

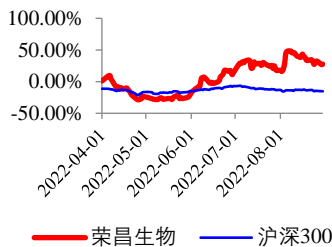
## 业绩兑现，核心产品多适应症有望持续放量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-30

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 52.16       |
| 近12个月最高/最低(元) | 62.18/28.18 |
| 总股本(百万股)      | 544         |
| 流通股本(百万股)     | 41.3        |
| 流通股比例(%)      | 7.59        |
| 总市值(亿元)       | 284         |
| 流通市值(亿元)      | 185         |

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

### 相关报告

1.【华安医药】荣昌生物(688331.SH)  
公司深度：自免+肿瘤双新星，打造创新医药护城河 2022-06-07

### 主要观点：

#### 事件

公司披露 2022 年半年度报告。公司 2022 年上半年实现营业收入 3.50 亿元，同比增长 1033.35%。归属于上市公司股东的净利润-4.89 亿元，同比下降-10.15%。归属于上市公司股东的扣除非经常损益的净利润-4.95 亿元，同比下降-9.28%。基本每股收益为-0.96 元/股。公司 2022 年 Q2 单季度实现营业收入 2.00 亿元，同比增长 651.83%。归属于上市公司股东的净利润-2.02 亿元，同比增长 22.06%。归属于上市公司股东的扣除非经常损益的净利润-2.05 亿元。

#### 事件点评

#### ● “自免新星”泰它西普稳步推进 7 大适应症开发

泰它西普是全球首款、同类首创的 BLYS/APRIL 双靶点新型重组 TACI-Fc 融合蛋白产品，对于 B 细胞介导自身免疫疾病具有令人瞩目的疗效。2022 年上半年，泰它西普的 7 项适应症正在不断推进：**(1) 系统性红斑狼疮 (SLE)**：SLE III 期验证性临床试验随访结束，相关临床研究结果预计将于 2022 年年底获得。儿童活动性系统性红斑狼疮 (cSLE) IND 获得临床试验默示许可，并在美国启动国际多中心的 III 期临床研究；**(2) IgA 肾病**：递交治疗 IgA 肾病的 III 期临床试验方案沟通交流申请，美国 IgA 肾病适应症进行 II 期临床试验，在美国已招募 10 名患者；**(3) 原发性干燥综合征(pSS)**：治疗 pss 的 II 期临床试验获得积极结果，III 期临床方案与 CDE 开展沟通交流会议；**(4) 视神经脊髓炎频谱系疾病**：正在中国开展 III 期临床试验，已招募了 133 名患者。**(5) 类风湿性关节炎**：III 期临床试验已完成患者招募工作，预计 2022 年年底随访结束。**(6) 重症肌无力**：完成 II 期临床试验，并已取得积极结果。**(7) 多发性硬化症**：II 期临床试验已招募了 6 名患者。

#### ● 医保叠加指南助力 ADC 治疗，多瘤种临床全面推进

维迪西妥单抗已于 2021 年 6 月 9 日获上市批准，并于同年 7 月进入销售，同年 12 月份，该产品被纳入新版国家医保药品目录用于治疗 HER2 表达局部晚期或转移性胃癌(GC)。2022 年 4 月，维迪西妥单抗被正式纳入 2022 年中国临床肿瘤学会 (CSCO) 指南的 II 类推荐。维迪西妥单抗的 7 项适应症正在不断推进：**(1) 胃癌 (GC)**：用于 HER2 表达晚期转移性 GC 的三线治疗的 III 期验证性临床试验招募了 87 名患者；联合 RC98(PD-L1 抗体)治疗 HER2 表达局部晚期或转移性 GC (包括胃食管结合部腺癌) IND 获批。**(2) 尿路上皮癌 (UC)**：联合特瑞普利单抗治疗围手术期肌层浸润性膀胱癌(MIBC) II 期 IND 获批；联合特瑞普利单抗与吉西他滨联合顺铂/卡铂用于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 UC 已招募 6 名患者；在美国开展治疗一线化疗失败后 HER2 表达 UC 的 II 期临床试验。

