

荣昌生物 (09995.HK)
生物制品

证券研究报告/公司点评报告

2024年11月03日

评级: **增持 (维持)**

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 曹泽运

执业证书编号: S0740524060002

Email: caozy01@zts.com.cn

分析师: 穆奕杉

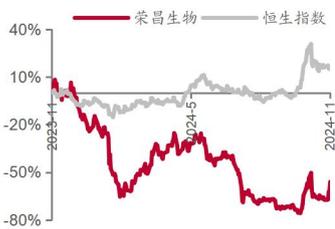
执业证书编号: S0740524070001

Email: muys@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	544
流通股本(百万股)	190
市价(港元)	19.30
市值(亿港元)	105
流通市值(亿港元)	37

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《经营效率显著提升，海外临床研究有序推进》2024-08-22
- 《深耕自免+肿瘤 Biopharma 新星，海外管线推进与授权可预期》2024-04-30

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	772	1,083	1,608	2,167	2,880
增长率 yoy%	-46%	40%	48%	35%	33%
归母净利润 (百万元)	-999	-1,511	-1,025	-776	-587
增长率 yoy%	-462%	-51%	32%	24%	24%
每股收益 (元)	-1.83	-2.78	-1.88	-1.43	-1.08
每股现金流量	-2.32	-2.76	-1.02	-1.18	-0.77
净资产收益率	-24%	-36%	-33%	-32%	-33%
P/E	-9.6	-6.4	-9.4	-12.4	-16.4
P/B	1.9	2.8	3.4	4.6	6.5

备注: 股价截止自2024年11月01日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 事件:** 公司第三季度营业收入 4.7 亿元, 较上年同期增长+34.6%; 2024 年 1-9 月营业总收入 12.1 亿元, 较上年同期增长 57.10%; 第三季度净利润亏损 2.9 亿元, 较第二季度环比减少亏损 32.6%。
- 收入符合预期, 盈利能力持续向好。** 泰它西普、维迪西妥单抗高质量学术研究成果持续在国际学会、期刊发表, 循证医学依据积累促进两大单品持续在国内放量, 前三季度收入稳健高速增长, 符合预期。2024 年 1-9 月产品销售费率 51.5%, 较上年同期下降 18.6 个百分点; 第三季度研发投入 3.5 亿元, 较第二季度环比下降 26.9%; 2024 年 1-9 月毛利率 79.8%, 较上年同期提高 2.9 个百分点, 盈利能力持续向好, 各项开支有效优化。
- 海内外研发齐头并进, 国际化脚步不断扎实, 早期管线符合产业发展趋势且具备差异性。** 1) **泰它西普:** ①国内: 重症肌无力 2024 年 10 月上市申请获正式受理; 干燥综合征 2024 年 5 月 III 期临床试验已入组完毕; IgA 肾病 2024 年 5 月 III 期临床试验已入组完毕; ②海外: 系统性红斑狼疮全球多 III 期临床试验二阶段试验已开始筛选病人, 预计近期实现首例病人入组; 重症肌无力 2024 年 8 月全球多中心 III 期临床试验实现首例病人入组。2) **维迪西妥单抗:** ①国内: 联合治疗晚期一线尿路上皮癌 2024 年 8 月 III 期临床试验已入组完毕; 联合治疗晚期一线胃癌 II 期临床试验已观察到积极信号; 单药治疗二线 HER2 阳性乳腺癌伴肝转移 2024 年 10 月上市申请获正式受理并被纳入优先审评审批; 单药治疗二线 HER2 低表达乳腺癌 III 期临床试验正在进行数据清理; ②海外: 单药治疗二线尿路上皮癌的关键临床试验正在入组中; 联合治疗一线尿路上皮癌的全球多中心 III 期临床试验正在入组中; 联合图卡替尼治疗晚期乳腺癌、胃癌的 II 期临床试验正在入组中; 单药治疗晚期头颈鳞癌、非小细胞肺癌等多种实体瘤的 II 期临床试验正在入组中。3) **RC28-E:** 糖尿病性黄斑水肿 2024 年 3 月 III 期临床试验已完成入组, 预计 2025 年年中申报上市; 湿性年龄相关性黄斑变性 III 期临床试验预计 04 入组结束。4) **RC88:** 联合 PD-1 治疗晚期恶性实体瘤的国内 I/II 期临床试验正在入组病人, 已开展联合 RC148 治疗晚期恶性实体瘤的国内 II 期临床试验。5) **RC148:** 是靶向 PD-1 和 VEGF 的双特异性抗体, 是公司双抗平台首个进入 IND 阶段的产品, 临床探索已观察到积极数据, 将重点布局 RC148 与 ADC 及化药的联合治疗研究。6) **RC198:** 白介素-15 和 IL-15 受体 a 的 Fc 融合蛋白, 将与维迪西妥单抗联用开展临床探索。7) **RC248:** 靶向 DR5 的抗体偶联药物, 用于治疗多种实体肿瘤, 处于 I 期剂量爬坡阶段。
- 盈利预测、估值及投资评级:** 我们预计 2024-2026 年营收分别为 16.1/21.7/28.8 亿元, 公司三季报盈利能力同比及环比明显提升, 同时重点产品海外临床研究持续推进有利于国际化, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险; 产能提升不及预期风险; 核心技术人员流失风险; 毛利率下降的风险; 汇率波动风险; 原材料供应及其价格上涨的风险, 环保和安全生产风险。

盈利预测表

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
现金及现金等价物	727	700	64	170	营业总收入	1,083	1,608	2,167	2,880
应收款项合计	744	664	907	1,184	主营业务收入	1,076	1,601	2,160	2,873
存货	742	17	23	30	其他营业收入	7	7	7	7
其他流动资产	16	8	11	15	营业总支出	2,675	2,877	3,148	3,641
流动资产合计	2,229	1,389	1,005	1,399	营业成本	253	345	443	561
固定资产净额	2,833	3,578	4,257	4,876	营业开支	2,422	2,532	2,704	3,080
权益性投资	3	3	3	4	营业利润	-1,592	-1,269	-980	-760
其他长期投资	96	62	79	79	净利息支出	-5	-5	-5	-5
商誉及无形资产	157	183	207	228	权益性投资损益	0	0	0	0
土地使用权	119	166	212	256	其他非经营性损益	3	0	0	0
其他非流动资产	91	98	102	106	非经常项目前利润	-1,584	-1,264	-975	-755
非流动资产合计	3,299	4,090	4,860	5,549	非经常项目损益	73	73	73	73
资产总计	5,528	5,479	5,865	6,948	除税前利润	-1,511	-1,191	-903	-683
应付账款及票据	139	134	175	222	所得税	0	-167	-126	-96
短长期借贷当期到期部分	286	286	286	286	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	713	65	86	110	持续经营净利润	-1,511	-1,024	-777	-587
流动负债合计	1,138	485	547	618	非持续经营净利润	0	0	0	0
长期借贷	841	1,341	2,341	3,841	净利润	-1,511	-1,025	-776	-587
其他非流动负债	112	800	900	1,000	优先股利及其他调整项	0	0	0	0
非流动负债合计	953	2,141	3,241	4,841	归属普通股股东净利润	-1,511	-1,025	-776	-587
负债总计	2,091	2,626	3,788	5,459	EPS (按最新股本摊薄)	-2.78	-1.88	-1.43	-1.08
归属母公司所有者权益	3,437	2,853	2,077	1,489	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
股东权益总计	3,437	2,853	2,077	1,489	成长能力				
负债及股东权益总计	5,528	5,479	5,865	6,948	营业收入增长率	40.2%	48.8%	34.9%	33.0%
现金流量表					归属普通股股东净利润增长率	51.3%	-32.2%	-24.2%	-24.4%
单位:百万元					获利能力				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	毛利率	76.5%	78.5%	79.5%	80.5%
经营活动现金流	-1,502	-555	-642	-419	净利率	-140.4%	-64.0%	-35.9%	-20.4%
净利润	-1,511	-1,025	-776	-587	ROE	-35.9%	-32.6%	-31.5%	-32.9%
折旧和摊销	241	282	354	420	ROA	-26.2%	-18.6%	-13.7%	-9.2%
营运资本变动	-224	193	-214	-247	偿债能力				
其他非现金调整	-8	-5	-6	-5	资产负债率	37.8%	47.9%	64.6%	78.6%
投资活动现金流	-818	-1,072	-1,124	-1,109	流动比率	2.0	2.9	1.8	2.3
资本支出	-771	-1,100	-1,102	-1,104	速动比率	1.3	2.8	1.8	2.2
长期投资减少	-17	33	-17	0	每股指标 (元)				
少数股东权益增加	0	0	0	0	每股收益	-2.78	-1.88	-1.43	-1.08
其他长期资产的减少/(增加)	-30	-5	-5	-5	每股经营现金流	-2.76	-1.02	-1.18	-0.77
融资活动现金流	978	1,600	1,130	1,634	每股净资产	6.31	5.24	3.81	2.74
借款增加	1,127	500	1,000	1,500	估值比率				
股利分配	0	0	256	233	P/E	-6.4	-9.4	-12.4	-16.4
普通股增加	0	0	0	0	P/B	2.8	3.4	4.6	6.5
其他融资活动产生的现金流量净额	-149	1,100	-126	-99					

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。