

香港股市 | 医药

维昇药业（2561 HK）

公司简介

- (一) 公司成立于2018年11月，总部在苏州市。根据2018年与Ascendis（ASND US）附属公司订立的三份独家许可协议，公司拥有在中国（包括香港、澳门及台湾）开发、生产和商业化隆培促生长素(lonapegsomatropin)及其自动注射器、那韦培肽(navepegritide)及其注射器及帕罗培特立帕肽(palopegteriparatide)及其注射器的权利。
- (二) 公司的管线产品中，核心产品隆培促生长素(lonapegsomatropin)是每周仅需注射一次的长效生长激素替代疗法，用于治疗儿童生长激素缺乏症（PGHD，一种生长激素不足导致的18岁以下患者中常见的矮小症）。那韦培肽(navepegritide)是一款C型利钠肽的长效前药，用于治疗软骨发育不全（一种短肢型矮小症，可导致严重的骨骼并发症及合并症）。帕罗培特立帕肽(palopegteriparatide)是一款每日一次的甲状旁腺激素替代药物，用于治疗慢性甲状旁腺功能减退症（一种由甲状旁腺激素分泌减少或功能缺陷所引起的钙磷代谢异常综合症）。
- (三) 公司的核心产品有两款已在欧美获批：隆培促生长素(lonapegsomatropin)是首个在美国及欧洲获批上市的长效生长激素，目前在中国已完成三期临床，公司预计2025年有望在中国获批。那韦培肽与帕罗培特立帕肽分别正在中国进行II期及III期关键性临床试验，其中帕罗培特立帕肽(palopegteriparatide)亦已分别于2023年11月及2024年8月获得EMA及FDA批准用于治疗患有慢性甲状旁腺功能减退症的成人患者，并于2024年1月在若干欧洲国家商业化上市。
- (四) 根据公司与Ascendis附属公司签订的协议，各独家许可协议期限内，Ascendis附属公司（即独家许可协议的各方）及其附属人士均不得在中国（包括香港、澳门及台湾）开展或参与任何竞争产品的研究、开发、生产或商业化。从目前已经决定的合作期限的核心专利的到期时间看，隆培促生长素为2029-37年，那韦培肽为2036-40年，帕罗培特立帕肽为2029-37年，因此至少5年内公司不会面对Ascendis附属公司的竞争。

行业前景

我们认为公司管线中的产品如能获批，在中国市场的需求前景良好，具体理由如下。

儿童生长激素缺乏症（PGHD）是 18 岁以下患者中最常见的矮小症，占中国 18 岁以下矮小症患者总数的 41.5%。Frost&Sullivan 研究表明中国 2023 年有 336.4 患者。该疾病 2023 年治疗率仅 5.3%。我们认为造成治疗率低下的主因之一是缺乏优质药物。目前获批的长效药物仅长春高新（000661 CH）旗下金赛药业的金赛增，因此我们认为公司产品如能在中国获批，需求前景良好，面对的竞争也不会很大。

中泰评分

综合得分：(100 分为满)

中性	69
行业前景	15
公司经营	13
估值水平	14
稳价人往绩	12
市场氛围	15

注：各项满分为 20 分，综合得分满分为 100 分。

招股概要

公开发售价：	68.44-75.28 港元
每股股数：	100 股
每股费用：	7,603.92 港元
公司市值：	7,695.5-8,464.6 百万港元
保荐人：	Morgan Stanley, Jefferies
主要股东：	Ascendis Pharm（占 36.58%）
总发行数股：	990 万股
公开发售：	99 万股
国际发售：	891 万股
截止认购日：	2025 年 3 月 18 日
分配结果日：	2025 年 3 月 20 日
正式上市日：	2025 年 3 月 21 日

来源：公司资料。

分析师

施佳丽（Scarlett Shi）
+852 23591854
Scarlett.shi@ztsc.com.hk

Frost&Sullivan 研究表明中国软骨发育不全的患病人数为 5.12 万例，目前还没有药物获批，中国市场仅公司的那韦培肽和赛诺菲（SNY US）的 SAR442501 进行到 II 期临床，因此公司产品如能研发成功将有很强的先发优势。

