

香港股市 | 医药

荣昌生物（9995 HK）

泰它西普达成授权协议，未来关注美国上市进展

公司就泰它西普达成海外授权协议，未来关注该产品的美国上市进展

公司日前公布与美国公司 Vor Bio（VOR US）签订关于核心产品自免药物泰它西普的海外授权协议。根据该协议，Vor Bio 将获得在除大中华区（即中国内地、香港、澳门及台湾）以外的全球范围内的开发和商业化的独家权利。作为首付款，公司将从 Vor Bio 获得 4,500 万美元现金及价值 8,000 万美元的认股权证（荣昌生物有权按行权价为 0.0001 美元认购 3.2 亿股的普通股，约占 VOR 公司经扩大总股本的 23%）。此外，公司还将根据泰它西普上市及随后的销售情况获得总额 41.05 亿美元的里程碑付款。公司表示首付款中的 4,500 万美元现金有望于 2025 年下半年入账，认股权则在交易完成后可行使。根据 Vor Bio 的公告，41.05 亿美元的里程碑付款分为 3.3 亿美元的监管里程碑付款（Regulatory milestone）和约 37.75 亿美元的销售里程碑付款，公司表示两项收入将分别在泰它西普美国获批上市及上市后获取。

泰它西普的重症肌无力适应症目前在进行全球多中心 III 期临床试验，公司表示现阶段将由荣昌生物主导研发，但 Vor Bio 已公告向包括原股东 RA Capital 及新投资者 Forbion、Venrock 等全球著名的医疗投资基金定向增发 1.75 亿美元的股份，因此公司有信心未来能通过 Vor Bio 找到海外著名药企合作，公司预计按目前情况泰它西普的重症肌无力适应症 2027 年上半年有望提交美国上市申请。泰它西普为全球首个上市的 BlyS/APRIL 双靶治疗重症肌无力的原研生物药，重症肌无力适应症目前已在 中国 获批，也获得欧盟的孤儿药认定，而且荣昌以研发能力著称，我们也认为未来在美国获批有希望，但目前海外三期临床还在进行中，我们建议先观望，等待海外临床数据的明朗化。

目标价上调至 52.60 港元，给予“中性”评级

综合以上情况，我们上调 2025 年收入与盈利预测，反映本次授权交易的 4,500 万美元首付款的影响，对 2026-27E 股东净利润预测仅做技术性微升，目标价从 51.30 港元微升至 52.60 港元。由于公司股价近期上涨，评级调整为“中性”，未来我们将继续积极关注泰它西普的海外临床进展。

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 6 月 27 日）

年结:12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	1,076	1,710	2,777	3,232	3,913
增长率（%）	40.2%	58.9%	62.4%	16.4%	21.1%
股东净利润	(1,511)	(1,468)	(545)	(366)	49
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)	(0.98)	(0.65)	0.09
市盈率（倍）	不适用	不适用	不适用	不适用	586.6
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	4.01	3.36	3.45
市净率（倍）	8.0	13.9	12.6	15.1	14.7

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

评级：中性

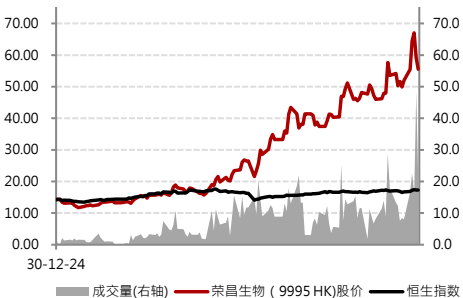
目标价：52.60 港元

股票资料（更新至 2025 年 6 月 27 日）

收市价	55.55 港元
总市值	35,536.38
H 股流通股比例	82.33%
H 股已发行总股本	208.58 百万
52 周价格区间	10.2-70.1
3 个月日均成交额	524.44
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

20250528：荣昌生物（9995 HK）：维迪西妥单抗 2027 年有望新增适应症

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

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	(465)	(222)	233	701	959	1,409	1,805	2,147	2,535	2,915
加：折旧与摊销	317	301	290	286	293	309	334	368	413	475
减：所得税	0	0	(6)	(73)	(105)	(165)	(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	(759)	335	(766)	(41)	(886)	(718)	(1,427)	(1,246)	(2,202)	(2,532)
自由现金流	365	(579)	892	470	1,466	1,612	2,541	2,538	3,700	4,176
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	8.1%									
永续增长率	3.0%									
股权价值（百万港币）	29,648									
每股内涵价值（港币）	52.60									

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（%）	7.3%	57.08	61.61	67.20	74.28	83.51
	7.7%	51.27	54.94	59.40	64.93	71.96
	8.1%	46.07	49.05	52.60	56.94	62.34
	8.5%	41.63	44.06	46.94	50.39	54.61
	8.9%	37.63	39.61	41.94	44.69	48.00

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	2,777	3,232	3,913	税前利润	(1,511)	(1,468)	(545)	(366)	55
许可收益	0	0	323	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)	(759)	335	(766)
服务收入	27	11	2	2	2	已付利息	30	10	12	13	17
销售成本	(253)	(343)	(441)	(516)	(566)	已付税款	0	0	0	0	(6.1)
毛利	823	1,367	2,336	2,715	3,347	其他	97	148	92	131	161
其他收入及收益	111	105	77	89	93	经营业务现金净额	(1,502)	(1,177)	(882)	415	(249)
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)	(426)	(183)	272	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)	(545)	(366)	55	年初现金	2,069	727	760	958	1,705
所得税开支	0	0	0	0	(6)	现金增加净额	(1,341)	30	198	747	79
期间亏损	(1,511)	(1,468)	(545)	(366)	49	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	958	1,705	1,784
股东净利润	(1,511)	(1,468)	(545)	(366)	49						
EBIT	(1,488)	(1,396)	(465)	(222)	233						
EBITDA	(1,247)	(1,093)	(148)	79	523						

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	1,346	增长率 (%)					
应收款项	420	599	938	780	1,209	收入	40.2	58.9	62.4	16.4	21.1
现金及现金等价物	727	760	958	1,705	1,784	毛利	65.3	66.1	70.9	16.2	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	2,229	2,290	3,310	3,725	4,611						
物业厂房设备	2,833	2,744	2,742	2,823	2,967	盈利能力 (%)					
无形资产	24	26	20	14	10	毛利率	76.5%	80.0%	84.1%	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	1.2%
非流动资产	3,299	3,209	3,160	3,182	3,283	EBIT 利润率	亏损	亏损	亏损	亏损	5.9%
总资产	5,528	5,499	6,470	6,907	7,893	EBITDA 利润率	亏损	亏损	亏损	2.5%	13.4%
应付款项	772	727	791	794	835	净负债率 (%)	11.6%	91.0%	99.1%	121.0%	160.1%
借款	286	1,370	1,644	2,055	2,466						
其他	80	90	90	90	90	其他					
流动负债	1,138	2,188	2,525	2,940	3,391	ROAE (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	2.5
借款	841	1,196	1,555	1,943	2,429	ROAA (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	0.7
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	4,208	5,011	5,949	应付帐周转率（天）	260.3	160.6	160.6	160.6	160.6
股东权益	3,437	1,986	2,262	1,896	1,944						
非控股权益	0	0	0	0	0						
总权益	3,437	1,986	2,262	1,896	1,944						
净现金（净负债）	(400)	(1,807)	(2,241)	(2,294)	(3,112)						

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
5	2025/6/30	HK\$55.55	中性（下调）	HK\$52.60

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