

香港股市 | 医药

## 荣昌生物 (9995 HK)

### 收入将快速增加，股东净亏损将逐年缩小

泰它西普将引领 2024 年收入实现高增长，股东净亏损缩小

公司公布 2024 年盈利预告，预计 2024 年销售收入将同比增加近六成至约 17.15 亿元（人民币，下同），股东净亏损将较去年同期缩小约 4,100 万元至约 14.7 亿元。公司主要产品泰它西普在红斑狼疮等适应症上销售收入大幅增加，导致收入超预期。公司四季度加大销售推广投入，导致股东净亏损多于预期，但是仍将成功实现同比减亏。

主要产品的适应症与新产品研发及审批进展顺利

公司近日表示，主要产品泰它西普与维迪西妥单抗的新适应症上市审批及研发进展顺利，新产品的研发也如期推进。公司预计泰它西普的第三项适应症重症肌无力（MG）与维迪西妥单抗的肝转移晚期乳腺癌适应症 2025 年有望获批。此外，年内还有望提交泰它西普治疗 IgA 肾病（IgAN）和原发性干燥综合征（pSS）、RC28 治疗糖尿病黄斑水肿（DME）、维迪西妥单抗一线治疗尿路上皮癌及 HER2 低表达乳腺癌适应症的上市申请，进度符合预期。

上调 2024-26E 销售费用率预测，但预计股东净亏损仍将逐年缩小

考虑到公司 2024 年销售收入将超预期，我们将 2024-26E 收入预测分别上调 6.1%、2.6%、1.1%。按照四季度情况，我们上调销售费用率预测，并将 2024-26E 股东净亏损预测分别上调 5.9%、3.9%、1.3%，但股东净亏损仍将逐年缩小。

目标价调整至 19.00 港元，维持“买入”评级

综合以上情况，我们调整 DCF 模型并将目标价从 21.80 港元调整至 19.00 港元，维持“买入”评级。

**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）产品海外临床试验或审批不顺利将影响股价

主要财务数据（百万人民币）（估值更新至 2025 年 1 月 21 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
总收入	768	1,076	1,715	2,378	3,084
增长率 (%)	-46.1%	40.2%	59.4%	38.7%	29.7%
股东净亏损	(999)	(1,511)	(1,470)	(922)	(438)
增长率 (%)	盈转亏	51.3%	-2.7%	-37.3%	-52.5%
每股亏损 (人民币)	(1.88)	(2.80)	(2.72)	(1.71)	(0.81)
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	3.61	1.92	1.12
市净率 (倍)	1.3	1.9	3.4	6.4	10.9

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

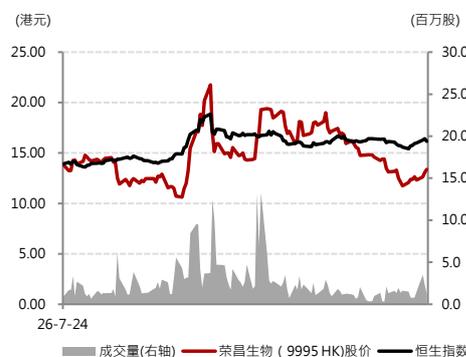
目标价：19.00 港元

股票资料（更新至 2025 年 1 月 21 日）

收市价	13.06 港元
总市值	13,480.48 百万港元
H 股流通股比例	81.54%
H 股已发行总股本	189.58 百万
52 周价格区间	10.2-34.45 港元
3 个月日均成交额	37.72 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

相关报告

20241121: 荣昌生物 (9995 HK): 厚积薄发的 ADC 与融合蛋白领域明星

分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: DCF 模型 (12 月 31 日年结, 百万人民币)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	(833)	(316)	111	498	703	1,005	1,213	1,414	1,614	1,646
加: 折旧与摊销	358	336	324	331	348	376	412	456	509	519
减: 所得税	0	0	0	(47)	(72)	(111)	(142)	(165)	(185)	(247)
资本开支	(447)	(611)	(551)	(624)	(717)	(815)	(958)	(1,129)	(1,299)	(1,325)
营运资金变动	(260)	(280)	(135)	(499)	(310)	(640)	(486)	(786)	(796)	(812)
自由现金流	(662)	(310)	18	656	572	1,095	1,010	1,361	1,434	1,405
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	7.0%									
永续增长率	3.0%									
股权价值 (百万港币)	10,342									
每股内涵价值 (港币)	19.00									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 2: 每股股权价格敏感性分析 (单位: 港元)

		永续增长率 (%)				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC (%)	6.3%	20.16	22.85	26.37	31.16	38.06
	6.6%	17.46	19.63	22.40	26.07	31.14
	7.0%	15.06	16.81	19.00	21.82	25.61
	7.3%	13.01	14.44	16.19	18.41	21.30
	7.7%	11.17	12.33	13.74	15.49	17.72

来源: 中泰国际研究部预测

图表 3: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

损益表						现金流量表					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
收益	768	1,076	1,715	2,378	3,084	税前利润	(999)	(1,511)	(1,470)	(922)	(438)
许可收益	0	0	0	0	0	折旧及摊销	187	241	315	358	336
销售货物	738	1,049	1,694	2,355	3,058	营运资金变动	(524)	(358)	(289)	(260)	(280)
服务收入	30	27	21	23	25	已付利息	61	30	0	0	0
销售成本	(270)	(253)	(362)	(430)	(489)	已付税款	0	0	0	0	0
毛利	498	823	1,353	1,949	2,595	其他	11	97	58	89	122
其他收入及收益	232	111	109	100	100	经营业务现金净额	(1,264)	(1,502)	(1,387)	(734)	(260)
销售及分销开支	(441)	(775)	(904)	(930)	(1,055)	购入物业厂房设备	(756)	(769)	(472)	(447)	(611)
行政开支	(273)	(314)	(338)	(362)	(398)	其他	(86)	(48)	0	0	0
研发成本	(982)	(1,306)	(1,588)	(1,552)	(1,521)	投资活动现金净额	(842)	(818)	(472)	(447)	(611)
经营溢利	(965)	(1,462)	(1,368)	(796)	(279)	净新增借款	0	1,126	1,262	1,312	925
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)	(122)
财务成本	(7)	(23)	(58)	(89)	(122)	融资活动现金净额	2,427	978	1,205	1,223	803
应占联营公司利润	0	(0)	0	0	0	年初现金	1,757	2,069	727	73	114
除税前亏损	(999)	(1,511)	(1,470)	(922)	(438)	现金增加净额	322	(1,341)	(654)	41	(67)
所得税开支	0	0	0	0	0	汇率变动影响净额	(9)	(1)	0	0	0
有效税率	0	0	0	0	0	年末现金	2,069	727	73	114	47
期间亏损	(999)	(1,511)	(1,470)	(922)	(438)						
非控股权益	0	0	0	0	0						
股东净亏损	(999)	(1,511)	(1,470)	(922)	(438)						
EBIT	(992)	(1,488)	(1,413)	(833)	(316)						
EBITDA	(805)	(1,247)	(1,098)	(475)	20						

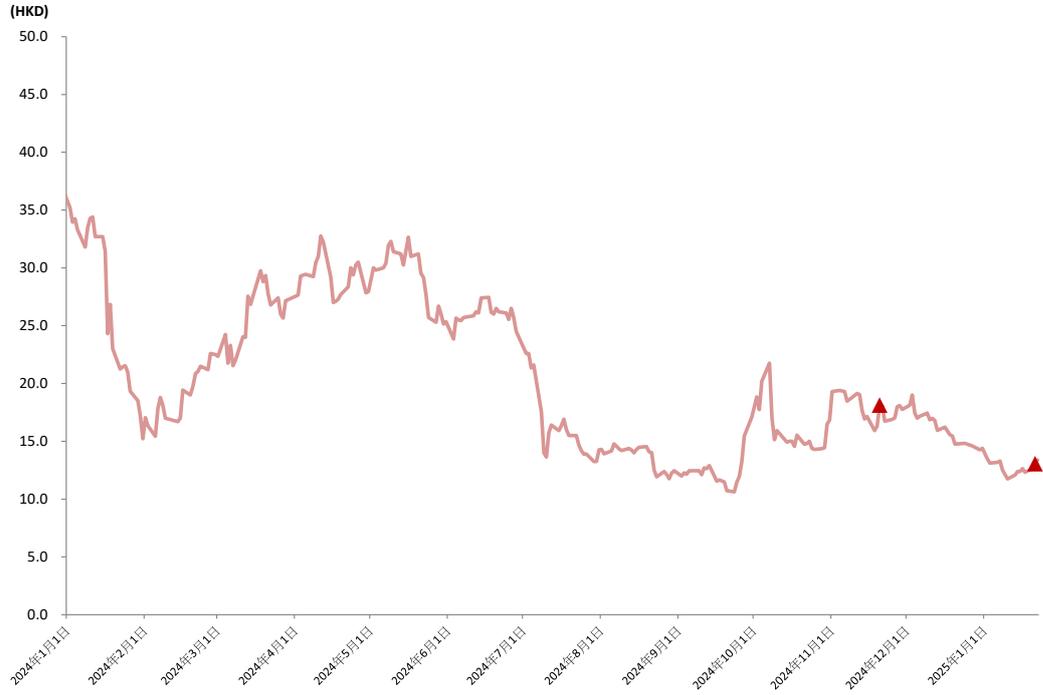
  

资产负债表						重要指标					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	523	742	1,067	1,078	1,364	增长率 (%)					
应收款项	281	420	621	728	949	收入	(46.1)	40.2	59.4	38.7	29.7
现金及现金等价物	2,069	727	73	114	47	毛利	(63.3)	65.3	64.4	44.0	33.2
其他	339	340	340	340	340	股东净亏损	盈转亏	51.3	(2.7)	(37.3)	(52.5)
流动资产总值	3,212	2,229	2,102	2,261	2,700	盈利能力 (%)					
物业、厂房及设备	2,407	2,833	3,076	3,266	3,600	毛利率	64.8%	76.5%	78.9%	81.9%	84.1%
无形资产	17	24	19	13	9	净利率率	-129.2%	138.3%	-82.4%	-35.0%	-10.2%
其他非流动资产	385	442	361	266	211	EBIT 利润率	-129.2%	138.3%	-82.4%	-35.0%	-10.2%
非流动资产总值	2,809	3,299	3,456	3,545	3,820	EBITDA 利润率	-104.9%	115.9%	-64.0%	-20.0%	0.7%
总资产	6,021	5,528	5,558	5,806	6,520	净负债率 (%)	净现金	11.6%	117.8%	343.3%	754.4%
应付款项	808	772	1,009	868	1,094	其他					
借款	0	286	1,002	1,523	1,904	有效税率 (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
其他	85	80	80	80	80	ROAE (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
流动负债	892	1,138	2,091	2,471	3,078	ROAA (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
借款	0	841	1,387	2,178	2,722	存货周转率 (天)	542.9	911.5	911.5	911.5	911.5
其他	149	113	113	113	113	应收帐周转率 (天)	68.5	84.7	84.7	84.7	84.7
非流动负债	149	953	1,500	2,290	2,835	应付帐周转率 (天)	257.6	260.3	260.3	260.3	260.3
总负债	1,041	2,091	3,591	4,761	5,913						
股东权益	4,980	3,437	1,967	1,045	607						
非控股权益	0	0	0	0	0						
总权益	4,980	3,437	1,967	1,045	607						
净现金 (净负债)	2,069	-400	-2,317	-3,587	-4,579						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

## 历史建议和目标价

荣昌生物 (9995 HK) 股价表现及评级时间表 (单位: 港元)



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
2	2025/1/22	HK\$13.06	买入 (维持)	HK\$19.00

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，但我们并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提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