

销售符合预期，研发持续投入推进全球布局

2022 年 10 月 31 日

➤ **事情概述。**荣昌生物于 10 月 28 日发布三季度公告，公司于 2022 年 Q3 实现营业收入 2.19 亿元，同比增长 162.3%，2022 年前三季度实现营业收入 5.69 亿元，同比增长 397.47%。

➤ **营业收入增长符合预期，毛利率稳步提升。**公司单 Q3 实现 2.19 亿收入，营收端表现强劲，同比增长 162.3%，环比增长 9.5%，保持持续增长态势。公司 Q3 毛利率为 74.7%，较 Q2 毛利率 64.7% 进一步增长，反映伴随销售提升，公司整体产能利用率进一步提升。公司本年度连续三季度保持超过 2 亿元研发费，持续保持研发大力投入推动产品临床进展，根据已披露泰它西普三期临床数据，SRI-4 响应率相比对照组显著提升（82.6% vs 38.1%），有效率表现优异。

➤ **蓝海赛道具备独特竞争优势，出海前景广阔。**相比较全球竞争对手贝利木单抗及 Anifrolumab 的多个三期临床数据，泰它西普组有效率上具备独特优势。目前泰它西普治疗系统性红斑狼疮患者的全球多中心 III 期临床试验正在顺利推进，于今年 6 月 23 日在美国完成首例受试者入组给药，9 月 26 日获得欧盟批准，实现国际化征途中的两项里程碑进展。

➤ **维迪西妥单抗目前全球临床进入稳步推进阶段，重点布局单药二线治疗 HER2 阳性/阴性尿路上皮癌，单药联合 Pembrolizumab 一线治疗尿路上皮癌。**同时国内联合特瑞普利单抗一线治疗尿路上皮癌已进入 III 期临床，联合特瑞普利单抗治疗围手术期肌层浸润性膀胱癌治疗围手术期肌层浸润性膀胱癌进入 II 期临床阶段，国内适应症患者群有望大幅提升。

➤ **荣昌生物：生物药底层技术储备深厚，打造卓越竞争优势**

➤ 公司多年深耕蛋白类药物结构优化和 ADC 平台的底层技术研发，两类技术相辅相成，共同搭建起（1）ADC 药物构建（2）抗体和融合蛋白以及（3）双功能抗体三大技术平台。公司两大核心产品泰它西普及维迪西妥单抗已在 2021 年实现商业化，布局肿瘤和自免两大重磅领域。同时凭借在特定适应症中的差异化竞争优势，在全球开展多项后期临床，两大产品均有望实现海外上市，在国内创新药企业中独树一帜。

➤ **投资建议：**综合考虑荣昌生物各条产品管线的研发进展以及销售覆盖进度，结合公司在融合蛋白和 ADC 药物领域深厚的技术储备，我们预计荣昌生物 2022-2024 年营业收入分别是 9.1 亿元，16.1 亿元，22.9 亿元。考虑到公司目前国内及海外临床均正常有序开展，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**管线研发失败风险，商业化失败风险，行业政策风险。

推荐

维持评级

当前价格：

73.45 元



分析师 周超泽

执业证书：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师 许睿

执业证书：S0100521110007

电话：021-80508867

邮箱：xurui@mszq.com

研究助理 陈欣黎

执业证书：S0100121110031

邮箱：chenxinli@mszq.com

相关研究

1. 荣昌生物 (688331.SH) 事件点评：泰它西普国内三期临床达主要终点，出海前景广阔-2022/09/20

2. 荣昌生物 (688331.SH) 深度报告：深耕源头创新技术，放眼全球星辰大海-2022/09/13

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1426	910	1610	2290
增长率 (%)	46753.3	-36.2	76.9	42.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	276	-673	-679	-331
增长率 (%)	139.6	-343.5	-0.9	51.3
每股收益 (元)	0.51	-1.24	-1.25	-0.61
PE	145	/	/	/
PB	11.6	7.6	8.8	9.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1426	910	1610	2290
营业成本	69	110	214	377
营业税金及附加	4	2	5	10
销售费用	263	319	499	573
管理费用	216	146	242	275
研发费用	711	1110	1449	1511
EBIT	291	-676	-686	-364
财务费用	-12	-27	-46	-34
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	9	16	23
营业利润	303	-640	-624	-308
营业外收支	-27	-33	-55	-23
利润总额	276	-673	-679	-331
所得税	0	0	0	0
净利润	276	-673	-679	-331
归属于母公司净利润	276	-673	-679	-331
EBITDA	291	-511	-494	-146

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1835	3083	2255	1700
应收账款及票据	2	162	286	407
预付款项	124	1	1	2
存货	280	153	238	314
其他流动资产	58	589	634	659
流动资产合计	2300	3987	3414	3083
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	967	1114	1195	1226
无形资产	52	66	79	89
非流动资产合计	1859	1907	1930	1933
资产合计	4159	5894	5343	5016
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	159	137	178	240
其他流动负债	453	385	479	413
流动负债合计	612	522	657	653
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	101	104	119	137
非流动负债合计	101	104	119	137
负债合计	713	626	776	790
股本	490	544	544	544
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3446	5269	4568	4226
负债和股东权益合计	4159	5894	5343	5016

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	46753.31	-36.20	76.92	42.24
EBIT 增长率	145.18	-332.65	-1.47	46.90
净利润增长率	139.59	-343.51	-0.93	51.28
盈利能力 (%)				
毛利率	95.18	87.91	86.71	83.54
净利率	19.37	-73.92	-42.17	-14.44
总资产收益率 ROA	6.64	-11.41	-12.71	-6.59
净资产收益率 ROE	8.02	-12.77	-14.86	-7.83
偿债能力				
流动比率	3.76	7.64	5.20	4.72
速动比率	3.02	7.26	4.76	4.17
现金比率	3.00	5.91	3.43	2.60
资产负债率 (%)	17.14	10.62	14.51	15.74
经营效率				
应收账款周转天数	0.58	64.00	64.00	64.00
存货周转天数	1466.42	500.00	400.00	300.00
总资产周转率	0.34	0.18	0.29	0.44
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	-1.24	-1.25	-0.61
每股净资产	6.33	9.68	8.39	7.76
每股经营现金流	0.52	-0.97	-1.06	-0.65
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	145	/	/	/
PB	11.6	7.6	8.8	9.5
EV/EBITDA	131.56	-72.39	-76.71	-264.09
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	276	-673	-679	-331
折旧和摊销	121	165	193	219
营运资金变动	-132	-43	-132	-239
经营活动现金流	282	-526	-579	-351
资本开支	-617	-246	-270	-245
投资	0	-500	0	0
投资活动现金流	-656	-737	-254	-222
股权募资	0	2506	0	0
债务募资	-108	16	27	30
筹资活动现金流	-627	2521	27	30
现金净流量	-1012	1247	-828	-555

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026