

2023年08月23日

买入（首次覆盖）

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

dyh@longone.com.cn

证券分析师

陈成 S0630522080001

chencheng@longone.com.cn

数据日期	2023/08/23
收盘价	57.23
总股本(万股)	54,426
流通A股/B股(万股)	16,025/0
资产负债率(%)	26.34%
市净率(倍)	7.25
净资产收益率(加权)	-15.10
12个月内最高/最低价	95.50/43.34



荣昌生物（688331）：研发持续高投入，商业化加速推进

——公司简评报告

投资要点

- 二季度恢复良好增长，业绩符合预期。**2023上半年，公司实现收入4.22亿元（+20.56%），归母净利润-7.03亿元（-43.80%），扣非净利润-7.28亿元（-47.03%）。Q2单季，公司实现收入2.54亿元（+26.94%），归母净利润-3.80亿元（-87.64%）。公司二季度收入端逐步恢复良好增长，业绩符合预期。报告期两款产品维持良好增长，研发和销售费用持续投入，下半年有望放量加速。
- 销售团队持续扩张，商业化能力优秀。**报告期内，公司销售费用达3.50亿元（+133.51%），其中员工薪酬支出达2.19亿元（+143%）。截至2023年6月30日止，公司自身免疫商业化团队已组建超过600人的销售队伍（去年同期241人），自身免疫商业化团队已准入超过600家医院（2022年底准入495家医院，半年新增超过105家）；公司肿瘤科商业化团队已组建近600人的销售队伍（去年同期291人），肿瘤商业化团队已准入超过600家医院（2022年底准入472家医院，半年新增超过128家）。公司产品准入医院数量持续增加，为产品的后续放量奠定良好基础。随着销售人员的逐步扩张到位，产品准入医院数量的持续增加，公司产品有望加速放量。
- 研发持续高投入，适应症不断拓展。**报告期内，公司研发费用达5.40亿元（+20.19%），研发投入持续加大。泰它西普于2021年上市、2022年纳入医保，在SLE领域渗透率处于较低水平，具备广阔提升空间。RA适应症已报产，有望2024年上市；MG、pSS、IgA肾病和NMOSD均进入临床三期，IgG4相关疾病、MS等其他适应症也在研究探索阶段。海外市场方面，SLE正在全球推进国际多中心的III期临床研究；IgA肾病、pSSIII期临床已获FDA批准，MG被FDA授予快速通道资格认定。自身免疫系统疾病市场空间广阔，庞大的用药群体为泰它西普的持续放量奠定良好基础。维迪西妥单抗GC和UC于2021年陆续上市，并于2022和2023年分别纳入医保。目前公司正在积极开展维迪西妥单抗的药物联用在UC上的临床研究，不断拓展UC领域的用药人群，其中维迪西妥单抗联合特瑞普利单抗用于一线UC患者的III期临床正处于患者招募阶段。在BC领域，公司正在推进产品在HER2低表达人群的临床研究，目前III期临床正在患者招募阶段。2022年3月辉瑞收购Seagen，公司与Seagen就维迪西妥单抗的合作项目有望受益于辉瑞在临床和商业化方面的优势得以加速推进。除了泰它西普和维迪西妥这两款已上市产品之外，公司还有RC28（VEGF/FGF融合蛋白，两项适应症进入III期）、RC88（MSLN ADC）、RC98（PD-L1单抗）、RC108（c-MET ADC）、RC118（Claudin 18.2 ADC）等多个在研品种进入临床阶段。随着在研管线持续推进，公司产品种类将不断丰富。
- 投资建议：**公司现有两款创新药上市销售，处于快速放量阶段，并且适应症也在陆续拓展。公司多项在研产品进入临床阶段，随着研发投入持续加大，产品种类将不断丰富。我们预测公司2023-2025年实现营业收入12.69亿元、20.28亿元和29.04亿元，归属于母公司净利润-6.25亿元、-5.06亿元和-1.74亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**药物研发进展不及预期风险；商业化不及预期风险；市场竞争风险。

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	3	1,426	772	1,269	2,028	2,904
增长率 (%)		46753.3%	-45.9%	64.3%	59.8%	43.2%
归母净利润 (百万元)	-698	276	-999	-625	-506	-174
增长率 (%)		139.6%	-461.6%	37.4%	19.0%	65.6%
EPS (元/股)	-1.71	0.57	-1.88	-1.15	-0.93	-0.32
市盈率 (P/E)			-	-	-	-
市净率 (P/B)	9.07	9.46	6.55	7.61	8.62	9.04

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2023 年 8 月 22 日收盘）

正文目录

1. 研发持续投入，商业化能力优秀	5
2. 产品快速放量，适应症不断拓展	7
2.1. 泰它西普——具备 BIC 潜力的双靶点融合蛋白	7
2.2. 维迪西妥单抗——首款国产 ADC，具备良好先发优势	8
2.3. 在研管线丰富，产能陆续扩张	9
3. 盈利预测与估值分析	10
3.1. 盈利预测	10
3.2. 绝对估值分析	10
3.3. 相对估值分析	11
4. 投资建议	11
5. 风险提示	11

图表目录

图 1 公司发展历程.....	5
图 2 公司营收及同比增速.....	5
图 3 公司归母净利润及同比增速.....	5
图 4 公司单季度产品销售收入情况.....	6
图 5 公司毛利率变化情况.....	6
图 6 公司四项费用支出情况（单位：亿元）.....	6
图 7 贝利尤单抗和泰它西普样本医院销售额（万元）.....	7
图 8 维迪西妥单抗样本医院销售额（万元）.....	8
图 9 可比公司一览.....	11
表 1 泰它西普适应症开发情况.....	7
表 2 维迪西妥单抗适应症开发情况.....	9
表 3 公司在研管线.....	9
表 4 公司产品盈利预测.....	10
表 5 FCFF 估值计算参数.....	10
附录：三大报表预测值.....	12

1.研发持续投入，商业化能力优秀

荣昌生物成立于 2008 年，主要从事治疗性抗体药的研发、生产与销售。公司 2020 年在香港联交所上市，2022 年在科创板上市。公司目前有两款创新药上市销售，分别为泰它西普和维迪西妥单抗。

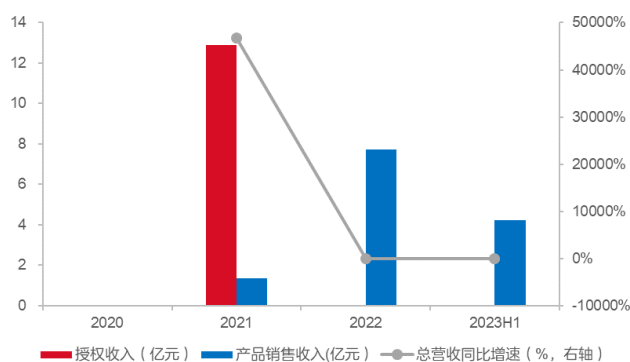
图1 公司发展历程



资料来源：公司公告，东海证券研究所

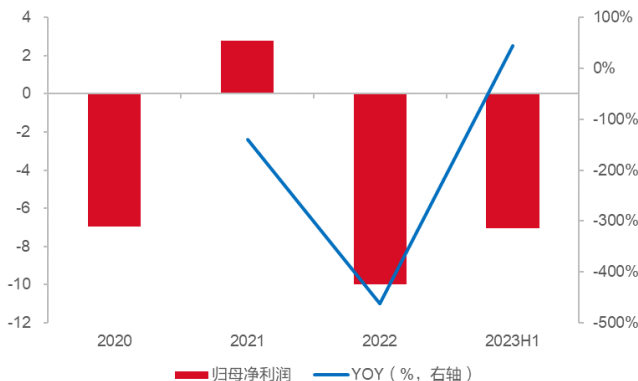
2023 上半年，公司实现收入 4.22 亿元 (+20.56%)，归母净利润-7.03 亿元 (-43.80%)，扣非净利润-7.28 亿元 (-47.03%)。Q2 单季，公司实现收入 2.54 亿元 (+26.94%)，归母净利润-3.80 亿元 (-87.64%)。公司二季度收入端恢复良好增长，两款产品均处于良好放量阶段，产品销售收入整体呈现逐季增长趋势。

