

荣昌生物 (688331.SH)

核心产品销售持续增长，海外临床顺利推进

增持

核心观点

两大核心产品销售持续增长，各项费用有所增长。荣昌生物 2023 年上半年实现营收 4.22 亿元 (+20.6%)，单二季度营收 2.54 亿元 (+26.9%)；营收增长主要是由于泰它西普和维迪西妥单抗的销售收入增加；上半年亏损 7.03 亿元（去年同期亏损 4.89 亿元）。公司上半年的研发费用为 5.40 亿元 (+20.2%)；销售费用 3.50 亿元 (+133.5%)，销售费用率 82.9% (+40.1pct)，销售费用大幅增长是因为公司商业化团队一线销售人员扩充以及商业化推广力度加大。

泰它西普多项适应症在中美两地推进临床。泰它西普的 SLE 适应症正在推进国际多中心的 3 期临床，重症肌无力的 3 期临床申请也已被 FDA 批准，并获得授予快速通道资格认定。此外，原发性干燥综合症 (pSS)、IgAN 等适应症的 3 期临床方案也获得了美国 FDA 的同意。在中国，除了已经获批上市的 SLE 适应症之外，重症肌无力、pSS、IgAN、NMOSD 等均在推进 3 期临床，有望拓展泰它西普在自免领域的覆盖范围。

维迪西妥单抗海外启动一线适应症的 3 期临床。海外合作伙伴 Seagen 已经在 23Q3 启动了维迪西妥单抗联合 K 药一线治疗 HER2 阳性的 mUC 患者的 3 期临床，同时维迪西妥单抗单药二线治疗 HER2 表达 mUC 患者的关键 2 期临床也在美国继续推进。维迪西妥单抗在国内也在探索单药或联合在膀胱癌、胃癌、乳腺癌等瘤种的应用。

风险提示：创新药研发失败或进度低于预期；创新药销售不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。

由于今年的销售受到疫情等事件的影响，我们下调全年的盈利预测，预计 2023-2025 年公司营收为 11.95/18.37/28.10 亿元（前值 13.70/21.27/29.47 亿元），同比增长 54.8%/53.7%/52.9%；归母净利润为 -10.65/-6.09/1.48 亿元（前值 -7.39/-4.17/1.49 亿元）。公司在国内的销售持续增长，海外临床顺利推进。两大核心产品泰它西普和维迪西妥单抗均具备差异化竞争优势，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,426	772	1,195	1,837	2,810
(+/-%)	46753.3%	-45.9%	54.8%	53.7%	52.9%
净利润(百万元)	276	-999	-1065	-609	148
(+/-%)	-139.6%	-461.6%	—	—	-124.3%
每股收益(元)	0.56	-1.84	-1.96	-1.12	0.27
EBIT Margin	11.5%	-154.8%	-100.2%	-40.4%	1.3%
净资产收益率 (ROE)	8.0%	-20.1%	-27.2%	-18.4%	4.3%
市盈率 (PE)	102.9	-31.6	-29.7	-51.9	213.0
EV/EBITDA	125.5	-30.5	-30.9	-56.9	159.1
市净率 (PB)	8.25	6.34	8.07	9.56	9.15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·生物制品

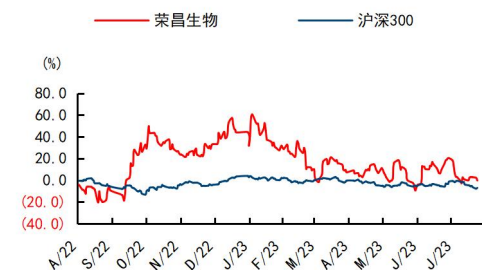
证券分析师：张佳博 **证券分析师：陈益凌**
 021-60375487 021-60933167
 zhangjiabo@guosen.com.cn chenchenyiling@guosen.com.cn
 S0980523050001 S0980519010002

证券分析师：陈曦炳
 0755-81982939
 chenxibing@guosen.com.cn
 S0980521120001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	58.05 元
总市值/流通市值	31594/20307 百万元
52 周最高价/最低价	95.50/43.34 元
近 3 个月日均成交额	137.06 百万元

市场走势



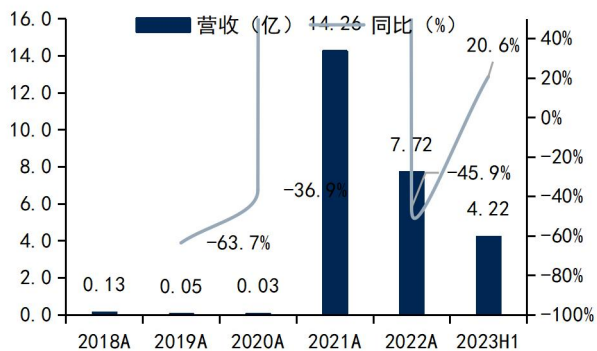
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《荣昌生物 (688331.SH) - 商业化稳步推进，管线布局全球研发》
 ——2023-03-31
 《荣昌生物 (688331.SH) - 核心产品商业化持续推进，差异化布局全球研发管线》
 ——2022-11-13

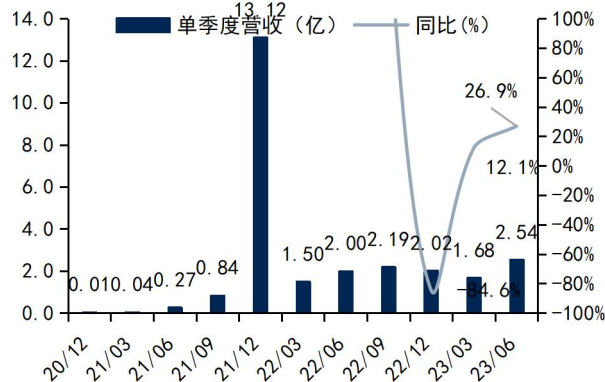
两大核心产品销售持续增长。荣昌生物 2023 年上半年实现营收 4.22 亿元（+20.6%），单二季度营收 2.54 亿元（+26.9%）；营收增长主要是由于泰它西普和维迪西妥单抗的销售收入增加。公司上半年亏损 7.03 亿元，较去年同期的 4.89 亿元有所扩大。

图1：荣昌生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



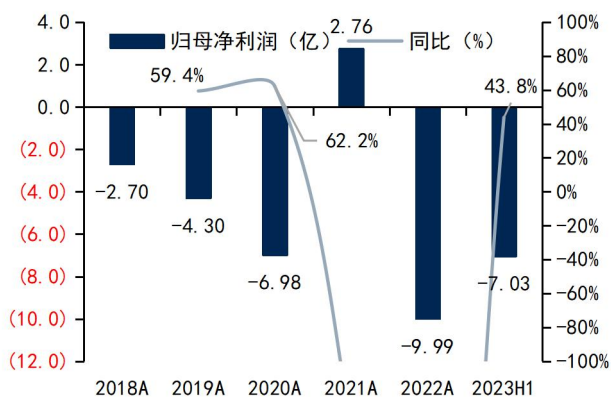
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：荣昌生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



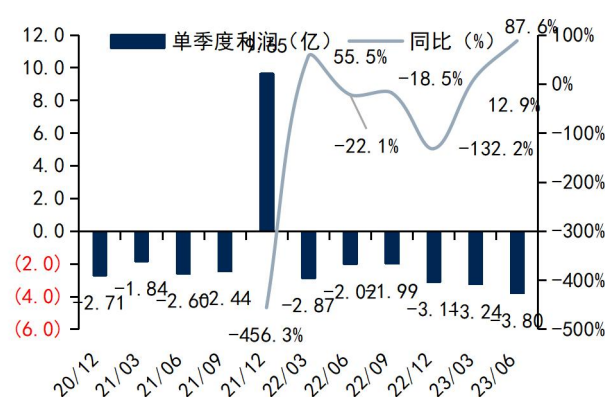
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：荣昌生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

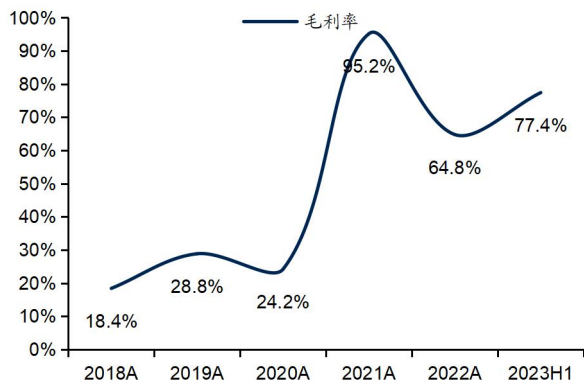
图4：荣昌生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司各项费用均有增长。荣昌生物上半年的研发费用为 5.40 亿元（+20.2%）；销售费用 3.50 亿元（+133.5%），销售费用率 82.9%（+40.1pct），销售费用大幅增长因为公司商业化团队一线销售人员扩充以及商业化推广力度加大；管理费用 1.64 亿元（+57.7%），管理费用率 38.8%（+9.1pct）。

图5：荣昌生物毛利率变化情况



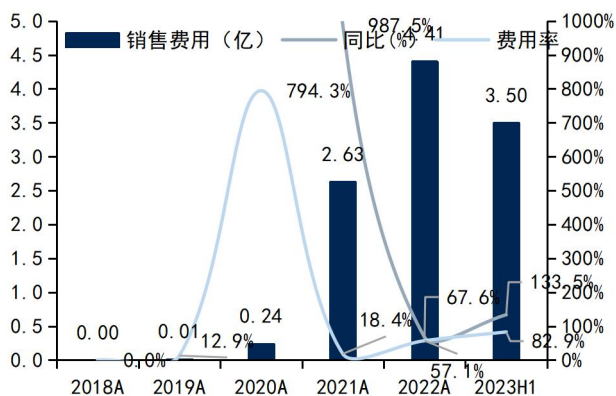
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：荣昌生物研发费用及研发费用率情况



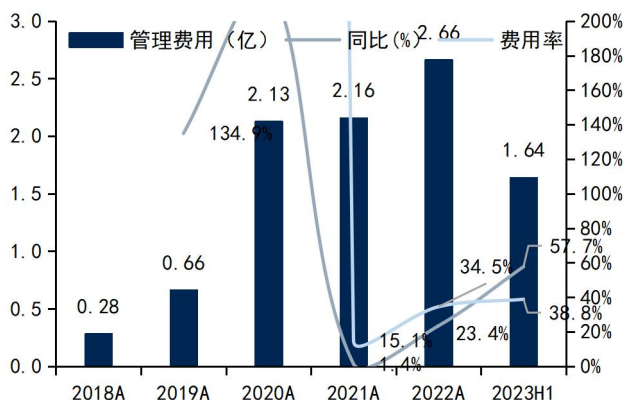
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：荣昌生物销售费用及销售费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：荣昌生物管理费用及管理费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

泰它西普多项适应症在中美两地推进临床。泰它西普的 SLE 适应症正在推进国际多中心的 3 期临床，重症肌无力的 3 期临床申请也已被 FDA 批准，并获得授予快速通道资格认定。此外，原发性干燥综合症 (pSS)、IgAN 等适应症的 3 期临床方案也获得了美国 FDA 的同意。在中国，除了已经获批上市的 SLE 适应症之外，重症肌无力、pSS、IgAN、NMOSD 等均在推进 3 期临床，有望拓展泰它西普在自免领域的覆盖范围。

维迪西妥单抗海外启动一线适应症的 3 期临床。海外合作伙伴 Seagen 已经在 23Q3 启动了维迪西妥单抗联合 K 药一线治疗 HER2 阳性的 mUC 患者的 3 期临床，同时维迪西妥单抗单药二线治疗 HER2 表达 mUC 患者的关键 2 期临床也在美国继续推进。维迪西妥单抗在国内也在探索单药或联合在膀胱癌、胃癌、乳腺癌等瘤种的应用。

