

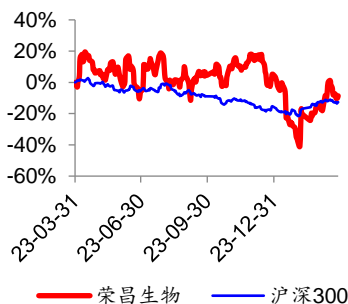
## 核心产品销售增长显著，海外临床进展步伐加速

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-01

收盘价（元）	53.04
近12个月最高/最低（元）	75.98/33.43
总股本（百万股）	544
流通股本（百万股）	162
流通股比例（%）	29.8%
总市值（亿元）	289.7
流通市值（亿元）	86.3

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

### 相关报告

- 【华安医药】荣昌生物 (688331.SH) 公司深度：自免+肿瘤双新星，打造新医药护城河 2022-06-07
- 【华安医药】荣昌生物 (688331.SH) 公司点评：两大核心药品放量显著，继续探索广阔新适应症 2023-03-30
- 【华安医药】荣昌生物 (688331.SH) 公司点评：业绩兑现，核心产品多适应症有望持续放量 2022-08-30

### 主要观点：

#### ● 事件 1

2024年3月28日，公司发布2023年年报，公司实现营业收入10.83亿元，同比+40.26%；归母净利润-15.11亿元，同比亏损扩大51.30%；扣非归母净利润-15.43亿元，同比亏损扩大38.19%。其中23Q4，公司营收3.13亿元，同比+54.83%，归母净利润-4.81亿元，同比亏损扩大54.74%。

#### ● 事件 2

2024年3月30日，公司发布《2024年度向特定对象发行A股股票预案》，拟发行股票数量不超过公司原总股本的13%，总额不超过25.5亿元，用于公司新药产品管线的研发项目。

#### ● 点评

##### ✓ 投入加大使财务一时承压，厚积薄发显后进潜力

报告期内，公司整体毛利率为77.43%，同比+12.67 pct；期间费用率219.80%，同比+9.83 pct；其中研发费用率120.62%，同比-6.57 pct；销售费用率71.58%，同比+14.50 pct；管理费用率28.09%，同比-6.40 pct；财务费用率-0.50%，同比+8.29 pct；经营性现金流净额为-15.03亿元，同比+19.25%。公司耕耘创新药多年，成长为平台化ADC制剂公司，多年维持高研发投入，随着在研管线的逐渐丰富，研发投入逐年增长，未来有望持续厚积薄发。2020~2022年研发费用总额由4.66亿元增长至9.82亿元，2023年研发投入总额为13.06亿元，绝对值同比增加3.24亿元。为配合核心产品商业化，公司在2023年着重发展商业化团队，销售费用随之有所大幅增加，由22年的4.41亿元增长至23年的7.75亿元，目前整体团队已搭建就位，未来销售费用将降低至合理水平。

##### ✓ 两大核心产品放量显著，商业化取得长远进展

2023年国家医保谈判中，公司的两款核心产品泰爱®（泰它西普）和爱地希®（维迪西妥单抗）继续成功续约并维持原销售价格。截至2023年12月31日止，公司自身免疫商业化团队已有约750人，肿瘤科商业化团队已有近600人。泰爱®于2023年11月在中国由附条件批准转为完全批准上市，并在系统性红斑狼疮（SLE）、重症肌无力（MG）和原发性干燥综合征（pSS）等疾病的治疗方面取得了重要进展，2023年销售持续放量。

##### ✓ ADC海外临床实质进展，全球化创新药企成长中

公司目前共有八个分子处于临床开发阶段。已进入商业化阶段的药物泰它西普(RC18, 商品名: 泰爱®)和维迪西妥单抗(RC48, 商品名: 爱地希®)正在中国及美国进行针对多种适应症的临床试验，并取得了多项积极进展。此外，RC28、RC88、RC118、RC148、RC198、RC248等其他分子临床进展顺利。在规模化生产方面，公司已建立

符合全球 GMP 标准的生产体系，包括 21 个 2,000 升一次性袋式生物反应器在内的细胞培养、纯化、制剂及罐装等生产车间及配套设施，公司正在稳步推进生物新药产业化项目建设。

✓ **定向增发显信心，加强公司产品管线推进速度**

公司本次定增案，拟发行股票数量不超过本次发行前公司总股本的 13%，即 70,763,170 股（含本数），最终发行数量上限以中国证监会同意注册的发行数量上限为准，向特定对象发行股票募集资金总额不超过 25.5 亿元（含），募集资金总额扣除相关发行费用后的净额将用于投资新药研发项目，以支持公司产品管线海内外研发所需，为公司全球化进程提供充分的资金支持。

● **投资建议**

我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 13.97 亿元、22.13 亿元、30.09 亿元，分别同比增长 29.0%、58.4%、36.0%；2024-2026 年归母净利润分别为-12.85 亿元、-8.26 亿元、-6.80 亿元，分别同比增长 15.0%、35.7%、17.7%。我们看好公司 ADC 平台的持续研发及出海进程、泰它西普在自身免疫病领域的拓展能力，维持“买入”评级。

● **风险提示**

销售不及预期风险；研发审批进度不及预期风险；新药研发失败风险；政策不确定风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1083	1397	2213	3009
收入同比 (%)	40.3%	29.0%	58.4%	36.0%
归属母公司净利润	-1511	-1285	-826	-680
净利润同比 (%)	-51.3%	15.0%	35.7%	17.7%
毛利率 (%)	77.4%	81.2%	85.6%	87.8%
ROE (%)	-44.0%	-27.3%	-21.3%	-21.3%
每股收益 (元)	-2.80	-2.36	-1.52	-1.25
P/E	—	—	—	—
P/B	9.83	6.24	7.57	9.18
EV/EBITDA	-27.21	-33.72	-85.93	-328.57

资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2229	3365	2391	1771	<b>营业收入</b>	1083	1397	2213	3009
现金	743	1835	507	87	营业成本	244	263	319	367
应收账款	298	314	376	361	营业税金及附加	8	10	16	22
其他应收款	29	31	53	71	销售费用	775	809	936	1240
预付账款	270	288	331	350	管理费用	304	392	449	557
存货	742	745	876	622	财务费用	-5	33	-2	42
其他流动资产	147	152	247	279	资产减值损失	-13	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3299	3800	4221	4542	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	4	5	6	投资净收益	7	12	15	12
固定资产	2031	2435	2787	3075	<b>营业利润</b>	-1502	-1285	-826	-680
无形资产	144	190	243	300	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	1122	1171	1185	1162	营业外支出	10	0	0	0
<b>资产总计</b>	5528	7165	6611	6313	<b>利润总额</b>	-1511	-1285	-826	-680
<b>流动负债</b>	1128	1500	1773	2155	所得税	0	0	0	0
短期借款	284	408	565	732	<b>净利润</b>	-1511	-1285	-826	-680
应付账款	125	126	152	177	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	719	966	1056	1245	<b>归属母公司净利润</b>	-1511	-1285	-826	-680
<b>非流动负债</b>	963	963	963	963	EBITDA	-1260	-856	-353	-94
长期借款	841	841	841	841	EPS (元)	-2.80	-2.36	-1.52	-1.25
其他非流动负债	122	122	122	122					
<b>负债合计</b>	2091	2463	2736	3118					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	544	615	615	615					
资本公积	6238	8719	8719	8719					
留存收益	-3345	-4631	-5458	-6138					
归属母公司股东权益	3437	4702	3876	3195					
<b>负债和股东权益</b>	5528	7165	6611	6313					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-1503	-646	-551	326
净利润	-1511	-1285	-826	-680
折旧摊销	241	396	475	544
财务费用	22	52	53	60
投资损失	-7	-12	-15	-12
营运资金变动	-272	203	-237	415
其他经营现金流	-1214	-1488	-589	-1095
<b>投资活动现金流</b>	-817	-885	-880	-854
资本支出	-853	-895	-895	-865
长期投资	-72	-1	-1	-1
其他投资现金流	108	12	15	12
<b>筹资活动现金流</b>	978	2624	104	108
短期借款	284	124	157	167
长期借款	841	0	0	0
普通股增加	0	71	0	0
资本公积增加	4	2481	0	0
其他筹资现金流	-151	-52	-53	-60
<b>现金净增加额</b>	-1343	1092	-1328	-420

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	40.3%	29.0%	58.4%	36.0%
营业利润	-50.9%	14.4%	35.7%	17.7%
归属于母公司净利润	-51.3%	15.0%	35.7%	17.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	77.4%	81.2%	85.6%	87.8%
净利率 (%)	-139.5%	-92.0%	-37.3%	-22.6%
ROE (%)	-44.0%	-27.3%	-21.3%	-21.3%
ROIC (%)	-32.0%	-20.6%	-15.3%	-13.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	37.8%	34.4%	41.4%	49.4%
净负债比率 (%)	60.8%	52.4%	70.6%	97.6%
流动比率	1.98	2.24	1.35	0.82
速动比率	1.06	1.54	0.65	0.36
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.19	0.22	0.32	0.47
应收账款周转率	4.33	4.57	6.41	8.16
应付账款周转率	2.09	2.09	2.30	2.23
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-2.80	-2.36	-1.52	-1.25
每股经营现金流	-2.76	-1.19	-1.01	0.60
每股净资产	6.32	8.64	7.12	5.87
<b>估值比率</b>				
P/E	—	—	—	—
P/B	9.83	6.24	7.57	9.18
EV/EBITDA	-27.21	-33.72	-85.93	-328.57

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所测算

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。