图2 公司营收及同比增速



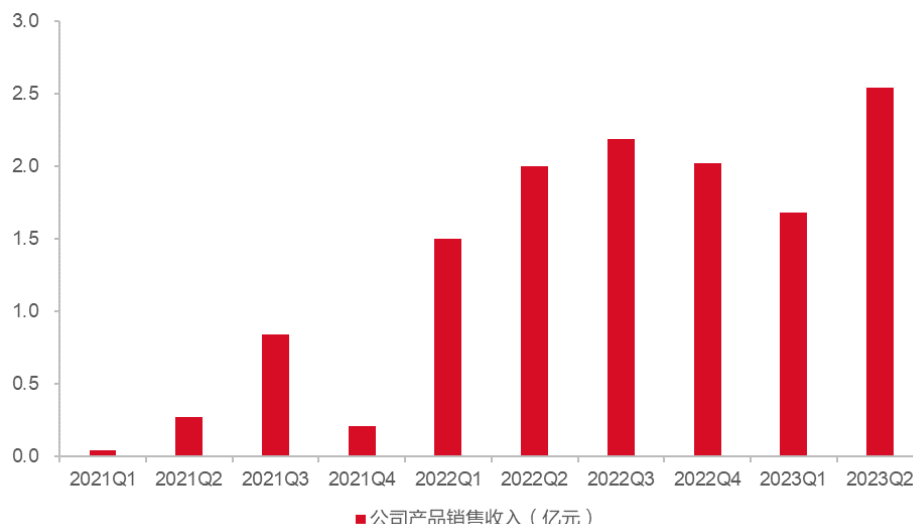
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 公司单季度产品销售收入情况

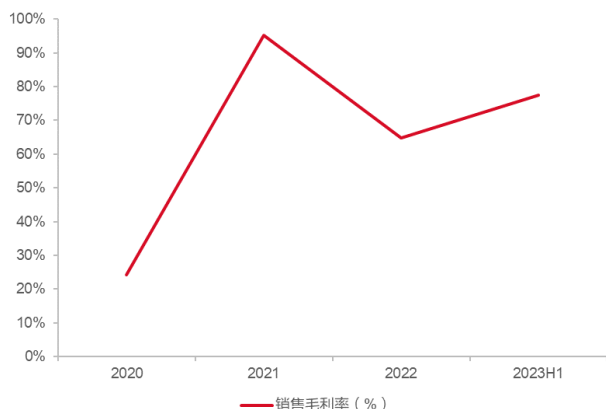


资料来源：公司公告，东海证券研究所

2023H1 公司销售毛利率为 77.42%，相比去年同期提升 25.41pp，去年同期有一次性支付的技术授权成本从而使得今年同期营业成本大幅下降。费用支出持续增长使得公司处于亏损状态。公司产品上市时间较短，仍处于持续团队建设和学术推广阶段，销售费用持续增长，2023H1 销售费用达 3.50 亿元(+133.51%)，其中员工薪酬支出达 2.19 亿元(+143%)。

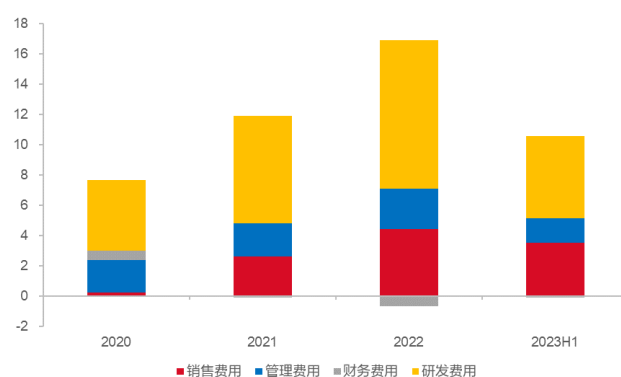
截至 2023 年 6 月 30 日止，公司自身免疫商业化团队已组建超过 600 人的销售队伍(去年同期 241 人)，自身免疫商业化团队已准入超过 600 家医院(2022 年底准入 495 家医院，半年新增超过 105 家)；公司肿瘤科商业化团队已组建近 600 人的销售队伍(去年同期 291 人)，肿瘤商业化团队已准入超过 600 家医院(2022 年底准入 472 家医院，半年新增超过 128 家)。随着销售人员的逐步扩张到位，产品准入医院数量的持续增加，公司产品有望加速放量。

图5 公司毛利率变化情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 公司四项费用支出情况 (单位：亿元)



资料来源：Wind，东海证券研究所

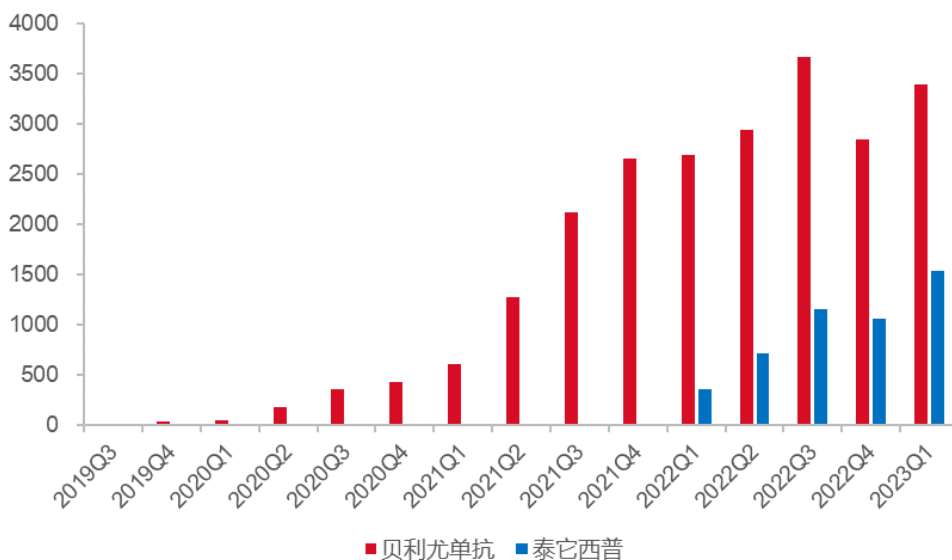
2.产品快速放量，适应症不断拓展

2.1.泰它西普——具备 BIC 潜力的双靶点融合蛋白

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,可同时抑制 BLyS 和 APRIL 两个细胞因子与 B 细胞表面受体的结合,从而达到治疗自身免疫性疾病的功效。2021 年 3 月,泰它西普针对标准治疗反应不佳的中度至重度系统性红斑狼疮 (SLE) 获批上市,2021 年底通过国家医保谈判纳入目录。

国内 SLE 领域上市的生物药产品仅有贝利尤单抗和泰它西普,竞争格局良好。根据临床数据结果,泰它西普对 IgM、IgG 及 IgA 的降低效果整体优于贝利尤单抗,且有效剂量相对更低(非头对头试验)。从样本医院销售数据上看,泰它西普销售额呈现逐季快速增长趋势。随着生物药在中重度 SLE 患者渗透率的不断提高,泰它西普有望凭借优秀的临床优势持续快速放量。

图7 贝利尤单抗和泰它西普样本医院销售额(万元)



资料来源:通联资讯,米内网,东海证券研究所

自身免疫系统疾病市场空间广阔,庞大的用药群体为泰它西普的持续放量奠定良好基础。公司在自免领域对泰它西普开展多项适应症研究,不断挖掘产品临床价值。从各项适应症临床进展上看:1) SLE 正在全球推进国际多中心的 III 期临床研究;2) 类风湿关节炎(RA)III 期临床达到主要终点,目前已报产,有望 2024 年获批上市;3) 重症肌无力(MG)国内 III 期临床已于 2023 年上半年完成首例患者入组,IND 申请已获 FDA 批准并被授予快速通道资格认定;4) 原发性干燥综合症(pSS)国内 III 期临床已于 2023 年上半年完成首例患者入组,美国 III 期临床试验方案已获 FDA 批准;5) 免疫球蛋白 A 肾病 (IgA 肾病) 国内 III 期临床已于 2023 年上半年完成首例患者入组,美国 III 期临床试验方案已获 FDA 批准;6) 视神经脊髓炎频谱系疾病(NMOSD) 国内 III 期临床正处于患者招募阶段;7) IgG4 相关疾病、多发性硬化症(MS)、抗磷脂综合征、膜性肾炎等多个适应症也在研究探索阶段。

