



买入 (维持)

所属行业: 医药生物/生物制品
当前价格(元): 53.87

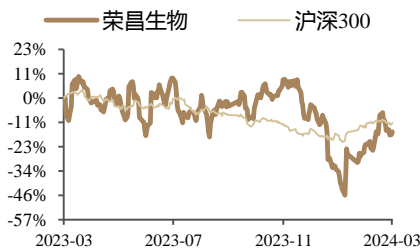
证券分析师

李霖阳

资格编号: S0120523080003

邮箱: lijy7@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.78	26.51	-11.31
相对涨幅(%)	5.26	20.41	-14.91

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《荣昌生物(688331.SH): 业绩符合预期, 核心临床稳步推进》, 2023.10.31
- 《荣昌生物 (688331.SH): 两大产品销售符合预期, 新适应症持续推进》, 2023.8.24
- 《荣昌生物: 销售稳步增长, 多个 ADC 进入临床》, 2023.5.5

荣昌生物 (688331.SH): 核心产品放量+出海+定增, biotech 龙头重新起航

投资要点

- 事件 1:** 公司发表 2023 年年报, 全年营收 10.83 亿元, 同比增加 40.26%, 两个核心产品 RC18\RC48 销售同比快速增长。归母扣非净亏损 15.43 亿元, 主要由于公司对在研项目研发投入加大以及对商业化推广力度加大。公司目前共有八个分子处于临床开发阶段。生产方面, 已建立符合全球 GMP 标准的生产体系, 包括 21 个 2,000 升一次性反应器。
- 事件 2:** 公司发布《2024 年度向特定对象发行 A 股股票预案》, 拟募集资金不超过 25.5 亿元, 发行股票数量不超过本次发行前公司总股本的 13%, 用于创新药物的研究与开发, 包括临床前研究及 RC18、RC48、RC28、RC88、RC148 及 RC198 等产品的临床研究。本募投项目将进一步丰富公司在研药物产品管线, 快速推进公司产品的境内外临床试验, 加快在研产品上市注册进程。

自免领域: 泰它西普治疗中重度 SLE 于 2021 年 3 月获批上市, 同年纳入医保, 截至 2023 年底, 商业化团队已有约 750 人, 涵盖 2200 家医院, 完成超过 800 家医院的药品准入。

泰它西普 (RC18) 临床开发:

- 活动性狼疮肾炎的 II 期进行中, **SLE 的 III 期的国际多中心临床正在招募患者;**
- 重症肌无力(MG): III 期临床已完成患者入组, FDA 已批准 IND 申请。
- 原发性干燥综合症(pSS): III 期临床进行中。2023 年 12 月, 在美国开展治疗 pSS 的 III 期临床试验的 IND 申请获批;
- 免疫球蛋白 A 肾病 (IgAN): III 期临床进行中, FDA 同意在美国开展治疗 IgAN III 期临床;
- 类风湿关节炎(RA): **2023 年 8 月公司向 CDE 递交 NDA;**
- 视神经脊髓炎频谱系疾病(NMOSD): 于 2017 年 9 月启动了 III 期临床试验, 患者招募工作正在进行中。

肿瘤领域: 维迪西妥单抗治疗胃癌(GC)、尿路上皮癌 (mUC) 适应症分别于 2021 年 6 月、12 月在中国附条件上市获批。截至 2023 年年底, 肿瘤科商业化团队有近 600 人, 涵盖超过 2000 家医院, 已完成超过 650 家医院的药品准入。

维迪西妥单抗 (RC48) 临床开发:

- 1) 尿路上皮癌 (UC):** 一线 HER2 表达 UC 的三期临床进行中。围手术期肌层浸润性膀胱癌(MIBC)的 II 期临床试验正在招募患者。Seagen 已于 2022 年上半年在美国开展二线 UC 的 II 期关键临床。Pfizer/Seagen 正在开展维迪西妥单抗联合 PD-1 治疗一线 UC 的 III 期临床研究。
- 2) 胃癌 (GC):** 一线 HER2 表达 GC II/III 期于 2023 年第三季度完成首例患者入

组。2023年12月,联合卡度尼单抗治疗一线失败的HER2表达GC患者的II/III期临床试验申请获得CDE批准。

- **3) 乳腺癌 (BC):** HER2低表达局部晚期或转移乳腺癌的III期仍在患者招募。
- **4) 宫颈癌:** HER2表达的复发或转移性宫颈癌II期临床进行中。2024年3月8日,公司在ESGO 2024公布了研究数据,在22例可评估疗效的患者中,ORR为36.4%,DCR为86.4%,mDoR为5.52个月,mPFS为4.37个月。

其他管线:

- **RC28 (VEGF 融合蛋白):** 湿性老年黄斑变性 (wAMD) III期临床患者招募正在进行;糖尿病黄斑水肿 (DME) III期临床患者招募正在进行,糖尿病视网膜病变 (DR) II期临床已完成患者入组;
- **RC88 (MSLN ADC):** 正在进行RC88治疗多种晚期实体瘤患者的II期临床试验;RC88联合PD-1 I/IIa期临床进行中,2023年12月,RC88用于治疗铂耐药复发PROC患者II期临床试验申请获得CDE批准。2023年12月RC88治疗卵巢癌的II期临床试验IND获得美国FDA批准;
- **RC118 (Claudin 18.2 ADC)** 联合PD-1治疗肿瘤I/IIa期临床进行中。
- RC148 (PD-1/VEGF双抗), RC198 (IL-15融合蛋白), **RC248 (DR5 ADC)** 已进入临床阶段。
- **点评及盈利预测:** 尽管2023年公司面临诸多挑战,但我们认为公司两大核心产品差异化明显,放量快速,同时开展多项海外临床前景广阔,公司发布定增预案,补充现金后将为研发的加速起到基础保障的作用。我们预计公司**24-26**年收入为**16.85、25.02、37.42**亿元。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 销售不及预期风险、临床进度不及预期风险、政策变化风险

股票数据

总股本(百万股):	544.33
流通A股(百万股):	160.31
52周内股价区间(元):	34.82-70.45
总市值(百万元):	29,323.17
总资产(百万元):	5,528.24
每股净资产(元):	6.31

资料来源:公司公告

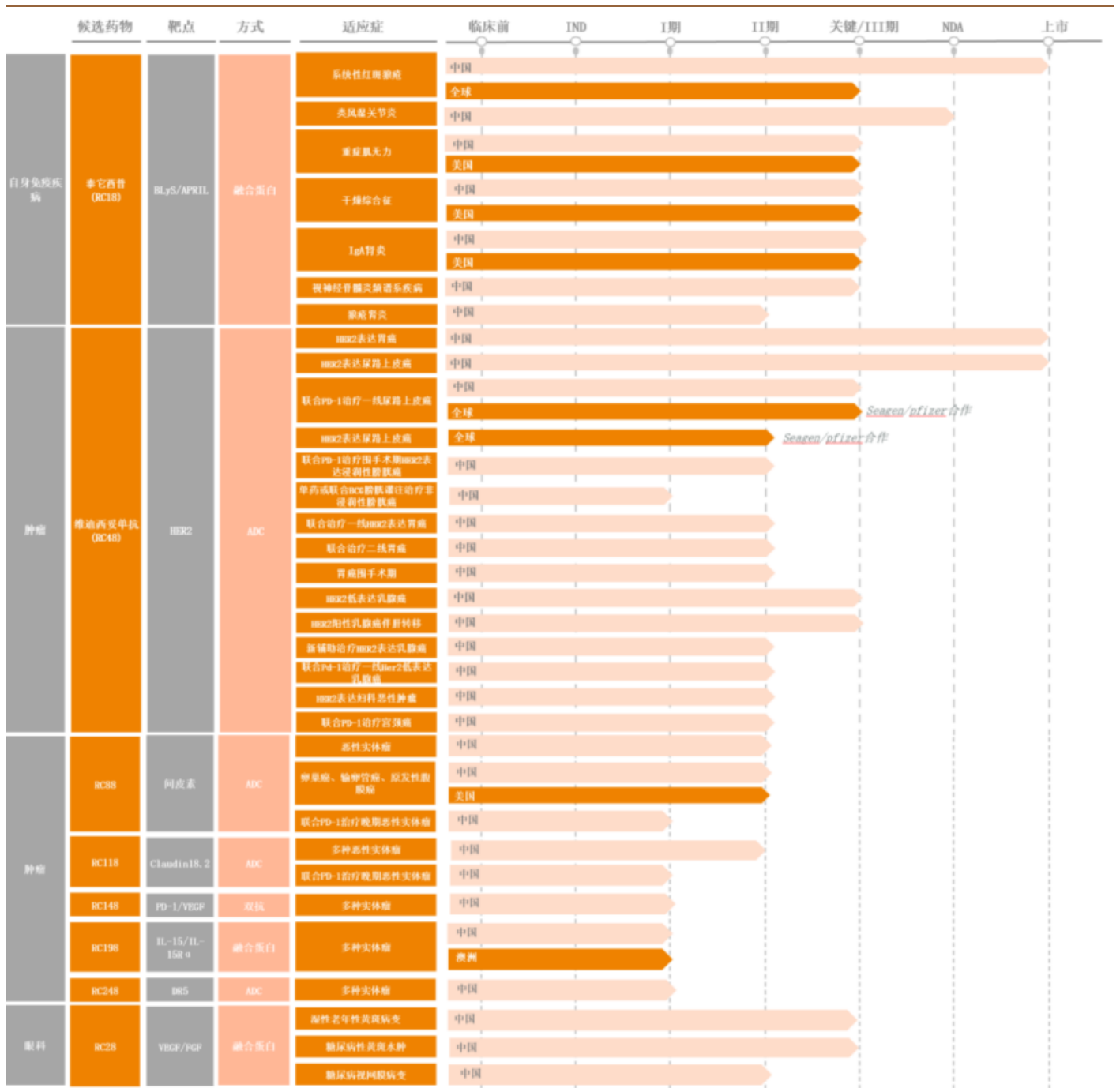
主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	772	1,083	1,685	2,502	3,742
(+/-)YOY(%)	-45.9%	40.3%	55.6%	48.5%	49.6%
净利润(百万元)	-999	-1,511	-1,227	-915	-145
(+/-)YOY(%)	-461.6%	-51.3%	18.8%	25.4%	84.2%
全面摊薄EPS(元)	-1.83	-2.78	-2.25	-1.68	-0.27
毛利率(%)	64.8%	77.4%	80.0%	81.0%	82.0%
净资产收益率(%)	-20.1%	-44.0%	-55.5%	-24.0%	-3.9%

