

荣昌生物 (688331.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

荣昌、康方强强联合，开发 ADC 双抗联合疗法

事件

2023年9月27日，公司宣布将与康方药业，推进康方生物独立自主研发的全球首款 PD-1/CTLA-4 双特异性抗体卡度尼利单抗注射液（商品名：开坦尼®）与公司自主开发的中国首款国产抗体偶联药物维迪西妥单抗（商品名：爱地希®）的联合疗法的开发，并启动一项针对胃癌（含胃食管结合部腺癌）的 II 期临床研究。

点评

维迪西妥单抗临床表现获认可，海外 BD 加速推广进程。(1) 维迪西妥单抗 (HER2 ADC) 是公司自主研发的首个获批上市的国产 ADC 新药，在治疗胃癌、尿路上皮癌、乳腺癌等多个瘤种的临床试验中表现优异，目前已有胃癌、尿路上皮癌两大适应症获批上市，且被纳入新版国家医保药品目录。(2) 2021 年 8 月，与西雅图基因就维迪西妥单抗达成全球（亚太地区仅含新加坡、日本）海外授权交易合作协议，获得高达 26 亿美元的首付款和里程碑付款、外加最高超过百分之十五的梯度销售提成，未来放量可期。

卡度尼利单抗安全性、有效性优，上市首 12 个月销量达 11.5 亿元。(1) 卡度尼利单抗是康方生物独立研发的全球首创 PD-1/CTLA-4 双特异性肿瘤免疫治疗药物，在宫颈癌、肺癌、肝癌、胃癌、肾癌、食管鳞癌等多种恶性肿瘤上显示出优异的疗效和安全性。临床数据表明，卡度尼利与 PD-1 单抗联合 CTLA-4 单抗的联合疗法相比，毒性显著降低，具有明显的安全性和疗效优势。(2) 产品于 2022 年 6 月获得国家药监局的批准，用于既往接受含铂化疗治疗失败的复发或转移性宫颈癌患者的治疗，并且已被中国临床肿瘤学会收录指南推荐，产品上市首 12 个月销售额高达 11.5 亿元。

联合疗法助力实现抗肿瘤治疗的协同增效，在研产品管线丰富。

(1) 维迪西妥单抗和卡度尼利的联合用药可能实现抗肿瘤治疗的协同增效，有望为肿瘤患者带来新一代高效安全的抗肿瘤治疗组合方案。(2) 公司目前正在开发 20 余款候选生物药产品，7 个产品的 20 多种适应症正在进行临床试验或已进入商业化阶段，两款新药均已进入国家医保药品目录，销售放量明显。

盈利预测、估值与评级

我们维持盈利预测，预计公司 2023/24/25 年实现营收 12.2/19.6/26.2 亿元，同比增长 58%/61%/34%。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等风险。

医药组

分析师：赵海春 (执业 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：62.86 元

相关报告：

- 《荣昌生物公司点评：泰它西普第二个适应症申报上市》，2023.8.23
- 《荣昌生物公司点评：进院提速推进营收增长，研发稳步推进》，2023.8.23
- 《荣昌生物公司点评：两大创新药销售额增加 480%，商业化进展顺...》，2023.3.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,426	772	1,220	1,964	2,621
营业收入增长率	46753%	-45.87%	58.01%	61.00%	33.46%
归母净利润(百万元)	276	-999	-984	-664	-417
归母净利润增长率	140%	-462%	1.53%	32.52%	37.09%
摊薄每股收益(元)	0.564	-1.835	-1.807	-1.219	-0.767
每股经营性现金流净额	0.53	-2.42	-1.26	-0.89	-0.12
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	8.47	10.12	12.14	13.88

