

香港股市 | 医药

荣昌生物（9995 HK）

上半年收入快速增长，管线产品有望逐渐兑现

2025 年上半年收入快速增长，股东净亏损同比缩小超四成

公司 2025 年上半年收入同比增加 47.6%至 10.9 亿元 (人民币，下同)，股东净亏损同比 缩小 42.3%至 4.5 亿元，较预期少约 5%。主要产品泰它西普与维迪西妥单抗注射液的收入快速增长，毛利率同比提升 7.3 个百分点，管理费用占产品销售收入的比例同比下降 7.2 个百分点。

海外授权交易将增厚 2025-27E 收入

公司继 6 月达成的 VOR 公司授权交易外，近期又与日本著名眼科药物生产商参天药业（4536 JP）达成关于研发管线内的眼科药物 RC28 的授权协议。荣昌将获 2.5 亿元首付款和 5.2 亿元 近期里程碑收入。公司预计首付款 2025 年下半年入账，其他 2027 年底有望入账。RC28 的 III 期临床 2023 年已启动，近期又在 2025 年美国眼科与视觉研究协会年会(ARVO 2025)以口头 报告形式汇报了较好的临床数据，我们预计以上预期应能实现。

长远看 RC28 与泰它西普的新适应症有望为公司带来新增量

公司计划 2025 年下半年与 2026 年上半年分别提交 RC28 的糖尿病黄斑变性（DME）与老年 性黄斑变性（wAMD）的上市申请。泰它西普的原发性干燥综合征适应症已达临床试验主要 终点，公司计划下半年提交上市申请。RC28 为黄斑变性用的抗 VEGF/FGF 的双靶点注射剂， 该疾病在糖尿病患者与高度近视的老年人中高发，不进行注射治疗可能致盲。国内眼科医院 公认双靶点注射剂比原来常用的单靶点注射剂有效，但目前仅有罗氏药厂（RHHBY US）的法 瑞西，市场需其他优质产品。RC28 临床数据较好，获批可能性非常高。此外，原发性干燥综 合征虽然发病率不高，但不治疗可能影响肺、心血管、肾等内脏。目前该领域还没生物制 剂，泰它西普临床数据很好并已获美国 FDA 的快速通道资格，因此国内批准的可能性非常 高。

目标价上调至 85.50 港元，维持“中性”评级

我们将 2025-27E 收入预测分别上调 6.8%、2.1%、13.2%。2025-26E 股东净亏损预测分别下调 38.0%、3.2%，2027E 股东净利润预测上调至 4.4 亿元，主要反映 2025 年下半年起入账的授 权费与利润率预测的上调。我们也上调 2028 年后的盈利预测，并纳入 2035E 预测。根据调 整后 DCF 模型，目标价从 52.60 港元调升至 85.50 港元。公司股价近期上涨，维持“中性” 评级，但未来将根据 RC28、泰它西普新适应症的报审进度与该产品的美国审批情况再调 整。

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 8 月 25 日）

年结:12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	1,076	1,710	2,968	3,300	4,429
增长率（%）	40.2%	58.9%	73.5%	11.2%	34.2%
股东净利润	(1,511)	(1,468)	(338)	(354)	437
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)	(0.61)	(0.63)	0.78
市盈率（倍）	不适用	不适用	不适用	不适用	105.5
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	4.38	3.75	4.53
市净率（倍）	13.0	22.4	18.7	21.8	18.1

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

评级：中性

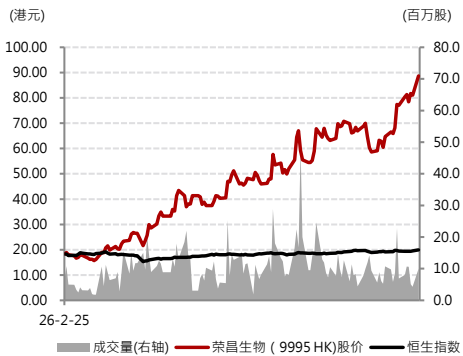
目标价：85.50 港元

股票资料（更新至 2025 年 8 月 25 日）

收市价	88.70 港元
总市值	50,347.29 百万港元
H 股流通股比例	82.15%
H 股已发行总股本	208.58 百万
52 周价格区间	10.2-92.4 港元
3 个月日均成交额	695.17 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

20250630: 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

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）

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	(219)	641	922	1,454	1,869	2,350	2,820	3,392	3,900	4,330
加：折旧与摊销	304	295	293	304	327	359	401	458	526	584
减：所得税	0	(38)	(108)	(182)	(237)	(309)	(371)	(446)	(585)	(649)
资本开支	(330)	(443)	(552)	(656)	(764)	(932)	(1,124)	(1,357)	(1,561)	(1,733)
营运资金变动	83	(873)	(942)	(1,018)	(1,235)	(1,394)	(1,602)	(2,161)	(2,485)	(2,759)
自由现金流	(329)	1,328	1,497	1,938	2,429	2,862	3,328	4,207	4,766	5,291
税后债务成本	5.0%									
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	7.4%									
永续增长率	3.0%									
股权价值（百万港币）	48,187									
每股内涵价值（港币）	85.50									

