



## 荣昌生物 (9995.HK/688331.CH): 近期重点关注泰它西普三期 MG 数据

公司 2024 年业绩符合预期。维持“持有”评级及目标价（港股 26 港元、A 股人民币 35 元）。

● **2024 年业绩符合预期:** 公司 2024 年实现收入人民币 17.1 亿元 (+58.9% YoY)，包括产品收入 17 亿元 (+61.9% YoY)，符合**此前业绩预告**，其中 RC18 实现产品收入 9.7 亿元 (+88% YoY)，RC48 实现收入 7.2 亿元 (+36% YoY)；全年净亏损为 14.7 亿元 (-2.8% YoY)，接近**此前业绩预告**。全年产品销售毛利率 79.8%，同比上升 4 个百分点。得益于商业化收入的扩大，销售费用率降至 55.5% (vs.2023 年: 72%)，行政费用率降低至 19.4% (vs. 2023 年: 29.1%)，研发费用率降低至 90% (2023 年: 121.4%)。

● **泰它西普 MG 适应症国内预计于 1H25 获批，重点关注 AAN 大会口头报告三期 MG 数据读出:** 4Q24 泰它西普实现销售收入约 3.2 亿元 (~+123.1% YoY, +18.5% QoQ)，2024 年全年实现销售收入 9.7 亿元 (+88% YoY)。2024 年泰它西普商业化团队维持在 800 人左右的稳定规模，截至 2024 年底，泰它西普已实现 1,000+ 家医院的准入。适应症扩展方面，MG (重症肌无力) 适应症有望于 1H25 获批，IgAN 有望于 1H25 递交 BLA，PSS 有望于 2H25 递交 BLA。2025 年商业化团队有望继续增加神免医药代表推广 MG，管理层表示 MG 获批后商业化目标人群较聚焦于中度 MG 或严重 MG 患者的序贯治疗。在国内市场，由于再鼎医药的艾加莫德 MG 适应症销售强劲 (不仅 IV 剂型在医保内，还有皮下剂型在医保外)、以及石药/和铂的巴托利单抗有望于 2025 年中获批 MG 适应症，我们预计市场竞争将极为激烈。此外，泰它西普 3 期 MG 数据在 4 月 8 日美国神经病学学会年会上的读出 (重磅口头报告形式) 成为近期关注重点。若数据读出优秀，我们认为泰它西普凭借 MG 出海的概率或许有机会提升，从而推动股价上涨，尽管管理层于业绩会表示出海依然存在高度不确定性。此外，管理层于此次年报业绩会表示此前市场担忧的带状疱疹海外三期临床第二阶段已经暂停，主要由于第二阶段涉及 2 个三期试验所需要资金量较大。我们认为该暂停有助于帮助公司节省资金，将有限的资源投入至投资回报比更高、更容易实现差异化的疾病领域。

● **维迪西妥单抗收入 4 季度同比增长但环比有所下降:** 4Q24 RC48 实现销售收入 1.7 亿元 (+14.6% YoY, -14.7% QoQ)，2024 年全年实现销售收入 7.2 亿元 (+36% YoY)。2024 年底商业化团队为 500+ 人，与年初基本持平，并预计将在 2025 年维持稳定。HER2+ 乳腺癌伴肝转移适应症有望于 2Q25 获批上市，和 PD-1 联用于 1L UC 有望于 2H25 递交 BLA。

● **现金流压力似有所缓和，公司预计 2025 年仅需补充几亿元流动资金:** 截至 2024 年底，公司在手现金为 7.6 亿元。管理层表示希望将公司 2025 年净亏损控制在 10 亿元以下，因此 2025 年需要补充的现金仅需要几亿元。具体来说，2025 年研发费用预计将控制在 13 亿元左右 (vs. 2024 年: 15.4 亿元)，管理费用预计保持稳定，销售费用率有望进一步下降至 50% 以下 (vs. 2024 年: 55%)，与此同时产品的毛利率预计将进一步提升，因此所需要的资金一部分将被商业化产生的现金流覆盖。随着商业化的持续推进，管理层预计从 2026 年开始公司可产生正的现金流。

