血压升高、肾功能恶化、血小板减少等副作用，抗风湿药物通常起效较慢需 3-6 个月，羟氯喹类药物引起眼底病变，激素容易影响血糖、血压并可能引发股骨头坏死。生物制剂虽然价格较高，但靶向性较强，我们认为长远看安全性较高的生物制剂有望为干燥综合征患者提供新的治疗选择。临床试验表明，泰它西普能明显降低患者的 EULAR 干燥综合征疾病活动指数 (ESSDAI)，并降低患者的 MFI-20 与免疫球蛋白水平，而且无明显不良反应发生。ESSDAI 评分为目前国内公认的衡量干燥综合征患者疾病活动程度的金标准，MFI-20 为用于评定患者疲劳程度的综合评分表（涵盖总体疲劳、躯体疲劳、精神疲劳、活动减少和动机减少），免疫球蛋白升高通常会引起感染程度增加，因此这三项标准为评判干燥综合征的重要指标，泰它西普临床数据较好。我们认为，由于干燥综合征初期症状不明显目前治疗率较低，因此泰它西普上市初期可能需要较长的推广期，但泰它西普临床数据优异，已获得中国第一部风湿免疫病的使用共识《B 细胞靶向药物治疗风湿免疫病中国专家共识（2024 版）》推荐用于干燥综合征治疗。综合以上情况，我们认为泰它西普将为干燥综合征患者提供疗效较好的新治疗途径，并将逐步被医院接受。

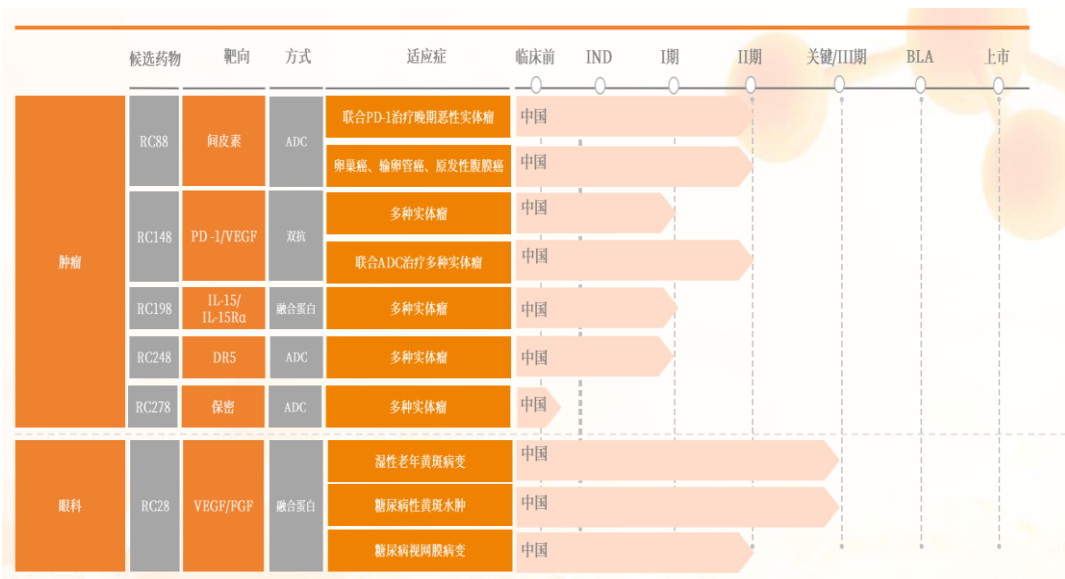
视神经脊髓炎谱系障碍是一种脱髓鞘疾病，也是自身免疫性罕见病。国内曾在 2020 年发布了根据住院登记系统的数据，NMOSD 发病率为 0.278/10 万人，也就是每年约有 4,000 个新发病例。虽然患