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（%）	6.7%	90.79	98.49	108.29	121.17	138.87
	7.0%	82.11	88.31	96.06	106.01	119.24
	7.4%	74.35	79.35	85.50	93.22	103.22
	7.8%	67.72	71.81	76.74	82.84	90.55
	8.2%	61.76	65.08	69.05	73.88	79.86

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	2,968	3,300	4,429	税前利润	(1,511)	(1,468)	(338)	(354)	475
许可收益	0	0	573	100	420	折旧及摊销	241	303	317	304	295
销售货物	1,049	1,699	2,395	3,200	4,009	营运资金变动	(358)	(169)	(618)	83	(873)
服务收入	27	11	0.000	0	0	已付利息	30	10	18	26	32
销售成本	(253)	(343)	(373)	(499)	(605)	已付税款	0	0	0	0	(38)
毛利	823	1,367	2,595	2,802	3,825	其他	97	148	88	109	134
其他收入及收益	111	105	62	101	108	经营业务现金净额	(1,502)	(1,177)	(532)	168	26
销售及分销开支	(775)	(949)	(1,112)	(1,280)	(1,382)	购入物业、厂房及设备	(769)	(265)	(297)	(330)	(443)
行政开支	(314)	(332)	(339)	(399)	(441)	其他	(48)	79	(23)	0	0
研发成本	(1,306)	(1,540)	(1,420)	(1,398)	(1,423)	投资活动现金净额	(818)	(186)	(320)	(330)	(443)
经营溢利润	(1,462)	(1,348)	(214)	(175)	686	净新增借款	1,126	1,547	429	749	816
财务成本	(23)	(72)	(82)	(135)	(166)	股息分派	0	0	0	0	0
其他	(26)	(48)	(43)	(45)	(45)	其他	(148)	(154)	714	(135)	(166)
应占联营溢利	(0)	(0)	0	0	0	融资活动现金净额	978	1,393	1,143	614	650
除税前利润	(1,511)	(1,468)	(338)	(354)	475	年初现金	2,069	727	760	1,050	1,501
所得税开支	0	0	0	0	(38)	现金增加净额	(1,341)	30	290	451	233
期间亏损	(1,511)	(1,468)	(338)	(354)	437	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	1,050	1,501	1,734
股东净利润	(1,511)	(1,468)	(338)	(354)	437						
EBIT	(1,488)	(1,396)	(256)	(219)	641						
EBITDA	(1,247)	(1,093)	61	84	937						

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	重要指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	742	659	866	1,172	1,299	增长率 (%)					
应收账款	420	599	1,014	731	1,464	收入	40.2	58.9	73.5	11.2	34.2
现金及现金等价物	727	760	1,050	1,501	1,734	毛利	65.3	66.1	89.8	8.0	36.5
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	3,202	3,677	4,769						
物业、厂房及设备	2,833	2,744	2,794	2,878	3,070	盈利能力 (%)					
无形资产	24	26	20	14	10	毛利率	76.5%	80.0%	87.4%	84.9%	86.4%
其他非流动资产	442	439	398	345	305	净利率率	亏损	亏损	亏损	亏损	9.9%
非流动资产总值	3,299	3,209	3,212	3,238	3,386	EBIT 利润率	亏损	亏损	亏损	亏损	14.5%
总资产	5,528	5,499	6,413	6,914	8,154	EBITDA 利润率	亏损	亏损	亏损	2.6%	21.1%
应付账款	772	727	731	838	825	净负债率 (%)	11.6%	91.0%	78.8%	106.0%	110.7%
借款	286	1,370	1,918	2,398	2,878						
其他	80	90	90	90	90	其他					
流动负债	1,138	2,188	2,740	3,326	3,792	ROAE (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	18.7
借款	841	1,196	1,076	1,345	1,682	ROAA (%)	不适用	不适用	不适用	不适用	5.8
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	1,205	1,474	1,810	应收帐周转率（天）	84.7	72.7	72.7	72.7	72.7
总负债	2,091	3,512	3,945	4,800	5,602	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	2,469	2,115	2,552						
非控股权益	0	0	0	0	0						
总权益	3,437	1,986	2,469	2,115	2,552						
净现金（净负债）	(400)	(1,807)	(1,945)	(2,242)	(2,825)						

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
6	2025/8/26	HK\$88.70	中性（维持）	HK\$85.50

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