甲状旁腺功能减退症是一种由甲状旁腺激素分泌减少或功能缺陷所引起的钙磷代谢异常综合症，是以低钙血症、高磷血症及血清甲状旁腺激素水平过低为特征的疾病。Frost&Sullivan 研究表明中国甲状旁腺功能减退症的患病人数为 41.01 万例，预计于 2030 年将达到 49.56 万例，因此药物需求广阔。原来甲状旁腺功能减退症患者需要终生服用钙及维生素 D 补充剂，这些补充剂缺乏疗效且无法恢复正常的甲状旁腺激素生理机能。2015 年上市的 Natpara（甲状旁腺激素(1-84)）为全球首款甲状旁腺激素疗法，但由于半衰期短无法达到甲状旁腺激素的生理水平活性，因此不具备理想的药代动力学效果，生产商武田医药（4502 JP）已宣布在 2024 年底前停产，因此市场上缺乏特别有效的药物。帕罗培特立帕肽 (palopecteriparatide) 为每日一次的甲状旁腺激素替代疗法，半衰期长，通过将全天 24 小时的甲状旁腺激素恢复至稳定生理水平，解决甲状旁腺功能减退症的病因。考虑到产品已在欧洲上市，我们认为国内获批的可能性也较高，有望弥补国内市场该疾病治疗药物的空缺。

公司经营

公司目前没有产品上市，因此没有销售收入。2023 年股东净亏损同比减少 13.5% 至约 2.5 亿元（人民币，下同），主因：研发成本从去年同期的 1.8 亿元缩减至 5,769 万元，管理费用从 1.8 亿元缩减至约 8,000 万。2024 年前九个月研发费用同比增加 54.7% 至 5,890.7 万元，但其他收益与亏损净额从去年同期的 1.0 亿元减少至 38.8 万元，因此股东净亏损从去年同期的 2.1 亿元缩小至 1.3 亿元。

资产负债表方面，2022 与 2023 年经营活动使用现金净额分别为 2.5 与 2.7 亿元，2024 年上半年经营活动使用现金净额则从去年同期的约 1.6 亿元缩减至 1.0 亿元。公司 2023 年与 2024 年上半年投资活动使用现金净额仅为 52.0 万元与 11.7 万元，而且目前无银行借款，因此资产负债表健康。尽管如此，由于公司产品尚未获批，目前来看也还有产品不能如期上市的风险。

稳价人往绩

公司本次稳价人由摩根士丹利亚洲有限公司担任，该公司过去两年担任稳价人的六家公司中三家首日上涨，在 2023-24 年港股表现不佳的情况下表现平稳。

估值水平

公司的管线产品属于内分泌药物。港股生物科技目前以肿瘤与自身免疫药物生产商为主，没有内分泌药物生产商，因此我们选取生物科技板块中管线产品的研发或审批阶段与公司接近的公司做估值对比，因此可比公司为同源康医药（2410 HK）与康诺亚（2612 HK），其中同源康医药管线产品以肿瘤药为主，康诺亚则兼顾肿瘤药与自身免疫药物。由于公司与可比公司均无产品销售收入与盈利，我们主要对比市值，并且以市净率指标作为参考。公司招股价对应 77.0-84.6 亿港元，略低于可比公司。我们认为，虽然公司产品针对的适应症不像癌症那样会快速致死，但治疗的迫切性高于自身免疫类疾病，而且公司的产品在国内市场没有竞争对手，因此不应较可比公司有明显折让。市净率方面，公司招股价对应 18.3-20.2 倍的历史市净率，高于康诺亚，但是另一家同源康医药 2023 年净资产为负数，所以公司的市净率并不比可比公司平均水平高。综合以上情况，我们认为估值不算高。

图表 1：同业估值表

公司名称	公司代码	收市 价	市值（亿 港元）	年结	市盈率（倍）			市净率（倍）			股息率 （%）			净负债 率（%）			
					F0	F1	F2	F0	F1	F2	F0	F1	F2	F0	F1		
维升药业	2561 HK	N/A	77.0-84.6	12/2023	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	18.3-20.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	净现金
同源康	2410 HK	28.6	102.7	12/2023	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	N/A	N/A	N/A
康诺亚	2162 HK	35.3	98.9	12/2023	26.0	55.6	15.5	不适用	不适用	不适用	3.5	4.1	6.6	0.0	0.0	0.0	净现金

市场氛围

最近 12 个月上市的 74 家公司中，首日上升的有 45 家，下跌和持平的分别为 26 家和 3 家。最近 3 个月以来港股气氛明显好转，因此上市的 19 家公司中又 14 家首日上涨，新股市场气氛良好。

