

荣昌生物(688331)

报告日期: 2025 年 04 月 30 日

收入高增利润减亏, 看好 MG 数据催化

——荣昌生物 2025Q1 业绩点评

投资要点

- 公司已经连续 3 个季度持续减亏, 看好泰它西普 (尤其是 gMG 适应症)、维迪西妥和 RC28 适应症持续商业化对业绩拉动甚至利润扭亏为盈的趋势。
- 业绩: 连续 3 个季度减亏, 看好费用率优化趋势

2025Q1 实现收入 5.26 亿元 (YOY59.17%), 我们预计主要是泰它西普和维迪西妥放量驱动。归母净利润亏损 2.54 亿元, 同比减亏 0.95 亿元, 已经连续 3 个季度持续减亏, 我们看好季度持续减亏趋势。

从费用率角度看: 2025Q1 研发费用率 62.53% (同比下降 37.7pct), 销售费用率 47.66% (同比下降 9.08pct), 管理费用率 17.15% (同比下降 5.32pct), 以上费用率大幅下降驱动公司减亏, 我们仍然看好费用率端持续优化下利润端减亏持续性, 同时也看好泰它西普和维迪西妥持续放量带来的经营效率提升。

- 泰它西普: gMG 重磅 III 期数据披露, 市场潜力大

2025 年 4 月 8 日公司在第 77 届美国神经病学学会 (AAN) 年会披露了泰它西普治疗全身型重症肌无力 (gMG) 的 III 期临床研究结果。临床数据显示: 治疗 4 周时, 泰它西普 160mg 组和 240mg 组重症肌无力定量评分表 (QMG) 评分和重症肌无力临床绝对评分 (MG-cas) 便表现出明显降低, 并持续至第 24 周; 第 24 周时, 两组 QMG 评分分别较基线降低 7.7 分和 9.6 分, MG-cas 评分分别较基线降低 13.8 分和 14.1 分。在安全性方面, 泰它西普 160mg 组和 240mg 组中均未发生导致停药/退出/受试者死亡的不良事件/不良反应, 且无严重不良反应发生。泰它西普在 MG 领域已获得中国 NMPA 纳入突破性治疗品种、美国 FDA 孤儿药资格和快速通道资格三项认定, 成为 MG 领域极具潜力的创新治疗药物。2024 年公司已向 CDE 递交上市申请, 2024 年 8 月美国 MGIII 期临床研究完成首例患者入组, 目前临床顺利推进中。中国和海外尤其是美国市场 gMG 商业化前景值得期待, 我们看好泰它西普机制优势带来的自免领域临床数据和商业化持续突破。

此外, pSS (原发性干燥综合征) 和 IgA 肾病两个适应症 III 期临床均于 2024 年 5 月完成患者入组, 并有望陆续进入数据读出和 NDA 阶段, 我们看好增量适应症弹性。

- 管线: 多产品适应症陆续商业化, 收入快速增长有支撑

根据公司年报披露泰它西普: MG 适应症已经 NDA, pSS (原发性干燥综合征) 和 IgA 肾病已完成 III 期入组。维迪西妥: 联合特瑞普利 1L UC2024 年 8 月已完成患者入组, 1L GC III 期也已完成入组。单药 2L HER2 阳性伴肝转移 BC 适应症达到临床终点, 海外单药 2L UCH 期注册性临床和 PD-1 联用 1L UC III 期临床均持续推进中。RC28: wAMD、DME 均已完成 III 期患者入组, 期待后续申报进展。以上多款适应症陆续进入商业化有望为公司收入和利润增长提供强支撑, 我们看好公司收入维持快速增长 利润端持续减亏趋势。

- 盈利预测与估值

考虑到我们先前对费用率预测较为乐观, 我们上调 2025-2026 年费用率预测。我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 24.07、32.69 和 41.85 亿元, 我们预计 2025-2026 年公司逐年减亏, 2027 年盈利。我们仍看好公司泰它西普 MG 等适应症, 维迪西妥全球化开发潜力以及驱动公司业绩扭亏商业化前景, 维持“买入”评级。

- 风险提示

产品临床开发失败风险、监管风险、销售不及预期风险、医保谈判价格降幅超预期风险。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 郭双喜

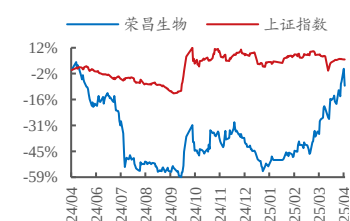
执业证书号: S1230521110002

guoshuangxi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 50.73
总市值(百万元)	27,613.97
总股本(百万股)	544.33