**(3) 乳腺癌 (BC)**：治疗既往接受过曲妥珠单抗和紫杉类药物治疗的

HER2 阳性存在肝转移的晚期乳腺癌患者获突破性治疗认证, 在中国开展 III 期临床试验已招募 56 名患者; 在 HER2 低表达 (IHC 2+及 FISH-) BC 患者中启动 III 期临床试验已招募 212 名患者。(4) 非小细胞肺癌 (NSCLC): 单一疗法治疗 HER2 过表达(IHC 2+或 IHC 3+)或 HER2 突变体 NSCLC 的 Ib 期临床试验已招募 37 名患者。(5) 胆道癌 (BTC)、妇科恶性肿瘤、晚期黑色素瘤临床试验稳步推进。

● **商业化团队不断完善, 驱动核心产品销售放量**

截至 2022 年上半年, 公司自身免疫商业化团队已组建 241 人的销售队伍, 涵盖全国 31 个省级行政单位的 241 个地级市的 1021 家医院, 已准入 337 家医院, 及 717 家双通道药房; 公司肿瘤科商业化团队已组建 291 人的销售队伍, 涵盖全国 29 个省级行政单位的 185 个地级市的 887 家医院, 准入 340 家医院。2022 年年内公司将进一步扩大自身免疫和肿瘤的商业化队伍。在产品推广方面, 公司主要通过进一步面向医生的营销战略推广产品, 进一步与相关治疗领域内的主要意见领袖及医生直接互动交流, 做好产品的差异化定位及推广工作。除此, 公司将利用现有临床数据, 在已获批适应症的科室继续扩大推广的同时, 广泛开展其他适应症科室的推广工作。

● **投资建议**

我们预计 2022-2024 年公司收入分别为 8.09 亿元、13.28 亿元、22.13 亿元, 分别同比增长-43.3%、64.1%、66.7%; 2022-2024 年归母净利润分别为-7.33 亿元、-5.82 亿元、-3.39 亿元, 分别同比增长-365.48%、20.64%、41.78%。2022-2024 年 PE 对应为-3.87X、-4.88X、-8.38X。我们看好公司肿瘤和自免管线的商业化, 以及后续里程碑付款及管线兑现带来的估值重修, 我们维持“买入”评级。

● **风险提示**

销售不及预期风险; 研发和审批风险; 医药政策变动风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2021A    | 2022E   | 2023E  | 2024E |
|-----------|----------|---------|--------|-------|
| 营业收入      | 1426     | 809     | 1328   | 2213  |
| 收入同比 (%)  | 46753.3% | -43.3%  | 64.1%  | 66.7% |
| 归属母公司净利润  | 276      | -733    | -582   | -339  |
| 净利润同比 (%) | 139.6%   | -365.5% | 20.6%  | 41.8% |
| 毛利率 (%)   | 95.2%    | 81.5%   | 87.0%  | 88.0% |
| ROE (%)   | 8.0%     | -13.8%  | -12.3% | -7.7% |
| 每股收益 (元)  | 0.57     | -13.48  | -10.69 | -6.23 |
| P/E       | 0.00     | -3.87   | -4.88  | -8.38 |
| P/B       | —        | 0.53    | 0.60   | 0.64  |
| EV/EBITDA | -5.96    | 0.87    | -0.59  | -4.49 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元          |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度            | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| <b>流动资产</b>    | 2300  | 4145  | 3445  | 3276  | <b>营业收入</b>     | 1426  | 809   | 1328  | 2213  |
| 现金             | 1835  | 3462  | 2691  | 2181  | 营业成本            | 69    | 150   | 173   | 266   |
| 应收账款           | 2     | 27    | 22    | 36    | 营业税金及附加         | 4     | 2     | 4     | 7     |
| 其他应收款          | 7     | 13    | 22    | 36    | 销售费用            | 263   | 324   | 505   | 819   |
| 预付账款           | 124   | 150   | 155   | 212   | 管理费用            | 216   | 210   | 232   | 243   |
| 存货             | 280   | 411   | 473   | 728   | 财务费用            | -12   | 3     | 3     | 4     |
| 其他流动资产         | 50    | 83    | 82    | 83    | 资产减值损失          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 1859  | 2018  | 2164  | 2298  | 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 投资净收益           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 967   | 1017  | 1049  | 1064  | <b>营业利润</b>     | 303   | -728  | -582  | -339  |
| 无形资产           | 52    | 61    | 69    | 77    | 营业外收入           | 13    | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产        | 840   | 941   | 1046  | 1157  | 营业外支出           | 40    | 5     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 4159  | 6164  | 5609  | 5574  | <b>利润总额</b>     | 276   | -733  | -582  | -339  |
| <b>流动负债</b>    | 612   | 734   | 759   | 1058  | 所得税             | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 276   | -733  | -582  | -339  |
| 应付账款           | 37    | 78    | 90    | 138   | 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债         | 575   | 656   | 669   | 920   | <b>归属母公司净利润</b> | 276   | -733  | -582  | -339  |
| <b>非流动负债</b>   | 101   | 104   | 107   | 112   | EBITDA          | 291   | -595  | -432  | -172  |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.57  | -1.35 | -1.07 | -0.62 |
| 其他非流动负债        | 101   | 104   | 107   | 112   |                 |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 713   | 838   | 866   | 1170  |                 |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     |                 |       |       |       |       |
| 股本             | 490   | 544   | 544   | 544   |                 |       |       |       |       |
| 资本公积           | 3743  | 6301  | 6301  | 6301  |                 |       |       |       |       |
| 留存收益           | -787  | -1520 | -2102 | -2441 |                 |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权       | 3446  | 5325  | 4743  | 4405  |                 |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 4159  | 6164  | 5609  | 5574  |                 |       |       |       |       |

