

公司研究

泰它西普治疗重症肌无力 III 期数据发布，98.1%患者显著改善

——荣昌生物（688331.SH、9995.HK）公告点评

要点

事件：公司自主研发的 BlyS/ APRIL 双靶点融合蛋白创新药泰它西普（Telitacicept, RC18, 商品名：泰爱®）用于治疗全身型重症肌无力（gMG）III 期研究结果，以“最新突破性研究”口头报告披露。

点评：

泰它西普治疗 gMG 临床数据出色，98.1%患者显著改善：

- **MG-ADL 评分：**泰它西普治疗 24 周，MG-ADL 评分较基线降低 5.74 分（vs 安慰剂组 0.91 分）；MG-ADL 评分改善≥3 分的患者比例高达 98.1%（vs 安慰剂组 12%）。MG-ADL 评估 MG 患者的症状对日常生活质量的影响，侧重患者主观体验和日常功能。以上数据表明患者接受泰它西普治疗后，具有显著的临床意义的改善。
- **QMG 评分：**泰它西普治疗 24 周，QMG 评分较基线降低 8.66 分（vs 安慰剂组 2.27 分）；QMG 评分改善≥5 分的患者比例达 87%（vs 安慰剂组 16%）。QMG 评估患者全身肌群肌力和耐力，侧重客观测量。

泰它西普的数据表明患者在接受治疗后，病情显著减轻。MG-ADL 和 QMG 在评估治疗应答方面具有很强的相关性，两者结合可全面反映病情。随时间推移，泰它西普组 MG-ADL 和 QMG 评分持续下降，第 24 周改善幅度达峰值。此外，泰它西普治疗期间整体安全耐受，总体不良事件（AE）发生率与安慰剂组相当，感染类 AE 发生率低于安慰剂组（45.6% vs 59.6%）。

泰它西普用于治疗 gMG 的 III 期国际多中心临床研究准备就绪：2022 年 10 月，公司获得 FDA 对于泰它西普用于治疗重症肌无力的孤儿药资格认定。2023 年 1 月，FDA 批准泰它西普的 IND 申请，以推进其用于治疗 MG 患者的 III 期临床试验研究，并授予其快速通道资格认定。2024 年 8 月，该临床研究获首例患者入组，截至 2024 年 12 月 31 日，患者入组工作正在进行中。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司海外临床研发投入力度超过我们此前预期，下调 2025~2026 年归母净利润预测为-10.19/-4.31 亿元（原预测为-9.22/-3.91 亿元），新增预测 2027 年归母净利润为 1.75 亿元。考虑到公司优秀的产品创新能力和潜在的海外拓展空间，AH 股均维持“买入”评级。

风险提示：创新药研发失败的风险；销售推广低于预期的风险；海外拓展低于预期的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,083	1,717	2,529	3,389	4,278
营业收入增长率	40.26%	58.54%	47.33%	33.97%	26.25%
净利润（百万元）	-1,511	-1,468	-1,019	-431	175
净利润增长率	51.30%	-2.84%	-30.57%	-57.69%	-140.58%
EPS（元）	-2.80	-2.73	-1.87	-0.79	0.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	-43.97%	-73.93%	-101.24%	-74.94%	23.32%
P/E	NA	NA	NA	NA	145
P/E（H 股）	NA	NA	NA	NA	83

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-11；汇率：按 1HKD=0.92922CNY 换算（注：2023 年公司总股本为 544,263,003 股，2024 年因股权激励导致总股本变更为 544,332,083 股，假设 2025-2027 年总股本为 544,332,083 股）

A 股：买入（维持）

当前价：46.34 元

H 股：买入（维持）

当前价：28.60 港元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebscn.com

分析师：张瀚予

执业证书编号：S0930523070010

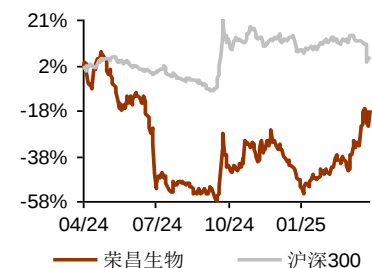
021-52523861

zhanghanyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.44
总市值(亿元):	252.24
一年最低/最高(元):	22.37/59.58
近 3 月换手率:	50.68%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	52.03	79.68	-22.63
绝对	46.79	80.02	-16.04