者数量不多，但 NMOSD 会引起与多发性硬化(MS)相似的症状，过去被认为是多发性硬化的一种变体，并且比多发性硬化症更容易致残。因此，视神经脊髓炎谱系障碍症状患者应该及时就医。目前国内 NMOSD 的治疗仍以传统免疫制剂为主，几乎所有药物均为超适应症治疗。虽有 9 成以上的患者遵医嘱治疗，但仍有 80% 的患者每年出现复发。传统免疫制剂副作用大，患者常出现不耐受等情况。同时，长期的免疫制剂治疗有增加机会性感染和肿瘤的风险。由于通常来说生物制剂靶向性较强，而且不良反应较少，因此市场期待有更多的生物制剂研发成功。目前国内获批用于视神经脊髓炎治疗的仅阿斯利康 (ANZ US) 的依库珠单抗和由翰森制药 (3692 HK) 引进的伊奈利珠单抗注射液，分别为 2023 和 2022 年获批，上市时间不长，泰它西普属于研发进度较快的国产生物制剂。我们认为，由于 NMOSD 每年新发病例仅 4,000 人，因此上市初期可能不会带来太多收入，但泰它西普将为 NMOSD 的患者带来新的治疗选择。

长远看眼科与肿瘤领域多个在研产品将带来新亮点

公司在肿瘤与眼科领域拥有六种在研产品，其中眼科领域的 RC28 已进入三期临床，在研适应症包括湿性老年性黄斑病变、糖尿病性黄斑水肿、糖尿病视网膜病变，我们认为 RC28 如能获批将受益于糖尿病及老年性黄斑病变带来的广阔需求。肿瘤领域，公司拥有三款 ADC 药物，其中 RC88 与 RC148 已进入二期临床，我们看好用于卵巢癌、输卵管癌、原发性腹膜癌的 RC88 的需求前景。

图表 24: 公司研发管线



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

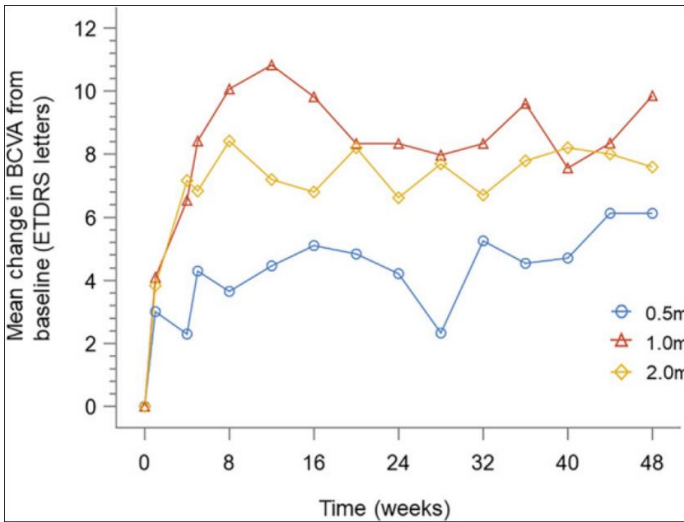
RC28 有望受益于老年性黄斑病变与糖尿病带来的广阔需求

黄斑病变治疗必须治疗，而且患者群体广阔：黄斑区位于视网膜的正中央，有丰富的感光细胞，负责我们的中央视力，如黄斑点出现病变会造成视力下降、看东西变形等。黄斑病变是除青光眼、白内障外第三大致盲因素，因此必须治疗。中国中医研究院研究表明，中国 50 岁以上人口老年性黄斑病变的患病率约 7.67%。老年性黄斑病变分干性与湿性两种，其中湿性黄斑病变情况更严重，约占患者总数的 15%-20%，其他干性黄斑病变的部分患者也可能发展成湿性，因此湿性黄斑病变患者群体广阔。根据国家卫健委数据，糖尿病患者中黄斑水肿的患病率约 5.2%，这也是糖尿病患者致盲的主要原因，糖尿病黄斑水肿药物的需求广阔。

现有老年性黄斑病变及糖尿病黄斑水肿的治疗方法有待改善，临床数据优异的 RC28 有望提供新治疗选择。目前治疗老年性湿性黄斑病变的方法主要为光动力疗法或切割术及抗 VEGF 生物疗法，而治疗糖尿病黄斑水肿的方法主要为抗血管内皮生长因子 (VEGF) 治疗和激素，这些方法均有不足。光动力疗法的副作用包括光敏现象、注射部位疼痛、肿胀、出血或炎症。玻璃体切割术技术已明显进步，但仍可能出现感染、出血、眼压升高或降低、白内障、视网膜脱落或视力丧失。糖皮质激素类药物可能导致眼压升高和白内障等。抗 VEGF 生物疗法是目前的首选手段，但目前 VEGF 都是单靶点药物，而眼底疾病的致病因素通常很多，因此目前的药物存在一定局限。此外，抗 VEGF 生物疗法通常给药频率较高而且治疗时间较长，因此容易产生副作用。综合以上情况，对湿性老年性黄斑病变和糖尿病黄斑水肿的治疗方法有待改善，多靶点的融合蛋白被视为前景良好的新选择。

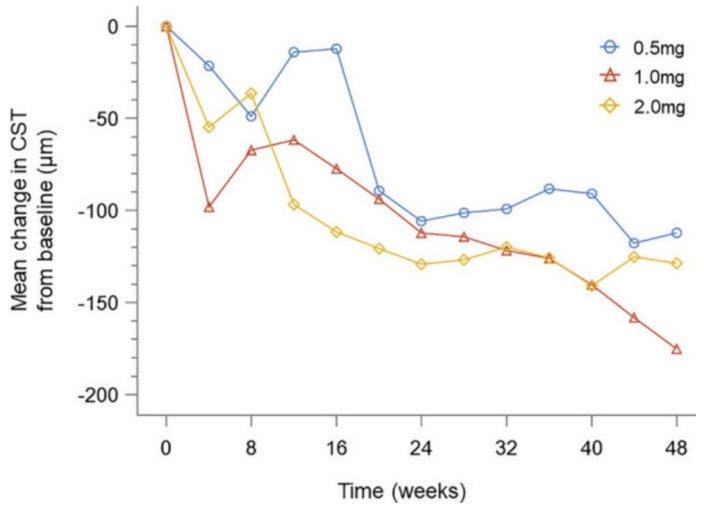
公司的 RC28 是一种 VEGF 受体、FGF 受体与人免疫球蛋白 Fc 段基因重组的融合蛋白。VEGF 和 FGF 在激活受体后会导致新生血管生成并影响血管通透性，而 RC28 能竞争性抑制 VEGF 和 FGF 与它们的受体结合，阻止 VEGF 和 FGF 家族受体的激活、抑制内皮细胞增殖和血管新生，最终达到治疗湿性年龄相关性黄斑变性等血管新生性眼科疾病的目的。从临床试验的结果看，RC28 在视力恢复与降低黄斑中心区平均厚度方面疗效显著。根据目前的研发进度，我们认为 RC28 有望于 2027-28 年获批上市，有望受益于湿性老年性黄斑病变与糖尿病黄斑病变带来的广阔需求。