| 现金流量表          |       |       |       |       | 主要财务比率          |         |         |        |         |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|---------|---------|--------|---------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 会计年度            |         |         |        |         |
| 会计年度           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A           | 2022E   | 2023E   | 2024E  |         |
| <b>经营活动现金流</b> | 282   | -690  | -474  | -212  | <b>成长能力</b>     |         |         |        |         |
| 净利润            | 276   | -733  | -582  | -339  | 营业收入            | 46753.3 | -43.3%  | 64.1%  | 66.7%   |
| 折旧摊销           | 121   | 132   | 149   | 167   | 营业利润            | 143.0%  | -340.4% | 20.1%  | 41.8%   |
| 财务费用           | 16    | 3     | 3     | 4     | 归属于母公司净利        | 139.6%  | -365.5% | 20.6%  | 41.8%   |
| 投资损失           | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>获利能力</b>     |         |         |        |         |
| 营运资金变动         | -132  | -97   | -45   | -43   | 毛利率 (%)         | 95.2%   | 81.5%   | 87.0%  | 88.0%   |
| 其他经营现金流        | 409   | -631  | -537  | -296  | 净利率 (%)         | 19.4%   | -90.6%  | -43.8% | -15.3%  |
| <b>投资活动现金流</b> | -656  | -296  | -296  | -300  | ROE (%)         | 8.0%    | -13.8%  | -12.3% | -7.7%   |
| 资本支出           | -617  | -295  | -295  | -299  | ROIC (%)        | 8.2%    | -13.4%  | -12.0% | -7.5%   |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>偿债能力</b>     |         |         |        |         |
| 其他投资现金流        | -39   | -1    | -1    | -1    | 资产负债率 (%)       | 17.1%   | 13.6%   | 15.4%  | 21.0%   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -627  | 2612  | 0     | 1     | 净负债比率 (%)       | 20.7%   | 15.7%   | 18.3%  | 26.6%   |
| 短期借款           | -108  | 0     | 0     | 0     | 流动比率            | 3.76    | 5.65    | 4.54   | 3.10    |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 速动比率            | 3.10    | 4.88    | 3.71   | 2.21    |
| 普通股增加          | 0     | 54    | 0     | 0     | <b>营运能力</b>     |         |         |        |         |
| 资本公积增加         | 19    | 2558  | 0     | 0     | 总资产周转率          | 0.34    | 0.13    | 0.24   | 0.40    |
| 其他筹资现金流        | -538  | 0     | 0     | 1     | 应收账款周转率         | 617.04  | 30.42   | 60.83  | 60.83   |
| <b>现金净增加额</b>  | -1012 | 1626  | -770  | -511  | 应付账款周转率         | 1.88    | 1.92    | 1.92   | 1.92    |
|                |       |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |         |         |        |         |
|                |       |       |       |       | 每股收益            | 0.57    | -1.35   | -1.07  | -0.62   |
|                |       |       |       |       | 每股经营现金流         | 0.57    | -1.27   | -0.87  | -0.39   |
|                |       |       |       |       | 每股净资产           | 7.04    | 9.78    | 8.72   | 8.09    |
|                |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |         |         |        |         |
|                |       |       |       |       | P/E             | 0.00    | -28.22  | -35.56 | -61.08  |
|                |       |       |       |       | P/B             | 0.00    | 3.89    | 4.36   | 4.70    |
|                |       |       |       |       | EV/EBITDA       | -5.96   | -29.16  | -41.93 | -108.27 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师简介

**分析师:** 谭国超, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

## 重要声明

### 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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。