

买入

2025年4月14日

控费成效显著，重症肌无力数据惊艳

► **积极控费亏损缩窄：**公司2024年实现营收17.1亿元，同比增长58.9%。公司全年毛利率80.0%，同比提升3.5pts。公司Q4加强了营销活动，全年销售费用率55.5%。研发费用方面公司对管线进行了调整和重点聚焦，全年研发费用15.4亿，成功实现16亿以下的目标，费用率大幅下降至60.2%。得益于有效的控费举措，公司2024年归母净亏损14.7亿元，同比小幅缩窄。截止2024年底，公司在手现金及现金等价物7.6亿元，贷款授信额度28亿元。2025年公司将继续费用管理，计划将研发费用控制在13亿以下，显著缩窄亏损。

► **上市产品持续放量，新适应症纷至沓来：**2024年泰它西普实现销售收入9.7亿元，同比大幅增长约88%。继系统性红斑狼疮和类风湿关节炎之后，重症肌无力的适应症也有望在2025Q2获批。此外，干燥综合征和IgA肾病也有望在今年上半年和下半年递交上市申请，进一步扩大泰它西普在中国市场的适应症覆盖，为其继续放量提供充足燃料。维迪西妥单抗销售收入达7.2亿，同比增长约36%，放量也明显加快。乳腺癌伴肝转移适应症有望在2025Q2获批上市，联合PD-1治疗一线尿路上皮癌的适应症也将在今年下半年递交上市申请。眼科新药RC28糖尿病性黄斑水肿III期临床也已完成患者入组，有望在下半年递交上市申请。

► **重症肌无力III期临床数据惊艳：**公司泰它西普治疗重症肌无力的中国III期临床数据被收入4月8日美国神经病学年会最新突破性研究口头报告，展现了非常惊艳的临床数据。第一阶段24周用药数据显示出了相比安慰剂组显著的MG-ADL和QMG评分降低，并且曲线仍然有持续下降的势头。MG-ADL评分下降 ≥ 3 的患者比例高达98.1%。该适应症的主流生物制剂为FcRn抗体，由于安全性问题，无法长期持续用药，而在停药期间患者通常会出现症状反弹。泰它西普拥有优异的安全性表现，此次临床中主要不良事件感染的表现甚至略好于安慰剂组。长期可持续用药的特点不仅为FcRn不耐受患者提供了新的治疗选择，而且有望配合FcRn治疗，通过序贯治疗巩固疗效，达到长期疾病控制的目的。

► **目标价至38.52港元，维持买入评级：**我们采用DCF估值法，假设WACC为11.0%、永续增长率为3.0%对公司进行估值，仅考虑泰它西普、维迪西妥单抗、RC28三款产品风险调整后销售收入，给予公司38.52港元的目标价，有28.8%的上涨空间，维持买入评级。

高小迪

852-25321960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk
但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	医药
股价	29.90 港元
目标价	38.52 港元 (+28.8%)
股票代码	9995
总股本	5.44 亿股
市值	162.8 亿港元
52周高/低	33.20/10.2 港元
每股净资产	3.65 港元
主要股东	房健民先生等(40.06%)

表：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入(人民币千元)	1,076,130	1,710,152	2,185,066	2,894,910	3,993,695
变动(%)	40.2%	58.9%	27.8%	32.5%	38.0%
归母净利润(人民币千元)	-1,511,229	-1,468,362	-889,132	-512,558	114,263
每股基本收益(人民币元)	-2.80	-2.73	-1.65	-0.95	0.21
变动(%)	48.9%	-2.4%	-39.4%	-42.4%	-122.3%
市盈率@29.9港元(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	13303.0
每股派息(人民币元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