图表 25: RC28 主要剂型在改善视力方面的效果



来源: 美国国家生物技术资讯中心 (NCBI), 中泰国际研究部^BCVA 为最佳矫正视力

图表 26: RC28 降低黄斑中心区平均厚度方面疗效显著



来源: 美国国家生物技术资讯中心 (NCBI), 中泰国际研究部^CST 为黄斑中心凹凸平均厚度

RC88 有望与 PD-1 抑制剂联合治疗多种实体瘤

RC88 为公司自主研发的新型间皮素 (MSLN) 靶向抗体偶联物，用于治疗 MSLN 阳性实体瘤。RC88 的结构包括 MSLN 靶向抗体、可裂解连接子以及小分子细胞毒素 (MMAE)，其作用机制与维迪西妥单抗类似，可通过靶向结合 MSLN 阳性的肿瘤细胞，介导抗体的内吞，从而有效地将细胞毒素定向传递给癌细胞，实现较好的肿瘤杀灭效果。由于 MSLN 在间皮瘤和胰腺癌中高表达，在卵巢癌、非小细胞肺癌、胃癌、三阴性乳腺癌的亚群中也过度表达，而在健康细胞中表达率不高，因此业内认为 MSLN 靶向制剂有望为患者提供安全有效的治疗。目前全球尚未有研发成功的 MSLN 药物，RC88 属于其中研发进度较快的 ADC，根据公司在 2024 年美国肿瘤大会披露的数据，RC88 在卵巢癌、非鳞非小细胞肺癌、宫颈癌治疗方面表现出较高的适用性。考虑到非鳞非小细胞肺癌、宫颈癌、卵巢癌为常见癌症，因此如能获批市场前景较好。

图表 27: 全球主要 MSLN 靶向制剂研发进展

药品名称	生产商	适应症	临床试验阶段
RC88	荣昌生物 (9995 HK)	卵巢癌、输卵管癌、原发性腹膜癌、联合 PD-1 治疗实体瘤	II 期临床
anetumabravtansine	拜耳/艾伯维	实体瘤	II 期临床
BMS-986148	BMS	实体瘤	II 期临床

来源: 药智网, 各公司, 中泰国际研究部

图表 28: RC88 临床数据

适应症	客观缓解率 (ORR)	中位无进展生存期 (PFS)	中位持续缓解时间 (DOR)
MSLN 高表达非鳞非小细胞肺癌	41.7%	6.87	9.13
宫颈癌	33.30%	不适用	不适用
卵巢癌	45.20%	不适用	8.02 个月

来源: ASCO, 中泰国际研究部^在全部非鳞非小细胞肺癌, RC88 的客观缓解率也达 31.3%

2023-26E 收入 CAGR 达 41.5%，股东净亏损将缩小

收入将维持快速增长

按照目前情况看，我们预计公司 2024-26E 的主要收入来源为泰它西普与维迪西妥单抗的销售收入。公司收入将从 10.8 亿元（人民币，下同）增加到 30.5 亿元，2023-26E CAGR 为 41.5%。

图表 29：收入预测（单位：百万元）

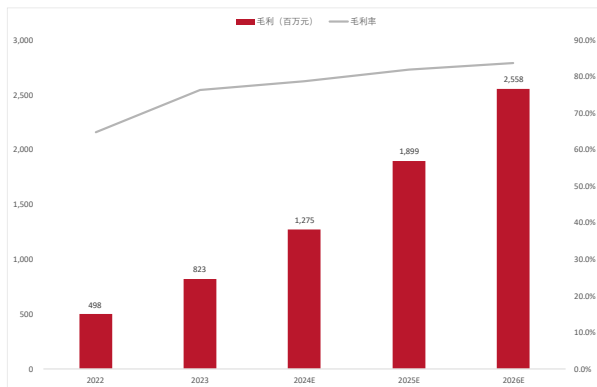
年结：12 月 31 日	2022 年	2023 年	2024E	2025E	2026E
收入	768	1,076	1,617	2,317	3,049
销售货物	738	1,049	1,597	2,294	3,023
泰它西普	330	520	778	1,196	1,712
同比增速(%)	不适用	57.6	49.7	53.6	43.2
维迪西妥单抗	400	529	819	1,099	1,311
同比增速(%)	不适用	32.3	54.8	34.1	19.4
服务收入	30	27	21	23	25
许可收益	0	0	0	0	0
RC28	0	0	0	0	0

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

公司将继续严控费用，股东净亏损将逐步缩小

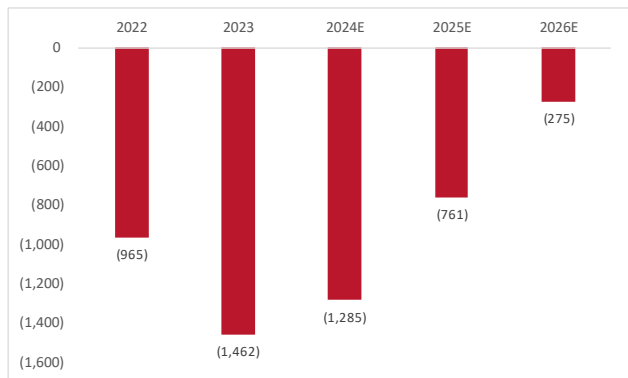
公司 2024 年前三季度成功通过缩减费用来缩小亏损。公司严格控制研发费用，销售费用率从去年同期 70.1% 缩减至 51.5%，行政费用率则从 31.6% 缩减至 19.4%，管理层表示未来将继续严控费用。通常来说，药品销售渠道成熟后费用率会低于公司目前情况。我们也认为公司的销售费用率与行政费用率将逐步下降，股东净亏损将逐年缩小。按照目前已上市或提交上市申请的产品及适应症计算，我们预计公司有望在 2027 年扭亏，我们预计 2027E/28E 分别录约 1,000 万与 3.4 亿元股东净利润。

图表 30：毛利及毛利率（单位：百万元）



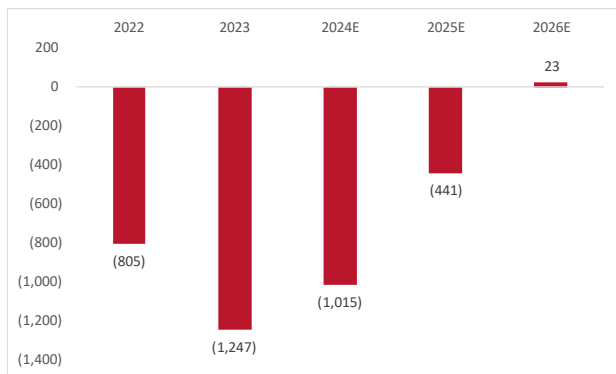
来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 31：经营净亏损预测（年结：12 月 31 日，百万元）



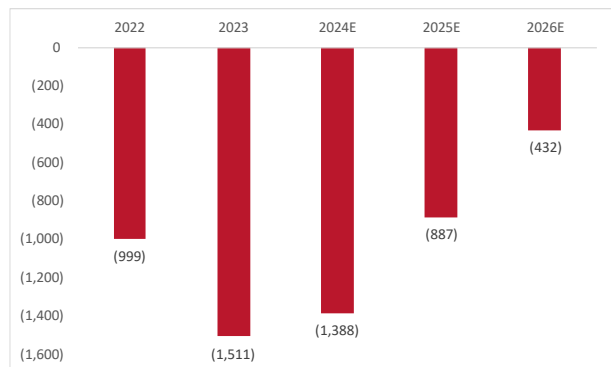
来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 32：EBITDA 预测（单位：百万元）



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 33：股东净亏损预测（单位：百万元）



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

政府将继续支持优质创新药企业融资，公司有望受益

从三季报情况看，公司 9 月底净负债率为 71.9%，但 9 月底共有 6.6 亿元现金，而且管理层表示目前有 30 亿元银行授信额度，因此能支撑未来两年费用。中国国务院于 7 月初审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，提出要从优化审评审批与投融资等政策面支持优质创新药企业，目前北京、上海、广东均已出台政策奖励创新药研发，我们认为创新药企业的融资环境有望逐步回暖。公司 7 月底曾经提交规模为 25.5 亿元的 A 股科创板定增募资计划，管理层表示目前仍在监管部门审核，预计 2025 年底前有结果，如能获批将夯实资金实力。