表1 泰它西普适应症开发情况

适应症	地区	所处阶段
系统红斑狼疮	中国	上市
系统红斑狼疮	全球	III 期

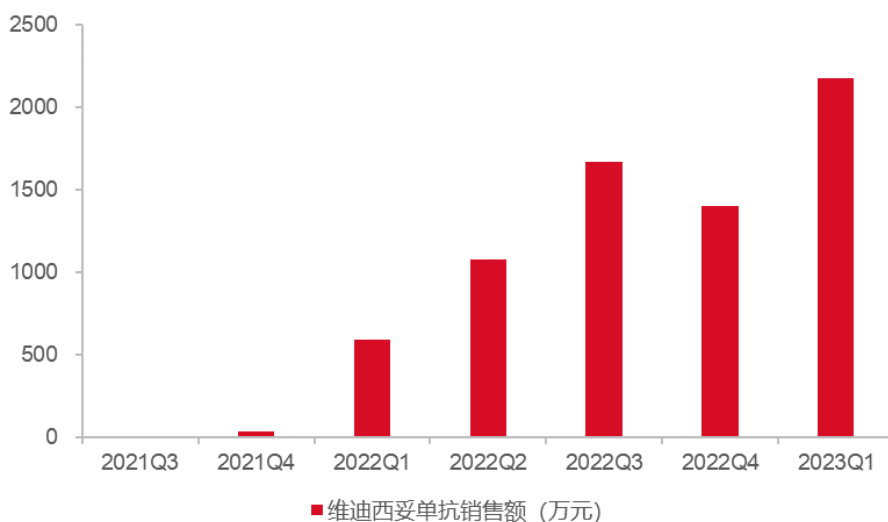
儿童系统性红斑狼疮	中国	I 期
狼疮肾炎	中国	II 期
类风湿关节炎	中国	III 期
IgA 肾炎	中国	III 期
IgA 肾炎	美国	II 期
干燥综合征	中国	III 期
干燥综合征	美国	III 期
重症肌无力	中国	III 期
重症肌无力	美国	III 期
视神经脊髓炎频谱系疾病	中国	III 期

资料来源：公司公告，东海证券研究所

2.2. 维迪西妥单抗——首款国产 ADC，具备良好先发优势

维迪西妥单抗为中国首个国产 ADC 创新药，2021 年 6 月维迪西妥单抗针对 HER2 表达局部晚期或转移性胃癌(GC)获批上市，2021 年底通过国家医保谈判纳入医保目录；2021 年 12 月，维迪西妥单抗针对 HER2 表达局部晚期或转移性尿路上皮癌(UC) 获批上市，2022 年底通过国家医保谈判新增适应症进入医保目录。从样本医院销售数据上看，维迪西妥单抗处于持续快速放量阶段。

图8 维迪西妥单抗样本医院销售额（万元）



资料来源：通联资讯，米内网，东海证券研究所

2021 年 8 月，维迪西妥单抗实现海外 license out，Seagen 以高达 26 亿美元（2 亿美元首付款及最高可达 24 亿美元的里程碑付款）获得维迪西妥单抗的全球（亚太区除外）独家许可协议。该项技术授权为公司 2021 年贡献了 12.91 亿元收入。2022 年 3 月辉瑞收购 Seagen，公司与 Seagen 的合作项目有望受益于辉瑞在临床和商业化方面的优势得以加速推进。

