

买入

2024年11月27日

费用管控成效显著，集中资源加速重点管线推进

环比维持双位数增长，控费显著亏损收窄：公司 2024 年 Q3 实现营收 4.67 亿元，同比增长 34.6%，环比也维持了双位数增长，达 13.6%。前三季度累计收入同比增长 57.1%。随着生产规模扩大及工艺改进，公司 Q3 毛利率 82.1%，环比大幅提升 4.1 pts。公司 Q3 销售费用率 49.9%，连续两个季度维持在 50% 以下。研发费用环比下降 26.9%，费用率 74.3%。得益于有效的控费举措，公司 Q3 归母净亏损 2.91 亿元，环比缩窄 32.6%，明显改善。截止 9 月 30 日，公司在手现金及现金等价物 11.2 亿元，贷款授信额度 28 亿元。

泰它西普持续增长，MG 递交上市申请：泰它西普 Q3 销售收入约 2.7 亿元，同比增长约 43%。销售的增长主要来源于专家对产品疗效和安全性的认识不断提升、医院医生覆盖的扩大、患者 DoT 的显著延长。MG 适应症已于 10 月递交上市申请，有望在 2025H2 获批，泰它西普也将正式覆盖神免领域。维迪西妥单抗 Q3 销售额月 2 亿，同比增长约 25%，同样得益于前线 UC、GC 患者 DoT 的显著延长。BC 伴肝转移适应症已递交上市申请并纳入优先审评，有望在 2025 年获批。

研发控费集中资源，重点管线持续推进：在公司梳理临床管线后，重点管线也将获得更多资源以加速推进。RC18 方面，pSS 和 IgAN 的 III 期临床已入组完毕，进展顺利。海外临床方面，MG III 期临床已迎来首例患者入组，SLE III 期临床的第二阶段也即将开始患者入组。RC48 方面，1L UC 的 III 期临床已经完成入组，1L GC 的 III 期临床仍在筹备中。单药治疗 2L HER2 低表达 BC 的 III 期临床正在进行数据清理。海外单药 2L UC 的 III 期临床正在积极推进，联合 PD-1 的 1L UC III 期临床入组进度明显加快，合作方辉瑞将根据 1L 临床的进展确定 2L 申报上市的时间。此外辉瑞也启动了另一项 RC48 联合图卡替尼用于治疗多种实体瘤的 Ib/II 期临床。RC28 的 DME III 期临床也已完成入组，预计 2025 年递交上市申请。wAMD III 期临床也预计于年底前完成入组。此外包括 RC88、RC148、RC198、RC248 在内的多条早期管线也顺利推进中。

目标价至 23.95 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 139 亿元，约为 149 亿港元。预计公司 2024、2025、2026 年收入分别为 16.24 亿、24.11 亿、32.43 亿元。给予公司 23.95 港元的目标价，有 40.7% 的上涨空间，维持买入评级。

高小迪

852-25321960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk
但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	医药
股价	17.02 港元
目标价	23.95 港元 (+40.7%)
股票代码	9995
总股本	5.44 亿股
市值	95.80 亿港元
52 周高/低	45.50/10.2 港元
每股净资产	4.35 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	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
收入 (人民币千元)	1,076,130	1,624,464	2,410,524	3,243,316	4,783,329
变动 (%)	40.2%	51.0%	48.4%	34.5%	47.5%
归母净利润 (人民币千元)	-1,511,229	-1,447,212	-1,110,603	-619,250	260,323
每股基本收益 (人民币元)	-2.80	-2.68	-2.06	-1.15	0.48
变动 (%)	48.9%	-4.2%	-23.3%	-44.2%	-142.0%
市盈率@17.02港元(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	3289.8
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>				
	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
收入	1,076,130	1,624,464	2,410,524	3,243,316	4,783,329	盈利能力				
毛利	822,994	1,299,571	1,979,887	2,665,376	3,935,545	毛利率 (%)	76.5%	80.0%	82.1%	82.2%
销售及管理费用	(1,088,858)	(1,281,536)	(1,502,712)	(1,726,826)	(2,037,091)	EBITDA 利率 (%)	-114.6%	-71.1%	-32.8%	-8.6%
研发费用	(1,306,307)	(1,502,253)	(1,622,433)	(1,589,985)	(1,621,784)	净利率 (%)	-140.4%	-89.1%	-46.1%	-19.1%
其他净收益	95,354	95,354	95,354	95,354	95,354	营运表现				
EBIT	(1,476,817)	(1,388,864)	(1,049,903)	(556,081)	372,024	SG&A/收入 (%)	101.2%	78.9%	62.3%	53.2%
财务开支	(34,367)	(58,304)	(60,655)	(63,124)	(65,716)	实际税率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A
税前盈利	(1,511,184)	(1,447,167)	(1,110,558)	(619,205)	306,308	存货周转天数	911	745	403	207
所得税	0	0	0	0	(45,939)	应收账款天数	75	59	52	42
归母净利润	(1,511,229)	(1,447,212)	(1,110,603)	(619,250)	260,323	财务状况				
折旧及摊销	(243,428)	(234,416)	(260,047)	(277,705)	(289,833)	负债/权益	0.6	1.9	6.7	37.7
EBITDA	(1,233,389)	(1,154,448)	(789,856)	(278,376)	661,857	收入/总资产	0.2	0.3	0.4	0.6
增长						总资产/股本	10.2	10.1	10.7	9.6
总收入 (%)	40.2%	51.0%	48.4%	34.5%	47.5%	盈利对利息倍数	-35.9	-19.8	-13.0	-4.4
EBITDA (%)	-63.6%	6.4%	31.6%	64.8%	337.8%					
EPS (%)	48.9%	4.2%	23.3%	44.2%	N/A					
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>				
	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
现金	726,552	534,220	896,368	354,900	649,297	税前利润	(1,511,229)	(1,447,212)	(1,110,603)	(619,250)
应收账款	743,980	828,477	1,036,525	1,135,160	1,339,332	融资成本	23,091	47,028	49,379	51,848
存货	741,560	584,807	366,041	288,970	254,335	营运资金变化	(13,691)	331,313	239,034	244,063
其他流动资产	16,841	16,841	16,841	16,841	16,841	所得税	0	0	0	0
总流动资产	2,228,933	1,964,345	2,315,776	1,795,871	2,259,805	营运现金流	(1,501,829)	(1,068,872)	(822,190)	(323,339)
固定资产	2,833,055	2,960,909	2,945,786	2,831,507	2,673,601	资本开支	(769,249)	(285,846)	(150,000)	(50,000)
无形资产	24,294	29,897	33,957	36,474	37,447	其他投资活动	(48,401)	(211,388)	(17,180)	(17,180)
其他非流动资产	441,961	479,839	500,759	504,722	491,727	投资活动现金流	(817,650)	(497,234)	(167,180)	(67,180)
总资产	5,528,243	5,434,990	5,796,278	5,168,574	5,462,580	负债变化	1,125,840	1,499,367	1,500,000	0
应付帐款	771,527	794,642	761,387	747,784	776,319	股本变化	(139,759)	(78,566)	(99,102)	(99,102)
短期借款	286,349	1,284,666	2,784,666	2,784,666	2,784,666	股息	(7,774)	(47,028)	(49,379)	(51,848)
其他短期负债	79,665	79,665	79,665	79,665	79,665	融资活动现金流	978,307	1,373,774	1,351,519	(150,950)
总短期负债	1,137,541	2,158,973	3,625,718	3,612,115	3,640,650	现金变化	(1,341,172)	(192,332)	362,149	(541,469)
长期借款	840,588	1,341,638	1,341,638	1,341,638	1,341,638	汇率影响	(1,456)	0	0	0
其他长期负债	112,845	76,186	76,186	76,186	76,186	期初持有现金	2,069,180	726,552	534,220	896,368
总负债	2,090,974	3,576,797	5,043,542	5,029,939	5,058,474	期末持有现金	726,552	534,220	896,368	354,900
股东权益	3,437,269	1,858,192	752,736	133,487	354,762					
每股账面值	6.37	3.44	1.39	0.25	0.66					
营运资金	1,091,392	(194,629)	(1,309,942)	(1,816,244)	(1,380,845)					

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。