资料来源：Wind

相关研报

核心产品显著放量，创新药梯队日渐完备——荣昌生物（688331.SH、9995.HK）2023 年半年报点评（2023-08-23）

主力产品商业化强劲增长，创新药梯队日益完善——荣昌生物（688331.SH、9995.HK）2023 年年报点评（2024-04-01）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,083	1,717	2,529	3,389	4,278
营业成本	244	337	481	588	654
折旧和摊销	176	236	248	263	280
税金及附加	8	15	19	26	33
销售费用	775	949	1,174	1,200	1,300
管理费用	304	317	330	350	370
研发费用	1,306	1,540	1,550	1,650	1,750
财务费用	-5	69	87	132	158
投资收益	7	-4	10	10	10
营业利润	-1,502	-1,456	-1,007	-418	188
利润总额	-1,511	-1,468	-1,019	-431	175
所得税	0	0	0	0	0
净利润	-1,511	-1,468	-1,019	-431	175
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-1,511	-1,468	-1,019	-431	175
EPS (元)	-2.80	-2.73	-1.87	-0.79	0.32

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1,503	-1,114	-1,100	-433	287
净利润	-1,511	-1,468	-1,019	-431	175
折旧摊销	176	236	248	263	280
净营运资金增加	525	143	487	473	406
其他	-693	-25	-815	-739	-573
投资活动产生现金流	-817	-248	-329	-331	-341
净资本支出	-853	-258	-320	-330	-340
长期投资变化	3	9	0	0	0
其他资产变化	33	1	-9	-1	-1
融资活动现金流	978	1,393	919	850	143
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,125	1,443	958	973	292
无息负债变化	-75	-22	185	147	103
净现金流	-1,343	33	-510	86	89

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	77.4%	80.4%	81.0%	82.7%	84.7%
EBITDA 率	-119.8%	-64.6%	-26.7%	-0.8%	14.6%
EBIT 率	-136.4%	-78.8%	-36.5%	-8.5%	8.0%
税前净利润率	-139.5%	-85.5%	-40.3%	-12.7%	4.1%
归母净利润率	-139.5%	-85.5%	-40.3%	-12.7%	4.1%
ROA	-27.3%	-26.7%	-18.0%	-6.8%	2.5%
ROE (摊薄)	-44.0%	-73.9%	-101.2%	-74.9%	23.3%
经营性 ROIC	-38.0%	-34.2%	-20.4%	-5.7%	6.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	38%	64%	82%	91%	89%
流动比率	1.98	1.05	0.76	0.73	0.76
速动比率	1.32	0.75	0.46	0.45	0.49
归母权益/有息债务	2.90	0.76	0.28	0.13	0.15
有形资产/有息债务	4.54	2.04	1.53	1.35	1.38

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	5,528	5,499	5,662	6,351	6,922
货币资金	743	762	253	339	428
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	298	383	533	679	814
应收票据	79	204	253	339	428
其他应收款 (合计)	29	24	56	75	95
存货	742	659	932	1,130	1,244
其他流动资产	68	15	23	31	40
流动资产合计	2,229	2,290	2,363	2,975	3,475
其他权益工具	94	59	59	59	59
长期股权投资	3	9	9	9	9
固定资产	2,031	2,457	2,416	2,370	2,317
在建工程	796	283	325	356	380
无形资产	144	143	160	187	222
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	91	155	163	163	163
非流动资产合计	3,299	3,209	3,299	3,376	3,447
总负债	2,091	3,512	4,655	5,776	6,171
短期借款	284	1,084	1,842	2,655	3,047
应付账款	125	162	223	273	304
应付票据	14	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	12	18	18	18	18
流动负债合计	1,128	2,178	3,113	4,065	4,551
长期借款	841	1,196	1,396	1,556	1,456
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	46	96	104	113	122
非流动负债合计	963	1,334	1,542	1,711	1,620
股东权益	3,437	1,986	1,007	576	751
股本	544	544	544	544	544
公积金	6,238	6,291	6,291	6,291	6,308
未分配利润	-2,854	-4,322	-5,341	-5,773	-5,615
归属母公司权益	3,437	1,986	1,007	576	751
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	71.58%	55.26%	46.43%	38.58%	33.54%
管理费用率	28.09%	18.45%	18.01%	13.26%	10.39%
财务费用率	-0.50%	4.05%	3.46%	3.89%	3.70%
研发费用率	120.62%	89.69%	79.07%	59.06%	46.44%
所得税率	0%	0%	0%	0%	0%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-2.76	-2.05	-2.02	-0.80	0.53
每股净资产	6.32	3.65	1.85	1.06	1.38
每股销售收入	1.99	3.15	4.65	6.23	7.86

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	NA	NA	NA	NA	145
PB	7.4	12.8	25.2	44.1	33.8
EV/EBITDA	-20.0	-24.6	-42.9	-1147.9	48.6
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP