

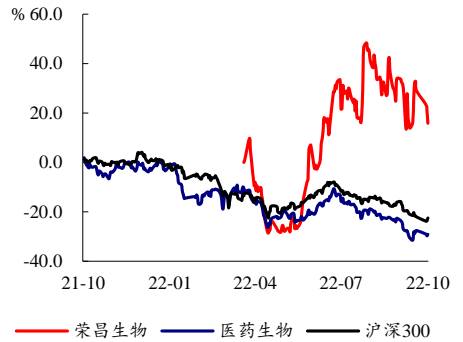


评级 推荐（维持）

## 报告作者

作者姓名 汪玲  
 资格证书 S1710521070001  
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

## 股价走势



## 基础数据

总股本(百万股)	544.26
流通A股/B股(百万股)	354.68/0.00
资产负债率(%)	10.85
每股净资产(元)	7.34
市净率(倍)	6.45
净资产收益率(加权)	-242.08
12个月内最高/最低价	60.61/29.14

## 相关研究

《【医药】荣昌生物(688331.SH):泰它西普治疗系统性红斑狼疮国内III期确证性研究达到主要临床终点,多项催化因素在即值得期待\_20220920》2022.09.20  
 《【医药】荣昌生物(688331.SH):第四次全球制药工业变革浪潮的中国力量\_20220916》2022.09.18

## 泰它西普针对重症肌无力适应症获得FDA“孤儿药”资格认定,加速抢占自免领域国际国内两个市场

### 事件

2022年10月12日,荣昌生物宣布泰它西普获得美国FDA颁发的针对重症肌无力(MG)治疗的“孤儿药”资格认定。

### 核心观点

**泰它西普治疗重症肌无力(MG)获“孤儿药”资格认定,加速其抢占国际市场。**重症肌无力(MG)是一种罕见的、慢性自身免疫性疾病,由针对突触后膜上乙酰胆碱受体、肌肉特异性激酶或其他乙酰胆碱受体相关蛋白的自身抗体引起,会导致神经肌肉接头传递受损,可不同程度影响眼球运动、吞咽、言语、活动和呼吸功能,约85%的患者会出现眼肌以外的症状,发展为全身型重症肌无力(gMG),甚至发生肌无力危象,严重者甚至危及生命,已被纳入我国《第一批罕见病目录》。全球及中国重症肌无力治疗药物市场预计持续快速增长,根据弗若斯特沙利文测算,全球MG治疗药物市场将从2020年的12.6亿美元增至2025年的30.48亿美元,CAGR达19.3%,中国市场则是从0.46亿美元增至2.5亿美元,CAGR达40.2%。目前,MG的治疗仍以胆碱酯酶抑制剂、糖皮质激素、免疫抑制剂、静脉注射免疫球蛋白(IVIG)、血浆置换(PE)以及胸腺切除为主,生物药相对较少(仅有美国市场获批的亚力兄的Soliris、依库珠单抗的长效版Ultomiris以及Vyvgart三款)。此外,部分患者因药物疗效、耐受性或使用禁忌等问题无法充分有效地控制病情,存在大量未被满足的临床需求。泰它西普治疗全身型重症肌无力(gMG)的国内II期临床研究此前已经完成,并获得积极阳性结果,此次获得FDA授予的“孤儿药”资质,泰它西普将享有税收减免、免申请费、研发资助、加快审批以及上市后7年市场独占权等权利,加速其释放在美国市场的价值。

**广泛布局市场空间较大的多个自身免疫疾病,国内国际两个市场进展良好。**泰它西普目前布局的适应症有系统性红斑狼疮(SLE,中/美国)、类风湿关节炎(RA,中国)、视神经脊髓炎谱系疾病(NMOSD,中国)、原发性干燥症(SS,中国)、IgA肾炎(中/美国)、多发性硬化症(MS,中国)、全身型重症肌无力(MG,中/美国),这些适应症大多市场空间较大但缺少有效治疗手段,泰它西普早期临床试验探索都取得了积极结果,有望满足未满足的临床需求。**从中国市场来看**,RA预计2022年底结束III期临床试验,有望2023年Q1申报BLA;IgA肾炎II期已做完,预计下半年进入临床III期;MGII期临床试验已完成,有望下半年公布临床数据。**从美国市场来看**,SLE目前正在III期入组中,从此前已经公布的中国III期的数据来看,针对SLE泰它西普具有全球“Best-in-class”竞争力;针对IgA肾炎目前正在II期招募患者中;加上此次针对MG获得FDA的“孤儿药”认定,可以说泰它西普在自身免疫疾病领域势如劈竹,价值正在逐渐绽放,成为“明日之星”指日可待。

## 投资建议

考虑到公司核心产品的市场空间、竞争格局以及商业化的不断加快，我们预计 2022-2024 年公司收入分别为 8.38 亿元、13.22 亿元、18.08 亿元，分别同比增长-41.27%、57.80%、36.77%；2022-2024 年归母净利润分别为-10.20 亿元、-10.63 亿元、-10.50 亿元。通过 DCF 模型对公司保守估值可得公司 A 股合理市值 288.96 亿元。我们看好公司目前产品的竞争力和后续的商业化兑现，更重要的在于公司目前已经被证明过的抗体和融合蛋白平台与 ADC 平台、双抗平台形成了良好的协同作用，能够持续推出产品矩阵，我们对此充满信心，维持“推荐”评级。

## 风险提示

创新药研发失败风险；商业化不及预期风险；国内和海外市场竞争加剧风险；公司核心技术与管理人员流失的风险；政策波动风险。

## 盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1426.36	837.67	1321.81	1807.81
增长率 (%)	46753.31	-41.27	57.80	36.77
归母净利润	276.26	-1019.61	-1063.27	-1050.46
增长率 (%)	139.59	-469.08	-4.28	1.20
EPS (元/股)	0.57	-1.87	-1.95	-1.93
市盈率 (P/E)	0.00	—	—	—
市净率 (P/B)	0.00	5.94	7.58	10.40

资料来源：iFind，东亚前海证券研究所预测

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1426.36</b>	<b>837.67</b>	<b>1321.81</b>	<b>1807.81</b>
%同比增速	46753.31%	-41.27%	57.80%	36.77%
营业成本	68.82	291.78	395.42	450.96
毛利	1357.54	545.89	926.39	1356.85
%营业收入	95.18%	65.17%	70.09%	75.06%
税金及附加	3.89	3.19	3.53	3.54
%营业收入	0.27%	0.38%	0.27%	0.20%
销售费用	262.97	438.38	634.47	795.44
%营业收入	18.44%	52.33%	48.00%	44%
管理费用	215.73	220.05	224.45	228.94
%营业收入	15.12%	26.27%	16.98%	12.66%
研发费用	710.97	973.14	1220.32	1572.20
%营业收入	49.85%	116.17%	92.32%	86.97%
财务费用	-12.34	-36.71	-64.90	-38.32
%营业收入	-0.87%	-4.38%	-4.91%	-2.12%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-0.34	0.00	0.00	0.00
其他收益	127.05	61.34	56.77	184.66
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>303.03</b>	<b>-990.82</b>	<b>-1034.72</b>	<b>-1020.28</b>
%营业收入	21.25%	-118.28%	-78.28%	-56.44%
营业外收支	-26.78	-28.79	-28.55	-30.19
<b>利润总额</b>	<b>276.26</b>	<b>-1019.61</b>	<b>-1063.27</b>	<b>-1050.46</b>
%营业收入	19.37%	-121.72%	-80.44%	-58.11%
所得税费用	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	276.26	-1019.61	-1063.27	-1050.46
%营业收入	19.37%	-121.72%	-80.44%	-58.11%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>276.26</b>	<b>-1019.61</b>	<b>-1063.27</b>	<b>-1050.46</b>
%同比增速	139.59%	-469.08%	-4.28%	1.20%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元/股)	0.57	-1.87	-1.95	-1.93

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.57	-1.87	-1.95	-1.93
BVPS	7.04	9.06	7.11	5.18
PE	0.00	—	—	—
PEG	0.00	—	—	—
PB	0.00	5.94	7.58	10.40
EV/EBITDA	-5.96	-32.66	-33.63	-38.19
ROE	8%	-21%	-27%	-37%
ROIC	8%	-20%	-27%	-36%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1835	3245	1916	982
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	2	184	257	446
存货	280	699	820	1441
预付账款	124	336	567	813
其他流动资产	58	64	83	113
流动资产合计	2300	4528	3643	3796
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	967	1103	1145	921
无形资产	52	75	90	108
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	840	687	573	487
<b>资产总计</b>	<b>4159</b>	<b>6393</b>	<b>5451</b>	<b>5312</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	159	603	726	1336
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	80	152	225	333
应交税费	6	6	5	18
其他流动负债	366	575	487	650
流动负债合计	612	1336	1444	2337
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	101	124	137	156
<b>负债合计</b>	<b>713</b>	<b>1460</b>	<b>1581</b>	<b>2493</b>
归属于母公司的所有者权益	3446	4933	3869	2819
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>3446</b>	<b>4933</b>	<b>3869</b>	<b>2819</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>4159</b>	<b>6393</b>	<b>5451</b>	<b>5312</b>

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>282</b>	<b>-860</b>	<b>-1090</b>	<b>-901</b>
投资	0	0	0	0
资本性支出	-617	-260	-252	-51
其他	-39	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-656</b>	<b>-260</b>	<b>-252</b>	<b>-51</b>
债权融资	-108	23	14	18
股权融资	0	2506	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-6	0	0	0
其他	-513	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-627</b>	<b>2529</b>	<b>14</b>	<b>18</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-1012</b>	<b>1410</b>	<b>-1329</b>	<b>-934</b>

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**汪玲**，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021 年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>