

荣昌生物 (688331.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

两大创新药销售额增加 480%，商业化进展顺利

业绩简评

2023年3月30日，公司发布年报，2022年实现收入7.72亿元，同比减少45.87%；归母净亏损9.99亿元，扣非后归母净亏损11.16亿元。业绩符合预期。

经营分析

泰它西普和维迪西妥单抗进医保后快速放量，商业化能力符合预期。(1) 2021年公司授权西雅图基因公司获得维迪西妥单抗在荣昌生物区域以外地区的全球开发和商业化权益，收到2亿美元首付款并确认收入，本年度公司没有此部分收入；若剔除2021年2亿美元首付款，产品销售收入同比增加480%。(2) 泰它西普和维迪西妥单抗于2021年底纳入国家医保目录，销售收入实现快速增长。泰它西普是公司自主研发的全球首款、同类首创的注射用重组B淋巴细胞刺激因子(BLyS)/增殖诱导配体(APRIL)双靶点的新型融合蛋白产品，用于治疗系统性红斑狼疮的新药上市申请经优先审评审批程序，作为具有突出临床价值的临床急需药品于2021年3月在国内获附条件批准上市。维迪西妥单抗是我国首个获得美国FDA、中国药监局突破性疗法双重认定的ADC药物，用于治疗胃癌、尿路上皮癌的新药上市申请经优先审评审批程序，作为具有突出临床价值的临床急需药品分别于2021年6月和12月在国内获附条件批准上市。(3) 费用端：①公司多个创新药物处于关键试验研究阶段，2022年研发投入9.82亿元，同比增加38.13%，占比总营业收入的127.19%。②随着商业化团队人数扩充、学术推广等活动力度加大，2022年销售费用为4.41亿元，同比增长67.59%。

三大核心技术平台、研发管线稳步推进。公司已经逐步建立与完善抗体和融合蛋白平台、抗体药物偶联物(ADC)平台和双功能抗体平台，目前共有七个分子处于临床开发阶段，正在针对二十余种适应症进行临床开发。已进入商业化阶段的药物泰它西普和维迪西妥单抗正在中国及美国进行针对十四种适应症的临床试验，未来有望持续贡献业绩增量。此外，RC28、RC88、RC98、RC108、RC118等其他分子临床进展顺利，将陆续进入关键临床试验阶段。

盈利预测、估值与评级

考虑到泰它西普和维迪西妥单抗的持续放量，我们预计公司2023/24/25年实现营收13.66/19.62/26.12亿元，同比增长77%/44%/33%。维持“买入”评级。

风险提示

确证性临床以及研发进展不达预期、竞争加剧及医保放量不达预期。

医药组

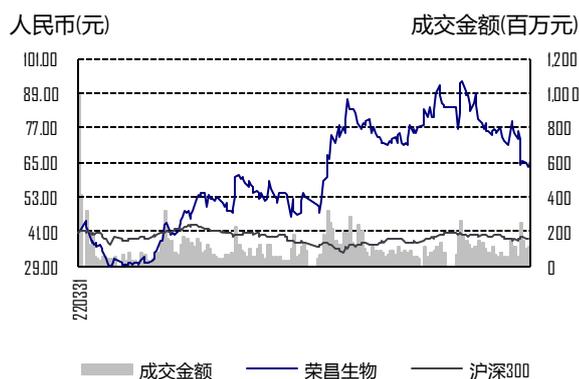
分析师：赵海春 (执业 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：63.95 元

相关报告：

- 《荣昌生物公司点评：商业化进展顺利，ADC和融合蛋白销售近8亿》，2023.3.1
- 《荣昌生物三季报点评-ADC和融合蛋白持续放量，环比、同比皆增》，2022.10.28
- 《荣昌生物股权激励点评-原研创新，充分激励，国际化BD三管齐下》，2022.10.18



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,426	772	1,366	1,962	2,612
营业收入增长率	46753%	-46%	76.92%	44%	33.14%
归母净利润(百万元)	276	-999	-785	-525	-182
归母净利润增长率	139.59%	-462%	21%	33.10%	65.36%
摊薄每股收益(元)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
每股经营性现金流净额	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
ROE(归属母公司)(摊薄)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
P/E	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
P/B	0.00	8.47	5.75	4.29	3.30

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3	1,426	772	1,366	1,962	2,612
增长率		46753%	-46%	76.9%	44%	33.1%
主营业务成本	-2	-69	-272	-478	-687	-914
%销售收入	75.8%	4.8%	35.2%	35.0%	35.0%	35.0%
毛利	1	1,358	500	888	1,275	1,698
%销售收入	24.2%	95.2%	64.8%	65.0%	65.0%	65.0%
营业税金及附加	-4	-4	-6	-11	-16	-21
%销售收入	116%	0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-24	-263	-441	-546	-687	-784
%销售收入	794%	18%	57.1%	40.0%	35.0%	30.0%
管理费用	-213	-216	-266	-273	-294	-287
%销售收入	6990%	15%	34.5%	20.0%	15.0%	11.0%
研发费用	-466	-711	-982	-1,025	-1,020	-1,045
%销售收入	15301%	50%	127%	75%	52.0%	40.0%
息税前利润 (EBIT)	-706	164	-1,195	-967	-742	-439
%销售收入	n.a	11.5%	n.a	n.a	n.a	n.a
财务费用	-61	12	68	54	89	129
%销售收入	2010%	-1%	-8.8%	-4.0%	-4.5%	-4.9%
资产减值损失	0	0	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	24	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	-2.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-704	303	-995	-782	-522	-179
营业利润率	n.a	21.2%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业外收支	6	-27	-4	-3	-3	-3
税前利润	-698	276	-999	-785	-525	-182
利润率	n.a	19.4%	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税	0	0	0	0	0	0
所得税率	n.a	0.0%	n.a	n.a	n.a	n.a
净利润	-698	276	-999	-785	-525	-182
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-698	276	-999	-785	-525	-182
净利率	n.a	19.4%	n.a	n.a	n.a	n.a

