

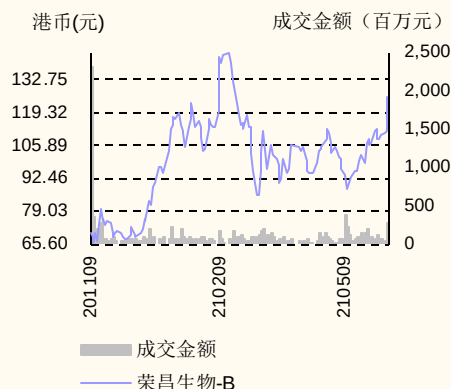
荣昌生物-B(09995.HK) 买入 (维持评级)

港股公司点评

市价(港币): 126.000 元

市场数据(港币)

收盘价(元)	126.000
流通港股(百万股)	189.58
总市值(百万元)	61,719.42
年内股价最高最低(元)	144.00/65.600
香港H股指数	10704.75



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	31.94	82.61	
相对香港国企	35.15	79.83	

相关报告

- 《全球商业化稳步推进, 期待泰它西普销售放量-全球商业化稳步推进...》, 2021.3.29
- 《泰它西普获批上市, 研发项目顺利进行-荣昌生物: 公司点评》, 2021.3.15
- 《立足中国创新全球, 生物新药先行者-荣昌生物公司深度报告》, 2020.11.8

谢天

联系人
xietian@gjzq.com.cn

王班

分析师 SAC 执业编号: S1130520110002
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

维迪西妥单抗获批上市, 期待泰它西普放量

主要财务指标

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额(百万)	3	169	760	1,597
同比增长	-34.83%	5232.91%	349.82%	110.10%
母公司股东溢利(百万)	-698	-448	-177	-371
同比增长	62.18%	-35.82%	-60.38%	109.06%
毛利率	-	84.0%	88.0%	91.3%
净利润率	N/A	N/A	N/A	N/A
每股收益	-1.425	-0.914	-0.362	-0.757
每股经营现金流	-1.35	0.60	-0.71	-0.93
市盈率(倍)	-88.45	-137.81	-347.86	-166.39
市净率(倍)	17.17	19.61	20.79	23.75

事件

- 6月9日, 中国国家药监局(NMPA)宣布, 已通过优先审评审批程序附条件批准荣昌生物注射用维迪西妥单抗(商品名:爱地希)上市, 适用于至少接受过2种系统化疗的HER2过表达局部晚期或转移性胃癌(包括胃食管结合部腺癌)患者的治疗。维迪西妥单抗是一款靶向HER2的抗体偶联药物(ADC), 是中国首款由中国公司自主研发的ADC。

评论

- 胃癌是我国发病率仅次于肺癌居第二位, 死亡率为第三位的癌症。全球每年新发胃癌约为120万, 中国约占其中40%, 死亡率高, 总体5年生存率不足50%。胃癌治疗总体策略以外科手术治疗为主, 其他传统治疗方案包括化疗、放疗、中医药治疗等。随着近年来科技技术的不断进步, 靶向治疗、免疫治疗等创新疗法在胃癌的治疗中显示出强大的治疗效果, 为胃癌患者提供了更多临床治疗方案。
- RC48为Her2-ADC药物, 与肿瘤细胞表面表达的Her2相结合从而触发细胞凋亡或Her2表达肿瘤细胞程序性死亡, 现有研究数据已显示出RC48在胃癌治疗领域的有效性。目前美国仅有罗氏/ImmunoGen的Kadcyla(T-DM1, 恩美曲妥珠单抗)与第一三共/阿斯利康的Enhertu(DS-8201A)两款Her2-ADC获批上市, 用于治疗乳腺癌。与T-DM1相比, RC48表现出结合力更强和有更强的抗肿瘤潜力的优势。此次维迪西妥单抗获批上市, 适用于至少接受过2种系统化疗的HER2过表达局部晚期或转移性胃癌(包括胃食管结合部腺癌)患者的治疗。
- RC48在研适应症还包括尿路上皮癌、乳腺癌、非小细胞肺癌等, 目前已在多种疾病治疗领域取得了显著的治疗效果。其中Her2表达的尿路上皮癌预计2021年递交NDA。在美国, FDA已授予维迪西妥单抗快速通道资格, 针对适应症为晚期或转移性胃癌以及胃食管结合部腺癌。尿路上皮癌适应症也已获得美国FDA和中国国家药监局突破性疗法的双重认定, 将来有望出海在全球范围内销售。

盈利预测与投资建议

- 根据公司在研管线核心品种的进展情况, 预计2021年、2022年、2023年收入分别约1.69亿元、7.60亿元、15.97亿元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 研发项目进展、海外临床及商业化拓展不达预期; 产品获批进度不达预期; 核心品种上市后销售不达预期; 初创型创新药公司可能存在人员变动; 现金流快速下降等。

图表 1：荣昌生物公司财务模型（单位：百万人民币）

损益表（人民币百万元）						资产负债表（人民币百万元）					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	5	3	169	760	1,597	货币资金	35	2,769	2,818	2,267	1,610
增长率	-63.5%	-34.8%	5232.9%	349.8%	110.1%	应收款项	31	102	0	224	471
主营业务成本	0	0	25	90	138	存货	31	66	0	90	138
% 销售收入	0.0%	0.0%	14.9%	11.8%	8.6%	其他流动资产	41	40	12	15	32
毛利	0	0	142	668	1,457	流动资产	138	2,977	2,829	2,596	2,251
% 销售收入	0.0%	0.0%	84.0%	87.9%	91.2%	% 总资产	20.0%	72.3%	70.3%	66.3%	61.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	460	803	941	1,070	1,191
销售费用	1	24	50	227	479	% 总资产	66.7%	19.5%	23.4%	27.3%	32.3%
% 销售收入	12.8%	763.0%	29.6%	29.9%	30.0%	无形资产	8	103	98	93	88
管理费用	68	218	75	99	207	非流动资产	552	1,140	1,198	1,322	1,438
% 销售收入	1407.2%	6867.2%	44.5%	13.0%	13.0%	% 总资产	80.0%	27.7%	29.7%	33.7%	39.0%
研发费用	352	466	401	553	1,164	资产总计	689	4,118	4,027	3,918	3,688
% 销售收入	7239.7%	14699.3%	237.3%	72.8%	72.9%	短期借款	60	108	0	0	0
息税前利润（EBIT）	-420	-741	-419	-246	-428	应付款项	68	63	84	170	260
% 销售收入	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	其他流动负债	729	261	686	669	719
财务费用	44	28	29	-68	-57	流动负债	857	431	770	839	980
% 销售收入	897.4%	870.0%	17.3%	-9.0%	-3.5%	长期贷款	0	0	0	0	0
-	0	0	0	0	0	其他长期负债	64	92	110	110	110
-	0	0	0	0	0	负债	921	523	880	949	1,090
投资收益	0	0	0	0	0	普通股股东权益	-232	3,595	3,147	2,969	2,598
% 税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	其中：股本	169	490	490	490	490
营业利润	-418	-741	-419	-246	-428	未分配利润	-401	3,105	0	0	0
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业外收支	32	70	0	0	0	负债股东权益合计	689	4,118	4,027	3,918	3,688
税前利润	-430	-698	-448	-177	-371						
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a						
所得税	0	0	0	0	0						
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a						
净利润	-430	-698	-448	-177	-371						
少数股东损益	0	0	0	0	0						
归属于母公司的净利润	-430	-698	-448	-177	-371						
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a						

现金流量表（人民币百万元）						比率分析					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	-430	-698	-448	-177	-371	每股指标					
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股收益	-0.878	-1.425	-0.914	-0.362	-0.757
非现金支出	49	77	29	0	0	每股净资产	-0.474	7.338	6.424	6.062	5.305
非经营收益						每股经营现金净流	-0.577	-1.348	0.596	-0.715	-0.933
营运资金变动	56	-117	644	-248	-170	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	-283	-660	292	-350	-457	回报率					
资本开支	-65	-481	-200	-200	-200	净资产收益率	185.49%	-19.41%	-14.23%	-5.98%	-14.27%
投资	0	0	0	0	0	总资产收益率	-62.42%	-16.95%	-11.12%	-4.53%	-10.06%
其他	-30	2	95	0	0	投入资本收益率	-337.74%	-370.48%	-380.04%	-223.02%	-388.19%
投资活动现金净流	-95	-479	-105	-200	-200	增长率					
股权募资	90	4,508	0	0	0	主营业务收入增长率	-63.48%	-34.83%	5232.91%	349.82%	110.10%
债权募资	406	-532	0	0	0	EBIT 增长率	72.60%	76.38%	-43.48%	-41.32%	74.06%
其他	-89	-72	-137	0	0	净利润增长率	59.39%	62.18%	-35.82%	-60.38%	109.06%
筹资活动现金净流	407	3,904	-137	0	0	总资产增长率	n.a	497.36%	-2.21%	-2.70%	-5.86%
现金净流量	29	2,734	49	-550	-657	资产管理能力					
						应收账款周转天数	n.a	n.a	73.0	73.0	73.0
						存货周转天数	n.a	n.a	912.5	365.0	365.0
						应付账款周转天数	n.a	n.a	1,216.7	688.7	688.7
						固定资产周转天数	34,504.5	92,438.4	2,032.8	513.9	272.1
						偿债能力					
						净负债/股东权益	-38.70%	-71.46%	-86.04%	-72.65%	-57.73%
						EBIT 利息保障倍数	-9.6	-26.9	-14.3	3.6	7.5
						资产负债率	133.65%	12.70%	21.85%	24.21%	29.55%

来源：公司公告，国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402