首次覆盖并给予“买入”评级，目标价 21.80 港元

同业估值比较

由于公司短期内不会盈利，我们主要对比市销率。我们选取港股生物科技股中收入规模相近的公司作比较。公司目前股价对应 6.8 倍 2025E 市销率，低于可比公司平均。除此以外，公司目前股价对应的 2025E 市销率也显著低于过去 1 年历史平均，因此我们认为估值有提升空间。

图表 34: 同业估值表 (按 11 月 20 日收市价更新)

公司代码	公司代码	收市价	市值 (亿港元)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息率 (%)				
			年结	F0	F1	F2	F0	F1	F2	F0	F1	F2	F0	F1	F2	
荣昌生物	9995 HK	18.12	169	12/2023	14.6	9.7	6.8	不适用	不适用	不适用	2.7	4.5	7.9	0.0	0.0	0.0
科伦博泰	6990 HK	172.1	386	12/2023	23.3	20.2	21.8	不适用	不适用	不适用	15.1	16.2	23.9	0.0	0.0	0.0
诺诚健华	9969 HK	6.71	139	12/2023	17.5	13.3	9.7	不适用	不适用	不适用	1.5	1.7	1.8	0.0	0.0	0.0
再鼎医药	9688 HK	20.75	225	12/2023	10.9	7.4	5.0	不适用	不适用	不适用	0.4	5.8	7.7	0.0	0.0	0.5
平均					16.6	12.7	10.8				4.9	7.1	10.3			

来源: 彭博, 中泰国际研究部^荣昌生物 (9995 HK) 为中泰国际研究部预测

图表 35: 荣昌生物 (9995 HK) 前瞻市销率



来源: 彭博, 中泰国际研究部

给予“买入”评级，目标价 21.80 港元

考虑到研发管线中的适应症及产品将逐步上市，我们用 DCF 模型估值。我们按照 1.3 倍贝塔系数与 7.1% 的 WACC 定价，目标价 21.80 港元，给予“买入”评级。

图表 36: DCF 模型 (年结: 12 月 31 日, 百万人民币)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	(798)	(312)	166	575	744	1,052	1,268	1,481	1,694	1,778
加: 折旧与摊销	357	334	323	330	347	375	410	453	506	531
减: 所得税	0	0	(7)	(59)	(79)	(119)	(151)	(175)	(198)	(267)
资本开支	(463)	(610)	(546)	(618)	(711)	(809)	(952)	(1,123)	(1,294)	(1,359)
营运资金变动	(421)	(178)	(213)	(411)	(396)	(555)	(569)	(703)	(888)	(932)
自由现金流	(484)	(409)	149	638	698	1,054	1,144	1,338	1,596	1,617
税后债务成本	5.5%									
无风险利率	2.4%									
风险溢价	8.5%									
贝塔系数	1.3									
权益成本	13.5%									
WACC	7.1%									
永续增长率	3.0%									
股权价值 (百万港币)	11,862									
每股内涵价值 (港币)	21.80									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 37: 每股股权价格敏感性分析

港元		永续增长率 (%)				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC (%)	6.4%	23.25	26.12	29.84	34.85	41.94
	6.7%	20.27	22.58	25.52	29.36	34.61
	7.1%	17.61	19.48	21.80	24.77	28.70
	7.4%	15.35	16.87	18.74	21.07	24.09
	7.8%	13.31	14.55	16.05	17.90	20.22

来源: 中泰国际研究部预测

图表 38：财务摘要 (年结：12 月 31 日；人民币百万元)