图9：泰它西普、维迪西妥单抗研发情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

商业化团队不断扩大。截至 23 年中，公司自免商业化团队已组建超过 600 人的销售队伍，准入超过 600 家医院；肿瘤科商业化团队已组建近 600 人的销售队伍，准入超过 600 家医院。公司将利用现有临床数据，在已获批适应症的科室继续扩大推广的同时，广泛开展其他适应症科室的推广工作。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级。由于今年的销售受到疫情等事件的影响，我们下调全年的盈利预测，预计 2023-2025 年公司营收为 11.95/18.37/28.10 亿元（前值 13.70/21.27/29.47 亿元），同比增长 54.8%/53.7%/52.9%；归母净利润为 -10.65/-6.09/1.48 亿元（前值 -7.39/-4.17/1.49 亿元）。公司在国内的销售持续增长，海外临床顺利推进。两大核心产品泰它西普和维迪西妥单抗均具备差异化竞争优势，维持“增持”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1835	2187	1679	1132	1320	营业收入	1426	772	1195	1837	2810
应收款项	2	220	327	252	385	营业成本	69	272	239	276	281
存货净额	280	523	208	107	109	营业税金及附加	4	6	12	16	20
其他流动资产	182	282	437	459	421	销售费用	263	441	717	735	843
流动资产合计	2300	3212	2652	1950	2235	管理费用	216	266	295	310	325
固定资产	1578	2402	2378	2226	2068	研发费用	711	982	1129	1242	1304
无形资产及其他	52	56	55	53	52	财务费用	(12)	(68)	(36)	(17)	(19)
投资性房地产	229	349	349	349	349	投资收益	0	12	0	0	0
长期股权投资	0	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	4159	6021	5435	4581	4707	其他收入	(584)	(862)	(1129)	(1242)	(1304)
短期借款及交易性金融负债	52	60	500	300	200	营业利润	303	(995)	(1162)	(724)	56
应付款项	159	222	173	107	109	营业外净收支	(27)	(4)	97	115	113
其他流动负债	400	595	682	704	779	利润总额	276	(999)	(1065)	(609)	169
流动负债合计	612	877	1355	1111	1088	所得税费用	0	0	0	0	20
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	101	164	164	164	164	归属于母公司净利润	276	(999)	(1065)	(609)	148
长期负债合计	101	164	164	164	164	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	713	1041	1519	1275	1252	净利润	276	(999)	(1065)	(609)	148
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3446	4980	3916	3306	3455	折旧摊销	68	124	127	164	170
负债和股东权益总计	4159	6021	5435	4581	4707	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(12)	(68)	(36)	(17)	(19)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	56	(360)	91	110	(20)
每股收益	0.56	(1.84)	(1.96)	(1.12)	0.27	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	400	(1235)	(847)	(336)	299
每股净资产	7.04	9.15	7.19	6.07	6.35	资本开支	0	(945)	(101)	(11)	(11)
ROIC	4.95%	-26.32%	-28%	-23%	2%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	8.02%	-20.06%	-27%	-18%	4%	投资活动现金流	0	(946)	(101)	(11)	(11)
毛利率	95%	65%	80%	85%	90%	权益性融资	(10)	2612	0	0	0
EBIT Margin	11%	-155%	-100%	-40%	1%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	-139%	-90%	-31%	7%	支付股利、利息	(6)	0	0	0	0
收入增长	46753%	-46%	55%	54%	53%	其它融资现金流	(1352)	(79)	440	(200)	(100)
净利润增长率	-140%	-462%	—	—	-124%	融资活动现金流	(1374)	2533	440	(200)	(100)
资产负债率	17%	17%	28%	28%	27%	现金净变动	(973)	352	(508)	(547)	188
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	2809	1835	2187	1679	1132
P/E	102.9	(31.6)	(29.7)	(51.9)	213.0	货币资金的期末余额	1835	2187	1679	1132	1320
P/B	8.3	6.3	8.1	9.6	9.1	企业自由现金流	0	(2376)	(1081)	(479)	171
EV/EBITDA	125.5	(30.5)	(30.9)	(56.9)	159.1	权益自由现金流	0	(2455)	(605)	(662)	88

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032