

医药

2025 年 4 月 10 日

荣昌生物 (9995 HK)

泰它西普 gMG III 期数据公布，差异化竞争优势明显，维持买入

- 泰它西普 gMG III 期数据优于已上市竞品：公司在美国神经病学学会年会（AAN 2025）上公布了泰它西普治疗重症肌无力（gMG）的中国内地 III 期研究结果。研究招募 114 例基线 MG-ADL 评分 ≥ 6 、QMG 评分 ≥ 8 的 gMG 患者，其中泰它西普组（皮下给药 240mg QW）和安慰剂组各 57 例，中位 MG-ADL 评分和 QMG 评分分别为 10 分/18-19 分，高于 VYVGART® III 期 ADAPT 研究中的 9 分/16 分（即泰它西普研究中的受试者基线病情更严重）。结果显示，研究主要终点、治疗 24 周时 MG-ADL 评分较基线的平均改善幅度达到 5.74 分，vs. 安慰剂组 0.91 分，改善 ≥ 3 分的患者比例高达 98.1%，vs. 安慰剂组 12%。24 周时的 QMG 评分较基线平均改善 8.66 分，vs. 安慰剂组 2.27 分，改善 ≥ 5 分的患者比例达到 87%，vs. 安慰剂组 16%。VYVGART 治疗可能导致感染风险，相比之下，泰它西普的安全性明显更优（非头对头比较），感染类 AE 发生率低于安慰剂组。值得注意的是，虽然 VYVGART 在短时间内疗效显著，但安全性限制了其长期给药潜力，每个 4 周疗程之间需要间隔较长时间，导致病情反复。而泰它西普优异的疗效和安全性能保证持续给药，从而使患者病情在长时间内保持稳定。
- 商业化推广策略清晰：在中国内地，泰它西普的 gMG 适应症上市申请已于 2024 年 10 月获受理并纳入优先审评，我们预计将于今年获批上市。公司对于该适应症的商业化策略包括：1) 增加神经免疫领域专线代表，覆盖更多目标市场（包括 VYVGART 的现有重点目标医院）；2) 加强医生教育，重点推广泰它西普相比 VYVGART 的核心竞争优势；3) 鼓励临床专家探索更多病例，收集医生反馈，建立专家分享平台。基于优异的临床数据和清晰的商业化推广策略，我们看好 gMG 获批后对泰它西普销售放量的长期推动作用。
- 维持买入和重点推荐：我们继续给予公司买入评级和 35.2 港元的目标价，并将其选为医药板块重点推荐标之一，看好其持续控费努力下未来两年内扭亏为盈确定性增强、以及泰它西普海外注册路径逐步清晰。未来 12 个月重点催化剂丰富，包括：1) 内地多项新适应症/新产品上市申报进展，包括泰它西普的 gMG（2024 年 10 月获受理并纳入优先审评）、IgA 肾病（1H25 递交）、干燥综合症（2H25 递交），维迪西妥的 2L HER2+ BC 伴肝转移（2Q25 有望获批）、1L UC 联合 PD-1（2H25 递交），以及 RC28（2H25 递交）；2) 泰它西普海外 III 期进展（年底有望完成入组）；3) RC278 等早期管线进展和出海前景。

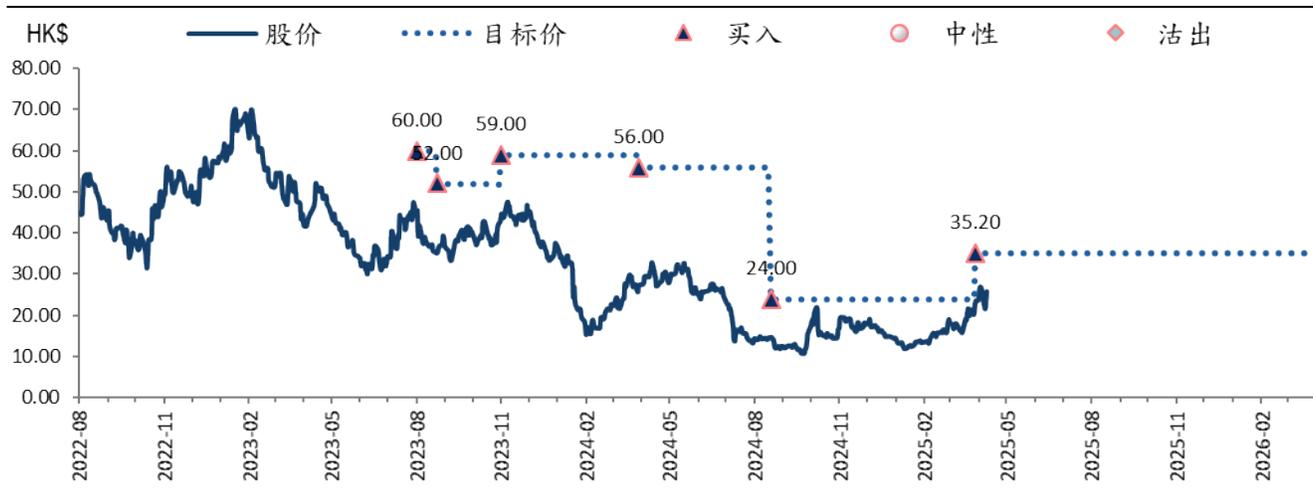
丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

图表 1: 荣昌生物目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9926 HK	康方生物	买入	71.15	92.00	29.3%	2025 年 03 月 31 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	25.70	35.20	37.0%	2025 年 03 月 28 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	45.65	65.00	42.4%	2025 年 03 月 27 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	38.70	57.00	47.3%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	2.35	6.60	180.9%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	30.77	72.00	134.0%	2025 年 03 月 12 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	129.70	208.80	61.0%	2025 年 03 月 03 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	20.50	44.00	114.6%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	42.20	60.00	42.2%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	9.92	28.75	189.8%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	5.78	5.00	-13.4%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	29.25	51.00	74.4%	2025 年 03 月 25 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	18.50	25.00	35.1%	2025 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	13.52	18.00	33.1%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	64.90	93.30	43.8%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	53.07	33.10	-37.6%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	7.65	11.20	46.4%	2025 年 03 月 25 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	21.70	24.60	13.3%	2025 年 03 月 24 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	33.30	42.50	27.6%	2024 年 08 月 30 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.40	4.80	41.3%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.28	14.00	92.4%	2024 年 04 月 01 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	48.22	51.00	5.8%	2025 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	4.98	5.80	16.4%	2024 年 11 月 18 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.24	3.75	15.8%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	29.75	42.00	41.2%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 4 月 9 日

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。