

2024年03月29日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

荣昌生物（688331）：核心产品持续放量，临床进展顺利推进

——公司简评报告

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wkw@longone.com.cn

联系人

付婷

futing@longone.com.cn

数据日期	2024/03/29
收盘价	53.87
总股本(万股)	54,433
流通A股/B股(万股)	16,195/0
资产负债率(%)	37.82%
市净率(倍)	8.53
净资产收益率(加权)	-35.52
12个月内最高/最低价	75.98/33.43

**相关研究**

《荣昌生物（688331）：研发持续高投入，商业化加速推进——公司简评报告》 2023.08.23

投资要点

- **收入端快速增长，利润端亏损扩大。**2023年，公司实现收入10.83亿元（+40.26%），归母净利润-15.11亿元（2022年为-9.99亿元），扣非净利润-15.43亿元（2022年为-11.17亿元）。2023年公司两大核心商业化产品的销售持续放量，泰它西普和维迪西妥单抗收入规模均超5亿元，收入端增长整体符合预期。由于公司新药研发管线持续推进，同时商业化团队扩充以及学术推广力度加大，研发销售费用支出较大，导致利润端同比亏损进一步扩大。
- **商业化团队快速完善，助力产品持续放量。**报告期内，公司销售费用达7.75亿元（+75.90%），其中员工薪酬支出达4.36亿元（+87.4%）。截至2023年12月31日止，公司自身免疫商业化团队已有约750人，自身免疫商业化团队已准入超过800家医院（2022年底准入495家医院）；公司肿瘤科商业化团队已有近600人的销售队伍，肿瘤商业化团队已准入超过650家医院（2022年底准入472家医院）。随着销售团队逐步完善，产品准入医院数量持续增加，为产品的后续放量奠定良好基础。
- **研发持续高投入，管线进展顺利。**2023年公司研发费用13.06亿元（+33.01%），持续加大研发投入力度推进管线进展。（1）泰它西普国内针对SLE已转为完全批准，于2023年底获简易续约。针对重症肌无力（MG）III期临床已完成患者入组，原发性干燥综合征（pSS）、IgA肾病、视神经脊髓炎频谱系疾病（NMOSD）的III期临床正常推进中。针对类风湿关节炎（RA）的新适应症于2023年8月提交NDA，有望在2024年下半年获批。海外方面，SLE正在全球推进国际多中心的III期临床研究，针对MG、pSS和IgA肾病三大适应症均已获得FDA同意开展全球III期临床研究，MG被FDA授予快速通道资格认定。此外，2023年内泰它西普分别针对SLE的IIb期、pSS的II期和RA的III期临床试验数据均有公布，产品潜力进一步得到验证。自身免疫系统疾病市场空间广阔，庞大的用药群体为泰它西普的持续放量奠定良好基础。（2）维迪西妥单抗针对UC和GC于2023年底获简易续约。针对UC领域，公司正在积极开展维迪西妥单抗联合用药研究，不断拓展UC领域的用药人群，其中维迪西妥单抗联合PD-1联合化疗用于一线UC患者的III期临床、联合PD-1治疗围手术期肌层浸润性膀胱癌（MIBC）的II期正在顺利推进中。针对GC领域，联合PD-1及化疗或联合PD-1及赫赛汀治疗一线HER2表达胃癌患者的II/III期临床研究持续推进。在BC领域，公司正在推进产品在HER2低表达人群的临床研究，目前III期临床患者招募正在进行中。海外方面，维迪西妥单抗单药治疗二线UC的II期关键性临床、联合PD-1治疗一线UC的III期临床持续推进中。（3）公司还有RC28（VEGF/FGF融合蛋白，DME适应症III期临床已完成入组，wAMD的III期临床正在推进）、RC88（MSLN ADC，FDA批准治疗卵巢癌的II期临床试验并获得快速通道资格认定）、RC118（Claudin 18.2 ADC）等多个在研品种进入临床阶段。随着在研管线持续推进，公司产品种类将不断丰富。
- **投资建议：**公司在产品商业化推广和研发推进方面持续加大投入力度，费用增加显著，考虑到受宏观行业政策影响，我们下调2024/2025年盈利预测，新增2026年盈利预测。我们预测公司2024-2026年实现营业收入15.86亿元、21.75亿元和29.52亿元，归属于母公司净利润-11.38亿元、-9.89亿元和-3.58亿元，公司作为创新药领域的标杆企业，随着新产品新适应症的顺利推进，盈利能力有望逐渐提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**药物研发进展不及预期风险；商业化不及预期风险；市场竞争风险。

盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,426.4	772.1	1,083.0	1,585.5	2,174.7	2,952.4
增长率 (%)	46753.3%	-45.9%	40.3%	46.4%	37.2%	35.8%
归母净利润 (百万元)	276.3	-998.8	-1511.2	-1137.7	-989.0	-357.5
增长率 (%)	139.6%	-461.6%	-51.3%	24.7%	13.1%	63.9%
EPS (元/股)	0.57	-1.88	-2.80	-2.09	-1.82	-0.66
市盈率 (P/E)	0.00	—	—	—	—	—
市净率 (P/B)	0.00	8.47	9.83	12.56	22.05	30.34

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2024 年 3 月 28 日收盘）

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,083	1,586	2,175	2,952
%同比增速	40%	46%	37%	36%
营业成本	244	330	432	558
毛利	839	1,256	1,743	2,394
%营业收入	77%	79%	80%	81%
税金及附加	8	8	11	15
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	775	872	979	1,033
%营业收入	72%	55%	45%	35%
管理费用	304	396	500	620
%营业收入	28%	25%	23%	21%
研发费用	1,306	1,268	1,414	1,329
%营业收入	121%	80%	65%	45%
财务费用	-5	47	85	118
%营业收入	0%	3%	4%	4%
资产减值损失	-13	0	0	0
信用减值损失	-11	0	0	0
其他收益	66	203	261	305
投资收益	7	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	-1,502	-1,133	-984	-416
%营业收入	-139%	-71%	-45%	-14%
营业外收支	-10	-5	-5	-5
利润总额	-1,511	-1,138	-989	-421
%营业收入	-140%	-72%	-45%	-14%
所得税费用	0	0	0	-63
净利润	-1,511	-1,138	-989	-358
%营业收入	-140%	-72%	-45%	-12%
归属于母公司的净利润	-1,511	-1,138	-989	-358
%同比增速	-51%	25%	13%	64%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	-2.80	-2.09	-1.82	-0.66

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	-2.80	-2.09	-1.82	-0.66
BVPS	6.32	4.22	2.41	1.75
PE	—	—	—	—
PEG	—	—	—	—
PB	9.83	12.56	22.05	30.34
EV/EBITDA	-27.21	-38.30	-55.10	494.00
ROE	-44%	-50%	-76%	-38%
ROIC	-32%	-25%	-22%	-6%

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	743	517	280	346
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	376	344	465	623
存货	742	687	720	853
预付账款	270	257	328	408
其他流动资产	97	149	201	230
流动资产合计	2,229	1,953	1,994	2,460
长期股权投资	3	3	3	3
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2,031	2,173	2,207	2,160
无形资产	144	155	166	177
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	1,122	897	744	640
资产总计	5,528	5,181	5,114	5,440
短期借款	284	684	984	1,234
应付票据及应付账款	139	160	198	240
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	195	138	173	212
应交税费	35	32	43	59
其他流动负债	475	555	644	729
流动负债合计	1,128	1,570	2,042	2,475
长期借款	841	1,141	1,541	1,741
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	2	2	2	2
其他非流动负债	121	171	221	271
负债合计	2,091	2,883	3,805	4,488
归属于母公司的所有者权益	3,437	2,298	1,309	952
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	3,437	2,298	1,309	952
负债及股东权益	5,528	5,181	5,114	5,440

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	-1,503	-674	-655	-75
投资	-6	-6	-6	投资
资本性支出	-853	-220	-220	-220
其他	108	-2	-2	-2
投资活动现金流净额	-817	-232	-232	-232
债权融资	1,126	750	750	500
股权融资	34	0	0	0
支付股利及利息	-15	-69	-100	-126
其他	-166	0	0	0
筹资活动现金流净额	978	681	650	374
现金净流量	-1,343	-227	-237	66

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2024 年 3 月 28 日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089