

## 创胜集团 (6628 HK, 买入, 目标价: HK\$14.40)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$14.40 当前股价: HK\$2.85

股价上行/下行空间 +405%

52 周最高/最低价 (HK\$) 4.30/0.50

市值 (US\$mn) 67

当前发行数量(百万股) 184

三个月平均日交易额 (US\$mn) 1

流通盘占比 (%) 66

主要股东 (%)

LAV Assect Management 16

HSBC Trust 10

TLS Beta 6

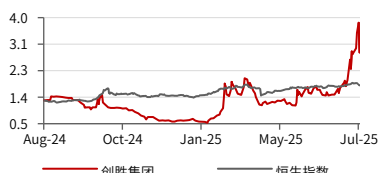
按 2025 年 8 月 1 日收市数据

资料来源: FactSet

### 主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	14.40	14.07	2%
2025E EPS (RMB)	(0.67)	(1.24)	46%
2026E EPS (RMB)	(0.70)	(0.44)	-61%
2027E EPS (RMB)	(0.71)	N/A	N/A

### 股价表现



资料来源: FactSet

## 临床里程碑与合作网络共促管线突破

- Osemitamab 全球 III 期与 Blosozumab II 期临床推进, 验证核心管线临床价值;
- 深化与礼来、安捷伦及药明生物战略合作, 完善全球化研发生态。
- 维持"买入"评级, DCF 目标价上调至 14.40 港元。

**管线进展与临床数据更新:** 近期, 创胜集团在研发和临床方面取得重大突破。根据 2025ASCO 数据, TST001 与 PD1/CAPOX 联用一线治疗胃癌, 82 例入组患者的中位生存期 (mOS) 达到 20.4 个月。在 26 例 CLDN18.2 中高表达 ( $\geq 40\%$  的肿瘤细胞的膜染色强度  $\geq 2+$ ) 且 PD-L1 CPS 已知的患者中, 中位生存期 (mOS) 为 21.7 个月, 中位无进展生存期 (mPFS) 为 16.6 个月; 该人群的确证客观缓解率 (cORR) 为 68%, 中位缓解持续时间 (mDoR) 为 16.5 个月。根据公司近期业绩会, 在获得监管批准后, TST001 针对胃癌/胃食管癌即将启动全球 III 期临床试验。抗骨质疏松药物 Blosozumab (TST002) 在中国进入 II 期临床并取得积极早期结果。此外, 针对肿瘤和自身免疫疾病的首创 ADC 及双抗药物也取得早期临床进展。

**TST002 有望解决中国骨质疏松症未被满足的巨大医疗需求:** Blosozumab (TST002) 拥有独特的双重机制 (同时抑制骨吸收和促进骨形成), 有望成为治疗骨质疏松症的潜在最佳药物。根据公司业绩会, 礼来 (LLY.N, 未覆盖) 已完成美国和日本的临床二期研究, 治疗 52 周后, 患者腰椎骨密度自基线显著增加 17.7%, 股骨颈部位增加 6.7%, 髋部部位增加 6.3%, 且安全性和耐受性良好。与已上市的骨质疏松治疗药物 Romosozumab 和 Denosumab 相比, TST002 在一年治疗后腰椎骨密度的增加幅度更大, 显示出更优的疗效潜力。

**CDMO 仍为核心收入来源:** 根据 2024 年财报, 公司收入 1100 万元人民币 (同比下滑 79%), 主要系公司业务重心调整。2024 年, 公司研发支出 1.92 亿元人民币 (同比减少 50%), 主要系公司对研究资源优化配置。我们将 2025E/26E 研发费用预测分别下调 49%/22%, 2025E/26E 归母净亏损预测调整为 -2.94 亿/-3.08 亿人民币。这些调整措施表明公司根据整体战略, 对内部业务战略优先级采取了审慎的财务策略。

**维持“买入”评级, DCF 目标价上调至 14.40 港元:** 基于 9.8% 的 WACC 和 2.0% 的永续增长率进行估值分析, 当前股价具有显著上升空间。我们认为创胜集团正步入长期价值创造的新发展阶段, 这一判断主要基于公司审慎的财务管理策略和持续向好的研发管线进展, 相关价值评估已充分反映在我们采用的两阶段现金流折现 (DCF) 模型及最新上调的股权价值预估之中。

**主要风险包括:** 候选药物未能获得监管部门的批准; 候选药物商业化的不确定性; 知识产权相关风险; 财务前景和融资的不确定性; 候选产品临床前和临床开发的不确定性。

### 研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

### 财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	54	11	12	14	32
毛利润 (RMBmn)	14	4	8	10	28
归母净利润 (RMBmn)	(463)	(290)	(294)	(308)	(310)
每股收益 (RMB)	(1.06)	(0.67)	(0.67)	(0.70)	(0.71)
市盈率 (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 万得, 华兴证券预测

## 财务分析

图表 1: 创胜集团 2024 年关键财务指标

(RMB 百万元)	2024	2023	同比%	2024E	实际 vs 我们预测
营收	11	54	-79%	132	-91%
销售费用	-	-	N.A.	-	N.A.
管理费用	-71	-117	40%	-185	62%
研发费用	-192	-382	50%	-396	52%
毛利	4	14	-72%	33	-88%
归母净利润	-294	-466	37%	-527	44%
EPS	-0.67	-1.07	37%	-1.30	48%

资料来源: 公司公告、华兴证券预测

## 预测调整

创胜集团 2024 年实现收入 1100 万元人民币, 同比下降 79%, 主要系 CDMO 服务需求及合同减少所致。公司 CDMO 业务主要包括: CHO 细胞培养基开发与优化、siRNA 制剂开发与生产、蛋白质冻干工艺开发以及 ADC 药物的 CMC 开发。在产品商业化前 (预计 2027 年实现), CDMO 仍将是公司主要收入来源。我们下调 2025 年收入预测, 因公司战略重心转移将显著影响 CDMO 业务增长。

通过优先推进 Osemitamab 和 Blosozumab 等核心临床项目, 公司 2024 年研发费用支出为 1.92 亿元人民币, 同比减少 50%。经研发费用调整后, 我们将 2025E-2027E 归母净利润预测修正为 -2.94 亿/-3.08 亿/-3.10 亿元人民币, 并新增 2027 年预测。尽管 2025 年公司仍将持续推进药物开发与临床研究, 由于管线优化与资源重新配置, 我们将 2025E/26E 研发费用预测下调 49%/22%。结合对 2025E/2026E 年收入的调整, 2025E/2026E 归母净利润预测分别上调 42%和下调 73%。

图表 2: 创胜集团主要预测调整

RMB(百万元)	新			旧			变化(%)		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营收	12	14	32	152	339	N/A	-91.9%	-96.0%	N/A
毛利	8	10	28	61	237	N/A	-86.8%	-96.0%	N/A
归母净利润	-294	-308	-310	-506	-177	N/A	41.9%	-73.4%	N/A
销售费用	0	1	2	0	1	N/A	N.A.	0.0%	N/A
管理费用	-74	-78	-82	-152	-68	N/A	51.3%	-14.7%	N/A
研发费用	-202	-212	-222	-396	-271	N/A	49.0%	21.9%	N/A
EPS (元)	-0.67	-0.70	-0.71	-1.24	-0.44	N/A	45.9%	-61.3%	N/A

资料来源: 公司数据、华兴证券预测

## 估值

### 维持“买入”评级，DCF 目标价上调至 14.40 港元

我们采用两阶段 DCF 估值模型：第一阶段为 2025E 至 2030E，第二阶段为 2031E 起的永续期。关键 WACC 假设保持不变，包括：无风险利率 2.8%、股权风险溢价 7.0%、贝塔系数 1.2、债务成本 6.8%以及边际税率 15%。基于 9.8%的 WACC 和 2.0%的永续增长率（均未调整），我们测算的股权价值为 63 亿港元（前值 57 亿港元），对应目标价 14.40 港元（前值 14.07 港元）。

我们重申“买入”评级，该判断主要基于 Osemitamab (TST001) 全球 III 期临床试验的启动，这既体现了持续的发展动能，也印证了公司强大的临床试验执行能力。

图表 3: 创胜集团 DCF 估值表

百万美元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
税前利润	-427	-323	-1,716	-407	-463	-291	-294	-308	-310	-55	453	691
财务费用	10	16	15	18	16	13	26	27	28	29	29	29
EBIT	-416	-307	-1,700	-389	-447	-277	-268	-281	-282	-27	483	720
EBIT*(1-t)	-427	-307	-1,701	-390	-447	-278	-268	-281	-282	-27	410	612
折旧及摊销	41	42	52	55	54	52	126	134	142	150	158	166
运营资本变动	23	-5	-8	58	41	-20	32	8	8	23	52	45
资本开支	-155	-63	-168	-270	-334	-426	-80	-80	-80	-80	-80	-80
自由现金流	-518	-333	-1,824	-546	-686	-671	-190	-219	-213	66	540	743
贴现因子							-	-	1	2	3	4
自由现金流现值							-	-190	-200	-176	50	372
												466

估值简介	2025年底
自由现金流现值 (2025E-30E)	322
永续现金流现值 (Tg =2.0%)	6,123
<b>企业价值</b>	<b>6,445</b>
(-) 净负债	599
(-) 少数股东权益	-
<b>股权价值 (百万元)</b>	<b>5,846</b>
股权价值 (百万港币) (HK\$:RMB=0.92)	6,286
总股本 (百万)	436
目标价 (港币)	14.40
最新收盘价(港币)	2.85
上行/(下行)空间 %	405%

WACC计算	
无风险利率	2.8%
股权风险溢价	7.0%
贝塔系数	124.0%
<b>权益成本</b>	<b>11.5%</b>
债务成本	6.8%
边际税率	15.0%
<b>税后债务成本</b>	<b>5.8%</b>
债务/总资本比例	30.0%
<b>WACC</b>	<b>9.8%</b>
<b>永续增长率</b>	<b>2.0%</b>

	目标价永续增长率 (行)和WACC (列)				
	8.8%	9.3%	9.8%	10.3%	10.8%
1.7%	16.70	15.15	13.80	12.61	11.56
1.9%	17.10	15.50	14.10	12.87	11.78
2.0%	17.52	15.85	14.40	13.14	12.02
2.2%	17.96	16.22	14.72	13.41	12.26
2.3%	18.42	16.61	15.06	13.70	12.51

注：使用 2025 年 8 月 1 日收盘价

资料来源：公司数据、华兴证券预测

## 风险提示

影响目标价的潜在风险包括

- **候选药物未能获得监管部门的批准。**美国食药监局、国家药品监督管理局和其他类似的监管机构的监管审批过程漫长、耗时且不可预测。如果该公司最终无法为其候选产品取获得监管部门的批准，其业务将受到严重损害。
- **候选药物商业化的不确定性。**创胜集团候选药物的实际市场规模可能小于预期，也可能无法达到医生、患者、第三方支付人和医学界其他人对其商业化所需要的市场接受程度。
- **知识产权相关风险。**如果创胜集团不能为其候选药物获得并维持专利和其他知识产权保护，或者如果知识产权范围不够广泛，第三方可以开发与公司类似或相同的产品和技术，并直接与创胜集团竞争，那么公司成功将产品或技术商业化的能力会受到损害。
- **财务前景和融资的不确定性。**创胜集团经营时间有限，很难评估其当前业务和预测未来业绩表现。公司迄今还没有从药品销售获得收入。自成立以来，公司在每个时期都出现亏损状态；预计公司在不久的将来继续出现净亏损，可能永远无法实现或维持盈利。此外，额外融资可能会稀释现有股东的权益、限制公司的运营，或者要求公司放弃对技术或候选管线药物的权利。
- **候选产品临床前和临床开发的不确定性。**创胜集团在很大程度上依靠候选药物（其所有候选药物均处于临床前或临床开发阶段）的成功，以及识别其他候选药物的能力。如果公司不能确定新的候选产品，不能完成现有候选产品的临床开发以及获得监管机构的批准或将其候选产品商业化，或在这方面出现重大延误，业务将受到严重损害。

**附：财务报表**

 年结: 12月  
 利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
CDMO	11	12	14	15
TST001	0	0	0	17
<b>营业收入</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>32</b>
营业成本	(7)	(4)	(4)	(4)
<b>毛利润</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>28</b>
管理及销售费用	(263)	(279)	(294)	(314)
其中: 研发支出	0	0	0	0
其中: 市场营销支出	0	0	0	0
其中: 管理支出	0	0	0	0
<b>息税前利润</b>	<b>(277)</b>	<b>(268)</b>	<b>(281)</b>	<b>(282)</b>
<b>息税折旧及摊销前利润</b>	<b>(225)</b>	<b>(142)</b>	<b>(147)</b>	<b>(140)</b>
利息收入	0	0	0	0
利息支出	(23)	(26)	(27)	(28)
<b>税前利润</b>	<b>(291)</b>	<b>(294)</b>	<b>(308)</b>	<b>(310)</b>
所得税	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>(290)</b>	<b>(294)</b>	<b>(308)</b>	<b>(310)</b>
调整后息税前利润	0	0	0	0
调整后息税折旧及摊销前利润	0	0	0	0
<b>调整后净利润</b>	<b>(290)</b>	<b>(294)</b>	<b>(308)</b>	<b>(310)</b>
<b>基本每股收益 (RMB)</b>	<b>(0.67)</b>	<b>(0.67)</b>	<b>(0.70)</b>	<b>(0.71)</b>

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>279</b>	<b>254</b>	<b>1,017</b>	<b>1,812</b>
货币资金	169	169	937	1,711
应收账款	31	14	15	36
存货	17	2	2	2
其他流动资产	62	69	62	62
<b>非流动资产</b>	<b>921</b>	<b>1,887</b>	<b>1,839</b>	<b>1,783</b>
固定资产	321	1,287	1,239	1,183
无形资产	0	0	0	0
商誉	472	472	472	472
其他	126	126	126	126
<b>资产</b>	<b>1,200</b>	<b>2,141</b>	<b>2,856</b>	<b>3,595</b>
<b>流动负债</b>	<b>343</b>	<b>1,361</b>	<b>2,371</b>	<b>3,408</b>
短期借款	217	362	370	377
预收账款	8	995	997	1,026
应付账款	114	1	1	1
长期借款	16	231	244	256
非流动负债	116	116	116	116
<b>负债</b>	<b>343</b>	<b>1,361</b>	<b>2,371</b>	<b>3,408</b>
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	0	0	0	0
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>752</b>	<b>458</b>	<b>150</b>	<b>(159)</b>
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债及所有者权益</b>	<b>1,200</b>	<b>2,141</b>	<b>2,856</b>	<b>3,595</b>

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>净利润</b>	<b>(290)</b>	<b>(294)</b>	<b>(308)</b>	<b>(310)</b>
折旧摊销	52	126	134	142
利息 (收入) / 支出	0	0	0	0
其他非现金科目	42	120	128	136
其他	0	0	0	0
营运资本变动	25	39	1	8
<b>经营活动产生的现金流量</b>	<b>(214)</b>	<b>(18)</b>	<b>(54)</b>	<b>(33)</b>
资本支出	(426)	(80)	(80)	(80)
收购及投资	(2)	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	(424)	(80)	(80)	(80)
<b>投资活动产生的现金流量</b>	<b>(426)</b>	<b>(80)</b>	<b>(80)</b>	<b>(80)</b>
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	(154)	360	1,020	1,020
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量</b>	<b>(154)</b>	<b>360</b>	<b>1,020</b>	<b>1,020</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>(377)</b>	<b>(11)</b>	<b>(47)</b>	<b>(26)</b>
<b>自由现金流</b>	<b>(671)</b>	<b>(190)</b>	<b>(219)</b>	<b>(213)</b>

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
CDMO营收 (百万元)	11	12	14	15
TST001营收 (百万元)	0	0	0	17
TST002营收 (百万元)	0	0	0	0
TST005营收 (百万元)	0	0	0	0
MSB2311营收 (百万元)	0	0	0	0

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>YoY (%)</b>				
营业收入	(79.1)	10.0	10.0	136.3
毛利润	(72.2)	101.3	18.5	197.1
息税折旧及摊销前利润	42.8	36.7	(3.3)	4.6
净利润	37.2	(1.2)	(4.7)	(0.7)
调整后净利润	37.2	(1.2)	(4.7)	(0.7)
稀释每股调整收益	37.4	(1.0)	(4.7)	(0.7)
<b>盈利率 (%)</b>				
毛利率	35.5	65.0	70.0	88.0
息税折旧摊销前利润率	N/A	N/A	N/A	(435.6)
调整后息税折旧摊销前利润率	0	0	0	0
息税前利润率	N/A	N/A	N/A	(875.8)
调整后息税前利润率	0	0	0	0
净利率	N/A	N/A	N/A	(961.9)
调整后净利率	N/A	N/A	N/A	(961.9)
净资产收益率	(38.6)	(64.1)	(204.4)	194.5
总资产收益率	(24.2)	(13.7)	(10.8)	(8.6)
<b>流动资产比率 (x)</b>				
流动比率	0.8	0.2	0.4	0.5
速动比率	0.8	0.2	0.4	0.5
<b>估值比率 (x)</b>				
市盈率	N/A	N/A	N/A	N/A
市净率	1.0	2.7	8.3	N/A
市销率	46.5	42.2	38.4	16.2

## 附录

### 【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

#### 一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。