

荣昌生物 (9995.HK/688331.CH): 一季度业绩符合预期

公司 1Q25 业绩符合预期。维持“持有”评级及目标价 (港股 29 港元、A 股人民币 40 元)。

● **1Q25 年收入大致符合预期:** 公司 1Q25 年实现收入人民币 5.26 亿元 (+59.2% YoY, +4.9% QoQ), 主要由 RC18、RC48 产品收入贡献, 大致符合我们预期和市场预期。按照公司此前给出的全年 30% YoY 收入指引, 1Q25 约占全年收入 24%, 亦符合我们预期 (主要由于通常 1Q25 在季节性上来说属于销售较低的季度)。毛利率为 83.3% (vs. 1Q24: 77.5%, 4Q24: 80.4%), 同比环比均提升明显。

● **1Q25 费用管控和净亏损均符合预期:** 1Q25 研发费用为 3.29 亿元 (-0.7% YoY, -14.9% QoQ)。此前公司在年报业绩会上提及全年研发费用将控制在 13 亿元以下, 目前一季度研发费用已占据该指引的 25%。销售费用为 2.51 亿元 (+33.7% YoY, -23.1% QoQ), 销售费用率为 47.7%, 符合公司全年销售费用率低于 50% 的指引。管理费用为 9 千万元 (+21.4% YoY, -7.1% QoQ), 管理费用率进一步降低至 17.1% (1Q24: 22.5%, 4Q24: 19.5%)。得益于上述费用管控得当, 1Q25 归母净亏损为 2.54 亿元 (-27.2% YoY, -0.9% QoQ), 符合我们和市场预期。此前公司指引 2025 年全年净亏损控制在 10 亿元以下, 我们认为公司正在朝该目标稳步推进。

● **一季度现金消耗较少:** 截至 3 月 31 日, 公司货币资金为 7.22 亿元, 较 2024 年底 7.62 亿元仅略有下降, 我们认为这反映了公司目前绝大部分现金流支出可被商业化收入所覆盖。此前公司在年报业绩会上表示 2025 年公司需补充的现金资金仅需几亿元, 按照目前的趋势, 我们认为该现金管控目标可较为轻松达成。此外, 我们注意到公司在公告中披露 2025 年度拟向银行及其他金融机构申请总额不超过人民币 55 亿元的综合授信额度, 我们预计 2025 年公司现金流补充方案或仍以银行授信为主。

● **维持“持有”评级和目标价 (港股 29 港元、A 股人民币 40 元):** 我们将 2025E/2026E/2027E 净亏损预测轻微调整 +0.6%/+1.0%/-1.9%, 主要由于轻微上调收入预测和微调毛利率预测所致。基于我们的 DCF 估值模型, (WACC: 10%, 永续增长率: 3%), 维持公司“持有”评级和目标价 29 港元 (港股) 和人民币 40 元 (A 股)。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、竞争激烈。

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	2,227	3,193	4,328
同比变动 (%)	40.2%	58.9%	30.2%	43.4%	35.5%
归母净利润/(亏损)	-1,511	-1,468	-1,047	-759	-125
PS (X)	17.4	10.9	8.5	5.9	4.4

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

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 5 月 2 日

荣昌生物 (9995.HK)

目标价 (港元)	29.0
潜在升幅/降幅	-24%
目前股价 (港元)	38.1
52 周内股价区间 (港元)	10.2-46.9
总市值 (百万港元)	26,412
近 3 月日均成交额 (百万港元)	201

注: 截至 2025 年 4 月 30 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)	40.0
潜在升幅/降幅	-21%
目前股价 (人民币)	50.7
52 周股价区间 (人民币)	22.3-58.7
总市值 (百万人民币)	24,735
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	210

注: 截至 2025 年 4 月 30 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

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
收益	1,076	1,710	2,227	3,193	4,328
销售成本	-253	-343	-423	-534	-722
毛利	823	1,367	1,804	2,660	3,606
销售及分销开支	-775	-949	-1,114	-1,277	-1,428
行政开支	-314	-332	-379	-431	-541
研发成本	-1,306	-1,540	-1,359	-1,692	-1,731
经营利润	-1,572	-1,453	-1,047	-741	-95
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	-100	-118	-130
除税前亏损	-1,511	-1,468	-1,047	-759	-125
所得税开支	0	0	0	0	0
净利润	-1,511	-1,468	-1,047	-759	-125

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	2,603	2,509	2,453
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
非流动资产	3,299	3,209	3,012	2,881	2,803
存货	742	659	964	1,083	1,688
应收票据	420	599	744	1,181	1,428
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	939	333	410
流动资产	2,229	2,290	2,932	2,897	3,840
贸易应付款项及应付票据	139	162	302	342	529
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
流动负债	1,138	2,188	2,827	2,868	3,555
银行借款	841	1,196	1,996	2,496	2,745
租赁负债	75	42	42	42	42
递延收入	38	86	86	86	86
非流动负债	953	1,324	2,124	2,624	2,874
股本&实收资本	544	544	544	544	544
储备	3,333	1,887	894	188	115
权益	3,437	1,986	993	287	214

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

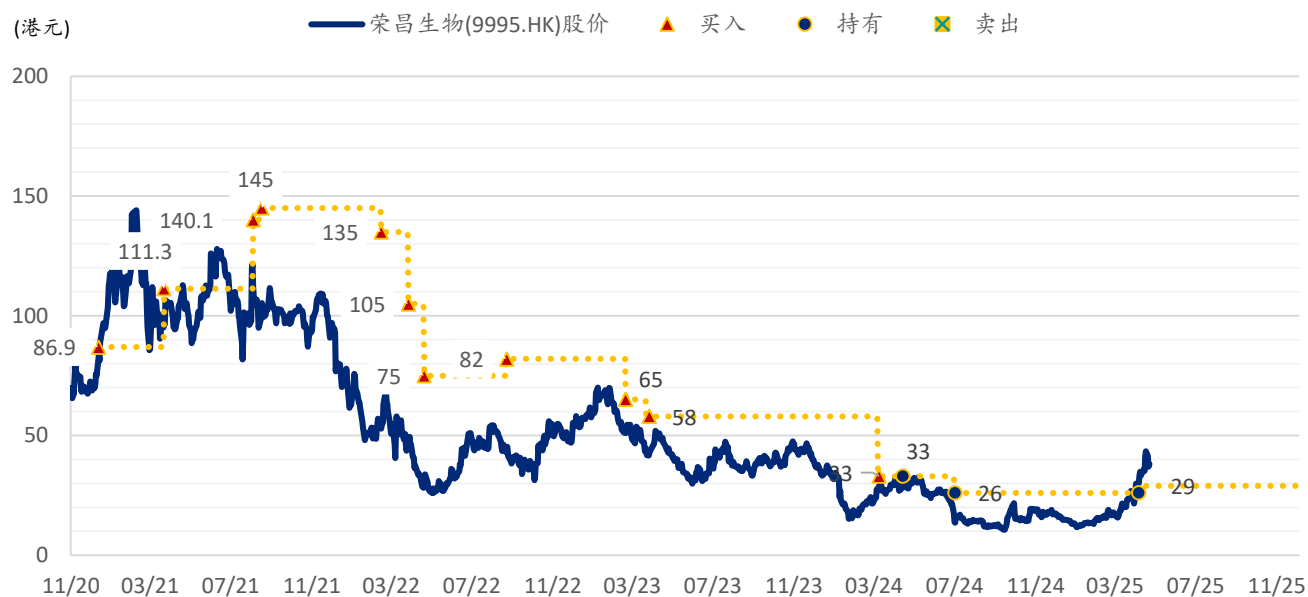
现金流量表

人民币百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润/(亏损)	-1,511	-1,468	-1,047	-759	-125
物业、厂房及设备折旧	174	286	274	260	251
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	-304	-119	-605
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	188	-185	164
经营活动现金净额	-1,502	-1,084	-834	-768	-294
购买物业、厂房及设备项目	-769	-171	-134	-166	-195
购买土地使用权项目	0	-4	-4	-4	-4
其他	-48	-48	-48	-48	-48
投资活动现金净额	-818	-223	-186	-218	-247
银行借款净增加	1,126	1,439	1,300	500	750
其他	-148	-97	-100	-118	-130
融资活动现金净额	978	1,342	1,200	382	619
现金及现金等价物增加	-1,341	34	181	-604	78
年初现金及现金等价物	2,069	727	760	939	333
外汇汇率变动	-1	-1	-1	-1	-1
年末现金及现金等价物	727	760	939	333	410

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (人民币元)					
每股盈利/(亏损)	-2.8	-2.7	-1.9	-1.4	-0.2
每股净资产	6.4	3.7	1.8	0.5	0.4
每股经营现金流	-2.8	-2.0	-1.5	-1.4	-0.5
每股销售	2.0	3.2	4.1	5.9	8.0
估值 (倍)					
P/B	5.4	9.4	19.0	65.8	87.9
P/S	17.4	10.9	8.5	5.9	4.4
盈利能力指标					
毛利率	76.5%	80.0%	81.0%	83.3%	83.3%
经营利润率	-146.1%	-85.0%	-47.0%	-23.2%	-2.2%
净利润率	-140.4%	-85.9%	-47.0%	-23.8%	-2.9%
盈利增长					
营业收入增长率	40.2%	58.9%	30.2%	43.4%	35.5%
净利润增长率	51.3%	-2.8%	-28.7%	-27.5%	-83.5%
资产收益率指标					
净资产收益率	-44.0%	-73.9%	-105.4%	-264.9%	-58.3%
资产回报率	-27.3%	-26.7%	-17.6%	-13.1%	-1.9%
投资资本回报率	-44.0%	-73.9%	-105.4%	-264.9%	-58.3%
偿债能力指标					
资产负债率	37.8%	63.9%	83.3%	95.0%	96.8%
流动比率(x)	2.0	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率(x)	1.3	0.7	0.7	0.6	0.6
现金比率(x)	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1

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	332.8	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.2	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.2	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	24.5	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	31.8	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	249.8	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	158.0	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	261.2	买入	273.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.0	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	49.3	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	38.1	持有	29.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	50.7	持有	40.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	10.2	买入	11.7	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	21.8	持有	19.6	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	53.8	买入	65.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.7	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	2.8	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	86.3	买入	105.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	6.5	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	44.7	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	39.0	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	49.1	买入	57.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	24.2	买入	29.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	7.7	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	8.6	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	51.1	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	60.2	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	59.2	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	13.5	买入	20.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	23.2	买入	32.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	22.8	持有	28.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	36.6	买入	50.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	219.7	买入	300.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	19.0	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.6	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	10.5	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	21.8	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	18.1	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	416.1	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	15.2	买入	17.0	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	9.3	买入	11.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.7	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	3.1	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	5.0	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.5	持有	6.6	互联网医疗

注: 数据截至 2025 年 4 月 30 日港股收盘; 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联属公司、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关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个人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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

