

荣昌生物 (688331.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

商业化进展顺利，ADC 和融合蛋白销售近 8 亿事件

2023年2月27日，公司发布业绩快报，2022年实现营业收入7.94亿元，同比减少44.33%；归母净亏损9.59亿元，扣非后归母净亏损10.78亿元。业绩符合预期。

点评

泰它西普、维迪西妥单抗迅速放量，商业化初见成效。(1)公司在营收端出现下滑主要是由于2021年公司收到了西雅图基因支付的2亿美元(折合人民币12.91亿元)首付款，剔除后2021年营收为1.33亿元。2022年公司营收7.94亿元，与2021年剔除首付款后收益相比，同比增加约497%。(2)充分受益于医保谈判成功，纳入医保目录后实现快速放量。泰它西普、维迪西妥单抗分别于2021年3月、6月附条件获批并同年纳入医保，以价换量，渗透率得到快速提升。(3)2022年，公司新药研发管线持续推进，预计总体研发投入维持较高水平；此外，新药的商业化推广中的销售费用预计也有所增加，故反应在利润端亏损有所加大，2022年归母净亏损9.59亿元，扣非后归母净亏损10.78亿元。

国产首个 ADC 适应症拓展中，维迪西妥胃癌、尿路上皮癌领域崭露头角。(1)维迪西妥单抗是公司自研靶向HER2的国产首个ADC，已获批胃癌、尿路上皮癌的治疗。与同类药物DS-8201A相比，不良反应发生率更低，安全性优。(2)在研适应症方面，维迪西妥单抗正在探索在乳腺癌(临床3期)、非小细胞肺癌(1b期)、胆道癌(II期)、妇科恶性肿瘤(II期)、黑色素瘤(IIa期)中的治疗潜力。

非系统性红斑狼疮新选择，泰它西普具备 BIC 潜力。(1)泰它西普是同时靶向BLYS和APRIL的融合蛋白，用于治疗非系统性红斑狼疮(SLE)，潜在同类最佳。临床结果显示接受泰它西普治疗组的SRI-4应答比例在70-79%，优于安慰剂组的34%。(2)在研适应症方面，泰它西普正在探索在IgA肾病(II期)、原发性干燥综合征(II期)、视神经脊髓炎频谱系疾病(III期)、类风湿关节炎(III期)、重症肌无力(II期)、多发性硬化症(II期)中的治疗潜力。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计公司2022/23/24年实现营业收入7.94/14.66/21.62亿元，同比增加-44%/85%/47%。维持“买入”评级。

风险提示

研发进展不达预期、竞争加剧及医保放量不达预期的风险。

医药组

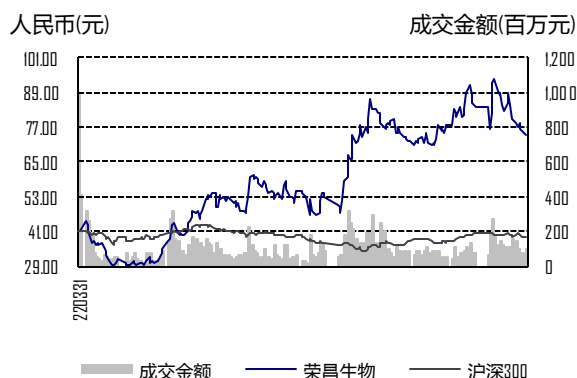
分析师：赵海春 (执业编号 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：74.23 元

相关报告：

- 《荣昌生物三季报点评-ADC 和融合蛋白持续放量，环比、同比皆增》，2022.10.28
- 《荣昌生物股权激励点评-原研创新，充分激励，国际化 BD 三管齐下》，2022.10.18
- 《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



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	794	1,466	2,162
营业收入增长率	-36.90%	46753%	-44.33%	85%	47.47%
归母净利润(百万元)	-698	276	-959	-668	-401
归母净利润增长率	-62.18%	140%	-447%	30.31%	40.02%
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	8.03	9.26	10.20