公司不断挖掘维迪西妥单抗用于多类癌种的治疗潜力，积极探索在联合用药、前线治疗方面的应用。1) 尿路上皮癌(UC): 联合特瑞普利单抗治疗既往未接受过系统性化疗的 HER2 表达局部晚期或转移性尿路上皮癌的 III 期临床试验正在患者招募阶段；联合特瑞普利单抗治疗围手术期肌层浸润性膀胱癌(MIBC)的 II 期临床试验正在患者招募阶段；联合吉西他滨膀胱灌注治疗非肌层浸润性膀胱癌（NMIBC）的 I/II 期临床试验已完成首例患者入组。海外方面，用以评估维迪西妥单抗作为治疗一线化疗失败后 HER2 表达 UC 患者疗效的国际多中心、多臂、开放标签的 II 期关键性临床试验正在推进。2) 胃癌（GC）：联合 PD-1 及化

疗或联合 PD-1 及赫赛汀治疗一线 HER2 表达局部晚期或转移性胃癌(包括胃食管结合部腺癌)患者的 II/III 期临床研究申请已获得 CDE 批准。3) 乳腺癌(BC): 在 HER2 低表达(IHC 2+及 FISH-) BC 患者的 III 期临床试验正在患者招募阶段。4) 妇科恶性肿瘤、晚期黑色素瘤和其他局部晚期实体瘤方面的研究探索也在持续推进中。

表2 维迪西妥单抗适应症开发情况

适应症	地区	所处阶段
HER2 表达胃癌	中国	上市
HER2 表达尿路上皮癌	中国	上市
联合 PD-1 治疗一线尿路上皮癌	中国	III 期
联合 PD-1 治疗围手术期 HER2 表达浸润性膀胱癌	中国	II 期
联合吉西他滨灌注治疗非肌层浸润性膀胱癌	中国	II 期
HER2 表达尿路上皮癌	全球	III 期
联合 PD-1 治疗一线尿路上皮癌	全球	II 期
HER2 低表达乳腺癌	中国	III 期
HER2 阳性乳腺癌体肝转移	中国	III 期
HER2 低及不表达尿路上皮癌	中国	II 期
HER2 表达妇科恶性肿瘤	中国	II 期
HER2 表达胆道癌	中国	II 期
HER2 表达非小细胞肺癌	中国	II 期
HER2 表达黑色素瘤	中国	II 期
联合 RC98PD-L1 治疗胃癌	中国	I 期

资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

2.3. 在研管线丰富, 产能陆续扩张

公司在生物药领域具有三大核心技术平台——抗体和融合蛋白平台、抗体药物偶联物平台和双功能抗体平台。依托上述核心技术平台, 公司具备前期发现和分子筛选能力, 开发出一系列新结构、新机制的新分子。2023H1 公司研发费用达 5.40 亿元(+20.19%), 研发投入持续加大。除了泰它西普和维迪西妥这两款已上市产品之外, 公司还有 RC28(VEGF/FGF 融合蛋白, 两项适应症进入 III 期临床)、RC88(MSLN ADC)、RC98(PD-L1 单抗)、RC108(c-MET ADC)、RC118(Claudin 18.2 ADC) 等多个在研品种进入临床阶段。随着在研管线持续推进, 公司产品种类将不断丰富。

表3 公司在研管线

治疗领域	产品	靶点	药物类型	适应症	地区	所处阶段
眼科	RC28	VEGF/FGF	融合蛋白	湿性老年性黄斑病变	中国	III 期
				糖尿病性黄斑水肿	中国	III 期
				糖尿病视网膜病变	中国	II 期
肿瘤	RC88	MSLN	ADC	MSLN 阳性实体瘤	中国	I /IIa 期
	RC98	PD-L1	单抗	晚期恶性实体瘤	中国	I 期
	RC108	c-MET	ADC	多种恶性实体瘤	中国	I 期
	RC118	Claudin 18.2	ADC	多种恶性实体瘤	澳洲	I 期
				多种恶性实体瘤	中国	I 期

资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

产能方面，公司已建立符合全球 GMP 标准的生产体系，包括 21 个 2000 升一次性袋式生物反应器在内的细胞培养、纯化、制剂及罐装等生产车间及配套设施。公司正在稳步推进生物新药产业化项目建设，计划在 2025 年末将原液总产能扩大至 80000 升以上。