股票走势图



相关报告

- 1 《收入持续高增, 期待海外进展》 2024.06.03
- 2 《ADC+自免双驱, 期待国际化突破》 2024.03.26

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1717	2407	3269	4185
(+/-) (%)	58.54%	40.18%	35.84%	28.02%
归母净利润	-1468	-817	-322	178
(+/-) (%)	/	/	/	/
每股收益(元)	-2.70	-1.50	-0.59	0.33
P/E	/	/	/	155.57

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,290	2,838	3,162	4,536
现金	762	481	654	837
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	588	740	978	1,221
其它应收款	24	24	24	24
预付账款	241	260	280	300
存货	659	1,302	1,176	2,084
其他	15	30	50	70
非流动资产	3,209	3,213	3,112	3,017
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	9	10	12	14
固定资产	2,457	2,449	2,402	2,326
无形资产	143	177	188	209
在建工程	283	255	204	169
其他	316	322	307	299
资产总计	5,499	6,051	6,275	7,553
流动负债	2,178	3,565	4,088	5,185
短期借款	1,084	2,305	2,714	3,633
应付款项	162	217	294	377
预收账款	0	0	0	0
其他	932	1,043	1,079	1,176
非流动负债	1,334	1,317	1,339	1,343
长期借款	1,196	1,196	1,196	1,196
其他	138	121	144	147
负债合计	3,512	4,882	5,427	6,528
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,986	1,169	847	1,025
负债和股东权益	5,499	6,051	6,275	7,553

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(1,114)	(1,161)	67	(397)
净利润	(1,468)	(817)	(322)	178
折旧摊销	243	253	266	279
财务费用	69	101	134	157
投资损失	4	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(112)	(74)	(188)	(159)
其它	149	(613)	188	(841)
投资活动现金流	(248)	(242)	(170)	(181)
资本支出	87	(200)	(150)	(150)
长期投资	(6)	(1)	(2)	(2)
其他	(329)	(40)	(18)	(29)
筹资活动现金流	1,393	1,121	275	762
短期借款	800	1,221	409	918
长期借款	355	0	0	0
其他	238	(101)	(134)	(157)
现金净增加额	30	(281)	173	183

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,717	2,407	3,269	4,185
营业成本	337	412	496	538
营业税金及附加	15	22	29	37
营业费用	949	1,011	1,144	1,339
管理费用	317	385	490	586
研发费用	1,540	1,324	1,308	1,339
财务费用	69	101	134	157
资产减值损失	21	29	39	50
公允价值变动损益	2	2	2	2
投资净收益	(4)	10	10	10
其他经营收益	78	60	50	40
营业利润	(1,456)	(804)	(309)	190
营业外收支	(13)	(13)	(13)	(13)
利润总额	(1,468)	(817)	(322)	178
所得税	0	0	0	0
净利润	(1,468)	(817)	(322)	178
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	(1,468)	(817)	(322)	178
EBITDA	(1,165)	(466)	77	611
EPS (最新摊薄)	-2.70	-1.50	-0.59	0.33

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	58.54%	40.18%	35.84%	28.02%
营业利润	3.06%	44.75%	61.54%	161.50%
归属母公司净利润	-	-	-	-
获利能力				
毛利率	80.36%	82.89%	84.84%	87.15%
净利率	-85.53%	-33.94%	-9.85%	4.24%
ROE	-54.15%	-51.78%	-31.93%	18.96%
ROIC	-30.24%	-14.17%	-3.67%	5.30%
偿债能力				
资产负债率	63.88%	80.68%	86.50%	86.43%
净负债比率	74.83%	78.86%	78.47%	79.30%
流动比率	1.05	0.80	0.77	0.87
速动比率	0.75	0.43	0.49	0.47
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.42	0.53	0.61
应收账款周转率	5.04	5.57	5.76	5.61
应付账款周转率	2.34	2.17	1.94	1.60
每股指标(元)				
每股收益	-2.70	-1.50	-0.59	0.33
每股经营现金	-2.05	-2.13	0.12	-0.73
每股净资产	3.65	2.15	1.56	1.88
估值比率				
P/E	/	/	/	155.57
P/B	13.90	23.62	32.59	26.95
EV/EBITDA	-12.97	-66.64	407.93	52.42

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>