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	5	3	1,426	794	1,466	2,162
增长率		-36.9%	46753%	-44.3%	85%	47.5%
主营业务成本	-3	-2	-69	-318	-440	-540
%销售收入	71.2%	75.8%	4.8%	40.0%	30.0%	25.0%
毛利	1	1	1,358	476	1,026	1,621
%销售收入	28.8%	24.2%	95.2%	60.0%	70.0%	75.0%
营业税金及附加	-2	-4	-4	-8	-15	-22
%销售收入	44.4%	116%	0.3%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-1	-24	-263	-389	-513	-757
%销售收入	12.9%	794%	18.4%	49.0%	35.0%	35.0%
管理费用	-66	-213	-216	-230	-220	-238
%销售收入	1372%	6990%	15.1%	29.0%	15.0%	11.0%
研发费用	-352	-466	-711	-1,024	-1,100	-1,081
%销售收入	7297%	15301%	49.8%	129%	75.0%	50.0%
息税前利润 (EBIT)	-420	-706	164	-1,175	-821	-476
%销售收入	n.a	n.a	11.5%	n.a	n.a	n.a
财务费用	-44	-61	12	37	28	-3
%销售收入	907%	2010%	-0.9%	-4.6%	-1.9%	0.1%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	3	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-430	-704	303	-1,108	-766	-452
%营业收入	n.a	n.a	21.2%	n.a	n.a	n.a
营业外收支	-1	6	-27	-20	-20	-20
税前利润	-430	-698	276	-1,128	-786	-472
利润率	n.a	n.a	19.4%	n.a	n.a	n.a
所得税	0	0	0	169	118	71
所得税率	n.a	n.a	0.0%	n.a	n.a	n.a
净利润	-430	-698	276	-959	-668	-401
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-430	-698	276	-959	-668	-401
净利率	n.a	n.a	19.4%	n.a	n.a	n.a

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	-430	-698	276	-959	-668	-401
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	43	78	121	67	70	73
非经营收益	44	60	16	20	22	37
营运资金变动	58	-115	-153	-476	-129	-155
经营活动现金净流	-286	-675	261	-1,348	-705	-445
资本开支	-65	-481	-617	-466	-430	-430
投资	0	0	0	-549	0	0
其他	-32	0	-39	0	0	0
投资活动现金净流	-97	-481	-656	-1,016	-430	-430
股权募资	90	4,508	0	2,544	0	0
债权募资	408	-498	-108	13	48	486
其他	-91	-105	-519	-3	-2	-17
筹资活动现金净流	407	3,904	-627	2,553	46	469
现金净流量	24	2,717	-1,033	190	-1,089	-406

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	75	2,809	1,835	2,011	913	500
应收款项	3	4	15	214	340	501
存货	31	66	280	522	602	666
其他流动资产	28	98	170	984	1,043	1,143
流动资产	138	2,977	2,300	3,731	2,898	2,811
%总资产	20.0%	72.3%	55.3%	62.5%	52.9%	49.1%
长期投资	11	13	12	12	12	12
固定资产	460	803	1,578	1,915	2,250	2,581
%总资产	66.7%	19.5%	37.9%	32.1%	41.1%	45.1%
无形资产	8	45	55	65	75	85
非流动资产	552	1,140	1,859	2,239	2,578	2,914
%总资产	80.0%	27.7%	44.7%	37.5%	47.1%	50.9%
资产总计	689	4,118	4,159	5,970	5,476	5,725
短期借款	62	151	52	52	70	556
应付款项	759	216	439	666	756	858
其他流动负债	29	58	121	121	167	236
流动负债	850	425	612	838	993	1,650
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	71	98	101	100	120	113
负债	921	523	713	939	1,113	1,763
普通股股东权益	-232	3,595	3,446	5,031	4,363	3,962
其中：股本	169	490	490	544	544	544
未分配利润	-1,003	-620	-343	-1,302	-1,971	-2,372
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	689	4,118	4,159	5,970	5,476	5,725

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
每股净资产	n.a	7.338	7.036	9.244	8.016	7.280
每股经营现金净流	n.a	-1.378	0.532	-2.477	-1.295	-0.817
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	185%	-19.41%	8.02%	-19.06%	-15.32%	-10.12%
总资产收益率	-62.42%	-16.95%	6.64%	-16.06%	-12.20%	-7.00%
投入资本收益率	246%	-18.83%	4.69%	-19.65%	-15.74%	-8.95%
增长率						
主营业务收入增长率	-63.66%	-36.90%	46753%	-44.33%	85%	47.47%
EBIT增长率	72.63%	68.15%	-123%	-817%	-30.14%	-42.07%
净利润增长率	59.39%	-62.18%	140%	-447%	30.31%	40.02%
总资产增长率	29.79%	497%	1.01%	43.53%	-8.28%	4.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	62.8	n.a	0.3	70.0	60.0	60.0
存货周转天数	3,238.4	7,709.5	919.0	600.0	500.0	450.0
应付账款周转天数	2,330.9	4,025.4	159.9	150.0	180.0	150.0
固定资产周转天数	31,739.2	55,605.4	247.5	438.7	233.8	155.5
偿债能力						
净负债/股东权益	5.95%	-73.93%	-51.74%	-49.93%	-31.98%	-12.52%
EBIT利息保障倍数	-9.6	-11.5	-13.3	32.0	29.3	-178.0
资产负债率	134%	12.70%	17.14%	15.72%	20.32%	30.79%

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

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
2	2022-08-31	买入	52.16	N/A
3	2022-10-18	买入	59.60	N/A
4	2022-10-28	买入	78.00	N/A

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，而不应视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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402