

荣昌生物 (688331.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

创新药放量高增近 76%，新适应症不断推进

事件

2024年8月17日，公司公告，2024年上半年营收7.42亿元，同比增长75.59%，归母/扣非净亏损7.80/7.94亿元。2024年二季度营收4.11亿，同比增长61.8%，归母/扣非净亏损4.32/4.48亿元。业绩符合预期。

点评

泰它西普与维迪西妥继续放量，营收同比高增75.69%。(1) 业绩：公司的泰它西普（针对自身免疫疾病的双靶点融合蛋白）和维迪西妥单抗（HER2 ADC，人表皮生长因子受体2的抗体偶联药物）分别于2021年3月和6月在中国获批上市后，都于当年进入国家医保目录。随着2023年院内诊疗修复，公司在2023全年和2024上半年分别取得了近40%和76%的同比高增长。(2) 销售：目前，公司已组建约800人的自身免疫商业化销售队伍。作为全球首个SLE（系统性红斑狼疮）治疗创新双靶生物制剂，泰它西普已获准入超过900家医院。公司已组建近600人的肿瘤科商业化销售队伍，维迪西妥单抗已获准入超过700家医院。该产品已经有2项适应症获批并都被纳入国家医保目录，一项是用于治疗HER2表达局部晚期或转移性胃癌(GC)，另一项是用于治疗HER2表达局部晚期或转移性尿路上皮癌(UC)。

泰它西普重症肌无力达到临床终点，8个创新分子的多项临床推进中，后劲可期。(1) 泰它西普用于重症肌无力(MG)，突破在即。2024年8月，该药用于全身型重症肌无力的中国3期临床试验达到主要研究终点；同月，该药用于MG的美国临床获首例患者入组。(2) 公司目前有泰它西普、维迪西妥单抗、RC28(一种VEGF受体、FGF受体与人免疫球蛋白Fc段基因重组的融合蛋白)、RC88(一种间皮素靶向的ADC)、RC148(双抗)、RC198(一种白介素融合蛋白)、RC248和RC278(2款创新靶点ADC)等8款产品处于多项临床推进中，潜在重磅管线丰富。

盈利预测、估值与评级

根据公司目前的营收放量速度和研发投入情况，我们下调公司2024/25年的营收22.11%/17.49%至15.30%/21.63亿元，预计2026年营收30.50亿元；下调公司24/25年的归母净亏损139%/181%至亏损15.83%/11.72亿元，预计2026年亏损4.54亿元。我们看好公司创新平台与诸多管线的未来空间，维持“买入”评级。

风险提示

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

分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：26.97元

相关报告：

- 《荣昌生物公司点评：荣昌、康方强强联合，开发ADC双抗联合疗法》，2023.10.1
- 《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：入院提速推进营收增长，研发稳步推进》，2023.8.23



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	772	1,083	1,530	2,163	3,050
营业收入增长率	-46%	40.26%	41.28%	41.37%	41.01%
归母净利润(百万元)	-999	-1,511	-1,583	-1,172	-454
归母净利润增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
摊薄每股收益(元)	-1.835	-2.777	-2.908	-2.152	-0.834
每股经营性现金流净额	-2.42	-2.92	-0.74	-1.39	0.15
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	8.47	9.83	7.91	21.43	63.63

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)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	1,426	772	1,083	1,530	2,163	3,050	货币资金	1,835	2,187	743	846	877	901	
增长率		-45.9%	40.3%	41.3%	41.4%	41.0%	应收款项	15	299	449	336	335	423	
主营业务成本	-69	-272	-244	-329	-454	-610	存货	280	523	742	424	373	384	
%销售收入	4.8%	35.2%	22.6%	21.5%	21.0%	20.0%	其他流动资产	170	203	295	174	237	315	
毛利	1,358	500	839	1,201	1,709	2,440	流动资产	2,300	3,212	2,229	1,780	1,822	2,023	
%销售收入	95.2%	64.8%	77.4%	78.5%	79.0%	80.0%	总资产	55.3%	53.3%	40.3%	34.6%	35.0%	37.3%	
营业税金及附加	-4	-6	-8	-12	-17	-24	长期投资	12	81	98	98	98	98	
%销售收入	0%	1%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	1,578	2,402	2,827	2,856	2,876	2,886	
销售费用	-263	-441	-775	-804	-865	-915	总资产	37.9%	39.9%	51.1%	55.5%	55.2%	53.2%	
%销售收入	18%	57%	71.6%	52.5%	40.0%	30.0%	无形资产	55	62	151	158	165	171	
管理费用	-216	-266	-304	-383	-357	-397	非流动资产	1,859	2,809	3,299	3,369	3,390	3,400	
%销售收入	15%	34%	28.1%	25.0%	16.5%	13.0%	总资产	44.7%	46.7%	59.7%	65.4%	65.0%	62.7%	
研发费用	-711	-982	-1,306	-1,530	-1,514	-1,373	资产总计	4,159	6,021	5,528	5,150	5,212	5,423	
%销售收入	50%	127%	121%	100%	70.0%	45.0%	短期借款	52	60	345	1,298	2,604	3,137	
息税前利润 (EBIT)	164	-1,195	-1,555	-1,527	-1,045	-268	应付款项	439	662	530	831	785	905	
%销售收入	11.5%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其他流动负债	121	155	253	225	215	238	
财务费用	12	68	5	-96	-168	-227	流动负债	612	877	1,128	2,355	3,604	4,280	
%销售收入	-1%	-9%	-0.5%	6.3%	7.8%	7.4%	长期贷款	0	0	841	841	841	841	
资产减值损失	0	-11	-24	0	0	0	其他长期负债	101	164	122	98	83	72	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	713	1,041	2,091	3,293	4,528	5,192	
投资收益	0	24	14	0	0	0	普通股股东权益	3,446	4,980	3,437	1,857	685	231	
%税前利润	0.0%	-2.4%	-0.9%	n.a	0.0%	0.0%	其中：股本	490	544	544	544	544	544	
营业利润	303	-995	-1,502	-1,580	-1,169	-451	未分配利润	-343	-1,342	-2,854	-4,436	-5,608	-6,062	
营业利润率	21.2%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	-27	-4	-10	-3	-3	-3	负债股东权益合计	4,159	6,021	5,528	5,150	5,212	5,423	
税前利润	276	-999	-1,511	-1,583	-1,172	-454	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	19.4%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	每股指标							
所得税	0	0	0	0	0	0	每股收益	n.a	-1.835	-2.777	-2.908	-2.152	-0.834	
所得税率	0.0%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	每股净资产	n.a	9.151	6.315	3.411	1.258	0.424	
净利润	276	-999	-1,511	-1,583	-1,172	-454	每股经营现金净流	n.a	-2.418	-2.924	-0.736	-1.395	0.153	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	
归属于母公司的净利润	276	-999	-1,511	-1,583	-1,172	-454	回报率							
净利率	19.4%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	净资产收益率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.64%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	5%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
净利润	276	-999	-1,511	-1,583	-1,172	-454	增长率							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	n.a	n.a	40%	41.28%	41%	41.01%	
非现金支出	121	198	265	244	292	323	EBIT增长率	n.a	n.a	30%	-2%	-31.60%	-74.31%	
非经营收益	16	-4	16	114	188	248	净利润增长率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
营运资金变动	-153	-511	-361	824	-68	-33	总资产增长率	1%	45%	-8.19%	-6.85%	1.22%	4.04%	
经营活动现金净流	261	-1,316	-1,591	-400	-759	83	资产管理能力							
资本开支	-617	-753	-853	-317	-316	-336	应收账款周转天数	n.a	n.a	84.2	55.0	35.0	29.0	
投资	0	-71	-72	0	0	0	存货周转天数	919.0	538.7	944.0	470.0	300.0	230.0	
其他	-39	-27	108	0	0	0	应付账款周转天数	159.9	97.5	174.9	100.0	100.0	100.0	
投资活动现金净流	-656	-851	-817	-317	-316	-336	固定资产周转天数	247.5	655.8	684.6	591.5	421.8	300.3	
股权募资	0	2,612	34	2	0	0	偿债能力							
债权募资	-108	0	1,126	951	1,306	532	净负债/股东权益	-51.74%	-42.71%	12.86%	69.65%	374.98%	1333.41%	
其他	-519	-192	-182	-113	-185	-245	EBIT利息保障倍数	-13.3	17.6	289.7	-15.9	-6.2	-1.2	
筹资活动现金净流	-627	2,420	978	841	1,120	287	资产负债率	17%	17.29%	37.82%	63.95%	86.86%	95.75%	
现金净流量	-1,033	257	-1,431	123	45	35								

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
买入	0	0	3	7	21
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.25	1.13

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	2022-08-31	买入	52.16	N/A
2	2022-10-18	买入	59.60	N/A
3	2022-10-28	买入	78.00	N/A
4	2023-03-01	买入	75.55	N/A
5	2023-03-31	买入	64.03	N/A
6	2023-08-23	买入	58.05	N/A
7	2023-08-23	买入	58.05	N/A
8	2023-10-01	买入	61.53	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806