

2022年09月19日

证券研究报告·公司动态跟踪报告

荣昌生物 (688331) 医药生物

当前价: 46.32元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

SLE III期确证性研究结果达到预设终点

投资要点

- **事件:** 2022年9月19日, 荣昌生物宣布, 泰它西普治疗系统性红斑狼疮 (SLE) 患者的国内 III 期确证性研究取得初步数据结果, 52 周 SRI-4 应答率显著高于安慰剂组。
- **III 期确证性研究达到预设终点, 较 II 期数据更加亮眼。** 泰它西普治疗系统性红斑狼疮 (SLE) 患者的国内 III 期确证性研究达到预设的临床终点, 第 52 周 SRI-4 应答率在泰它西普组为 82.6%, 安慰剂组仅 38.1%。所有敏感性分析结果显示, 泰它西普组的 SRI-4 反应率均明显高于安慰剂组, 同时显示出良好的安全性。与 II 期临床试验结果, 48 周 SRI-4 应答率 68.3% 相比, III 期确证性研究疗效优势更加明显。
- **销售团队逐步扩大, 核心产品商业化提速。** 公司上半年实现营业收入 3.5 亿元, 其中创新药销售收入 3.3 亿元, 技术授权 2000 万元。泰它西普和维迪西妥单抗 2022 年上半年销售放量显著, 纳入医保后以量换价明显。核心品种商业化渐入佳境, 截至 2022 年 6 月 30 日, 自身免疫商业化团队达 241 人, 已准入 337 家医院及 717 家双通道药房。肿瘤科商业化团队达 291 人, 已准入 340 家医院, 2022 年下半年公司将持续扩大商业化团队。我们认为, 公司创新品种先发优势明显, 随着公司商业化实力的不断提升, 创新品种的销量有望快速增长。
- **产品管线日渐丰富, 海外试验顺利推进。** 泰它西普治疗类风湿性关节炎、IgA 肾炎、原发性干燥综合征、重症肌无力、多发性硬化等适应症的 II/III 期临床研究正在推进中。用于治疗 IgA 肾病的美国 II 期临床试验, 于去年完成首例患者入组, 治疗系统性红斑狼疮的全球多中心 III 期临床试验于今年上半年在美国完成首例受试者入组给药。
- **盈利预测:** 随着公司研发投入的提升和创新品种的持续落地, 泰它西普和维迪西妥单抗的放量, 公司业绩长期增长动力充足。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 8.5、13.2 和 22.2 亿元, EPS 为 -0.34、-0.01 和 0.94 元。
- **风险提示:** 研发进展不及预期、核心品种商业化进展不及预期、政策风险。

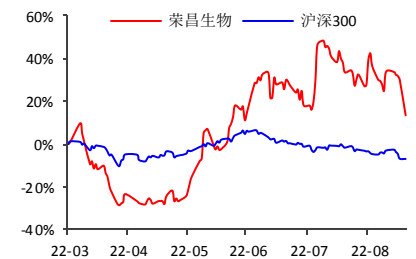
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1426.36	848.40	1319.18	2224.68
增长率	46753.31%	-40.52%	55.49%	68.64%
归属母公司净利润 (百万元)	276.26	-186.53	-5.22	510.81
增长率	139.59%	-167.52%	97.20%	9879.90%
每股收益 EPS (元)	0.51	-0.34	-0.01	0.94
净资产收益率 ROE	8.02%	-5.83%	-0.16%	13.65%
PE	91	-	-	49
PB	7.31	7.88	7.8	6.74

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn
联系人: 汤泰萌
电话: 021-68416017
邮箱: ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	5.44
流通 A 股(亿股)	0.41
52 周内股价区间(元)	28.18-62.18
总市值(亿元)	252
总资产(亿元)	61
每股净资产(元)	10.01

相关研究

1. 荣昌生物 (688331): 业绩符合预期, 核心品种商业化提速 (2022-09-01)
2. 荣昌生物 (688331): ADC 领域领军者, 研发商业化实力齐头并进 (2022-07-07)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1426.36	848.40	1319.18	2224.68	净利润	276.26	-186.53	-5.22	510.81
营业成本	68.82	43.81	152.74	261.35	折旧与摊销	68.60	59.94	59.94	59.94
营业税金及附加	3.89	2.31	3.60	6.06	财务费用	-12.34	0.20	0	0
销售费用	262.97	339.36	395.75	533.92	资产减值损失	0	0	0	0
管理费用	215.73	135.74	197.88	266.96	经营营运资本变动	-12.26	-20.82	-83.30	-183.82
财务费用	(12.34)	0.20	0	0	其他	-38.67	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	0	0	0	0	经营活动现金流净额	281.58	-147.21	-26.58	385.93
投资收益	0	0	0	0	资本支出	-834.32	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	178.42	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	投资活动现金流净额	-655.90	0	0	0
营业利润	303.03	-173.02	9.22	526.38	短期借款	-108.12	0	0	0
其他非经营损益	-26.78	-13.51	-14.44	-15.57	长期借款	0	0	0	0
利润总额	276.26	-186.53	-5.22	510.81	股权融资	19.29	0	0	0
所得税	0	0	0	0	支付股利	0.00	-55.25	37.31	1.04
净利润	276.26	-186.53	-5.22	510.81	其他	-538.06	-58.54	0	0
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-626.90	-113.79	37.31	1.04
归属母公司股东净利润	276.26	-186.53	-5.22	510.81	现金流量净额	-1011.70	-261.00	10.73	386.97
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1835.50	1574.50	1585.23	1972.20	成长能力				
应收和预付款项	126.41	477.93	731.93	1024.49	销售收入增长率	46753.31%	-40.52%	55.49%	68.64%
存货	280.31	43.81	89.64	103.54	营业利润增长率	143.03%	-157.10%	105.33%	5612.15%
其他流动资产	57.73	27.08	42.11	71.02	净利润增长率	139.59%	-167.52%	97.20%	9879.90%
长期股权投资	0	0	0	0	EBITDA 增长率	160.67%	-131.42%	161.27%	747.80%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	1577.69	1524.53	1471.38	1418.22	毛利率	95.18%	94.84%	88.42%	88.25%
无形资产和开发支出	52.40	45.82	39.25	32.67	三费率	32.70%	56.02%	45.00%	36.00%
其他非流动资产	229.17	228.96	228.75	228.53	净利率	19.37%	-21.99%	-0.40%	22.96%
资产总计	4159.21	3922.64	4188.29	4850.67	ROE	8.02%	-5.83%	-0.16%	13.65%
短期借款	0	0	0	0	ROA	6.64%	-4.76%	-0.12%	10.53%
应付和预收款项	245.87	623.06	856.63	1007.16	ROIC	26.14%	-11.29%	0.61%	31.73%
长期借款	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	25.19%	-13.31%	5.24%	26.36%
其他负债	466.92	100.83	100.83	100.83	营运能力				
负债合计	712.79	723.89	957.45	1107.99	总资产周转率	0.34	0.21	0.33	0.49
股本	489.84	544.26	544.26	544.26	固定资产周转率	1.99	0.90	1.49	2.67
资本公积	3743.32	3688.90	3688.90	3688.90	应收账款周转率	1234.09	565.78	1363.79	1271.07
留存收益	-343.45	-585.24	-553.15	-41.30	存货周转率	0.40	0.27	2.26	2.66
归属母公司股东权益	3446.42	3198.75	3230.83	3742.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	0.97	—	—	—
少数股东权益	0	0	0	0	资本结构				
股东权益合计	3446.42	3198.75	3230.83	3742.69	资产负债率	0.17	0.18	0.23	0.23
负债和股东权益合计	4159.21	3922.64	4188.29	4850.67	带息债务/总负债	0.00	0.00	0.00	0.00
					流动比率	3.76	3.41	2.86	3.15
					速动比率	3.30	3.34	2.75	3.05
					股利支付率	0.00	-0.3	7.14	0
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	359.29	-112.88	69.16	586.33	每股收益	0.51	-0.34	-0.01	0.94
PE	102.76	-135.15	-4826.73	49.35	每股净资产	6.33	5.88	5.94	6.88
PB	8.24	7.88	7.80	6.74	每股经营现金	0.52	-0.27	-0.05	0.71
PS	19.90	29.71	19.11	11.33	每股股利	0	0.1	-0.07	0
EV/EBITDA	65.52	-207.37	338.32	39.25					
股息率	0	0	0	0					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	朱趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn