

香港股市 | 医药

## 荣昌生物 (9995 HK)

### 重磅创新出海再下一城

#### 公司成功与全球行业巨头签订肿瘤药领域重磅授权协议

公司日前与全球行业巨头艾伯维 (ABBV US) 签订关于肿瘤领域的双抗药物 RC148 的授权协议, 公司将授予艾伯维 RC148 在大中华区以外地区的开发、生产和商业化的独家权利, 协议获准后公司将获 6.5 亿美元的首付款及最高 49.5 亿美元的开发、监管和商业化里程碑付款, 以及在大中华以外地区净销售额的两位数分级特许权使用费。RC148 通过同时靶向并抑制 PD-1 与 VEGF 通路增强免疫系统的抗肿瘤活性, 目前正在中国开展临床研究。考虑到海外临床还在准备, 我们暂不纳入里程碑收入预测, 但预计首付款有望于 2026 年入账。艾伯维的认可表明产品临床数据优异, 而且首付款将显著夯实资金。

#### 上调 2025-27E 盈利预测

我们审视了公司的产品销售情况, 预计主要产品泰它西普与维迪西妥单抗的 2025 年销售收入将快速增加, 因此维持 2025-27E 的产品销售收入预测, 预计产品销售收入的 2024-27ECAGR 将达 33.1%。

利润层面, 我们预计 2025 年下半年的研发费用可能少于早前预期, 因此下调 2025-27E 研发费用率预测。我们将 2025E 的股东净亏损预测下调 16.7%。考虑到首付款的入账, 我们将 2026 年的股东净利润预测上调至 40.9 亿元人民币。我们也将 2027E 的股东净利润预测上调 9.5%, 反映利润率预测的上调。

#### 目标价上调至 114.00 港元, 上调评级至“买入”

综合以上情况, 根据调整后的 DCF 模型, 我们将目标价从 85.50 港元上调至 114.00 港元, 对应 21.0% 上涨空间, 评级上调至“买入”。

**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授权协议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 2026 年 1 月 15 日)

年结:12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	1,076	1,710	2,968	7,837	4,429
增长率 (%)	40.2%	58.9%	73.5%	164.1%	-43.5%
股东净利润	(1,511)	(1,468)	(281)	4,091	479
增长率 (%)	亏损扩大	亏损缩小	亏损缩小	扭亏为盈	-88.3%
每股盈利 (人民币)	(2.80)	(2.73)	(0.51)	7.26	0.85
市盈率 (倍)	不适用	不适用	不适用	11.6	99.0
每股股息 (人民币)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股净资产 (人民币)	6.32	3.65	4.48	11.74	12.59
市净率 (倍)	13.3	23.1	18.8	7.2	6.7

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

更新报告

评级: 买入

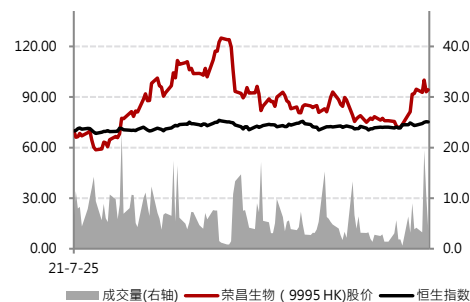
目标价: 114.00 港元

股票资料 (更新至 2026 年 1 月 15 日)

收市价	94.25 港元
总市值	61,363.99 百万港元
H 股流通股比例	82.01%
H 股已发行总股本	208.58 百万
52 周价格区间	12.02-126.6 港元
3 个月日均成交额	454.18 百万港元
主要股东	王威东等 (占 38.81%)

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

20250826: 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

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

#### 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	4,225	685	1,025	1,635	2,108	2,676	3,438	4,406	5,067	5,725
加: 折旧与摊销	304	315	333	341	361	389	428	481	553	624
减: 所得税	0	(40)	(124)	(209)	(273)	(358)	(464)	(598)	(760)	(859)
资本开支	(784)	(443)	(560)	(657)	(754)	(920)	(1,110)	(1,340)	(1,541)	(1,742)
营运资金变动	(495)	(813)	(1,418)	(1,661)	(1,908)	(2,328)	(2,842)	(3,431)	(4,289)	(5,232)
自由现金流	4,240	1,331	2,091	2,772	3,350	4,115	5,135	6,378	7,606	8,981
税后债务成本	3.4%									
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	8.8%									
永续增长率	3.0%									
股权价值 (百万港币)	64,263									
每股内涵价值 (港币)	114.00									

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 (%)	8.0%	124.38	130.73	138.35	147.68	159.35
	8.4%	114.18	119.31	125.38	132.68	141.65
	8.8%	105.04	109.17	114.00	119.74	126.66
	9.3%	97.21	100.57	104.46	109.02	114.44
	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						现金流量表					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
收益	1,076	1,710	2,968	7,837	4,429	税前利润	(1,511)	(1,468)	(281)	4,091	518
授权费收入	0	0	573	4,637	420	折旧及摊销	241	303	317	304	315
销售货物	1,049	1,699	2,395	3,200	4,009	营运资金变动	(358)	(169)	(497)	(495)	(813)
服务收入	27	11	0	0	0	已付利息	30	10	20	63	105
销售成本	(253)	(343)	(373)	(499)	(605)	已付税款	0	0	0	0	(40)
毛利	823	1,367	2,595	7,339	3,825	其他	97	148	86	45	62
其他收入及收益	111	105	63	138	180	经营业务现金净额	(1,502)	(1,177)	(355)	4,007	147
销售及分销开支	(775)	(949)	(1,112)	(1,440)	(1,443)	购入物业厂房设备	(769)	(265)	(297)	(784)	(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)	(1,364)	(1,368)	(1,391)	投资活动现金净额	(818)	(186)	(320)	(784)	(443)
经营溢利润	(1,462)	(1,348)	(157)	4,270	729	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
除税前溢	(1,511)	(1,468)	(281)	4,091	518	年初现金	2,069	727	760	1,227	5,064
所得税开支	0	0	0	0	(40)	现金增加净额	(1,341)	30	467	3,837	354
期间溢利	(1,511)	(1,468)	(281)	4,091	479	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	1,227	5,064	5,418
股东净利润	(1,511)	(1,468)	(281)	4,091	479						
EBIT	(1,488)	(1,396)	(200)	4,225	685						
EBITDA	(1,247)	(1,093)	118	4,529	1,000						

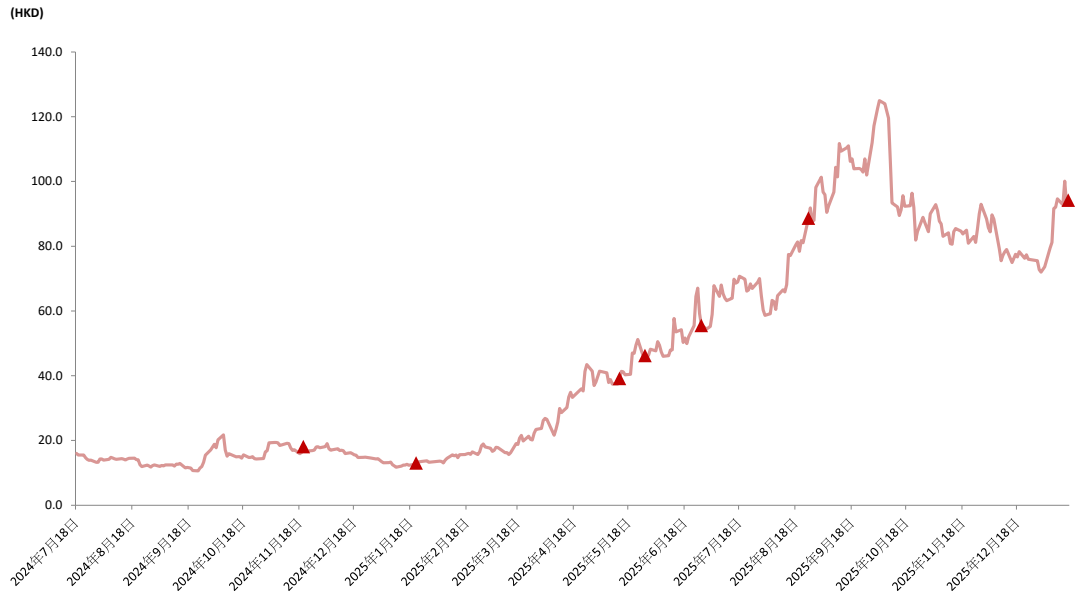
  

资产负债表						重要指标					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	742	659	866	1,172	1,299	增长率 (%)					
应收账款	420	599	894	1,189	1,862	收入	40.2	58.9	73.5	164.1	(43.5)
现金及现金等价物	727	760	1,227	5,064	5,418	毛利	65.3	66.1	89.8	182.8	(47.9)
其他	340	272	272	299	299	股东净利润	亏损扩大	亏损缩小	亏损缩小	扭亏为盈	-88.3%
流动资产总值	2,229	2,290	3,258	7,724	8,878	盈利能力 (%)					
物业厂房设备	2,833	2,744	2,794	3,332	3,504	毛利率	76.5%	80.0%	87.4%	93.6%	86.4%
无形资产	24	26	20	14	10	净利润率	亏损	亏损	亏损	52.2%	10.8%
其他非流动资产	442	439	398	345	305	EBIT 利润率	亏损	亏损	亏损	53.9%	15.5%
非流动资产总值	3,299	3,209	3,212	3,692	3,819	EBITDA 利润率	亏损	亏损	亏损	57.8%	22.6%
总资产	5,528	5,499	6,470	11,416	12,697	净负债率 (%)	11.6%	91.0%	70.0%	净现金	净现金
应付账款	772	727	731	838	824	其他					
借款	286	1,370	1,918	2,398	2,878	ROAE (%)	不适用	不适用	不适用	89.5	7.0
其他	80	90	90	90	90	ROAA (%)	不适用	不适用	不适用	0.0	4.0
流动负债	1,138	2,188	2,740	3,326	3,792	存货周转率 (天)	911.5	745.8	745.8	745.8	745.8
借款	841	1,196	1,076	1,345	1,682	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	1,205	1,474	1,810						
总负债	2,091	3,512	3,945	4,800	5,602						
股东权益	3,437	1,986	2,525	6,616	7,095						
非控股权益	0	0	0	0	0						
总权益	3,437	1,986	2,525	6,616	7,095						
净现金 (净负债)	(400)	(1,807)	(1,768)	1,321	859						

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
7	2026/1/16	HK\$94.25	买入（上调）	HK\$114.00

来源：彭博，中泰国际研究部

## 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 19 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805