申购建议

综合以上情况，我们认为公司产品如能上市需求前景良好，而且在国内市场竞争也不大。由于公司产品针对的适应症属于必须治疗的疾病，因此作为香港市场第一家内分泌药物生产商，我们认为公司估值不算高。公司的基石投资者中，包括著名生物科技公司药明生物（2269 HK）与安科生物（300009 CH），表明这些公司认可公司的研发能力。

尽管如此，由于产品目前尚未获批，还有不能如期上市的风险。综合以上情况，我们给予 69 分评分与“中性”评级。

风险提示

（1）如公司产品不能如期上市，股价将下跌；（2）如公司产品上市后销售推广效果不佳，业绩与股价将受影响。

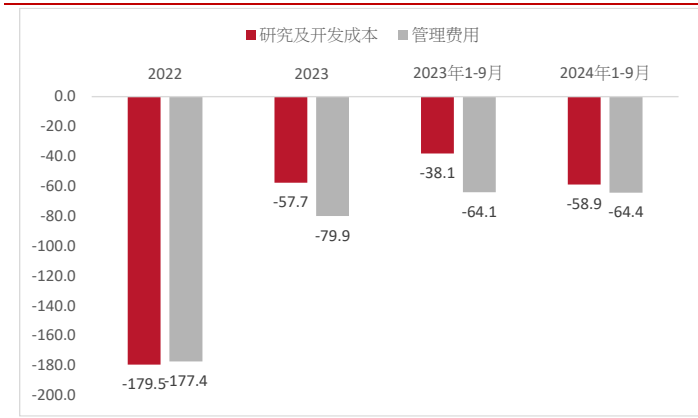
图表 2：公司产品管线

		臨床開發及監管狀態					維昇 所開展試驗的 下一步里程碑
候選藥物*	適應症	IND	1期	2期	3期	BLA / NDA	
★ 兒童內分泌	隆培促生長素 (lonapegsomatropin)	已於2022年4月完成中國3期關鍵性試驗 (BLA已於2024年3月獲國家藥監局受理) ⁽¹⁾					預計BLA 獲批日期為2025年 下半年
	那韋培肽 (navepegritide)	中國2期試驗進行中， 雙盲期 ⁽⁴⁾ 試驗已於2023年11月完成 ⁽³⁾					預計將向國家藥監局 提交NDA
➡ 成人內分泌	帕羅培特立帕肽 (palopegteriparatide)	中國3期關鍵性試驗進行中， 雙盲期 ⁽⁴⁾ 試驗已於2023年1月完成 ⁽³⁾					預計將於2025年 向國家藥監局 提交NDA

★ 核心產品 ➡ 關鍵候選藥物

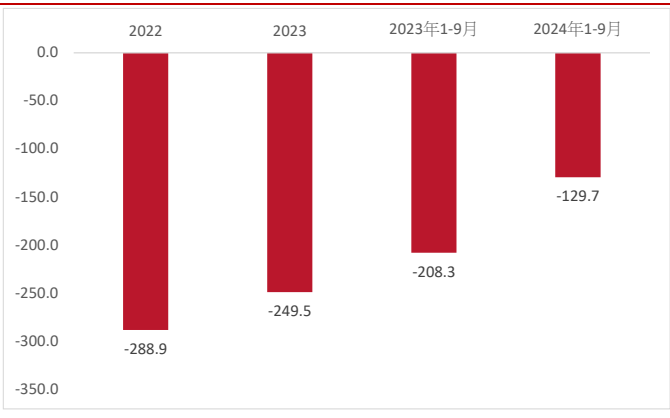
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 3：主要开支（单位：百万人民币）



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 4：股东净亏损（单位：百万人民币）



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

- 1. 行业前景评分：1-20 分，20 分为最高分
- 2. 公司经营评分：1-20 分，20 分为最高分
- 3. 估值水平评分：1-20 分，20 分为最高分
- 4. 稳价人往绩评分：1-20 分，20 分为最高分
- 5. 市场氛围评分：1-20 分，20 分为最高分

综合评分总得分 = （行业前景评分 + 公司经营评分 + 估值水平评分 + 稳价人往绩评分 + 市场氛围评分）之总和

积极申购：综合评分总得分 >= 80 分

申购：70 分=< 综合评分总得分<80 分

中性：60 分=< 综合评分总得分<70 分

不申购：综合评分总得分< 60 分

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