损益表	2022	2023	2024E	2025E	2026E	现金流量表	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收益	768	1,076	1,617	2,317	3,049	税前利润	(999)	(1,511)	(1,388)	(887)	(432)
许可收益	0	0	0	0	0	折旧及摊销	187	241	315	357	334
销售货物	738	1,049	1,597	2,294	3,023	营运资金变动	(524)	(358)	(174)	(421)	(178)
服务收入	30	27	21	23	25	已付利息	61	30	0	0	0
销售成本	(270)	(253)	(343)	(418)	(491)	已付税款	0	0	0	0	0
毛利	498	823	1,275	1,899	2,558	其他	11	97	58	89	120
其他收入及收益	232	111	109	100	100	经营业务现金净额	(1,264)	(1,502)	(1,189)	(862)	(155)
销售及分销开支	(441)	(775)	(806)	(860)	(1,028)	购入物业厂房设备	(756)	(769)	(445)	(463)	(610)
行政开支	(273)	(314)	(320)	(355)	(393)	其他	(86)	(48)	0	0	0
研发成本	(982)	(1,306)	(1,543)	(1,545)	(1,512)	投资活动现金净额	(842)	(818)	(445)	(463)	(610)
经营溢利润	(965)	(1,462)	(1,285)	(761)	(275)	净新增借款	0	1,126	1,262	1,264	913
金融资产减值亏损	(11)	(11)	(8)	0	0	股息分派	0	0	0	0	0
其他开支	(16)	(15)	(37)	(37)	(37)	其他	2,427	(148)	(58)	(89)	(120)
财务成本	(7)	(23)	(58)	(89)	(120)	融资活动现金净额	2,427	978	1,205	1,175	793
年内应占联营公司 利润/(亏损)	0	(0)	0	0	0	年初现金	1,757	2,069	727	297	147
除税前亏损	(999)	(1,511)	(1,388)	(887)	(432)	现金增加净额	322	(1,341)	(430)	(150)	28
所得税开支	0	0	0	0	0	汇率变动之影响净额	(9)	(1)	0	0	0
有效税率	0	0	0	0	0	年末现金	2,069	727	297	147	175
期间亏损	(999)	(1,511)	(1,388)	(887)	(432)						
非控股权益	0	0	0	0	0	重要指标					
股东净亏损	(999)	(1,511)	(1,388)	(887)	(432)	增长率 (%)					
EBIT	(992)	(1,488)	(1,330)	(798)	(312)	收入	(46.1)	40.2	50.3	43.3	31.6
EBITDA	(805)	(1,247)	(1,015)	(441)	23	毛利	(63.3)	65.3	54.9	49.0	34.7
						股东净亏损	盈转亏	51.3	(8.2)	(36.1)	(51.2)
资产负债表						盈利能力 (%)					
存货	523	742	970	1,120	1,333	毛利率	64.8%	76.5%	78.8%	81.9%	83.9%
应收款项	281	420	576	745	916	净利润率	129.2%	-138.3%	-82.2%	-34.5%	-10.2%
现金及现金等价物	2,069	727	297	147	175	EBIT 利润率	129.2%	-138.3%	-82.2%	-34.5%	-10.2%
其他	339	340	340	340	340	EBITDA 利润率	104.9%	-115.9%	-62.8%	-19.0%	0.7%
流动资产总值	3,212	2,229	2,183	2,352	2,764	净负债率 (%)	净现金	11.6%	102.1%	301.6%	601.3%
物业、厂房及设备	2,407	2,833	3,050	3,257	3,592	其他					
无形资产	17	24	19	13	9	有效税率 (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
其他非流动资产	385	442	361	266	211	ROAE (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
非流动资产总值	2,809	3,299	3,429	3,536	3,811	ROAA (%)					
总资产	6,021	5,528	5,613	5,888	6,575	存货周转率 (天)	542.9	911.5	911.5	911.5	911.5
应付款项	808	772	982	879	1,085	应收帐周转率 (天)	68.5	84.7	84.7	84.7	84.7
借款	0	286	1,002	1,503	1,879	应付帐周转率 (天)	257.6	260.3	260.3	260.3	260.3
其他	85	80	80	80	80						
流动负债	892	1,138	2,063	2,462	3,044						
借款	0	841	1,387	2,150	2,687						
其他	149	113	113	113	113						
非流动负债	149	953	1,500	2,263	2,800						
总负债	1,041	2,091	3,563	4,725	5,844						
股东权益	4,980	3,437	2,050	1,163	730						
非控股权益	0	0	0	0	0						
总权益	4,980	3,437	2,050	1,163	730						
净现金 (净负债)	2,069	(400)	(2,092)	(3,506)	(4,392)						

