

2025年3月14日
维昇药业-B (2561.HK)IPO 点评
证券研究报告

维昇药业-B (2561.HK) IPO 点评

医药

报告摘要

公司概况

维昇药业（以下简称“公司”）是一家处于研发后期、产品接近商业化的生物制药公司，专注于在中国（包括香港、澳门及台湾）提供特定内分泌疾病的治疗方案。公司拥有一款核心产品及两款其他在研候选药物，均是由其合作伙伴及控股股东之一 Ascendis Pharma 授权引入。

财务状况

截至目前，公司尚无商业化产品，且暂未实现盈利。在 2022 年、2023 年及截至 2024 年 9 月 30 日，公司其他收入分别为 576.4 万元、1,135.6 万元和 864.7 万元，相应亏损总额分别 2.9 亿元、2.5 亿元和 1.3 亿元。

行业状况及前景

根据 Frost & Sullivan 的资料，中国人生长激素市场规模呈现显著的增长态势。由 2018 年的 40 亿元迅速增长至 2023 年的 116 亿元，年复合增长率为 23.9%，预计到 2030 年将持续增长至 286 亿元，自 2023 年至 2030 年的年复合增长率为 13.7%。未来行业成长的主要驱动力如下：1、人生长激素治疗的需求不断增加。2、人生长激素治疗方案持续涌现。3、对生长激素缺乏症的认识不断提高且患者的负担能力日益增强。

竞争优势

1) 基于经验证技术的研发后期管线，公司拥有快速接近创收的高度确定性。2) 隆培促生长素在全球最大且快速增长的中国人生长激素市场中，是用于 PGHD 的长效人生长激素替代疗法，目前 BLA 申报已获国家药监局受理。3) 其他在研产品有序推进：那韦培肽在中国已完成用于治疗软骨发育不全的 2 期临床试验的双盲期试验，并于 2024 年 4 月完成该项试验开放标签阶段最后一位患者的最后一次访视；帕罗培特立帕肽目前正在中国进行一项 3 期关键性试验的开发，预计将在 2025 年向国家药监局提交 NDA。4) 拥有一支具备卓越商业化能力的一流管理团队，并且获得股东和投资者的鼎力支持。

发行所得款用途

约 84.0% 将用于正在进行的进口核心产品的 BLA 注册工作，以及隆培促生长素的计划商业化上市提供资金；约 7.6% 将用于正在进行的帕罗培特立帕肽的中国 3 期关键性试验的开放标签扩展研究部分及商业化上市的筹备工作提供资金；约 1.8% 将用于正在进行的那韦培肽用于治疗软骨发育不全的中国 2 期试验的开放标签扩展研究部分及相关分析提供资金；约 6.6% 将用作运营资金及一般公司用途。

基石投资者

五名基石投资者合计认购 7,200 万美元，分别是安科生物、苏州工业园区产业投资基金子公司园丰、维梧资本、药明生物、Reynold Lemkins。

投资建议

本次 IPO 招股价在 68.4-75.3 港元，对应上市市值在 77.0-84.7 亿港元。对比行业龙头 A 股长春高新的估值水平，公司估值相对偏高。综合考虑，我们给予公司 IPO 专用评分“5.3”。

风险提示：政策风险、行业竞争加剧、产品销售不及预期、研发进展不及预期等风险。

股份名称：维昇药业-B
股份代码：2561.HK

IPO 专用评级 5.3

-- 评级基于以下标准，最高10分	
1. 公司营运 (30%)	6
2. 行业前景 (30%)	7
3. 招股估值 (20%)	3
4. 市场情绪 (20%)	4

主要发售统计数字

上市日期：	2025/3/21
发行价范围(港元)	68.44-75.28
发行股数, 绿鞋前(百万股)	9.90
-- 香港公开发售；占比	0.99; 10%
-- 最高回拨后股数；占比	4.95; 50%
-- 发行中旧股数目；占比	0; 0%
总发行金额, 绿鞋前(亿港元)	6.78-7.45
总募集资金, 绿鞋前(亿港元)	6.78-7.45
净募集资金, 绿鞋前(亿港元)	6.03 (以招股价中位数计)
发行后股本(百万股)	
-- 绿鞋前	112.44
-- 绿鞋后	113.93
发行后市值(亿港元)	
-- 绿鞋前	76.96-84.65
-- 绿鞋后	77.97-85.76
备考每股有形资产净值(港元)	8.48-9.06
备考市净率(倍)	8.07-8.31

保荐人	摩根士丹利、Jefferies
联席账簿管理人及联席牵头经办人	摩根士丹利、Jefferies、中信证券、富途证券、国元国际、东吴证券（香港）
会计师	EY

资料来源：公司招股书

谢欣茹 医药行业分析师
xiexinru@sdicsi.com.hk

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其他其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼 电话：+852-2213 1000 传真：+852-2213 1010