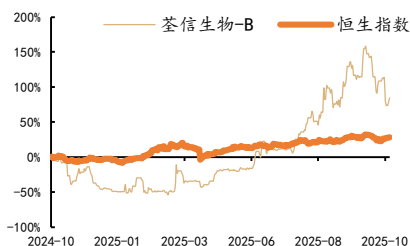


股票投资评级

增持|维持

个股表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	25.26
总股本/流通股本(亿股)	2.27/2.27
总市值/流通市值(亿港元)	57/57
52周内最高/最低价	36.50/ 5.95
资产负债率(%)	80.9364
市盈率	-27.3
第一大股东	杭州荃毅投资管理合伙企业(普通合伙)

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师: 徐智敏
SAC 登记编号: S1340525100003
Email: xuzhimin@cnpsec.com

荃信生物(2509.HK)

QX031N 授权罗氏，自免双抗价值持续兑现

● 事件

10月28日，荃信生物与 F. Hoffmann-La Roche Ltd（以下简称“罗氏”）就荃信生物自主研发的长效自免双抗 QX031N 达成全球独家合作与许可协议。

● 投资要点

协议概要：根据协议，罗氏将获授予研究、开发、注册、生产及商业化 QX031N 的全球独家权益。作为回报，荃信生物将获得一次性、不可退还且不可抵扣的首付款 7,500 万美元，并有资格获得与产品开发、监管批准及商业化相关的至多 9.95 亿美元里程碑付款，以及潜在未来产品销售的梯度特许权使用费。

QX031N 注射液是一款同时靶向 TSLP 和 IL-33 的长效双抗。TSLP 和 IL-33 参与慢性阻塞性肺病(COPD)及哮喘等呼吸系统疾病的发生，在炎症进程中发挥重要作用。QX031N 有望被开发成为 COPD 及哮喘等呼吸系统疾病的治疗新选择，具备成为 First-in-class 及 Best-in-disease 疗法的潜力。

MNC 背书+高首付款反映公司创新能力，自免双抗价值有望持续兑现。

QX031N 属于临床前管线，尚未进入临床阶段即与 MNC 达成了高首付的协议，我们认为一方面系对公司创新早研能力的背书，另一方面亦系对自免领域呼吸赛道市场潜力与靶点选择的认可。

从 BD 金额和合作方来看，本次交易具备一定稀缺性。近年同类可比的 BD 交易：华深智药授权给 Sanofi 的双抗药物 HXN-1002 (α4 β7/TL1A) 与 HXN-1003 (TL1A/IL-23) 的全球独家权益，共计 1.25 亿美元首付+17 亿美金的里程碑付款。两者均系临床前资产且合作方均为海外医药巨头。我们认为这意味着 QX031N 的临床价值并不逊色于 IBD 领域的 TL1A 双抗，同时亦意味着该靶点组合在全球中具备领先身位和市场潜力。

适应症选择上，自免疾病覆盖广泛，我们认为在呼吸科疾病(COPD 和哮喘)现有疗法的可迭代空间大，更有望诞生新一代 blockbuster。可参阅外发深度报告——《自免行业报告(一)：双靶协同拓展治疗边界，重视 TSLP 类双抗迭代潜力》。目前全球尚未有自免领域的双抗重磅产品的上市，具备真正创新属性的管线正快速突围实现临床价值兑现。

● 投资建议

公司是国内自免创新药的佼佼者，在自免创新药领域具备良好的积淀。公司的成熟管线逐步迈入兑现期提升造血能力，创新性管线出海授权陆续达成，为公司稳健经营提供进一步的保证。管线授权海外巨头借力出海全球市场。我们预计公司 2025-2027 年营业收入增速为 123%/98%/-33%，EPS 为-0.72/0.48/-0.72 元/股，维持“增持”评级。

● **风险提示：**

研发进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；上市公司业绩不及预期风险；谈判合作不及预期风险；地缘政治形势加剧风险；早研管线研发失败风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	159	354	703	473
增长率(%)	—	123%	98%	-33%
EBITDA（百万元）	-294	-137	141	-145
归属母公司净利润（百万元）	-336	-162	109	-163
增长率(%)	34%	52%	167%	-250%
EPS(元/股)	-1.53	-0.72	0.48	-0.72
市盈率（P/E）	-4.44	-32.47	48.48	-32.28
市净率（P/B）	6.58	35.01	10.68	8.62
EV/EBITDA	-5.70	-38.90	35.67	-34.35

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率（单位：百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	617	652	1,218	1,364	营业收入	159	354	703	473
现金	361	572	1,010	1,200	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	0	0	0	0	营业成本	67	66	70	80
存货	3	3	4	44	销售费用	1	0	0	0
其他	253	77	205	119	管理费用	116	106	141	166
非流动资产	367	335	336	341	研发费用	334	354	387	402
固定资产	312	269	223	182	财务费用	23	0	0	0
无形资产	6	55	102	148	除税前溢利	-350	-169	113	-170
其他	49	11	11	11	所得税	0	0	0	0
资产总计	984	986	1,554	1,705	净利润	-350	-169	113	-170
流动负债	430	384	555	544	少数股东损益	-14	-6	4	-6
短期借款	211	186	266	346	归属母公司净利润	-336	-162	109	-163
应付账款及票据	111	92	78	56	EBIT	-326	-169	113	-170
其他	109	106	211	142	EBITDA	-294	-137	141	-145
非流动负债	333	465	515	565	EPS（元）	-1.53	-0.72	0.48	-0.72
长期债务	315	448	498	548					
其他	18	18	18	18					
负债合计	763	850	1,070	1,109	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
普通股股本	222	227	237	247	成长能力				
储备	7	-76	257	366	营业收入	—	123.23%	98.29%	-32.71%
归属母公司股东权益	229	151	494	612	归属母公司净利润	33.91%	51.58%	166.99%	-250.20%
少数股东权益	-8	-14	-10	-17	获利能力				
股东权益合计	221	137	484	596	毛利率	58.06%	81.38%	90.04%	83.09%
负债和股东权益	984	986	1,554	1,705	销售净利率	-211.33%	-45.84%	15.49%	-34.57%
					ROE	-146.55%	-107.80%	22.04%	-26.70%
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC	-43.70%	-21.90%	9.04%	-11.40%
经营活动现金流	-186	-162	127	-236	偿债能力				
净利润	-336	-162	109	-163	资产负债率	77.53%	86.15%	68.88%	65.06%
少数股东权益	-14	-6	4	-6	净负债比率	74.65%	45.80%	-50.74%	-51.42%
折旧摊销	33	32	28	25	流动比率	1.43	1.70	2.19	2.51
营运资金变动及其	131	-25	-15	-91	速动比率	1.41	1.68	2.16	2.40
投资活动现金流	-25	180	-53	15	营运能力				
资本支出	-2	-38	-30	-30	总资产周转率	0.18	0.36	0.55	0.29
其他投资	-23	218	-23	45	应收账款周转率	-	-	-	-
筹资活动现金流	352	196	368	415	应付账款周转率	0.72	0.65	0.83	1.20
借款增加	353	108	130	130	每股指标（元）				
普通股增加	0	87	238	285	每股收益	-1.53	-0.72	0.48	-0.72
已付股利	0	0	0	0	每股经营现金流	-0.84	-0.71	0.56	-1.04
其他	-1	0	0	0	每股净资产	1.03	0.66	2.18	2.70
现金净增加额	144	211	438	191	估值比率				
					P/E	-4.44	-32.47	48.48	-32.28
					P/B	6.58	35.01	10.68	8.62

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048