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

风险因素

如过度缩减研发开支，在研适应症与新药研发进展可能推迟

截止 2024 年 9 月底，公司净负债率为 71.9%。如公司未来过度缩减研发开支，可能造成在研适应症与新产品不能如期获批。

新药上市初期销售推广效果可能不达预期

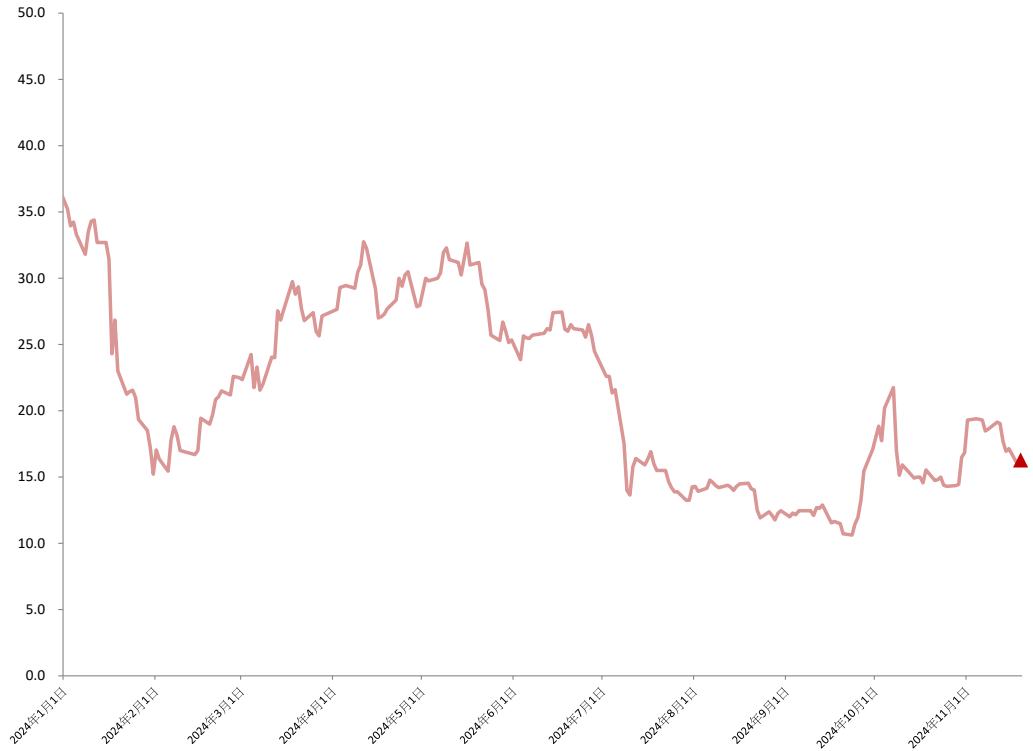
如果新药上市初期销售推广效果不达预期，公司业绩将受影响。

如最终美国 FDA 不批准产品在美国上市，股价可能下跌

维迪西妥单抗目前在海外临床试验主要通过 Seagen 进行，长远看如不能获美国 FDA 批准，可能对股价造成影响。

历史建议和目标价

荣昌生物 (9995 HK)：股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



来源：彭博，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2024/11/21	HK\$18.12	买入 (首次评级)	HK\$21.80

来源：彭博，中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该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。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。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。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并

无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话：(852) 3979 2886

传真：(852) 3979 2805