

2023年08月23日

荣昌生物（688331.SH）

公司快报

商业化进程加速，国际市场有望打开

投资要点

◆ 23H1 营收持续增长，商业化建设及研发投入加大。公司发布 2023 年半年度报告：

（1）2023H1，公司实现营收 4.22 亿元（+20.56%，同增，下同），主要系泰它西普及维迪西妥单抗销量增加。归母净利润-7.03 亿元，亏损同步扩大 43.80%；扣非归母净利润-7.28 亿元，亏损同步扩大 47.03%。亏损扩大主要系商业化能力建设投入加大及维持高研发投入所致，2023H1 销售费用、管理费用、研发费用分别为 3.50 亿元（+133.51%）、1.64 亿元（+57.68%）及 5.40 亿元（+20.19%），费用率分别为 82.89%（+40.09pp）、57.68%（+9.13pp）及 127.94%（-0.40pp）。（2）2023Q2，公司实现营收 2.54 亿元（+26.94%）；归母净利润-3.80 亿元，亏损同步扩大 87.64%；扣非归母净利润-3.96 亿元，亏损同步扩大 93.19%。

◆ 核心产品多项适应症进入收获期，国际化市场有望打开。（1）泰它西普（RC18）

作为全球首款、同类首创 BlyS/APRIL 融合蛋白，国内 2021 年 3 月获批用于治疗系统性红斑狼疮（SLE），同年 12 月纳入医保；目前全球正推进 SLE 的 III 期临床。适应症拓展方面，国内类风湿关节炎已提交 NDA，视神经脊髓炎频谱系疾病、类风湿关节炎、IgA 肾炎、干燥综合征、重症肌无力均已进入关键/III 期阶段。商业化方面，截至 2023H1 自免商业化团队超 600 人，完成超 600 家医院准入。（2）维迪西妥单抗（RC48）作为国内首个原创 ADC 药物，国内 2021 年 6 月获批用于治疗 HER2 表达胃癌，同年 12 月纳入医保；2021 年 12 月获批用于治疗 HER2 表达尿路上皮癌，2023 年 1 月纳入医保。适应症拓展方面，国内联合 PD-1 治疗一线尿路上皮癌、HER2 低表达乳腺癌、HER2 阳性乳腺癌伴肝转移均已进入关键/III 期阶段，另有 8 项适应症处于临床 II 期；海外权益已授权给 Seagen，HER2 表达尿路上皮癌、联合 PD-1 治疗一线尿路上皮癌正于全球开展关键/III 期试验，HER2 表达胃癌在美国开展临床 II 期试验。商业化方面，截至 2023H1 肿瘤商业化团队近 600 人，完成超 600 家医院准入。

◆ 在研管线不断扩张，ADC 靶点布局丰富。公司目前有 9 个分子已进入临床开发阶段，其中 RC28（VEGF/FGF）关于湿性老年黄斑变性、糖尿病黄斑水肿适应症进入关键/III 期临床，关于糖尿病视网膜病变适应症进入临床 II 期；RC98（PD-L1）已进入临床 I 期。ADC 靶点布局丰富，RC88（间皮素 ADC）、RC108（c-MET ADC）、RC118（Claudin 18.2 ADC）均已推进至临床 II 期阶段。

◆ 投资建议：泰它西普及维迪西妥单抗在研适应症布局丰富，多个管线进入收获期；海外临床加速推进，国际化市场有望打开；研发投入不断加大，在研管线进一步扩张，成长空间广阔。我们预测公司 2023-2025 年营业收入 11.92/19.20/26.58 亿元，同比增长 54.3%/61.1%/38.5%。首次覆盖，给予“买入-A”建议。

◆ 风险提示：尚未盈利风险、政策不确定性风险、在研产品上市不确定性风险、研发进展不及预期风险、产品销售不及预期风险等。

医药 | 化学原料药 III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2023-08-23)

57.23 元

交易数据

总市值（百万元）	31,148.17
流通市值（百万元）	9,174.80
总股本（百万股）	544.26
流通股本（百万股）	160.31
12 个月价格区间	88.95/48.30

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.67	-7.39	15.74
绝对收益	-9.94	-14.26	4.15

分析师

赵宁达

 SAC 执业证书编号：S0910523060001
 zhaoningda@huajinsec.com

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,426	772	1,192	1,920	2,658
YoY(%)	46753.3	-45.9	54.3	61.1	38.5
净利润(百万元)	276	-999	-968	-642	-195
YoY(%)	139.6	-461.6	3.1	33.7	69.6
毛利率(%)	95.2	64.8	70.0	69.0	68.0
EPS(摊薄/元)	0.51	-1.84	-1.78	-1.18	-0.36
ROE(%)	8.0	-20.1	-24.1	-19.0	-6.1
P/E(倍)	112.8	-31.2	-32.2	-48.5	-159.7
P/B(倍)	9.0	6.3	7.8	9.2	9.8
净利率(%)	19.4	-129.4	-81.2	-33.4	-7.3

数据来源：聚源、华金证券研究所

盈利预测核心假设

泰它西普：目前仅 SLE 适应症获批，RA 已提交 NDA，NMOSD、IgA 肾炎、pSS 及 MG 适应症均处于关键/III期阶段。假设 RA 及 NMOSD 于 2024-2025 年陆续获批，泰它西普预计于 2023-2025 年实现营收 4.95/7.53/10.80 亿元。

维迪西妥单抗：目前已获批 GC、UC 适应症，假设 BC 适应症 2025 年获批。维迪西妥单抗单抗预计于 2023-2025 年实现营收 6.97/11.67/15.78 亿元。

综上，我们预测公司 2023-2025 年将实现营收 11.92/19.20/26.58 亿元，同比增长 54.34%/61.12%/38.46%。

表 1：公司营收预测（亿元）

	2023E	2024E	2025E
营收合计	11.92	19.20	26.58
YOY	54.34%	61.12%	38.46%
泰它西普（RC18）	4.95	7.53	10.80
YOY		52.06%	43.51%
维迪西妥单抗（RC48）	6.97	11.67	15.78
YOY		67.56%	35.20%

资料来源：华金证券研究所测算

可比公司估值

考虑到公司尚未盈利，采用 PS 估值。选取同样聚焦于创新药研发且目前尚未盈利的君实生物、百济神州及泽璟制药作为可比公司，公司估值水平高于可比公司平均。公司核心产品适应症拓展进入收获期，国际化进程加速，ADC 靶点布局丰富，成长空间广阔。

表 2：可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收 盘 价 (元)	总市值 (亿元)	营业收入（亿元）			PS		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688180.SH	君实生物-U	37.33	328.89	23.12	33.78	45.39	14.23	9.74	7.25
688235.SH	百济神州-U	118.90	1,493.30	155.28	213.05	278.24	9.62	7.01	5.37
688266.SH	泽璟制药-U	39.90	105.62	6.60	12.58	20.70	15.99	8.40	5.10
平均值							13.28	8.38	5.90
688331.SH	荣昌生物	57.23	264.36	11.92	19.20	26.58	22.19	13.77	9.95

资料来源：Wind，华金证券研究所测算（其中可比公司营收预测来自 Wind 一致预期，股价为 2023/8/23 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2300	3212	2151	1890	2005
现金	1835	2187	911	429	133
应收票据及应收账款	2	202	231	359	459
预付账款	124	199	235	245	314
存货	280	523	669	731	970
其他流动资产	58	101	105	125	129
非流动资产	1859	2809	2981	3182	3367
长期投资	0	2	3	5	6
固定资产	967	1387	1653	1855	2034
无形资产	52	56	63	69	77
其他非流动资产	840	1364	1262	1254	1250
资产总计	4159	6021	5131	5072	5371
流动负债	612	877	955	1538	2032
短期借款	0	0	0	0	117
应付票据及应付账款	159	222	289	306	545
其他流动负债	453	655	666	1232	1370
非流动负债	101	164	164	164	164
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	101	164	164	164	164
负债合计	713	1041	1119	1702	2196
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	490	544	544	544	544
资本公积	3743	6233	6233	6233	6233
留存收益	-343	-1342	-2310	-2952	-3147
归属母公司股东权益	3446	4980	4012	3370	3175
负债和股东权益	4159	6021	5131	5072	5371

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	282	-1260	-963	-154	-48
净利润	276	-999	-968	-642	-195
折旧摊销	69	125	115	141	165
财务费用	-12	-68	-30	-10	20
投资损失	0	-12	-3	-4	-5
营运资金变动	-153	-512	-77	361	-33
其他经营现金流	102	206	-0	-0	-0
投资活动现金流	-656	-851	-283	-338	-345
筹资活动现金流	-627	2420	-30	10	-20
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	-1.84	-1.78	-1.18	-0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	-2.32	-1.77	-0.28	-0.09
每股净资产(最新摊薄)	6.33	9.15	7.37	6.19	5.83

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1426	772	1192	1920	2658
营业成本	69	272	358	595	851
营业税金及附加	4	6	6	13	16
营业费用	263	441	572	672	665
管理费用	216	266	358	442	558
研发费用	711	982	1013	960	851
财务费用	-12	-68	-30	-10	20
资产减值损失	-0	-11	-1	-15	-15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	12	3	4	5
营业利润	303	-995	-953	-633	-183
营业外收入	13	10	12	11	11
营业外支出	40	14	27	20	24
利润总额	276	-999	-968	-642	-195
所得税	0	0	0	0	0
税后利润	276	-999	-968	-642	-195
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	276	-999	-968	-642	-195
EBITDA	290	-939	-899	-521	-35

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	46753.3	-45.9	54.3	61.1	38.5
营业利润(%)	143.0	-428.4	4.3	33.6	71.1
归属于母公司净利润(%)	139.6	-461.6	3.1	33.7	69.6
获利能力					
毛利率(%)	95.2	64.8	70.0	69.0	68.0
净利率(%)	19.4	-129.4	-81.2	-33.4	-7.3
ROE(%)	8.0	-20.1	-24.1	-19.0	-6.1
ROIC(%)	6.2	-20.7	-24.6	-19.0	-5.9
偿债能力					
资产负债率(%)	17.1	17.3	21.8	33.6	40.9
流动比率	3.8	3.7	2.3	1.2	1.0
速动比率	3.0	2.7	1.2	0.5	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.4	0.5
应收账款周转率	1234.1	7.6	5.5	6.5	6.5
应付账款周转率	0.6	1.4	1.4	2.0	2.0
估值比率					
P/E	112.8	-31.2	-32.2	-48.5	-159.7
P/B	9.0	6.3	7.8	9.2	9.8
EV/EBITDA	101.5	-31.0	-33.7	-59.1	-901.9

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

赵宁达声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn