

# 荣昌生物 (688331.SH)

## 核心产品销售持续增长，临床开发有序推进

增持

### 核心观点

**核心产品销售持续增长。**荣昌生物 2023 年实现营收 10.83 亿元 (+40.3%)，单四季度营收 3.13 亿元 (+54.8%)，营收保持高速增长；公司全年净亏损 15.11 亿元（上年同期净亏损 9.99 亿元）。公司的营收增长主要由两大核心产品泰它西普和维迪西妥单抗的销售增长推动。公司 2023 年度研发费用为 13.06 亿元 (+33.0%)；销售费用为 7.75 亿元 (+75.9%)，销售费用率 71.6% (+14.5pct)，Q1-Q4 的单季度销售费用率分别为 94%/76%/55%/75%，随着公司的销售团队趋于成熟，我们预计 24 年销售费用率将呈现下降趋势；全年管理费用为 3.04 亿元 (+14.2%)，管理费用率 28.1% (-6.4pct)。

**泰它西普多项适应症在中美两地推进临床。**泰它西普 SLE 适应症已于 23 年 11 月在中国转为完全批准，并且全球多中心 3 期临床正在顺利推进中。MG 适应症在中国的 3 期临床已完成患者入组，预计将在今年申报 NDA，全球多中心 3 期临床也在启动过程中。pSS、IgAN 适应症正在中国进行 3 期临床的入组，并获得美国 FDA 批准进行 3 期临床。RA 适应症已在中国提交上市申请，有望在今年获批上市。

**维迪西妥单抗适应症向前线治疗拓展。**在尿路上皮癌 (UC) 中，公司积极探索联合治疗的可能性：维迪西妥单抗联合特瑞普利单抗和化疗一线治疗 HER2 表达 UC 的 3 期临床正在患者入组中，联合特瑞普利单抗治疗 MIBC 的 2 期临床也在进行中。在美国，维迪西妥单抗单药治疗 2/3L UC 的关键 2 期临床也在推进中。在胃癌 (GC) 中，维迪西妥单抗针对一线 HER2 表达 GC 的联合疗法的 2/3 期临床，以及联合卡度尼利单抗二线治疗 HER2 表达 GC 的 2 期临床正在患者入组。除此之外，维迪西妥单抗在乳腺癌和其他妇科肿瘤中均有临床布局。

**投资建议：**维持“增持”评级。

受到产能和行业性事件影响，公司 23 年销售略低于预期，我们小幅下调公司的营收预测，预计 24-26 年营收 16.29/22.73/30.97 亿元（24-25 年前值 18.37/28.10 亿元）；由于公司的研发投入较大，我们下调公司的净利润预测，预计 24-26 年净利润-9.16/-4.65/-0.71 亿元（24-25 年前值-6.09/1.48 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。

**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。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	772	1,083	1,629	2,273	3,097
(+/-%)	-45.9%	40.3%	50.4%	39.5%	36.2%
净利润(百万元)	-999	-1511	-916	-465	-71
(+/-%)	-461.6%	51.3%	--	--	--
每股收益(元)	-1.84	-2.78	-1.68	-0.85	-0.13
EBIT Margin	-154.8%	-143.6%	-59.9%	-21.2%	-1.2%
净资产收益率 (ROE)	-20.1%	-44.0%	-36.3%	-22.6%	-3.6%
市盈率 (PE)	-28.9	-19.1	-31.5	-62.0	-406.9
EV/EBITDA	-27.9	-22.4	-38.3	-107.2	191.9
市净率 (PB)	5.79	8.39	11.43	14.02	14.52

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

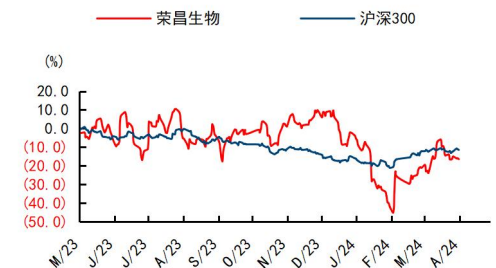
证券分析师：张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn  
 证券分析师：陈益凌 021-60933167 chenyingling@guosen.com.cn  
 S0980523050001 S0980519010002

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	52.97 元
总市值/流通市值	28833/18620 百万元
52 周最高价/最低价	75.98/33.43 元
近 3 个月日均成交额	132.05 百万元

#### 市场走势



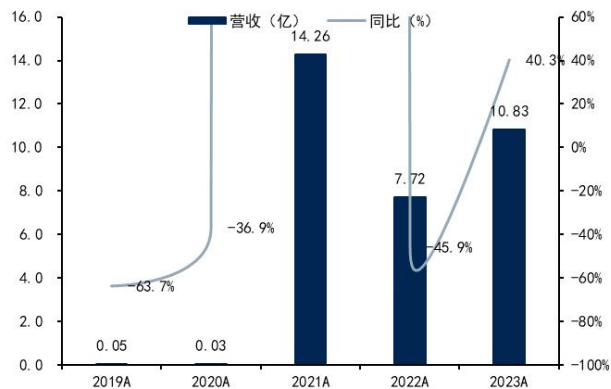
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《荣昌生物 (688331.SH) - 三季度营收快速增长，各项临床顺利推进》——2023-11-02
- 《荣昌生物 (688331.SH) - 核心产品销售持续增长，海外临床顺利推进》——2023-08-23
- 《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

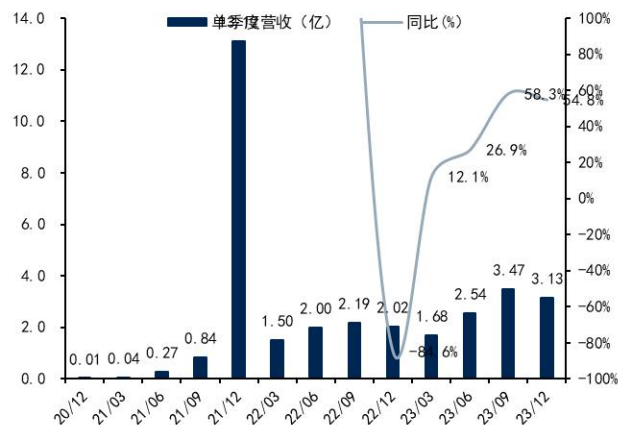
**核心产品销售持续增长。**荣昌生物 2023 年实现营收 10.83 亿元(+40.3%)，单四季度营收 3.13 亿元(+54.8%)，营收保持高速增长；公司全年净亏损 15.11 亿元（上年同期净亏损 9.99 亿元）。公司的营收增长主要由两大核心产品泰它西普和维迪西妥单抗的销售增长推动。

图1：荣昌生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



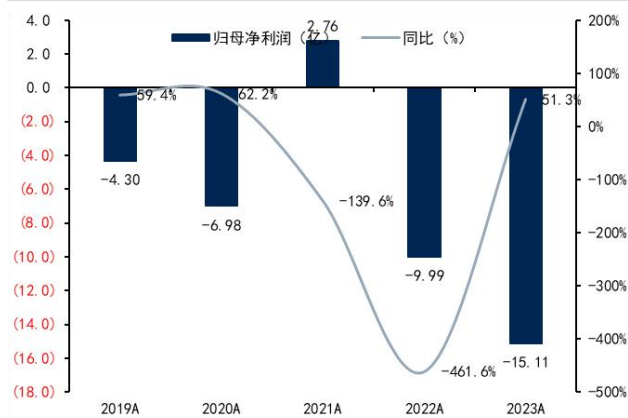
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：荣昌生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



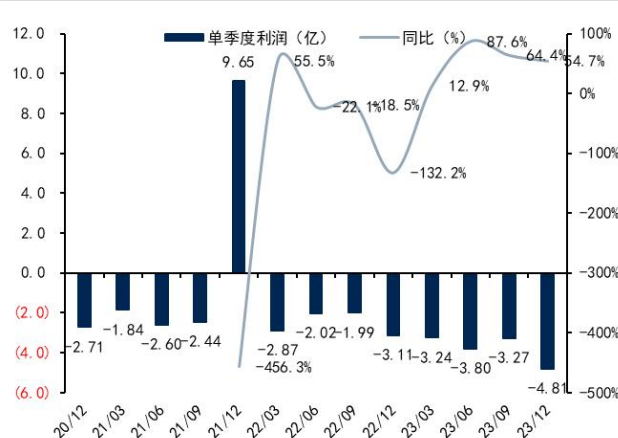
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

