

香港股市 | 医药

荣昌生物（9995 HK）

主要产品新增适应症，上调收入与盈利预测

维迪西妥单抗肝转移晚期乳腺癌适应症顺利获批，将提振产品销量

公司公布注射用维迪西妥单抗在中国获批用于 HER2 阳性且存在肝转移的晚期乳腺癌的治疗。临床研究表明，与常用的拉帕替尼联合卡培他滨治疗方案相比，维迪西妥单抗组显著延长了无进展生存期。乳腺癌为最常见的妇科癌症之一，根据美国癌症学会的数据，乳腺癌患者中 HER2 阳性比例为约 15%-20%。国内研究表明 HER2 阳性乳腺癌患者的肝转移发生率达约 40%-50%，而且目前缺乏统一的标准治疗方案，因此本次获批将提振维迪西妥单抗的销量。

主要产品新适应症与研发进展顺利

除新增适应症外，公司还公告维迪西妥单抗联合特瑞普利单抗治疗 HER2 表达的一线局部晚期或转移性尿路上皮癌的Ⅲ期临床研究（RC48-C016）达到无进展生存期（PFS）和总生存期（OS）两项主要研究终点，公司将择机提交上市申请。此外，按目前进度公司预计主要产品泰它西普的重症肌无力适应症上半年有望获批，泰它西普的 IgA 肾炎、干燥综合征、维迪西妥单抗的 HER2 低表达乳腺癌、RC28 的糖尿病黄斑病变适应症也已进入Ⅲ期临床，总体来看新适应症与新产品的研发进展顺利。

2025 年 1 季报略超预期

公司早前公布的一季报中，收入同比增加 59.1%至 5.3 亿元（人民币，下同），股东净亏损同比减少 27.2%至 2.5 亿元。主要产品维迪西妥单抗与泰它西普销售情况较好，导致收入快速增加。销售费用率与管理费用率分别较去年同期下降 9.0 与 5.3 个百分点，导致股东净亏损缩小并略好于预期。

目标价上调至 45.00 港元，给予“增持”评级

考虑到维迪西妥单抗新增适应症及 2025 年 1 季报略超预期的情况，将 2025-26E 收入预测分别上调 3.2%、4.8%，股东净亏损预测分别下调 5.2%、13.5%。我们也上调 2027 年后的盈利预测，反映新增适应症的影响。考虑到港股市况的好转，温和下调风险溢价假设。根据调整后 DCF 模型，将目标价上调至 45.00 港元。由于公司股价近期已上涨，评级调整为“增持”。

风险提示：：（一）新适应症与新药可能无法按时获批上市；（二）新产品上市后如销售推广效果不达预期；（三）产品海外临床试验或审批不顺利将影响股价

主要财务数据（百万 人民币）（估值更新至 2025 年 5 月 13 日）

年结:12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E6	2027E
总收入	1,076	1,710	2,454	3,232	3,798
增长率（%）	40.2%	58.9%	43.5%	31.7%	17.5%
股东净利润	(1,511)	(1,468)	(874)	(379)	29
增长率（%）	亏损扩大	亏损缩小	亏损缩小	亏损缩小	扭亏为盈
每股盈利（人民币）	(2.80)	(2.73)	(1.63)	(0.70)	0.05
市盈率（倍）	不适用	不适用	不适用	不适用	681.8
每股股息（人民币）	0	0	0	0	0
股息率（%）	0	0	0	0	0
每股净资产（人民币）	6.32	3.65	2.05	1.36	1.41
市净率（倍）	5.7	9.9	17.6	26.7	25.7

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

评级：增持

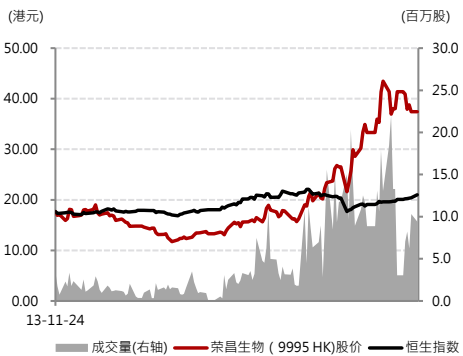
目标价：45.00 港元

股票资料（更新至 2025 年 5 月 13 日）

收市价	39.20 港元
总市值	26,972.99 百万港元
H 股流通股比例	81.88%
H 股已发行总股本	189.58 百万
52 周价格区间	10.2-46.90 港元
3 个月日均成交额	237.72 百万港元
主要股东	王威东等（占 40.25%）

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20250122: 荣昌生物（9995 HK）:收入将快速增加，股东净亏损将逐年缩小

20241121: 荣昌生物（9995 HK）:厚积薄发的 ADC 与融合蛋白领域明星

分析师

施佳丽（Scarlett Shi）
+852 2359 1854
Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1：DCF 模型（12 月 31 日年结，百万人民币）

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	(794)	(229)	218	645	868	1,244	1,588	1,891	2,211	2,432
加：折旧与摊销	317	301	290	286	290	302	322	348	383	421
减：所得税	0	0	(4)	(63)	(90)	(138)	(190)	(226)	(262)	(365)
资本开支	(245)	(323)	(380)	(449)	(513)	(579)	(682)	(811)	(956)	(1,052)
营运资金变动	(630)	78	(410)	(58)	(533)	(541)	(737)	(831)	(1,124)	(1,236)
自由现金流	(93)	(328)	534	477	1,089	1,371	1,774	2,034	2,500	2,673
税后债务成本	5.5%									
无风险利率	2.4%									
风险溢价	8.0%									
贝塔系数	1.3									
权益成本	12.8%									
WACC	7.0%									
永续增长率	3.0%									
股权价值（百万港币）	24,494									
每股内涵价值（港币）	45.00									

来源：中泰国际研究部预测

图表 2：每股股权价格敏感性分析（单位：港元）

		永续增长率（%）					
港元		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	
WACC（%）	6.3%	47.12	52.34	59.14	68.34	81.48	
	6.7%	41.95	46.16	51.53	58.60	68.32	
	7.0%	37.34	40.74	45.00	50.46	57.74	
	7.4%	33.41	36.19	39.61	43.92	49.50	
	7.7%	29.87	32.14	34.90	38.30	42.62	

来源：中泰国际研究部预测

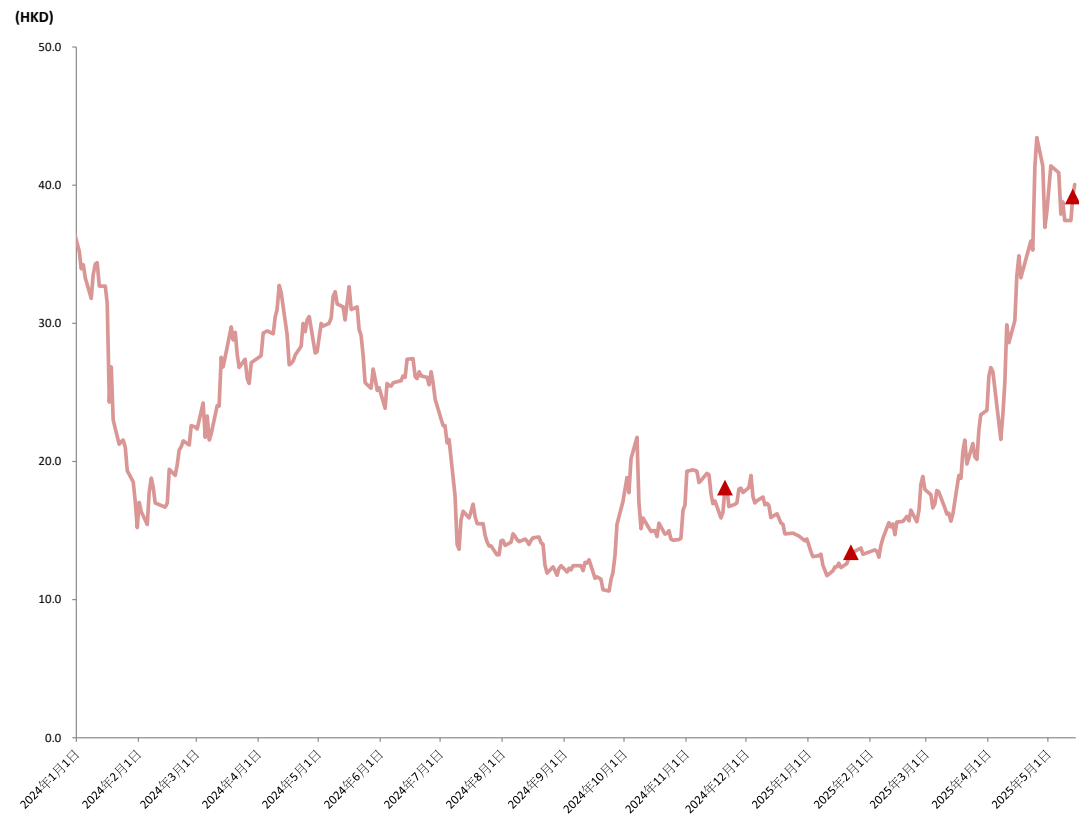
图表 3：财务摘要（年结：12 月 31 日；人民币百万元）

损益表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收益	1,076	1,710	2,454	3,232	3,798	税前利润	(1,511)	(1,468)	(874)	(379)	33
许可收益	0	0	0	0	0	折旧及摊销	241	303	317	301	290
销售货物	1,049	1,699	2,452	3,230	3,796	营运资金变动	(358)	(169)	(630)	78	(410)
服务收入	27	11	2	2	2	已付利息	30	10	6	7	8
销售成本	(253)	(343)	(441)	(516)	(550)	已付税款	0	0	0	0	(4)
毛利	823	1,367	2,013	2,715	3,248	其他	97	148	79	144	177
其他收入及收益	111	105	71	82	84	经营业务现金净额	(1,502)	(1,177)	(1,102)	151	95
销售及分销开支	(775)	(949)	(942)	(1,097)	(1,253)	购入物业厂房设备	(769)	(265)	(245)	(323)	(380)
行政开支	(314)	(332)	(377)	(404)	(361)	其他	(48)	79	(23)	0	0
研发成本	(1,306)	(1,540)	(1,520)	(1,486)	(1,461)	投资活动现金净额	(818)	(186)	(269)	(323)	(380)
经营溢利润	(1,462)	(1,348)	(755)	(189)	258	净新增借款	1,126	1,547	770	834	931
财务成本	(23)	(72)	(80)	(150)	(185)	股息分派	0	0	0	0	0
其他	(26)	(48)	(39)	(39)	(39)	其他	(148)	(154)	(80)	(150)	(185)
应占联营利润	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	融资活动现金净额	978	1,393	690	684	746
除税前亏损	(1,511)	(1,468)	(874)	(379)	33	年初现金	2,069	727	760	79	591
所得税开支	0	0	0	0	(4)	现金增加净额	(1,341)	30	(680)	512	461
年内溢利	(1,511)	(1,468)	(874)	(379)	29	汇率变动影响净额	(1)	3	0	0	0
非控股权益	0	0	0	0	0	年末现金	727	760	79	591	1,051
股东净利润	(1,511)	(1,468)	(874)	(379)	29						
EBIT	(1,488)	(1,396)	(794)	(229)	218						
EBITDA	(1,247)	(1,093)	(477)	73	509						
资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	重要指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	742	659	1,142	968	1,278	增长率 (%)					
应收款项	420	599	809	908	1,035	收入	40.2	58.9	43.5	31.7	17.5
现金及现金等价物	727	760	79	591	1,051	毛利	65.3	66.1	47.2	34.9	19.6
其他	340	272	272	272	272	股东净利润	亏损扩大	亏损缩小	亏损缩小	亏损缩小	扭亏为盈
流动资产总值	2,229	2,290	2,302	2,739	3,636						
物业、厂房及设备	2,833	2,744	2,742	2,823	2,956	盈利能力(%)					
无形资产	24	26	20	14	10	毛利率	76.5%	80.0%	82.0%	84.0%	85.5%
其他非流动资产	442	439	398	345	305	净利润率	亏损	亏损	亏损	亏损	0.8%
非流动资产总值	3,299	3,209	3,160	3,182	3,271	EBIT 利润率	亏损	亏损	亏损	亏损	5.7%
总资产	5,528	5,499	5,463	5,921	6,907	EBITDA 利润率	亏损	亏损	亏损	2.3%	13.4%
应付款项	772	727	791	794	820	净负债率 (%)	11.6%	91.0%	291.5%	484.7%	528.0%
借款	286	1,370	1,781	2,227	2,672						
其他	80	90	90	90	90	其他					
流动负债	1,138	2,188	2,662	3,111	3,582	ROAE (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	3.8
借款	841	1,196	1,555	1,943	2,429	ROAA (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	0.4
其他	113	128	128	128	128	存货周转率（天）	911.5	745.8	745.8	745.8	745.8
非流动负债	953	1,324	1,683	2,072	2,557	应收帐周转率（天）	84.7	72.7	72.7	72.7	72.7
总负债	2,091	3,512	4,345	5,183	6,140	应付帐周转率（天）	260.3	160.6	160.6	160.6	160.6
股東權益	3,437	1,986	1,117	739	767						
非控股权益	0	0	0	0	0						
总权益	3,437	1,986	1,117	739	767						
净现金（净负债）	(400)	(1,807)	(3,257)	(3,579)	(4,050)						

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

荣昌生物（9995 HK）股价表现及评级时间表（单位：港元）



来源：彭博，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2024/11/21	HK\$18.12	买入 (首次评级)	HK\$21.80
2	2025/1/22	HK\$13.06	买入 (维持)	HK\$19.00
3	2025/5/14	HK\$39.20	增持 (下调)	HK\$45.00

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

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，但我们并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并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