### 阳景

首席医药分析师  
 Jing\_yang@spdbi.com  
 (852) 2808 6434

### 胡泽宇 CFA

医药分析师  
 ryan\_hu@spdbi.com  
 (852) 2808 6446

2025 年 4 月 1 日

### 荣昌生物 (9995.HK)

目标价 (港元)	26.0
潜在升幅/降幅	-1%
目前股价 (港元)	26.2
52 周内股价区间 (港元)	10.2-34.5
总市值 (百万港元)	21,626
近 3 月日均成交额 (百万港元)	73

注: 截至 2025 年 4 月 1 日收盘价

### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间  
 资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 荣昌生物 (688331.CH)

目标价 (人民币)	35.0
潜在升幅/降幅	-20%
目前股价 (人民币)	43.9
52 周股价区间 (人民币)	22.3-59.6
总市值 (百万人民币)	20,4205
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	139

注: 截至 2025 年 4 月 1 日收盘价

### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间  
 资料来源: Bloomberg、浦银国际



• **维持“持有”评级和目标价（港股 26 港元、A 股人民币 35 元）：**我们将 2025E/26E 净亏损预测下调 13%/15%，主要由于下调研发费用预测及轻微上调收入预测所致。基于我们的 DCF 估值模型，（WACC：9.7%，永续增长率：3%），维持公司“持有”评级和目标价 26 港元（港股）和人民币 35 元（A 股）。在未有明确泰它西普出海指引情况下，我们认为目前公司处于合理估值区间，若后续泰它西普成功实现出海，则公司股票有望迎来上调机会。

• **投资风险：**出海授权延误或失败、现金流消耗大于预期、销售未如预期、研发延误或临床试验数据不如预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,076	1,710	2,142	2,971	4,044
同比变动 (%)	40.2%	58.9%	25.3%	38.7%	36.1%
归母净利润/(亏损)	-1,511	-1,468	-1,014	-696	-109
PS (X)	11.4	7.1	5.8	4.2	3.1

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

## 财务报表分析与预测 - 荣昌生物 (9995.HK)

### 利润表

人民币百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>收益</b>	<b>1,076</b>	<b>1,710</b>	<b>2,142</b>	<b>2,971</b>	<b>4,044</b>
销售成本	-253	-343	-418	-493	-675
<b>毛利</b>	<b>823</b>	<b>1,367</b>	<b>1,724</b>	<b>2,477</b>	<b>3,369</b>
销售及分销开支	-775	-949	-1,071	-1,188	-1,335
行政开支	-314	-332	-364	-401	-506
研发成本	-1,306	-1,540	-1,307	-1,575	-1,618
<b>经营利润</b>	<b>-1,572</b>	<b>-1,453</b>	<b>-1,018</b>	<b>-687</b>	<b>-89</b>
其他收入及收益	111	105	100	100	100
金融资产减值亏损	-11	-11	0	0	0
其他开支	-15	-37	0	0	0
财务成本	-23	-72	-97	-110	-120
<b>除税前亏损</b>	<b>-1,511</b>	<b>-1,468</b>	<b>-1,014</b>	<b>-696</b>	<b>-109</b>
所得税开支	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>-1,511</b>	<b>-1,468</b>	<b>-1,014</b>	<b>-696</b>	<b>-109</b>

### 资产负债表

人民币百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	2,833	2,744	2,598	2,493	2,425
使用权资产	252	211	149	106	76
其他无形资产	24	26	23	21	19
按公允价值计入其他全面收益的股权投资	94	59	59	59	59
其他非流动资产	97	169	177	186	195
<b>非流动资产</b>	<b>3,299</b>	<b>3,209</b>	<b>3,007</b>	<b>2,865</b>	<b>2,776</b>
存货	742	659	1,286	985	1,791
应收票据	420	599	692	1,098	1,339
预付款项及其他	324	269	283	297	312
已抵押存款	17	3	3	3	3
现金及现金等价物	727	760	492	-19	99
<b>流动资产</b>	<b>2,229</b>	<b>2,290</b>	<b>2,757</b>	<b>2,365</b>	<b>3,544</b>
贸易应付款项及应付票据	139	162	410	185	629
其他应付款项及应计费用	632	565	565	565	565
计息银行借款	286	1,370	1,870	1,870	2,370
租赁负债	58	62	62	62	62
递延收入	21	28	28	28	28
<b>流动负债</b>	<b>1,138</b>	<b>2,188</b>	<b>2,936</b>	<b>2,711</b>	<b>3,655</b>
银行借款	841	1,196	1,674	2,009	2,210
租赁负债	75	42	42	42	42
递延收入	38	86	86	86	86
<b>非流动负债</b>	<b>953</b>	<b>1,324</b>	<b>1,803</b>	<b>2,137</b>	<b>2,338</b>
股本&实收资本	544	544	544	544	544
储备	3,333	1,887	926	283	227
<b>权益</b>	<b>3,437</b>	<b>1,986</b>	<b>1,025</b>	<b>382</b>	<b>326</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