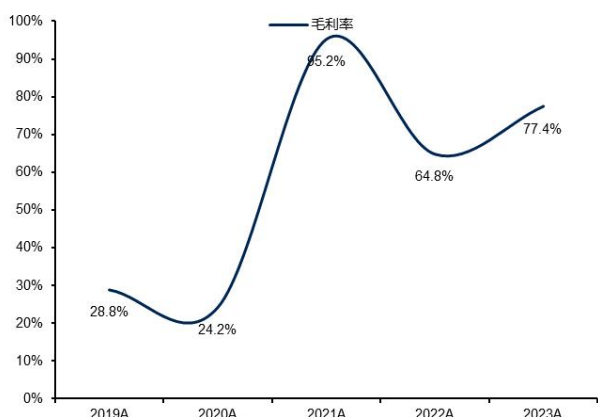


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2023 年度研发费用为 13.06 亿元(+33.0%)；销售费用为 7.75 亿元(+75.9%)，销售费用率 71.6% (+14.5pct)，Q1-Q4 的单季度销售费用率分别为 94%/76%/55%/75%，随着公司的销售团队趋于成熟，我们预计 24 年销售费用率将呈现下降趋势；全年管理费用为 3.04 亿元(+14.2%)，管理费用率 28.1%(-6.4pct)。

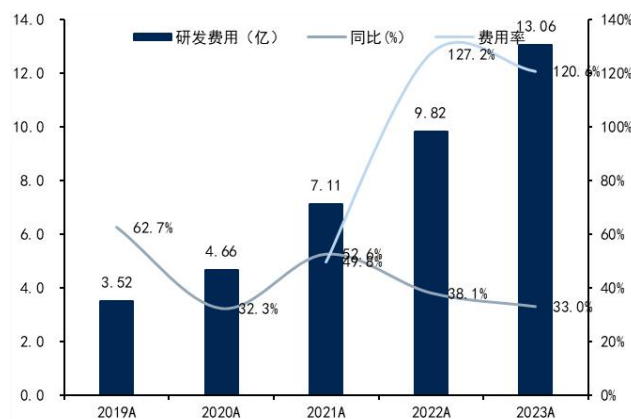
**核心产品商业化推进良好。**截至 2023 年底，公司自免商业化团队已有约 750 人，涵盖全国 32 个省级行政单位的 300 多个地级市的超过 2200 家医院，泰它西普已完成超过 800 家医院的准入。另一方面，肿瘤商业化团队已有近 600 人，涵盖全国 31 个省级行政单位的近 250 个地级市超过 2000 家医院，维迪西妥单抗已完成超过 650 家医院的准入。

图5: 荣昌生物毛利率变化情况



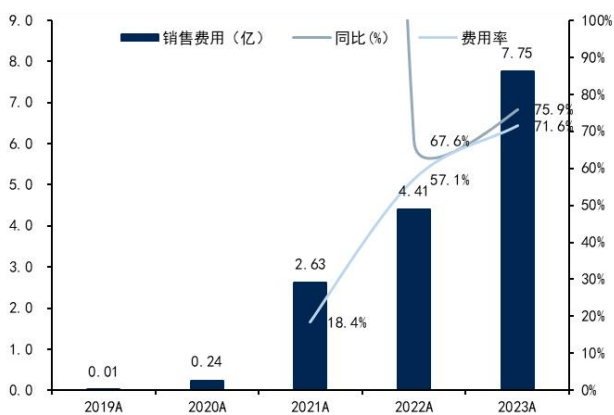
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 荣昌生物研发费用及研发费用率情况



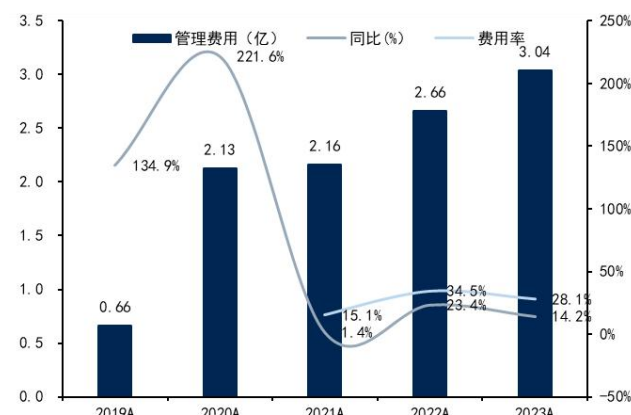
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

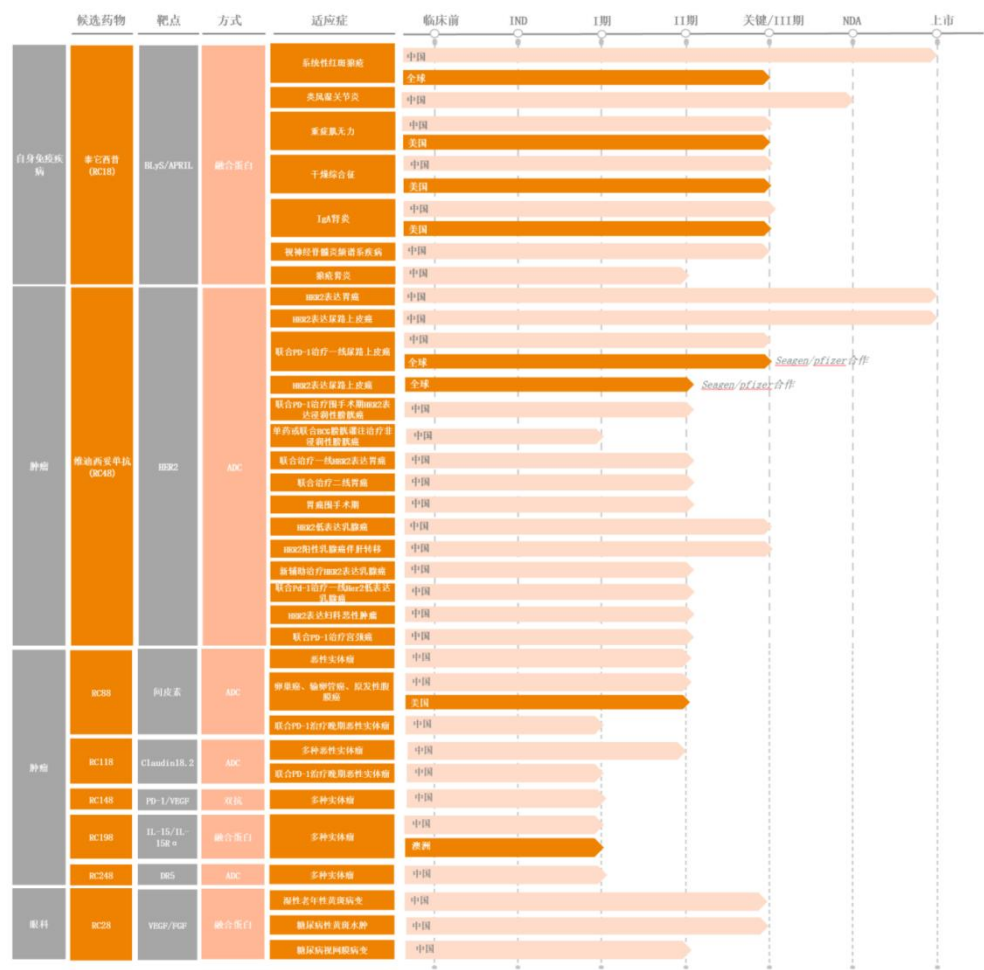


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**泰它西普多项适应症在中美两地推进临床。**泰它西普 SLE 适应症已于 23 年 11 月在中国转为完全批准, 并且全球多中心 3 期临床正在顺利推进中。MG 适应症在中国的 3 期临床已完成患者入组, 预计将在今年申报 NDA, 全球多中心 3 期临床也在启动过程中。pSS、IgAN 适应症正在中国进行 3 期临床的入组, 并获得美国 FDA 批准进行 3 期临床。RA 适应症已在中国提交上市申请, 有望在今年获批上市。

**维迪西妥单抗适应症向前线治疗拓展。**在尿路上皮癌 (UC) 中, 公司积极探索联合治疗的可能性: 联合特瑞普利单抗和化疗一线治疗 HER2 表达 UC 的 3 期临床正在患者入组中, 联合特瑞普利单抗治疗 MIBC 的 2 期临床也正在进行中。在美国, 维迪西妥单抗单药治疗 2/3L UC 的关键 2 期临床也在推进中。在胃癌 (GC) 中, 维迪西妥单抗针对一线 HER2 表达 GC 的联合疗法的 2/3 期临床, 以及联合卡度尼利单抗二线治疗 HER2 表达 GC 的 2 期临床正在患者入组。除此之外, 维迪西妥单抗在乳腺癌和其他妇科肿瘤中均有临床布局。

图9：荣昌生物研发管线



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议：维持“增持”评级。**受到产能和行业性事件影响，公司23年销售略低于预期，我们小幅下调公司的营收预测，预计24-26年营收16.29/22.73/30.97亿元（24-25年前值18.37/28.10亿元）；由于公司的研发投入较大，我们下调公司的净利润预测，预计24-26年净利润-9.16/-4.65/-0.71亿元（24-25年前值-6.09/1.48亿元）。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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2187	743	502	200	340	营业收入	772	1083	1629	2273	3097
应收款项	220	405	446	311	424	营业成本	272	244	244	273	310
存货净额	523	742	161	86	117	营业税金及附加	6	8	13	18	25
其他流动资产	282	339	509	568	465	销售费用	441	775	652	682	929
<b>流动资产合计</b>	<b>3212</b>	<b>2229</b>	<b>1618</b>	<b>1165</b>	<b>1346</b>	管理费用	266	304	325	341	358
固定资产	2402	2827	2674	2497	2316	研发费用	982	1306	1372	1440	1512
无形资产及其他	56	144	139	134	130	财务费用	(68)	(5)	48	55	50
投资性房地产	349	326	326	326	326	投资收益	12	7	0	0	0
长期股权投资	2	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	0	13	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6021</b>	<b>5528</b>	<b>4760</b>	<b>4126</b>	<b>4120</b>	其他收入	(862)	(1278)	(1372)	(1440)	(1512)
短期借款及交易性金融负债	60	345	500	347	200	营业利润	(995)	(1502)	(1025)	(536)	(87)
应付款项	222	139	134	86	117	营业外净收支	(4)	(10)	109	71	16
其他流动负债	595	644	641	673	854	<b>利润总额</b>	<b>(999)</b>	<b>(1511)</b>	<b>(916)</b>	<b>(465)</b>	<b>(71)</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>877</b>	<b>1128</b>	<b>1275</b>	<b>1106</b>	<b>1171</b>	所得税费用	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	841	841	841	841	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	164	122	122	122	122	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(999)</b>	<b>(1511)</b>	<b>(916)</b>	<b>(465)</b>	<b>(71)</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>164</b>	<b>963</b>	<b>963</b>	<b>963</b>	<b>963</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1041</b>	<b>2091</b>	<b>2238</b>	<b>2069</b>	<b>2134</b>	净利润	(999)	(1511)	(916)	(465)	(71)
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	13	3	(0)	(1)
股东权益	4980	3437	2522	2057	1986	折旧摊销	124	176	165	193	198
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6021</b>	<b>5528</b>	<b>4760</b>	<b>4126</b>	<b>4120</b>	公允价值变动损失	0	(13)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(68)	(5)	48	55	50
每股收益	(1.84)	(2.78)	(1.68)	(0.85)	(0.13)	营运资本变动	(360)	(499)	364	134	171
每股红利	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00	其它	0	(13)	(3)	0	1
每股净资产	9.15	6.32	4.63	3.78	3.65	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1235)</b>	<b>(1847)</b>	<b>(386)</b>	<b>(138)</b>	<b>298</b>
ROIC	-26.32%	-31.99%	-25%	-16%	-3%	资本开支	0	(621)	(11)	(11)	(11)
ROE	-20.06%	-43.97%	-36%	-23%	-4%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	65%	77%	85%	88%	90%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2)</b>	<b>(623)</b>	<b>(11)</b>	<b>(11)</b>	<b>(11)</b>
EBIT Margin	-155%	-144%	-60%	-21%	-1%	权益性融资	4	34	0	0	0
EBITDA Margin	-139%	-127%	-50%	-13%	5%	负债净变化	0	841	0	0	0
收入增长	-46%	40%	50%	40%	36%	支付股利、利息	0	(15)	0	0	0
净利润增长率	-462%	51%	--	--	--	其它融资现金流	1585	(659)	155	(153)	(147)
资产负债率	17%	38%	47%	50%	52%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1588</b>	<b>1026</b>	<b>155</b>	<b>(153)</b>	<b>(147)</b>
股息率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>现金净变动</b>	<b>352</b>	<b>(1444)</b>	<b>(242)</b>	<b>(302)</b>	<b>140</b>
P/E	(28.9)	(19.1)	(31.5)	(62.0)	(406.9)	货币资金的期初余额	1835	2187	743	502	200
P/B	5.8	8.4	11.4	14.0	14.5	货币资金的期末余额	2187	743	502	200	340
EV/EBITDA	(27.9)	(22.4)	(38.3)	(107.2)	191.9	企业自由现金流	0	(2500)	(458)	(165)	322
						权益自由现金流	0	(2318)	(351)	(373)	124

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所提及的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