

香港股市 | 医药

荣昌生物 (9995 HK)

维迪西妥单抗 2027 年有望新增适应症

预计维迪西妥单抗 2027 年有望在尿路上皮癌方面新适应症

我们近期审视了公司维迪西妥单抗在 HER2 表达尿路上皮癌方面的上市申请进展，公司管理层表示三季度将提交上市申请。由于维迪西妥单抗在该适应症方面已达到无进展生存期 (PFS) 和总生存期 (OS) 两项主要终点，我们预计产品有望于 2027 年获批，因此将其纳入盈利预测。维迪西妥单抗目前在尿路上皮癌方面已获批的适应症为既往接受过含铂化疗且 HER2 过表达的局部晚期或转移性尿路上皮癌，临床上是作为二三线疗法用于部分患者。本次拟申请的新适应症为一线治疗 HER2 表达的局部晚期或转移性尿路上皮癌，即 HER2 低表达的患者也纳入适用群体，因此获批后适用的患者群体将拓宽。此外，通常来说一线疗法的用药时间长于二三线疗法，因此我们认为将增厚维迪西妥单抗在尿路上皮癌方面的销售收入。考虑到 2024 年尿路上皮癌已经为维迪西妥单抗带来超 4 亿元 (人民币，下同) 的收入，我们预计 2027 年新适应症将为该产品增加 1.1 亿元收入。

配售集资将夯实资金实力

公司早前公布配股集资约 8 亿港元，配股价格 42.44 港元较公告前一个交易日收市价折让 9.51%，配售股份占已发行股份总数的 3.37%。公司表示所获资金将主要用于核心产品泰它西普 (RC18) 的适应症拓展及其他一般企业用途。由于公司原来的主要问题是负债率较高，而且 2024 年提交的 A 股定增计划一直未能获批，因此市场一度忧虑公司有资金不足的风险，本次配股将夯实公司资金并改善财务情况。

目标价上调至 51.30 港元，维持“增持”评级

我们不调整 2025-26E 收入预测，但将 2025-26E 股东净亏损预测分别下调 0.5%、2.5%，2025-26E 的每股净亏损预测分别下调 3.9% 与 7.0%。我们将 2027E 收入上调 3.0%，股东净利润预测从原来的 2,854 万元 上调至 4,566 万元。并同样上调 2028-34E 盈利预测，反映维迪西妥单抗的新适应症有望于 2027 年获批的预测。根据调整后 DCF 模型，目标价从 45.00 港元上调至 51.30 港元，维持“增持”评级。

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 27 日)

年结:12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	1,076	1,710	2,454	3,232	3,913
增长率 (%)	40.2%	58.9%	43.5%	31.7%	21.1%
股东净利润	(1,511)	(1,468)	(869)	(369)	46
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)	(1.56)	(0.66)	0.08
市盈率 (倍)	不适用	不适用	不适用	不适用	524.6
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	3.44	2.78	2.86
市净率 (倍)	6.7	11.6	12.4	15.3	14.8

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：51.30 港元

股票资料 (更新至 2025 年 5 月 27 日)

收市价	46.30 港元
总市值	29,841.88 百万港元
H 股流通股比例	82.04%
H 股已发行总股本	189.58 百万
52 周价格区间	10.2-52.95 港元
3 个月日均成交额	313.16 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

20250514: 荣昌生物 (9995 HK): 主要产品新增适应症, 上调收入与盈利预测

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

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	(790)	(225)	229	698	956	1,405	1,802	2,144	2,532	2,911
加: 折旧与摊销	317	301	290	286	293	309	334	368	413	475
减: 所得税	0	0	(6)	(72)	(105)	(164)	(224)	(266)	(313)	(437)
资本开支	(245)	(323)	(391)	(485)	(567)	(659)	(801)	(956)	(1,138)	(1,308)
营运资金变动	(630)	78	(509)	(299)	(629)	(975)	(1,169)	(1,503)	(1,945)	(2,236)
自由现金流	(88)	(325)	632	725	1,205	1,866	2,280	2,793	3,440	3,877
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	7.8%									
永续增长率	3.0%									
股权价值 (百万港币)	28,911									
每股内涵价值 (港币)	51.30									

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 (%)				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC (%)	7.1%	55.33	60.04	65.91	73.42	83.40
	7.4%	49.61	53.42	58.09	63.94	71.50
	7.8%	44.50	47.58	51.30	55.88	61.66
	8.2%	40.13	42.64	45.64	49.28	53.78
	8.6%	36.19	38.24	40.67	43.56	47.08

来源: 中泰国际研究部预测

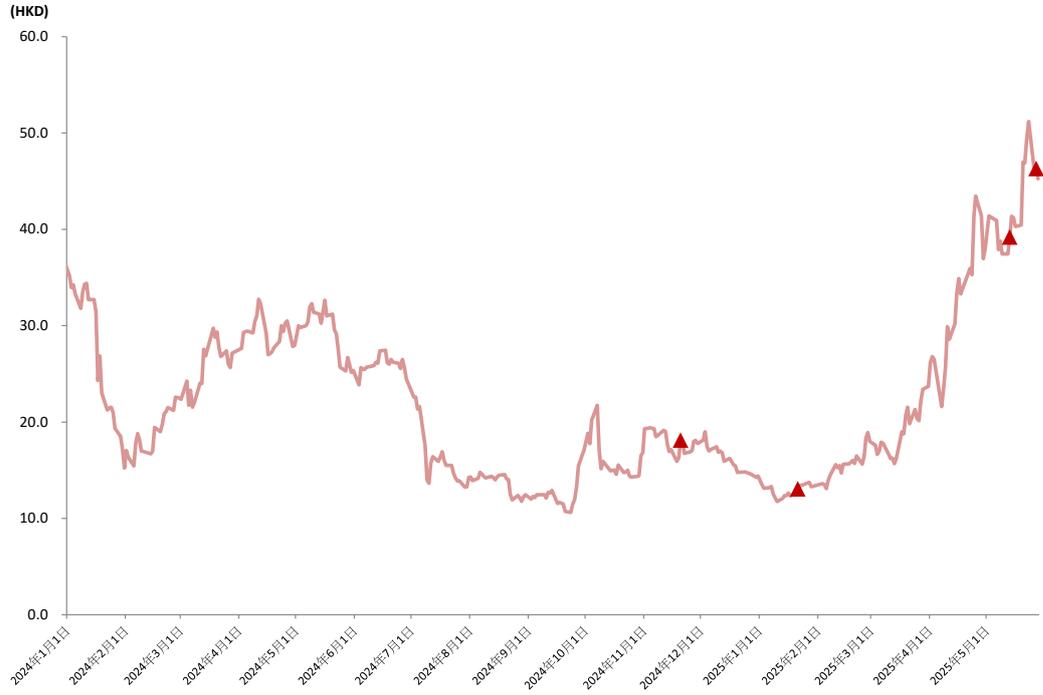
图表 3: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

损益表						现金流量表					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
收益	1,076	1,710	2,454	3,232	3,913	税前利润	(1,511)	(1,468)	(869)	(369)	51
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	3,911	营运资金变动	(358)	(169)	(630)	78	(509)
服务收入	27	11	2	2	2	已付利息	30	10	10	10	14
销售成本	(253)	(343)	(441)	(516)	(566)	已付税款	0	0	0	0	(6)
毛利	823	1,367	2,013	2,715	3,347	其他	97	148	94	134	164
其他收入及收益	111	105	76	86	90	经营业务现金净额	(1,502)	(1,177)	(1,078)	154	5
销售及分销开支	(775)	(949)	(942)	(1,097)	(1,291)	购入物业厂房设备	(769)	(265)	(245)	(323)	(391)
行政开支	(314)	(332)	(377)	(404)	(372)	其他	(48)	79	(23)	0	0
研发成本	(1,306)	(1,540)	(1,520)	(1,486)	(1,506)	投资活动现金净额	(818)	(186)	(269)	(323)	(391)
经营溢利润	(1,462)	(1,348)	(750)	(186)	269	净新增借款	1,126	1,547	633	800	897
财务成本	(23)	(72)	(80)	(144)	(178)	股息分派	0	0	0	0	0
其他	(26)	(48)	(39)	(39)	(39)	其他	(148)	(154)	716	(144)	(178)
应占联营利润	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	融资活动现金净额	978	1,393	1,349	656	719
除税前亏损	(1,511)	(1,468)	(869)	(369)	51	年初现金	2,069	727	760	762	1,249
所得税开支	0	0	0	0	(6)	现金增加净额	(1,341)	30	2	487	333
期间亏损	(1,511)	(1,468)	(869)	(369)	46	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	762	1,249	1,582
股东净利润	(1,511)	(1,468)	(869)	(369)	46						
EBIT	(1,488)	(1,396)	(790)	(225)	229						
EBITDA	(1,247)	(1,093)	(472)	76	520						
资产负债表						重要指标					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	742	659	1,142	968	1,346	增长率 (%)					
应收款项	420	599	809	908	1,081	收入	40.2	58.9	43.5	31.7	21.1
现金及现金等价物	727	760	762	1,249	1,582	毛利	65.3	66.1	47.2	34.9	23.3
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	2,985	3,397	4,280	盈利能力 (%)					
物业厂房设备	2,833	2,744	2,742	2,823	2,967	毛利率	76.5%	80.0%	82.0%	84.0%	85.5%
无形资产	24	26	20	14	10	净利润率	亏损	亏损	亏损	亏损	1.2%
其他非流动资产	442	439	398	345	305	EBIT 利润率	亏损	亏损	亏损	亏损	5.9%
非流动资产总值	3,299	3,209	3,160	3,182	3,283	EBITDA 利润率	亏损	亏损	亏损	2.4%	13.3%
总资产	5,528	5,499	6,145	6,579	7,562	净负债率 (%)	11.6%	91.0%	125.8%	175.4%	205.4%
应付款项	772	727	791	794	835	其他					
借款	286	1,370	1,644	2,055	2,466	ROAE (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	2.9
其他	80	90	90	90	90	ROAA (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	0.6
流动负债	1,138	2,188	2,525	2,940	3,391	存货周转率 (天)	911.5	745.8	745.8	745.8	745.8
借款	841	1,196	1,555	1,943	2,429	应收帐周转率 (天)	84.7	72.7	72.7	72.7	72.7
其他	113	128	128	128	128	应付帐周转率 (天)	260.3	160.6	160.6	160.6	160.6
非流动负债	953	1,324	1,683	2,072	2,557						
总负债	2,091	3,512	4,208	5,011	5,949						
股東權益	3,437	1,986	1,937	1,568	1,614						
非控股权益	0	0	0	0	0						
总权益	3,437	1,986	1,937	1,568	1,614						
净现金 (净负债)	(400)	(1,807)	(2,437)	(2,750)	(3,314)						

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
4	2025/5/28	HK\$46.30	增持 (维持)	HK\$51.30

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