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-698	276	-999	-785	-525	-182
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	78	121	198	160	180	200
非经营收益	60	16	-4	10	8	6
营运资金变动	-115	-153	-511	-65	-400	-330
经营活动现金净流	-675	261	-1,316	-681	-738	-305
资本开支	-481	-617	-753	-610	-566	-566
投资	0	0	-71	0	0	0
其他	0	-39	-27	0	0	0
投资活动现金净流	-481	-656	-851	-610	-566	-566
股权募资	4,508	0	2,612	2,830	2,915	3,021
债权募资	-498	-108	0	-4	48	10
其他	-105	-519	-192	-6	-5	-3
筹资活动现金净流	3,904	-627	2,420	2,820	2,958	3,028
现金净流量	2,717	-1,033	257	1,529	1,655	2,157

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,809	1,835	2,187	3,688	5,322	7,463
应收款项	4	15	299	300	374	498
存货	66	280	523	707	1,016	1,353
其他流动资产	98	170	203	249	353	467
流动资产	2,977	2,300	3,212	4,944	7,065	9,781
%总资产	72.3%	55.3%	53.3%	60.3%	66.0%	71.0%
长期投资	13	12	81	81	81	81
固定资产	803	1,578	2,402	2,803	3,185	3,546
%总资产	19.5%	37.9%	39.9%	34.2%	29.8%	25.7%
无形资产	45	55	62	72	81	90
非流动资产	1,140	1,859	2,809	3,257	3,639	4,002
%总资产	27.7%	44.7%	46.7%	39.7%	34.0%	29.0%
资产总计	4,118	4,159	6,021	8,201	10,704	13,783
短期借款	151	52	60	52	70	80
应付款项	216	439	662	787	866	1,071
其他流动负债	58	121	155	197	204	244
流动负债	425	612	877	1,035	1,140	1,394
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	98	101	164	140	149	134
负债	523	713	1,041	1,175	1,289	1,528
普通股股东权益	3,595	3,446	4,980	7,026	9,416	12,255
其中：股本	490	490	544	544	544	544
未分配利润	-620	-343	-1,342	-2,127	-2,652	-2,834
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	4,118	4,159	6,021	8,201	10,704	13,783

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
每股净资产	n.a	7.036	9.151	12.909	17.300	22.516
每股经营现金净流	n.a	0.532	-2.418	-1.250	-1.355	-0.560
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-19%	8.02%	-20.06%	-11.17%	-5.58%	-1.48%
总资产收益率	-16.95%	6.64%	-16.59%	-9.57%	-4.90%	-1.32%
投入资本收益率	-19%	4.69%	-23.71%	-13.66%	-7.82%	-3.56%
增长率						
主营业务收入增长率	-36.90%	46753.31%	-46%	76.92%	44%	33.14%
EBIT增长率	68.15%	-123.24%	-829%	-19%	-23.32%	-40.83%
净利润增长率	62.18%	139.59%	-462%	21%	33.10%	65.36%
总资产增长率	497.36%	1%	44.77%	36.20%	30.53%	28.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	n.a	n.a	48.3	55.0	48.0	48.0
存货周转天数	7,709.5	919.0	538.7	540.0	540.0	540.0
应付账款周转天数	4,025.4	159.9	97.5	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	55,605.4	247.5	655.8	384.4	273.5	207.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-73.93%	-51.74%	-42.71%	-51.75%	-55.78%	-60.25%
EBIT利息保障倍数	-11.5	-13.3	17.6	17.8	8.4	3.4
资产负债率	13%	17.14%	17.29%	14.33%	12.04%	11.09%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-06-15	买入	39.80	49.85~49.85
2	2022-08-31	买入	52.16	N/A
3	2022-10-18	买入	59.60	N/A
4	2022-10-28	买入	78.00	N/A
5	2023-03-01	买入	75.55	N/A

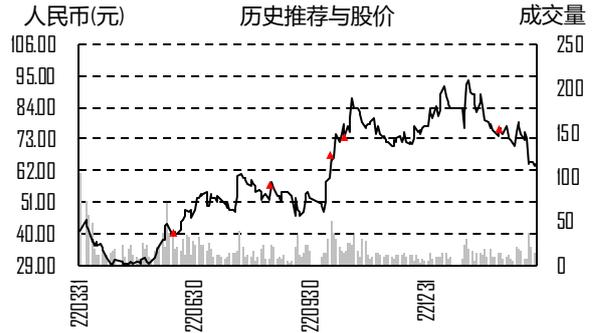
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402