



荣昌生物 (688331.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

泰它西普 pSS 达成III期终点，先发优势显著

事件简评

8 月 13 日，公司宣布，创新药泰它西普 (BLyS/APRIL 双靶点融合蛋白) 用于治疗原发性干燥综合征 (pSS) 的 III 期临床研究，达到临床试验主要研究终点。近期公司将向国家药品监督管理局药品审评中心 (CDE) 递交上市申请。

经营分析

干燥综合征患者基数庞大，治疗手段匮乏，公司进度领先。1) 患者基数大。干燥综合征是一种慢性炎症性自身免疫性疾病，临床表现为持续口干、眼干。我国干燥综合征的患病率为 0.3%-0.7% (国内约 420-980 万人)，且呈上升趋势。2) 有效疗法寡。目前国内专门治疗干燥综合征的药物少，且多为传统型药物如毛果芸香碱、环戊硫酮/茴三硫等，相对疗效有限、且针对病症多起缓解作用。另外超说明书用药在干燥综合征临床实践中普遍存在。因此，国内干燥综合征治疗存在巨大未满足需求。3) 公司进度快。目前全球干燥综合征的创新疗法少、竞争格局优，其中有尼卡利单抗 (FcRn、J&J, III 期)、氩可来昔替尼 (TYK2, BMS, III 期)、lanalumab (BAFFR、Novartis, III 期)、艾加莫德 (FcRn、Argenx/再鼎, II 期)、阿尼鲁单抗 (IFNAR1, BMS/AZ, II 期)。海外，8 月 11 日，Novartis 宣布其 lanalumab 在治疗活动性干燥综合征的两项 III 期临床试验 (NEPTUNUS-1 与 NEPTUNUS-2) 取得成功，并计划近期递交海外 NDA; 国内，公司泰它西普也紧随完成 III 期临床、并有望近期递交上市申请，因此该药先发优势明显。4) 疗效安全佳。泰它西普一项治疗成人原发性干燥综合征的 II 期临床结果显示，24 周时，安慰剂组、160mg 组与 240mg 组 ESSDAI 评分较基线变化的平均值分别为 0.6 ± 4.55 ， -3.3 ± 2.73 ， -1.3 ± 4.14 。且在泰它西普治疗组未发生死亡或严重不良事件 (SAE)。

泰它西普近期有望达成多项里程碑，RC148 进入国际开发新征程。

1) 泰它西普海外权益于 25 年 6 月顺利授权给 Vor Biopharma，目前重点推进重症肌无力国际 III 期临床，我们预计该适应症有望明年读出数据并递交 NDA; 另外 pSS 之前也获批美国 III 期临床，未来有望推进国际开发。2) 近期，公司 PD-1/VEGF 双抗 RC148 获得 FDA 的 IND 许可，有望快速推进国际 II 期临床，开启国际化征程。

盈利预测、估值与评级

我们预计 2025/26/27 年公司实现营业收入 23.39/32.47/45.97 亿元，归母净利润-8.55/-0.90/3.62 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

竞争加剧风险、临床试验结果不及预期风险、临床时间及资金成本超预期风险、BD 不及预期风险、上市进度不及预期风险。

医药组

分析师：甘坛煥 (执业 S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

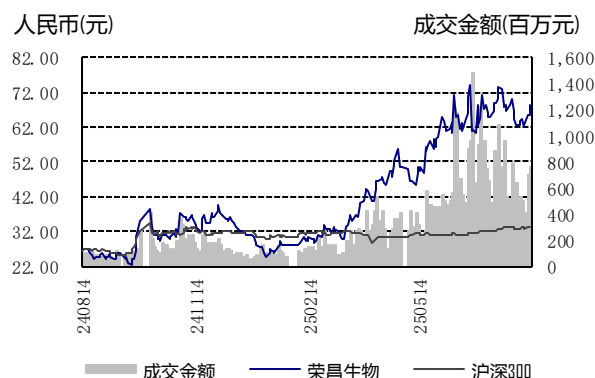
联系人：刘创

liuchuang@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 68.19 元

相关报告:

- 《荣昌生物公司点评：在美开展 II 期临床，RC148 迈入全球开发》，2025.8.10
- 《荣昌生物公司点评：创新药放量高增近 76%，新适应症不断推进》，2024.8.17



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,083	1,717	2,339	3,247	4,597
营业收入增长率	40.26%	58.54%	36.26%	38.78%	41.58%
归母净利润(百万元)	-1,511	-1,468	-855	-90	362
归母净利润增长率	51.30%	-2.84%	-41.74%	-89.47%	N/A
摊薄每股收益(元)	-2.777	-2.698	-1.518	-0.160	0.643
每股经营性现金流净额	-2.92	-2.18	-1.15	0.16	1.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	-43.97%	-73.93%	-75.63%	-8.65%	25.82%
P/E	-22.35	-11.16	-41.24	-391.72	97.37
P/B	9.83	8.25	31.19	33.89	25.14

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	772	1,083	1,717	2,339	3,247	4,597
增长率	40.3%	58.5%	36.3%	38.8%	41.6%	
主营业务成本	-272	-244	-337	-450	-566	-685
%销售收入	35.2%	22.6%	19.6%	19.2%	17.4%	14.9%
毛利	500	839	1,380	1,890	2,680	3,911
%销售收入	64.8%	77.4%	80.4%	80.8%	82.6%	85.1%
营业税金及附加	-6	-8	-15	-23	-32	-46
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-441	-775	-949	-1,076	-1,104	-1,379
%销售收入	57.1%	71.6%	55.3%	46.0%	34.0%	30.0%
管理费用	-266	-304	-317	-351	-357	-483
%销售收入	34.5%	28.1%	18.4%	15.0%	11.0%	10.5%
研发费用	-982	-1,306	-1,540	-1,404	-1,234	-1,517
%销售收入	127.2%	120.6%	89.7%	60.0%	38.0%	33.0%
息税前利润 (EBIT)	-1,195	-1,555	-1,441	-964	-47	487
%销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	10.6%
财务费用	68	5	-69	-47	-64	-66
%销售收入	-8.8%	-0.5%	4.0%	2.0%	2.0%	1.4%
资产减值损失	-11	-24	-21	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0
投资收益	24	14	-8	5	5	5
%税前利润	-2.4%	-0.9%	n.a	-0.5%	-4.7%	1.2%
营业利润	-995	-1,502	-1,456	-1,006	-106	426
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	9.3%
营业外收支	-4	-10	-13	0	0	0
税前利润	-999	-1,511	-1,468	-1,006	-106	426
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	9.3%
所得税	0	0	0	151	16	-64
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	15.0%
净利润	-999	-1,511	-1,468	-855	-90	362
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-999	-1,511	-1,468	-855	-90	362
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	7.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-999	-1,511	-1,468	-855	-90	362
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	198	265	323	261	272	292
非经营收益	-4	16	68	40	56	58
营运资金变动	-511	-361	-107	-73	-153	173
经营活动现金净流	-1,316	-1,591	-1,184	-628	85	886
资本开支	-753	-853	-258	-199	-204	-334
投资	-71	-72	-7	-10	-10	-5
其他	-27	108	17	5	5	5
投资活动现金净流	-851	-817	-248	-204	-209	-334
股权募资	2,612	34	1	0	0	0
债权募资	0	1,126	1,547	706	217	-308
其他	-192	-182	-155	-45	-61	-63
筹资活动现金净流	2,420	978	1,393	662	156	-371
现金净流量	257	-1,431	-37	-171	32	181

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,187	743	762	579	602	777
应收款项	299	449	623	494	653	878
存货	523	742	659	985	931	657
其他流动资产	203	295	245	320	406	495
流动资产	3,212	2,229	2,290	2,378	2,592	2,807
%总资产	53.3%	40.3%	41.6%	43.0%	45.5%	47.2%
长期投资	81	98	72	82	92	97
固定资产	2,402	2,827	2,740	2,690	2,629	2,678
%总资产	39.9%	51.1%	49.8%	48.6%	46.2%	45.0%
无形资产	62	151	147	156	173	190
非流动资产	2,809	3,299	3,209	3,157	3,099	3,145
%总资产	46.7%	59.7%	58.4%	57.0%	54.5%	52.8%
资产总计	6,021	5,528	5,499	5,535	5,691	5,952
短期借款	60	345	1,433	2,234	2,451	2,343
应付款项	662	530	477	669	731	879
其他流动负债	155	253	269	275	251	317
流动负债	877	1,128	2,178	3,178	3,433	3,538
长期贷款	0	841	1,196	1,196	1,196	996
其他长期负债	164	122	138	30	21	15
负债	1,041	2,091	3,512	4,404	4,650	4,549
普通股股东权益	4,980	3,437	1,986	1,131	1,041	1,403
其中：股本	544	544	544	544	544	544
未分配利润	-1,342	-2,854	-4,322	-5,177	-5,267	-4,905
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	6,021	5,528	5,499	5,535	5,691	5,952

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-1.835	-2.777	-2.698	-1.518	-0.160	0.643
每股净资产	9.151	6.315	3.649	2.007	1.847	2.490
每股经营现金净流	-2.418	-2.924	-2.175	-1.154	0.155	1.628
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-20.06%	-43.97%	-73.93%	-75.63%	-8.65%	25.82%
总资产收益率	-16.59%	-27.34%	-26.70%	-15.46%	-1.58%	6.09%
投入资本收益率	-23.71%	-33.64%	-31.22%	-17.97%	-0.85%	8.73%
增长率						
主营业务收入增长率	-45.87%	40.26%	58.54%	36.26%	38.78%	41.58%
EBIT 增长率	N/A	30.14%	-7.36%	-33.08%	-95.13%	-1137.53%
净利润增长率	-461.56%	51.30%	-2.84%	-41.74%	-89.47%	N/A
总资产增长率	44.77%	-8.19%	-0.54%	0.66%	2.82%	4.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	48.3	84.2	72.4	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	538.7	944.0	758.3	800.0	600.0	350.0
应付账款周转天数	97.5	174.9	155.7	250.0	240.0	230.0
固定资产周转天数	655.8	684.6	522.4	359.9	241.2	171.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-42.71%	12.86%	93.94%	252.05%	292.47%	182.54%
EBIT 利息保障倍数	17.6	289.7	-20.7	-20.5	-0.7	7.4
资产负债率	17.29%	37.82%	63.88%	79.56%	81.71%	76.42%

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	1	1	2	2	14
增持	0	0	0	0	6
中性	0	0	0	3	6
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	2.20	1.69

来源：聚源数据

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

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。



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：北京市东城区建国内大街 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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究