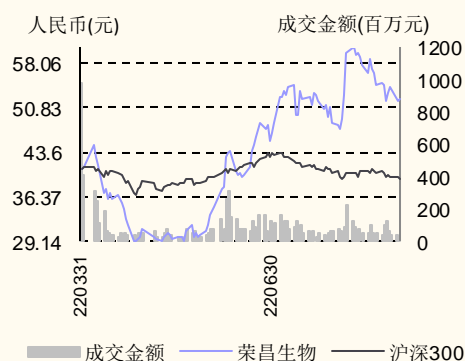


市场价格 (人民币): 52.16 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.44
已上市流通 A 股(亿股)	0.41
流通港股(亿股)	1.90
总市值(亿元)	283.89
年内股价最高最低(元)	60.61/29.14
沪深 300 指数	4076
上证指数	3227



相关报告

1.《荣昌生物-深度报告-维迪西妥与泰它西普放量在即,海外拓展中》, 2022.6.15

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001
(8621)61038261
zhaohc@gjzq.com.cn

ADC 创新龙头, 更多管线与全球 BD 值得期待

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3	1,426	853	1,637	2,401
营业收入增长率	-36.90%	46753%	-40.21%	92%	46.66%
归母净利润(百万元)	-698	276	-685	-371	-220
归母净利润增长率	-62.18%	140%	-348%	45.86%	40.63%
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	0.00	4.08	4.39	4.59

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 2022年8月30日, 公司发布半年报, 2022年上半年营收/归母净利润/扣非净利润分别为 3.50/-4.89/-4.95 亿元, 其中营收同比增长 1033.35%。业绩符合预期。

点评

- 泰它西普及维迪西妥单抗销售放量显著, 商业化团队覆盖更多医院及药房。
 - 1H22 营收 3.50 亿元, 上年同期 3091 万元, 同比增长 1033.35%。主要原因在于注射用泰它西普 (泰爱) 和注射用维迪西妥单抗 (爱地希) 的销售收入增加以及 Seagen 技术授权收入增加。(2) 全球首款、同类首创的双靶点融合蛋白泰它西普, 已获批系统性红斑狼疮 SLE; 21 年 12 月纳入医保目录治疗 SLE, 潜在同类治疗最佳, SLE 的 III 期临床在美国进行中。(3) 公司自研靶向 HER2 的国产首个 ADC 维迪西妥单抗, 已获批胃癌 GC 及尿路上皮癌 UC; 21 年 8 月实现海外 License-out, 21 年 12 月纳入新版国家医保目录治疗 HER2 表达 GC, 22 年 4 月纳入 22 年中国临床肿瘤学会 CSCO 指南的 II 类推荐, 用于三线治疗; UC 的 II 期临床在美国推进中。(4) 1H22 销售费用 1.50 亿元, 同期增长 146.27%。自身免疫商业化团队已组建 241 人, 泰它西普已准入 337 家医院及 717 家双通道药房; 肿瘤科商业化团队已组建 291 人, 维迪西妥单抗已覆盖 340 家医院。
- 研发增加持续推进管线研发, 三大技术平台助力研发。(1) 1H22 研发费用 4.50 亿元, 同比增长 37.68%, 研发人员 1107 人, 占公司总人数 44%。目前共有 7 个分子针对 20 余种适应症进行临床开发; 其中泰它西普及维迪西妥单抗正在中美两地进行 14 种适应症的临床试验, 差异化产品 VEGF/FGF 双靶点融合蛋白 RC28 临床推进中, 治疗 wAMD、DME 和 DR 等眼科适应症。(2) 公司搭建抗体融合蛋白、抗体药物偶联物 ADC、双抗三大核心技术平台; 已建立符合 GMP 标准的 21 个 2000 升一次性袋式生物反应器等生产车间及配套设施, 公司计划 2025 年末将原液总产能扩大至 8 万升以上。

盈利预测与投资建议

- 我们维持盈利预测, 预计公司 2022/23/24 年营收 8.53/16.37/24.01 亿元, 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的风险。

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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	5	3	1,426	853	1,637	2,401	货币资金	75	2,809	1,835	2,666	2,094	1,694
增长率		-36.9%	46753%	-40.2%	92%	46.7%	应收款项	3	4	15	183	236	346
主营业务成本	-3	-2	-69	-128	-246	-360	存货	31	66	280	386	404	444
%销售收入	71.2%	75.8%	4.8%	15.0%	15.0%	15.0%	其他流动资产	28	98	170	861	1,071	1,300
毛利	1	1	1,358	725	1,392	2,041	流动资产	138	2,977	2,300	4,095	3,805	3,785
%销售收入	28.8%	24.2%	95.2%	85.0%	85.0%	85.0%	%总资产	20.0%	72.3%	55.3%	66.4%	64.3%	63.8%
营业税金及附加	-2	-4	-4	-9	-16	-24	长期投资	11	13	12	12	12	12
%销售收入	44.4%	116%	0.3%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	460	803	1,578	1,745	1,780	1,811
销售费用	-1	-24	-263	-384	-655	-840	%总资产	66.7%	19.5%	37.9%	28.3%	30.1%	30.6%
%销售收入	12.9%	794%	18.4%	45.0%	40.0%	35.0%	无形资产	8	45	55	65	75	85
管理费用	-66	-213	-216	-239	-213	-264	非流动资产	552	1,140	1,859	2,069	2,108	2,144
%销售收入	1372%	6990%	15.1%	28.0%	13.0%	11.0%	%总资产	80.0%	27.7%	44.7%	33.6%	35.7%	36.2%
研发费用	-352	-466	-711	-938	-982	-1,201	资产总计	689	4,118	4,159	6,164	5,913	5,929
%销售收入	7297%	15301%	49.8%	110%	60.0%	50.0%	短期借款	62	151	52	52	70	80
息税前利润 (EBIT)	-420	-706	164	-844	-475	-288	应付款项	759	216	439	577	607	764
%销售收入	n.a	n.a	11.5%	n.a	n.a	n.a	其他流动负债	29	58	121	129	181	258
财务费用	-44	-61	12	44	47	38	流动负债	850	425	612	758	858	1,102
%销售收入	907%	2010%	-0.9%	-5.1%	-2.9%	-1.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	71	98	101	100	120	113
公允价值变动收益	0	0	0	3	0	0	负债	921	523	713	859	978	1,215
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	-232	3,595	3,446	5,305	4,935	4,714
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	169	490	490	544	544	544
营业利润	-430	-704	303	-786	-416	-239	未分配利润	-1,003	-620	-343	-1,028	-1,399	-1,619
营业利润率	n.a	n.a	21.2%	n.a	n.a	n.a	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-1	6	-27	-20	-20	-20	负债股东权益合计	689	4,118	4,159	6,164	5,913	5,929
税前利润	-430	-698	276	-806	-436	-259							
利润率	n.a	n.a	19.4%	n.a	n.a	n.a	比率分析						
所得税	0	0	0	121	65	39		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税率	n.a	n.a	0.0%	n.a	n.a	n.a	每股指标						
净利润	-430	-698	276	-685	-371	-220	每股收益	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	n.a	7.338	7.036	9.748	9.066	8.662
归属于母公司的净利润	-430	-698	276	-685	-371	-220	每股经营现金净流	n.a	-1.378	0.532	-1.587	-0.878	-0.498
净利率	n.a	n.a	19.4%	n.a	n.a	n.a	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	185%	-19.41%	8.02%	-12.91%	-7.51%	-4.67%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	-62.42%	-16.95%	6.64%	-11.11%	-6.27%	-3.71%
净利润	-430	-698	276	-685	-371	-220	投入资本收益率	246%	-18.83%	4.69%	-13.40%	-8.06%	-5.11%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	43	78	121	67	70	73	主营业务收入增长率	-63.66%	-36.90%	46753%	-40.21%	92%	46.66%
非经营收益	44	60	16	20	22	22	EBIT增长率	72.63%	68.15%	-123%	-615%	-43.76%	-39.31%
营运资金变动	58	-115	-153	-266	-199	-146	净利润增长率	59.39%	-62.18%	140%	-348%	45.86%	40.63%
经营活动现金净流	-286	-675	261	-864	-478	-271	总资产增长率	29.79%	497%	1.01%	48.20%	-4.07%	0.27%
资本开支	-65	-481	-617	-296	-130	-130	资产管理能力						
投资	0	0	0	-549	0	0	应收账款周转天数	62.8	n.a	0.3	50.0	28.0	28.0
其他	-32	0	-39	0	0	0	存货周转天数	3,238.4	7,709.5	919.0	1,100.0	600.0	450.0
投资活动现金净流	-97	-481	-656	-846	-130	-130	应付账款周转天数	2,330.9	4,025.4	159.9	300.0	180.0	150.0
股权募资	90	4,508	0	2,544	0	0	固定资产周转天数	31,739.2	55,605.4	247.5	408.5	209.3	140.0
债权募资	408	-498	-108	13	48	10	偿债能力						
其他	-91	-105	-519	-3	-2	-2	净负债/股东权益	5.95%	-73.93%	-51.74%	-59.69%	-52.22%	-45.96%
筹资活动现金净流	407	3,904	-627	2,553	46	8	EBIT利息保障倍数	-9.6	-11.5	-13.3	19.4	10.1	7.7
现金净流量	24	2,717	-1,033	844	-562	-393	资产负债率	134%	12.70%	17.14%	13.93%	16.55%	20.49%

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
买入	2	2	8	15	22
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

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

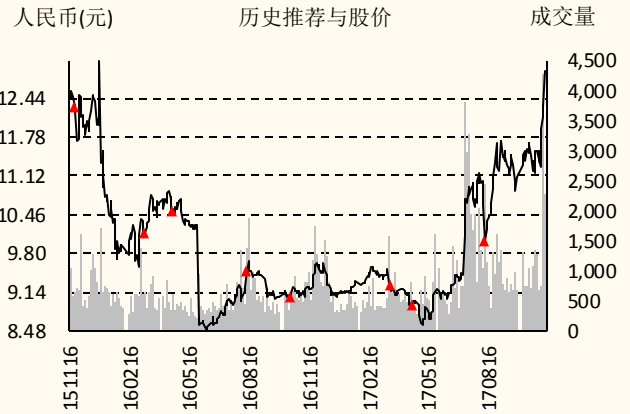
来源：国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，而不应对本报告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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402