资料来源：彭博

主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	1,076,130	1,710,152	2,185,066	2,894,910	3,993,695	盈利能力					
毛利	822,994	1,367,356	1,795,012	2,379,684	3,288,045	毛利率 (%)	76.5%	80.0%	82.1%	82.2%	82.3%
销售及管理费用	(1,088,858)	(1,281,039)	(1,433,802)	(1,638,099)	(1,833,895)	EBITDA 利率 (%)	-114.6%	-67.2%	-24.8%	-4.9%	13.0%
研发费用	(1,306,307)	(1,539,778)	(1,231,822)	(1,231,822)	(1,293,414)	净利率 (%)	-140.4%	-85.9%	-40.7%	-17.7%	2.9%
其他净收益	95,354	68,670	68,670	68,670	68,670	营运表现					
EBIT	(1,476,817)	(1,384,791)	(801,942)	(421,568)	229,407	SG&A/收入 (%)	101.2%	74.9%	65.6%	56.6%	45.9%
财务开支	(34,367)	(83,467)	(87,086)	(90,886)	(94,876)	实际税率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	15.00%
税前盈利	(1,511,184)	(1,468,258)	(889,028)	(512,454)	134,531	存货周转天数	911	746	464	209	121
所得税	0	0	0	0	(20,164)	应收账款天数	63	55	52	44	38
归母净利润	(1,511,229)	(1,468,362)	(889,132)	(512,558)	114,263	财务状况					
折旧及摊销	(243,428)	(234,859)	(260,619)	(278,405)	(290,661)	负债/权益	0.6	1.8	3.0	4.6	4.1
EBITDA	(1,233,389)	(1,149,932)	(541,323)	(143,163)	520,068	收入/总资产	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8
增长						总资产/股本	10.2	10.2	10.4	9.4	9.7
总收入 (%)	40.2%	58.9%	27.8%	32.5%	38.0%	盈利对利息倍数	-35.9	-13.8	-6.2	-1.6	5.5
EBITDA (%)	-63.6%	6.8%	52.9%	73.6%	463.3%						
EPS (%)	48.9%	2.4%	39.4%	42.4%	N/A						
资产负债表						现金流量表					
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
现金	726,552	759,530	783,386	374,905	626,996	税前利润	(1,511,229)	(1,468,362)	(889,132)	(512,558)	134,427
应收账款	743,980	867,937	939,578	1,013,219	1,118,235	融资成本	23,091	72,379	75,998	79,798	83,788
存货	741,560	659,369	331,546	257,613	211,695	营运资金变化	(13,691)	86,592	473,092	266,251	250,004
其他流动资产	16,841	2,962	2,805	2,805	2,805	所得税	0	0	0	0	(20,164)
总流动资产	2,228,933	2,289,798	2,057,315	1,648,541	1,959,731	营运现金流	(1,501,829)	(1,309,391)	(340,042)	(166,509)	448,054
固定资产	2,833,055	2,743,704	2,945,786	2,831,507	2,673,601	资本开支	(769,249)	(285,846)	(150,000)	(50,000)	0
无形资产	24,294	26,143	32,943	34,759	34,904	其他投资活动	(48,401)	(211,388)	(17,180)	(17,180)	(17,180)
其他非流动资产	441,961	438,874	532,520	536,483	523,488	投资活动现金流	(817,650)	(497,234)	(167,180)	(67,180)	(17,180)
总资产	5,528,243	5,498,519	5,568,564	5,051,291	5,191,724	负债变化	1,125,840	1,997,296	702,071	0	0
应付帐款	771,527	727,434	682,200	668,229	685,145	股本变化	(139,759)	(85,314)	(94,995)	(94,995)	(94,995)
短期借款	286,349	1,370,240	2,072,311	2,072,311	1,926,551	股息	(7,774)	(72,379)	(75,998)	(79,798)	(83,788)
其他短期负债	79,665	90,422	90,422	90,422	90,422	融资活动现金流	978,307	1,839,603	531,078	(174,793)	(178,783)
总短期负债	1,137,541	2,188,096	2,844,933	2,830,962	2,702,118	现金变化	(1,341,172)	32,978	23,856	(408,481)	252,092
长期借款	840,588	1,195,878	1,195,878	1,195,878	1,341,638	汇率影响	(1,456)	0	0	0	0
其他长期负债	112,845	128,344	128,344	128,344	128,344	期初持有现金	2,069,180	726,552	759,530	783,386	374,905
总负债	2,090,974	3,512,318	4,169,155	4,155,184	4,172,100	期末持有现金	726,552	759,530	783,386	374,905	626,996
股东权益	3,437,269	1,986,201	1,399,409	896,106	1,019,625						
每股账面值	6.37	3.70	2.60	1.67	1.90						
营运资金	1,091,392	101,702	(787,618)	(1,182,421)	(742,387)						

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。