3.盈利预测与估值分析

3.1.盈利预测

公司目前有两款创新药上市销售，其他产品处于临床阶段，由于药品临床和申报周期较长，预计在研产品上市并贡献销售收入在 2025 年以后。针对目前两款已上市产品，我们做出以下假设和预测：

泰它西普：目前已获批用于 SLE，渗透率较低，处于快速提升阶段；RA 适应症已报产，有望于 2024 年上市，2024 和 2025 年将贡献收入增量，其他适应症目前处于临床三期阶段，短期内未能贡献营业收入。根据以上推测，我们假设 2023-2025 年泰它西普分别实现营业收入 5.4 亿、9.4 亿、14.8 亿。

维迪西妥：维迪西妥目前已获批用于 UC 和 GC，其他适应症还处于临床阶段，预计 BC 适应症将于 2024-2025 年上市，贡献收入增量。根据以上推测，我们假设 2023-2025 年维迪西妥分别实现营业收入 7.3 亿、10.8 亿、14.2 亿。

表4 公司产品盈利预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入（万元）	14.3	7.7	12.7	20.3	29.0
YOY		-45.87%	64.30%	59.84%	43.23%
泰它西普收入（万元）			5.4	9.4	14.8
YOY				75.98%	57.49%
维迪西妥收入（万元）			7.3	10.8	14.2
YOY				48.30%	30.94%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

3.2.绝对估值分析

根据 FCFF 估值模型，给予一阶段 6 年的预测期（2023-2028 年），给予二阶段 7 年的过渡期，期间预计公司维持 8% 的增长率。永续阶段期间，给予成熟稳定企业 2.5% 的永续增长率。 β 值为 1.2——参考可比公司和整体市场近半年的历史数据；无风险利率 R_f 为 2.56%——参考 10 年期国债收益率；市场预期收益率 R_m 为 5%——参考沪深 300 历史 10 年平均收益水平；有效税率为 15%——根据国家对高新技术企业的相关税收政策。根据以上参数，得到公司 WACC 为 5.44%，由此计算得出公司市值为 446 亿，对应当前股本的股价为 81.99 元。

表5 FCFF 估值计算参数

估值假设		FCFF 估值	
预测期年数	6	FCFF 预测期现值（百万）	-181.17
过渡期年数	7	FCFF 过渡期现值（百万）	6817.63
过渡期增长率	8%	FCFF 永续价值现值（百万）	36382.84
永续增长率 g	2.5%	企业价值（百万）	43019.30
贝塔值 (β)	1.2		
无风险利率 R_f (%)	2.56%		

市场的预期收益率 Rm (%)	5.00%	股权价值 (百万)	44623.32
有效税率 T (%)	15.00%	总股本 (百万)	544.26
加权平均资本成本 WACC	5.44%	每股价值 (元)	81.99

资料来源: Wind, 携宁, 东海证券研究所

3.3. 相对估值分析

公司为未盈利创新药企业, 我们选取 A 股 4 家同行业上市公司进行比较分析, 从估值比较来看, 公司的市销率 (2023E 24.9 倍) 高于行业平均水平 (2023E 13.1 倍)。

图9 可比公司一览

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	总营业收入 (亿元)			PS (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688235.SH	百济神州-U	1,633	155	213	278	10.5	7.7	5.9
688180.SH	君实生物-U	378	23	34	45	16.3	11.2	8.3
688428.SH	诺诚健华-U	178	10	14	23	18.6	12.9	7.7
688578.SH	艾力斯	104	15	23	31	7.0	4.6	3.4
	行业均值					13.1	9.1	6.3
688331.SH	荣昌生物	316	13	20	29	24.9	15.6	10.9

资料来源: Wind, 东海证券研究所 (截止至 2023 年 8 月 22 日收盘)

4. 投资建议

公司现有两款创新药上市销售, 处于快速放量阶段, 并且适应症也在陆续拓展。公司多项在研产品进入临床阶段, 随着研发投入持续加大, 产品种类将不断丰富。我们预测公司 2023-2025 年实现营业收入 12.69 亿元、20.28 亿元和 29.04 亿元, 归属于母公司净利润-6.25 亿元、-5.06 亿元和-1.74 亿元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5. 风险提示

