

荣昌生物 (688331.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

泰它西普第二个适应症申报上市

事件

2023年8月22日，公司公告，注射用泰它西普(RC18，商品名：泰爱®)在中国治疗类风湿关节炎(RA)患者的III期临床研究中取得了积极结果，并向国家药品监督管理局药品审评中心(CDE)递交了新药上市申请(NDA)。这是泰它西普继2021年3月获批系统性红斑狼疮(SLE)适应症后，申报上市的第二项适应症。

点评

类风湿关节炎存在尚未满足临床需求，BLYS/APRIL双靶点融合蛋白提供新选择。(1) 类风湿关节炎(RA)是一种慢性自身免疫性疾病，以侵蚀性关节炎为主要特征，发病初期的关节表现为关节晨僵、肿胀、疼痛等，最后可发生关节畸形并丧失关节正常功能。当前类风湿关节炎的标准治疗以抗炎类、糖皮质激素、传统免疫抑制剂及TNF- α 抑制剂等药物为主，对于上述疗法无效或不耐受的患者而言，存在尚未满足的临床需求。(2) 泰它西普是公司自主研发的BLYS/APRIL双靶点融合蛋白创新药，可以通过同时抑制BLYS和APRIL两个细胞因子的过度表达，阻止B细胞的异常分化和成熟，从而治疗B细胞介导的多种免疫性疾病。2021年3月，泰它西普首个适应症获得国家药监局(NMPA)附条件批准上市，用于治疗系统性红斑狼疮(SLE)，该药由此成为治疗SLE的全球首款双靶标生物新药。除SLE和RA之外，泰它西普用于治疗IgA肾病、视神经脊髓炎谱系疾病、原发性干燥综合征、重症肌无力、多发性硬化等适应症的III期临床研究正在进行。

泰它西普联用具有优势性，多条研发管线稳步推进。(1) 泰它西普III期临床试验共入组479例类风湿关节炎患者。根据全分析集(FAS)结果显示，第24周时，接受泰它西普(160mg)联合甲氨蝶呤治疗患者的ACR20应答率显著高于接受甲氨蝶呤单药治疗的患者，达到主要疗效终点。(2) 公司目前共有九个分子处于临床开发阶段，并针对几十种适应症进行临床开发。此外维迪西妥单抗正在中国及美国进行多适应症临床试验，并取得积极进展。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；RC148、RC198也进入临床试验阶段。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计公司2023/24/25年实现营收12.2/19.6/26.2亿元，同比增长58%/61%/34%。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)：58.05元

相关报告：

- 《荣昌生物公司点评：两大创新药销售额增加480%，商业化进展顺利...》，2023.3.31
- 《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



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	1,220	1,964	2,621
营业收入增长率	46753%	-45.87%	58.01%	61.00%	33.46%
归母净利润(百万元)	276	-999	-950	-558	-240
归母净利润增长率	140%	-462%	4.85%	41.29%	56.90%
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	5.89	4.38	3.37

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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	3	1,426	772	1,220	1,964	2,621	货币资金	2,809	1,835	2,187	3,623	5,128	7,213	
增长率		46753%	-46%	58.0%	61%	33.5%	应收款项	4	15	299	268	375	500	
主营业务成本	-2	-69	-272	-427	-687	-917	存货	66	280	523	632	1,017	1,357	
%销售收入	75.8%	4.8%	35.2%	35.0%	35.0%	35.0%	其他流动资产	98	170	203	224	354	469	
毛利	1	1,358	500	793	1,277	1,704	流动资产	2,977	2,300	3,212	4,747	6,873	9,539	
%销售收入	24.2%	95.2%	64.8%	65.0%	65.0%	65.0%	%总资产	72.3%	55.3%	53.3%	59.3%	65.4%	70.4%	
营业税金及附加	-4	-4	-6	-10	-16	-21	长期投资	13	12	81	81	81	81	
%销售收入	116%	0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	803	1,578	2,402	2,803	3,185	3,546	
销售费用	-24	-263	-441	-610	-687	-786	%总资产	19.5%	37.9%	39.9%	35.0%	30.3%	26.2%	
%销售收入	794%	18%	57.1%	50.0%	35.0%	30.0%	无形资产	45	55	62	72	81	90	
管理费用	-213	-216	-266	-305	-324	-341	非流动资产	1,140	1,859	2,809	3,257	3,639	4,002	
%销售收入	6990%	15%	34.5%	25.0%	16.5%	13.0%	%总资产	27.7%	44.7%	46.7%	40.7%	34.6%	29.6%	
研发费用	-466	-711	-982	-1,000	-1,021	-1,049	资产总计	4,118	4,159	6,021	8,003	10,513	13,541	
%销售收入	15301%	50%	127%	82%	52.0%	40.0%	短期借款	151	52	60	52	70	80	
息税前利润 (EBIT)	-706	164	-1,195	-1,132	-772	-493	应付款项	216	439	662	756	871	1,082	
%销售收入	n.a	11.5%	n.a	n.a	n.a	n.a	其他流动负债	58	121	155	195	205	247	
财务费用	-61	12	68	54	86	124	流动负债	425	612	877	1,003	1,147	1,409	
%销售收入	2010%	-1%	-8.8%	-4.4%	-4.4%	-4.7%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	0	0	-11	0	0	0	其他长期负债	98	101	164	140	149	134	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	523	713	1,041	1,143	1,296	1,543	
投资收益	0	0	24	0	0	0	普通股股东权益	3,595	3,446	4,980	6,860	9,217	11,998	
%税前利润	0.0%	0.0%	-2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	490	490	544	544	544	544	
营业利润	-704	303	-995	-947	-555	-237	未分配利润	-620	-343	-1,342	-2,293	-2,851	-3,091	
营业利润率	n.a	21.2%	n.a	n.a	n.a	n.a	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	6	-27	-4	-3	-3	-3	负债股东权益合计	4,118	4,159	6,021	8,003	10,513	13,541	
税前利润	-698	276	-999	-950	-558	-240	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	n.a	19.4%	n.a	n.a	n.a	n.a	每股指标							
所得税	0	0	0	0	0	0	每股收益	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
所得税率	n.a	0.0%	n.a	n.a	n.a	n.a	每股净资产	n.a	7.036	9.151	12.604	16.935	22.044	
净利润	-698	276	-999	-950	-558	-240	每股经营现金净流	n.a	0.532	-2.418	-1.369	-1.592	-0.665	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
归属于母公司的净利润	-698	276	-999	-950	-558	-240	回报率							
净利率	n.a	19.4%	n.a	n.a	n.a	n.a	净资产收益率	-19%	8.02%	-20.06%	-13.85%	-6.05%	-2.00%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	-16.95%	6.64%	-16.59%	-11.87%	-5.31%	-1.78%	
净利润	-698	276	-999	-950	-558	-240	投入资本收益率	-19%	4.69%	-23.71%	-16.38%	-8.31%	-4.08%	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率							
非现金支出	78	121	198	160	180	200	主营业务收入增长率	-36.90%	46753.31%	-46%	58.01%	61%	33.46%	
非经营收益	60	16	-4	10	8	6	EBIT增长率	68.15%	-123.24%	-829%	-5%	-31.82%	-36.16%	
营运资金变动	-115	-153	-511	36	-496	-328	净利润增长率	62.18%	139.59%	-462%	5%	41.29%	56.90%	
经营活动现金净流	-675	261	-1,316	-745	-867	-362	总资产增长率	497.36%	1%	44.77%	32.92%	31.36%	28.80%	
资本开支	-481	-617	-753	-610	-566	-566	资产管理能力							
投资	0	0	-71	0	0	0	应收账款周转天数	n.a	n.a	48.3	55.0	48.0	48.0	
其他	0	-39	-27	0	0	0	存货周转天数	7,709.5	919.0	538.7	540.0	540.0	540.0	
投资活动现金净流	-481	-656	-851	-610	-566	-566	应付账款周转天数	4,025.4	159.9	97.5	100.0	100.0	100.0	
股权募资	4,508	0	2,612	2,830	2,915	3,021	固定资产周转天数	55,605.4	247.5	655.8	430.4	273.1	206.2	
债权募资	-498	-108	0	-4	48	10	偿债能力							
其他	-105	-519	-192	-6	-5	-3	净负债/股东权益	-73.93%	-51.74%	-42.71%	-52.06%	-54.88%	-59.45%	
筹资活动现金净流	3,904	-627	2,420	2,820	2,958	3,028	EBIT利息保障倍数	-11.5	-13.3	17.6	21.0	9.0	4.0	
现金净流量	2,717	-1,033	257	1,464	1,526	2,100	资产负债率	13%	17.14%	17.29%	14.28%	12.33%	11.40%	

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
6	2023-03-31	买入	64.03	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806