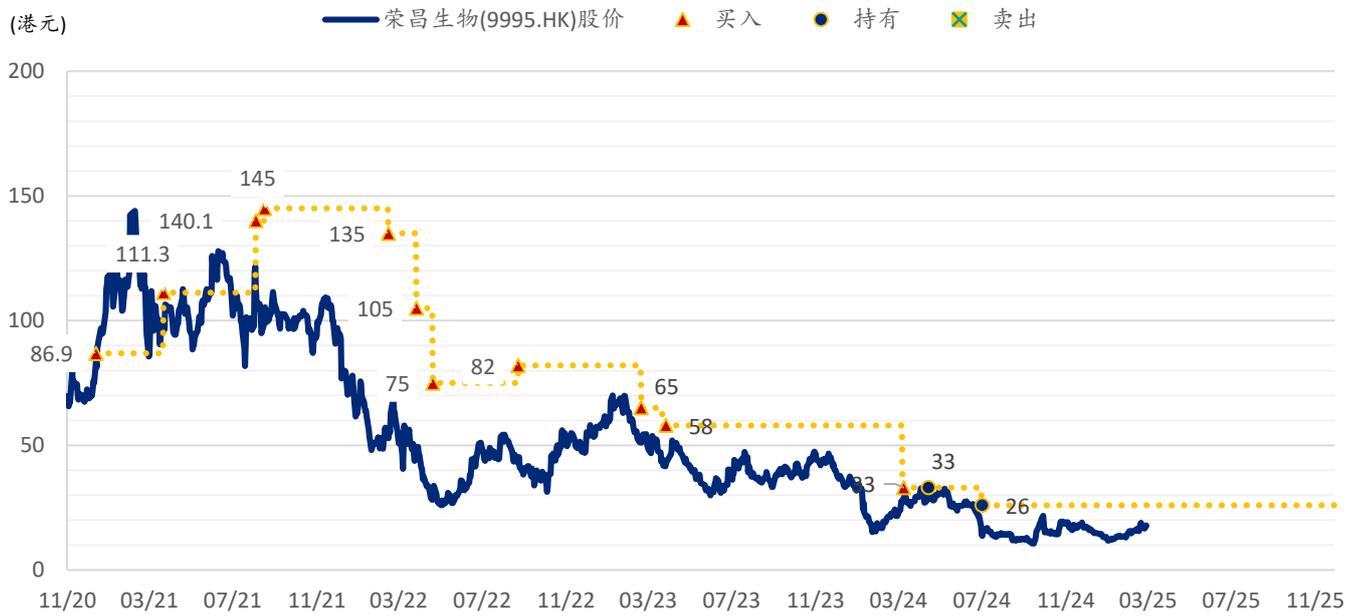
### 现金流量表

人民币百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>净利润/(亏损)</b>	<b>-1,511</b>	<b>-1,468</b>	<b>-1,014</b>	<b>-696</b>	<b>-109</b>
物业、厂房及设备折旧	174	286	274	260	249
使用权资产折旧	63	91	64	45	32
其他无形资产摊销	4	4	4	4	3
存货增加	-232	82	-627	301	-805
预付款项及其他资产减少	-98	54	-13	-14	-15
其他应付款项增加	215	-67	0	0	0
其他	-116	-67	345	-427	417
<b>经营活动现金净额</b>	<b>-1,502</b>	<b>-1,084</b>	<b>-967</b>	<b>-528</b>	<b>-228</b>
购买物业、厂房及设备项目	-769	-171	-129	-154	-182
购买土地使用权项目	0	-4	-4	-4	-4
其他	-48	-48	-48	-48	-48
<b>投资活动现金净额</b>	<b>-818</b>	<b>-223</b>	<b>-181</b>	<b>-207</b>	<b>-234</b>
银行借款净增加	1,126	1,439	978	335	701
其他	-148	-97	-97	-110	-120
<b>融资活动现金净额</b>	<b>978</b>	<b>1,342</b>	<b>882</b>	<b>225</b>	<b>581</b>
<b>现金及现金等价物增加</b>	<b>-1,341</b>	<b>34</b>	<b>-266</b>	<b>-509</b>	<b>119</b>
年初现金及现金等价物	2,069	727	760	492	-19
外汇汇率变动	-1	-1	-1	-1	-1
年末现金及现金等价物	727	760	492	-19	99

### 主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
每股盈利/(亏损)	-2.8	-2.7	-1.9	-1.3	-0.2
每股净资产	6.4	3.7	1.9	0.7	0.6
每股经营现金流	-2.8	-2.0	-1.8	-1.0	-0.4
每股销售	2.0	3.2	3.9	5.5	7.4
<b>估值 (倍)</b>					
P/B	3.6	6.2	12.1	32.4	38.0
P/S	11.4	7.1	5.8	4.2	3.1
<b>盈利能力指标</b>					
毛利率	76.5%	80.0%	80.5%	83.4%	83.3%
经营利润率	-146.1%	-85.0%	-47.5%	-23.1%	-2.2%
净利润率	-140.4%	-85.9%	-47.3%	-23.4%	-2.7%
<b>盈利增长</b>					
营业收入增长率	40.2%	58.9%	25.3%	38.7%	36.1%
净利润增长率	51.3%	-2.8%	-30.9%	-31.3%	-84.3%
<b>资产收益率指标</b>					
净资产收益率	-44.0%	-73.9%	-98.9%	-182.4%	-33.5%
资产回报率	-27.3%	-26.7%	-17.6%	-13.3%	-1.7%
投资资本回报率	-44.0%	-73.9%	-98.9%	-182.4%	-33.5%
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率	37.8%	63.9%	82.2%	92.7%	94.8%
流动比率(x)	2.0	1.0	0.9	0.9	1.0
速动比率(x)	1.3	0.7	0.5	0.5	0.5
现金比率(x)	0.3	0.3	0.2	-0.0	0.0

图表 2: 浦银国际目标价: 荣昌生物 (港股)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 浦银国际目标价: 荣昌生物 (A股)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	308.0	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	26.1	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.0	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	29.7	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	36.1	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	272.2	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	171.3	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	249.5	买入	273.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.7	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	54.5	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	26.2	持有	26.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	43.9	持有	35.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	9.6	买入	9.2	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	19.2	持有	14.5	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	48.9	买入	65.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	2.0	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.5	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	86.0	买入	90.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	8.6	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	46.7	买入	60.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	0.8	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	35.8	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	44.9	买入	28.1	生物科技
2256.HK Equity	和誉	8.5	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	8.7	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	51.8	买入	67.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.9	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	69.2	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	68.2	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	16.9	买入	20.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	28.6	买入	32.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	26.8	持有	28.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	46.0	买入	50.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	236.7	买入	350.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	16.8	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.3	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.3	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.9	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	11.6	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	20.5	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	16.6	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	407.6	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	14.7	买入	17.0	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	10.1	买入	11.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.9	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	3.3	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	4.7	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.1	持有	6.6	互联网医疗

注：港股及 A 股数据截至 2025 年 4 月 1 日收盘；美股数据截至 2025 年 3 月 31 日收盘。资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com

852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

