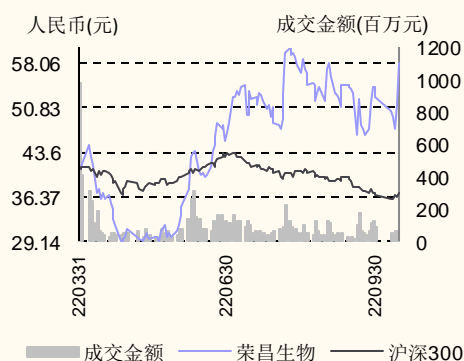


市场价格 (人民币): 58.21 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.44
已上市流通 A 股(亿股)	0.44
流通港股(亿股)	1.90
总市值(亿元)	316.82
年内股价最高最低(元)	60.61/29.14
沪深 300 指数	3842
上证指数	3072



## 原研创新，充分激励，国际化 BD 三管齐下

## 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	-1.38	0.53	-1.59	-0.88	-0.50
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	5.97	6.42	6.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2022年10月17日，公司公布2022年股权激励计划(草案)，拟向188名激励对象授予358万股A股股票，授予价格为36.36元/股。

## 点评

- 激励充分，团队凝聚，研发后劲更足。此次计划将授予188名(约占总员工数的10.91%)激励对象共358万股A股股票，约占公司总股本的0.6578%，首次授予部分占权益总额的80.15%，预留部分占权益总额的19.85%；激励对象将拥有A类权益或者B类权益，首次授予A类权益87.305万股、B类权益286.945万股。
  - 归属期安排：A类权益设置了5个归属期，每个归属期的授予比例为20%；B类权益设置了4个归属期，每个归属期的授予比例分别为20%、40%、20%、20%。
  - 公司业绩考核目标：A、B类权益下，分别设A(公司归属系100%)、B(公司归属系80%)、C(公司归属系70%)类目标。①A类权益考核年度为2022-2026年5个会计年度，A类目标下，自2022至2026年累计营业收入不低于7.5/20/40/70/110亿元或启动新临床试验累计6/12/20/28/36个；B类目标下，自2022至2026年累计营业收入不低于7/18/36/65/100亿元或累计启动新临床试验5/10/17/24/31个；C类目标下，自2022至2026年累计营业收入不低于6.5/8/14/20/90亿元或累计启动新临床试验4/8/14/20/26个。②B类权益考核年度为2023-2026年4个会计年度，每年考核条件与A类相同权益相同。
- SLE全球多中心三期临床获批，泰它西普国际化推进中。泰它西普分别于9月26/28日获得欧盟和中国国家药监局批准开展SLE的全球多中心III期临床，此前，公司已经完成在美国地区的首例患者给药。泰它西普作为公司的核心融合蛋白产品，除在中国商业化稳步推进外，全球化加速进行中。

## 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。

## 相关报告

- 《荣昌生物中报点评-ADC创新龙头，更多管线与全球BD值得期待》，2022.8.31
- 《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

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>1,426</b>	<b>853</b>	<b>1,637</b>	<b>2,401</b>	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	<b>资产总计</b>	<b>689</b>	<b>4,118</b>	<b>4,159</b>	<b>6,164</b>	<b>5,913</b>	<b>5,929</b>
%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	<b>负债</b>	<b>921</b>	<b>523</b>	<b>713</b>	<b>859</b>	<b>978</b>	<b>1,215</b>
投资收益	0	0	0	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>-232</b>	<b>3,595</b>	<b>3,446</b>	<b>5,305</b>	<b>4,935</b>	<b>4,714</b>
%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	<b>负债股东权益合计</b>	<b>689</b>	<b>4,118</b>	<b>4,159</b>	<b>6,164</b>	<b>5,913</b>	<b>5,929</b>
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	<b>比率分析</b>						
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	<b>每股指标</b>						
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	<b>-430</b>	<b>-698</b>	<b>276</b>	<b>-685</b>	<b>-371</b>	<b>-220</b>	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
							<b>回报率</b>						
							净资产收益率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
							总资产收益率	-62.42%	-16.95%	6.64%	-11.11%	-6.27%	-3.71%
							投入资本收益率	246%	-18.83%	4.69%	-13.40%	-8.06%	-5.11%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	-63.66%	-36.90%	46753%	-40.21%	92%	46.66%
							EBIT增长率	72.63%	68.15%	-123%	-615%	-43.76%	-39.31%
							净利润增长率	59.39%	-62.18%	140%	-348%	45.86%	40.63%
							总资产增长率	29.79%	497%	1.01%	48.20%	-4.07%	0.27%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	62.8	n.a	0.3	50.0	28.0	28.0
							存货周转天数	3,238.4	7,709.5	919.0	1,100.0	600.0	450.0
							应付账款周转天数	2,330.9	4,025.4	159.9	300.0	180.0	150.0
							固定资产周转天数	31,739.2	55,605.4	247.5	408.5	209.3	140.0
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	5.95%	-73.93%	-51.74%	-59.69%	-52.22%	-45.96%
							EBIT利息保障倍数	-9.6	-11.5	-13.3	19.4	10.1	7.7
							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	0	4	15	16	31
增持	1	3	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.43	1.21	1.20	1.00

来源：聚源数据

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。

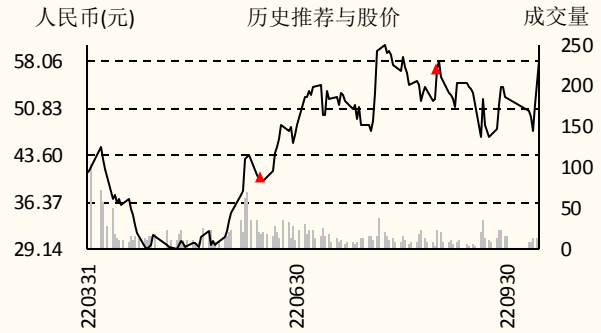
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

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
2	2022-08-31	买入	52.16	N/A

来源：国金证券研究所



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，而不应对本报告为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