药物研发进展不及预期风险: 药品研发周期长、风险高, 存在研发失败或研发进程不及预期风险;

商业化不及预期风险: 公司目前有两款产品进入商业化, 产品价格的下降或放量情况不及预期将影响公司营业收入;

市场竞争风险: 随着在研竞品的陆续研发上市, 公司产品或将面临较为激烈的市场竞争格局。

附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	772	1,269	2,028	2,904	货币资金	2,187	1,128	1,231	1,469
%同比增速	-46%	64%	60%	43%	交易性金融资产	0	0	0	0
营业成本	272	255	386	524	应收账款及应收票据	202	282	439	621
毛利	500	1,014	1,641	2,380	存货	523	496	741	990
%营业收入	65%	80%	81%	82%	预付账款	199	204	301	409
税金及附加	6	6	10	15	其他流动资产	101	106	171	244
%营业收入	1%	1%	1%	1%	流动资产合计	3,212	2,215	2,883	3,733
销售费用	441	507	649	813	长期股权投资	2	2	2	2
%营业收入	57%	40%	32%	28%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	266	292	406	494	固定资产合计	1,387	1,935	2,260	2,321
%营业收入	34%	23%	20%	17%	无形资产	56	67	78	89
研发费用	982	1,015	1,277	1,452	商誉	0	0	0	0
%营业收入	127%	80%	63%	50%	递延所得税资产	0	0	0	0
财务费用	-68	-60	3	37	其他非流动资产	1,364	1,431	1,307	1,154
%营业收入	-9%	-5%	0%	1%	资产总计	6,021	5,650	6,529	7,298
资产减值损失	0	0	0	0	短期借款	0	300	300	900
信用减值损失	-11	0	0	0	应付票据及应付账款	222	234	349	451
其他收益	131	127	203	261	预收账款	0	0	0	0
投资收益	12	0	0	0	应付职工薪酬	131	115	162	210
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	15	25	41	58
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他流动负债	510	481	638	764
资产处置收益	0	0	0	0	流动负债合计	877	1,154	1,490	2,383
营业利润	-995	-620	-501	-169	长期借款	0	0	1,000	1,000
%营业收入	-129%	-49%	-25%	-6%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	-4	-5	-5	-5	递延所得税负债	0	0	0	0
利润总额	-999	-625	-506	-174	其他非流动负债	164	209	259	309
%营业收入	-129%	-49%	-25%	-6%	负债合计	1,041	1,363	2,749	3,692
所得税费用	0	0	0	0	归属于母公司的所有 者权益	4,980	4,287	3,780	3,606
净利润	-999	-625	-506	-174	少数股东权益	0	0	0	0
%营业收入	-129%	-49%	-25%	-6%	股东权益	4,980	4,287	3,780	3,606
归属于母公司净利润	-999	-625	-506	-174	负债及股东权益	6,021	5,650	6,529	7,298
%同比增速	-462%	37%	19%	66%					
少数股东损益	0	0	0	0					
EPS (元/股)	-1.88	-1.15	-0.93	-0.32					

现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	-1,260	-589	-378	-56
投资	-71	-10	-10	-10
资本性支出	-753	-720	-520	-270
其他	-27	-9	-2	-2
投资活动现金流净额	-851	-739	-532	-282
债权融资	0	348	1,050	650
股权融资	2,612	-64	0	0
支付股利及利息	0	-6	-37	-74
其他	-192	-8	0	0
筹资活动现金流净额	2,420	270	1,013	576
现金净流量	312	-1,059	103	238

基本指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	-1.88	-1.15	-0.93	-0.32
BVPS	9.15	7.88	6.95	6.63
PE	—	—	—	—
PEG	—	—	—	—
PB	8.47	7.61	8.62	9.04
EV/EBITDA	-45.28	-55.57	-175.47	150.88
ROE	-20%	-15%	-13%	-5%
ROIC	-21%	-14%	-9%	-2%

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止 2023 年 8 月 22 日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089