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	货币资金	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
3	1,426	772	1,220	1,964	2,621		2,809	1,835	2,187	1,540	1,538	1,461	
增长率	46753%	-46%	58.0%	61%	33.5%	应收账款	4	15	299	268	305	363	
主营业务成本	-2	-69	-272	-427	-687	-917	存货	66	280	523	550	565	578
%销售收入	75.8%	4.8%	35.2%	35.0%	35.0%		98	170	203	224	354	469	
毛利	1	1,358	500	793	1,277	1,704	流动资产	2,977	2,300	3,212	2,582	2,762	2,871
%销售收入	24.2%	95.2%	64.8%	65.0%	65.0%			72.3%	55.3%	53.3%	47.0%	48.4%	49.3%
营业税金及附加	-4	-4	-6	-10	-16	-21	长期投资	13	12	81	81	81	81
%销售收入	116%	0%	0.8%	0.8%	0.8%		803	1,578	2,402	2,453	2,485	2,496	
销售费用	-24	-263	-441	-610	-687	-786	固定资产	19.5%	37.9%	39.9%	44.7%	43.6%	42.9%
%销售收入	794%	18%	57.1%	50.0%	35.0%		45	55	62	72	81	90	
管理费用	-213	-216	-266	-305	-324	-341	无形资产	1,140	1,859	2,809	2,907	2,939	2,952
%销售收入	6990%	15%	34.5%	25.0%	16.5%		非流动资产	27.7%	44.7%	46.7%	53.0%	51.6%	50.7%
研发费用	-466	-711	-982	-1,000	-1,021	-1,049	总资产	4,118	4,159	6,021	5,488	5,701	5,823
%销售收入	15301%	50%	127%	82%	52.0%								
息税前利润 (EBIT)	-706	164	-1,195	-1,132	-772	-493	短期借款	151	52	60	405	1,146	1,448
%销售收入	n. a	11.5%	n. a	n. a	n. a		应付账款	216	439	662	756	871	1,082
财务费用	-61	12	68	21	-20		其他流动负债	58	121	155	195	205	247
%销售收入	2010%	-1%	-8.8%	-1.7%	1.0%		流动负债	425	612	877	1,356	2,223	2,778
资产减值损失	0	0	-11	0	0		长期贷款	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0		其他长期负债	98	101	164	140	149	134
投资收益	0	0	24	0	0		负债	523	713	1,041	1,496	2,372	2,912
%税前利润	0.0%	0.0%	-2.4%	0.0%	0.0%		普通股股东权益	3,595	3,446	4,980	3,993	3,329	2,912
营业利润	-704	303	-995	-981	-661	-414	其中：股本	490	490	544	544	544	544
营业利润率	n. a	21.2%	n. a	n. a	n. a		未分配利润	-620	-343	-1,342	-2,326	-2,989	-3,407
营业外收支	6	-27	-4	-3	-3		少数股东权益	0	0	0	0	0	0
税前利润	-698	276	-999	-984	-664	-417	负债股东权益合计	4,118	4,159	6,021	5,488	5,701	5,823
利润率	n. a	19.4%	n. a	n. a	n. a								
所得税	0	0	0	0	0								
所得税率	n. a	0.0%	n. a	n. a	n. a								
净利润	-698	276	-999	-984	-664	-417							
净利率	n. a	19.4%	n. a	n. a	n. a								
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	每股指标	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-698	276	-999	-984	-664	-417	每股收益	n. a	0.564	-1.835	-1.807	-1.219	-0.767
少数股东损益	0	0	0	0	0		每股净资产	n. a	7.036	9.151	7.336	6.117	5.350
非现金支出	78	121	198	160	180	200	每股经营现金净流	n. a	0.532	-2.418	-1.258	-0.892	-0.119
非经营收益	60	16	-4	21	55	87	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
营运资金变动	-115	-153	-511	118	-56	66							
经营活动现金净流	-675	261	-1,316	-685	-485	-65	回报率						
资本开支	-481	-617	-753	-260	-216	-216	净资产收益率	n. a	8.02%	n. a	n. a	n. a	n. a
投资	0	0	-71	0	0	0	总资产收益率	-16.95%	6.64%	-16.59%	-17.92%	-11.64%	-7.17%
其他	0	-39	-27	0	0	0	投入资本收益率	-19%	4.69%	-23.71%	-25.74%	-17.25%	-11.30%
投资活动现金净流	-481	-656	-851	-260	-216	-216	增长率						
股权筹资	4,508	0	2,612	-4	0	0	主营业务收入增长率	-36.90%	46753%	-46%	58.01%	61%	33.46%
债权筹资	-498	-108	0	349	772	302	EBIT 增长率	68.15%	-123%	-829%	-5%	-31.82%	-36.16%
其他	-105	-519	-192	-18	-52	-84	净利润增长率	62.18%	140%	-462%	2%	32.52%	37.09%
筹资活动现金净流	3,904	-627	2,420	327	720	218	总资产增长率	497%	1%	44.77%	-8.85%	3.88%	2.14%
现金净流量	2,717	-1,033	257	-618	19	-62	资产管能力						
							应收账款周转天数	n. a	n. a	48.3	55.0	35.0	29.0
							存货周转天数	7,709.5	919.0	538.7	470.0	300.0	230.0
							应付账款周转天数	4,025.4	159.9	97.5	100.0	100.0	100.0
							固定资产周转天数	55,605.4	247.5	655.8	430.4	273.1	206.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-73.93%	-51.74%	-42.71%	-28.45%	-11.78%	-0.43%
							EBIT 利息保障倍数	-11.5	-13.3	17.6	54.8	-39.2	-9.4
							资产负债率	13%	17.14%	17.29%	27.25%	41.60%	50.00%

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
5	2023-03-01	买入	75.55	N/A
6	2023-03-31	买入	64.03	N/A
7	2023-08-23	买入	58.05	N/A
8	2023-08-23	买入	58.05	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。

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认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

电话：021-80234211
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 5 楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806