资料来源:公司年报(2022-2023),德邦研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1：荣昌生物管线



资料来源：公司年报、德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	-2.80	-2.25	-1.68	-0.27
每股净资产	6.32	4.06	7.02	6.75
每股经营现金流	-2.76	-1.10	-1.40	-0.43
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	—	—	—
P/B	9.83	13.27	7.68	7.98
P/S	27.07	17.40	12.63	8.45
EV/EBITDA	-27.21	-32.89	-48.48	201.02
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	77.4%	80.0%	81.0%	82.0%
净利润率	-139.5%	-72.8%	-36.6%	-3.9%
净资产收益率	-44.0%	-55.5%	-24.0%	-3.9%
资产回报率	-27.3%	-26.1%	-14.6%	-2.4%
投资回报率	-32.0%	-30.8%	-15.8%	-2.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	40.3%	55.6%	48.5%	49.6%
EBIT 增长率	-39.6%	20.6%	27.1%	84.1%
净利润增长率	-51.3%	18.8%	25.4%	84.2%
偿债能力指标				
资产负债率	37.8%	52.9%	39.2%	38.0%
流动比率	2.0	1.1	2.3	2.7
速动比率	1.1	0.8	2.1	2.4
现金比率	0.7	0.3	1.5	1.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	83.1	76.8	75.3	75.1
存货周转天数	931.1	546.1	156.3	80.3
总资产周转率	0.2	0.3	0.5	0.6
固定资产周转率	0.6	0.9	1.4	2.3

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-1,511	-1,227	-915	-145
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	265	264	274	283
非经营收益	16	50	56	50
营运资金变动	-272	312	-178	-425
经营活动现金流	-1,503	-601	-762	-236
资产	-853	0	0	0
投资	-72	0	0	0
其他	108	0	0	0
投资活动现金流	-817	0	0	0
债权募资	1,126	400	0	-400
股权募资	34	0	2,525	0
其他	-182	-50	-56	-50
融资活动现金流	978	350	2,468	-450
现金净流量	-1,343	-253	1,706	-687

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 29 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,083	1,685	2,502	3,742
营业成本	244	337	475	674
毛利率%	77.4%	80.0%	81.0%	82.0%
营业税金及附加	8	12	18	26
营业税金率%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	775	843	1,001	1,310
营业费用率%	71.6%	50.0%	40.0%	35.0%
管理费用	304	337	375	374
管理费用率%	28.1%	20.0%	15.0%	10.0%
研发费用	1,306	1,348	1,501	1,497
研发费用率%	120.6%	80.0%	60.0%	40.0%
EBIT	-1,501	-1,191	-868	-138
财务费用	-5	36	47	6
财务费用率%	-0.5%	2.1%	1.9%	0.2%
资产减值损失	-13	0	0	0
投资收益	7	0	0	0
营业利润	-1,502	-1,227	-915	-145
营业外收支	-10	0	0	0
利润总额	-1,511	-1,227	-915	-145
EBITDA	-1,260	-927	-594	145
所得税	0	0	0	0
有效所得税率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	-1,511	-1,227	-915	-145

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	743	491	2,197	1,511
应收账款及应收票据	376	562	834	1,247
存货	742	281	132	168
其它流动资产	368	324	361	517
流动资产合计	2,229	1,657	3,525	3,444
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	2,031	1,887	1,714	1,517
在建工程	796	676	575	489
无形资产	144	144	144	144
非流动资产合计	3,299	3,035	2,761	2,478
资产总计	5,528	4,692	6,285	5,921
短期借款	284	684	684	284
应付票据及应付账款	139	225	317	449
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	705	612	503	551
流动负债合计	1,128	1,520	1,504	1,285
长期借款	841	841	841	841
其它长期负债	122	122	122	122
非流动负债合计	963	963	963	963
负债总计	2,091	2,483	2,467	2,247
实收资本	544	544	587	587
普通股股东权益	3,437	2,209	3,819	3,674
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	5,528	4,692	6,285	5,921

信息披露

分析师与研究助理简介

李霖阳 德邦证券研究所 医药行业分析师。研究方向：创新药。电子科技大学生物技术学士，华威大学商学院会计与金融学硕士。拥有三年二级医药行业研究经验，曾任职于中泰证券。所在团队获得 2023 年医药生物领域 卖方分析师 水晶球第二名，2023 年新浪财经金麒麟创新药行业菁英分析师第二名。执业证书编号：S0120523080003

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。