

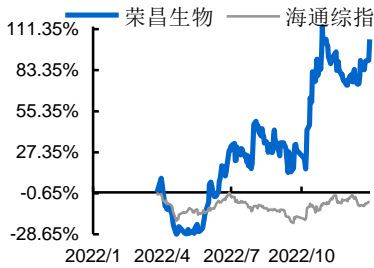
投资评级 **优于大市** 首次覆盖

## 销售稳健增长，关注全球管线进展

### 股票数据

01月09日收盘价(元)	84.12
52周股价波动(元)	28.18-91.70
总股本/流通A股(百万股)	544/44
总市值/流通市值(百万元)	45783/3663

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	13.8	-3.5	52.8
相对涨幅(%)	13.5	-9.2	48.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755) 82780398

Email: ywx9461@haitong.com

证书: S0850513110005

分析师: 朱赵明

Tel: (021) 23154120

Email: zzm12569@haitong.com

证书: S0850521070002

联系人: 肖治健

Tel: (021) 23219164

Email: xzj14562@haitong.com

### 投资要点:

- 营收逐季增长，商业化能力展现。** 公司前三季度实现营收 5.7 亿元 (同比 +397.5%)，归母净利润 -6.9 亿元，扣非净利润 -7.1 亿元。公司第三季度实现营收 2.2 亿元 (同比 +162.3%)，归母净利润 -2.0 亿元，扣非净利润 -2.2 亿元；2022 年 Q1-3 营收分别为 1.5/2.0/2.2 亿元，呈现持续增长态势。公司营收增长源于泰它西普和维迪西妥单抗医保销售放量，以及 Seagen 技术服务收入增加。公司前三季度销售费用率 48.7% (-63.7pct)，管理费用率 28.2% (-110.9pct)，研发费用率 116.3% (-341.9pct)，研发投入 6.63 亿元 (同比 +26.3%)，研发费用率下降主要因为营业收入大幅增加。截至第三季度末，公司现金及现金等价物余额 19.7 亿元，在手现金充裕。
- 泰它西普中国 III 期临床验证全球 best-in-class 潜力。** 核心品种泰它西普 9 月公布中国治疗系统性红斑狼疮的 III 期确证性研究结果表明，泰它西普第 52 周的 SRI-4 (系统性红斑狼疮反应指数 4) 反应率明显高于给予安慰剂的患者 (82.6% 对 38.1%， $p < 0.001$ )，系统性红斑狼疮适应症的全球多中心的 III 期临床研究已于今年上半年在美国启动，IgA 肾病的美国 II 期临床试验、视神经脊髓炎频谱系疾的中国 III 期临床试验、多发性硬化症的中国 II 期临床试验均在顺利入组中，10 月获 FDA 颁发针对重症肌无力的孤儿药资格认定。
- 另一核心品种维迪西妥单抗 2022 年 4 月被纳入 2022 年 CSCO 指南的 II 类推荐，用于 HER2 表达晚期转移性胃癌的三线治疗；联合特瑞普利单抗一线治疗 HER2 阳性尿路上皮癌、单药治疗 HER2 低表达 (IHC2+ 及 FISH-) 乳腺癌均已进入国内临床 III 期，海外单药二线治疗 HER2 阳性尿路上皮癌和联合帕博利珠单抗一线治疗 HER2 阳性尿路上皮癌的适应症均处在 II 期临床。**
- 基于 ADC 和双抗等技术平台，公司管线不断丰富。** 眼科药物 RC28 (VEGF/FGF) 湿性老年黄斑变性适应症处于临床 Ib 期，糖尿病黄斑水肿、糖尿病视网膜病变两项适应症均已进入 II 期临床。ADC 领域，RC88 (间皮素)、RC108 (c-MET)、RC118 (Claudin18.2) 等已经进入到临床研究阶段。
- 盈利与估值。** 我们预计 2022-24 年营收分别为 8.77 亿、15.80 亿、22.28 亿元，归母净利润分别为 -8.69 亿、-6.34 亿、-3.61 亿元，EPS 分别为 -1.60、-1.16、-0.66 元。考虑到公司核心产品维迪西妥单抗、泰它西普依托医保持续放量，亏损持续收窄，在 ADC 和融合蛋白领域具备技术平台优势，多个在研管线稳步推进，预期在未来两到三年为内为公司带来业绩增量，我们给与其 2023 年 25-30 倍 PS，对应市值 395-474 亿元，对应合理价值区间 72.59-87.11 元，给与“优于大市”评级。

• **风险提示:** 新药研发风险、新药审批风险、新药上市风险、技术迭代风险等。

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	3	1426	877	1580	2228
(+/-)YoY(%)	-36.9%	46753.3%	-38.5%	80.3%	41.0%
净利润(百万元)	-698	276	-869	-634	-361
(+/-)YoY(%)	-62.2%	139.6%	-414.7%	27.1%	43.0%
全面摊薄 EPS(元)	-1.28	0.51	-1.60	-1.16	-0.66
毛利率(%)	24.2%	95.2%	70.0%	75.0%	80.0%
净资产收益率(%)	-19.4%	8.0%	-17.1%	-14.2%	-8.8%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

假设：(1) 维迪西妥单抗的胃癌适应症依托医保继续放量销售，尿路上皮癌适应症若通过 2022 年国谈被纳入医保目录进一步促进销售额增长；联合特瑞普利单抗一线治疗 HER2 阳性尿路上皮癌、单药治疗 HER2 低表达乳腺癌、HER2 阳性乳腺癌伴肝转移适应症均已进入临床 III 期，假设 2024 年均获批上市开始贡献收入，我们预计 2022-24 年维迪西妥单抗销售收入增速分别为 471%、28%、58%，收入分别为 4.80 亿、6.15 亿、9.72 亿元。(2) 泰它西普的系统性红斑狼疮适应症依托医保继续放量销售，IgA 肾炎处在临床 II 期，视神经脊髓炎频谱系疾、类风湿关节炎均处在临床 III 期，假设均于 2023 年获批上市并开始贡献收入，我们预计 2022-24 年泰它西普销售收入增速分别为 676%、141%、18%，收入分别为 3.67 亿、8.85 亿、10.48 亿元。(3) RC28 的 wAMD (湿性老年性黄斑变性)、DME (糖尿病黄斑水肿) 于 2024 年获批上市并开始贡献收入，当年贡献收入 1.28 亿元。(4) 根据 2021 年 8 月与 Seagen 签订的维迪西妥单抗授权协议，Seagen 将付出最高 24 亿美元的里程碑付款，我们预计荣昌生物 2022-24 年分别确认 0.3 亿、0.8 亿、0.8 亿元里程碑付款。

**表 1 公司分项业务拆分及预测**

	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 (百万元)	1427	877	1580	2228
YoY (%)	44900%	-39%	80%	41%
毛利率 (%)	95%	70%	75%	80%
维迪西妥单抗 (百万元)	84	480	615	972
YoY (%)		471%	28%	58%
毛利率 (%)	95%	70%	75%	80%
泰它西普 (百万元)	47	367	885	1048
YoY (%)		676%	141%	18%
毛利率 (%)	95%	70%	75%	80%
RC28 (百万元)				128
YoY (%)				
毛利率 (%)				80%
其他 (含项目授权收入, 百万元)	1295	30	80	80

资料来源：公司 2021 年报，Wind，海通证券研究所

**表 2 可比公司估值表**

股票代码	公司简称	收盘市值 (亿元)	营业收入 (百万元)				PS (倍)			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
2162.HK	康诺亚	173	132	110	49	293	129	155	350	58
2171.HK	科济药业	91	27	5	54	285	343	1779	173	33
9926.HK	康方生物	382	229	876	2185	2966	168	44	18	13
688428	诺诚健华	261	1043	595	1367	2052	26	46	20	13
<b>均值</b>							<b>167</b>	<b>506</b>	<b>140</b>	<b>29</b>

注：收盘市值为 2023 年 1 月 5 日市值，EPS：康诺亚、科济药业、康方生物、诺诚健华、为 Wind 一致预期

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1426</b>	<b>877</b>	<b>1580</b>	<b>2228</b>
每股收益	0.51	-1.60	-1.16	-0.66	营业成本	69	263	395	446
每股净资产	7.04	9.34	8.18	7.51	毛利率%	95.2%	70.0%	75.0%	80.0%
每股经营现金流	0.57	-1.79	-1.29	-0.94	营业税金及附加	4	2	4	6
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	263	395	616	780
P/E	161.85	-51.43	-70.57	-123.83	营业费用率%	18.4%	45.0%	39.0%	35.0%
P/B	11.68	8.80	10.05	10.94	管理费用	216	245	379	446
P/S	28.21	51.00	28.29	20.07	管理费用率%	15.1%	28.0%	24.0%	20.0%
EV/EBITDA	-5.96	-57.67	-91.00	-223.93	EBIT	291	-871	-638	-365
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-12	0	0	0
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	95.2%	70.0%	75.0%	80.0%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	19.4%	-99.2%	-40.1%	-16.2%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	8.0%	-17.1%	-14.2%	-8.8%	<b>营业利润</b>	<b>303</b>	<b>-869</b>	<b>-634</b>	<b>-361</b>
资产回报率	6.6%	-13.6%	-9.9%	-5.8%	营业外收支	-27	0	0	0
投资回报率	8.2%	-16.8%	-14.0%	-8.7%	<b>利润总额</b>	<b>276</b>	<b>-869</b>	<b>-634</b>	<b>-361</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	291	-728	-473	-195
营业收入增长率	46753.3%	-38.5%	80.3%	41.0%	所得税	0	0	0	0
EBIT 增长率	145.2%	-399.7%	26.8%	42.8%	有效所得税率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润增长率	139.6%	-414.7%	27.1%	43.0%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>276</b>	<b>-869</b>	<b>-634</b>	<b>-361</b>
资产负债率	17.1%	20.7%	30.4%	34.5%					
流动比率	3.76	3.41	2.15	1.85	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	3.02	2.74	1.30	0.94	货币资金	1835	2850	1781	1100
现金比率	3.00	2.33	0.97	0.54	应收账款及应收票据	2	193	334	656
<b>经营效率指标</b>					存货	280	304	793	1187
应收账款周转天数	0.29	40.00	60.00	80.00	其它流动资产	182	826	1038	854
存货周转天数	906.38	400.00	500.00	800.00	流动资产合计	2300	4173	3947	3798
总资产周转率	0.34	0.17	0.25	0.35	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.99	0.84	1.38	1.98	固定资产	967	1125	1162	1086
					在建工程	611	814	964	1064
					无形资产	52	67	87	101
					非流动资产合计	1859	2236	2443	2447
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>4159</b>	<b>6408</b>	<b>6389</b>	<b>6245</b>
净利润	276	-869	-634	-361	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	159	206	321	323
非现金支出	121	144	165	169	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	16	-2	-4	-4	其它流动负债	453	1018	1518	1733
营运资金变动	-132	-245	-229	-315	流动负债合计	612	1225	1839	2056
<b>经营活动现金流</b>	<b>282</b>	<b>-973</b>	<b>-702</b>	<b>-510</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-617	-518	-368	-171	其它长期负债	101	101	101	101
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	101	101	101	101
其他	-39	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>713</b>	<b>1325</b>	<b>1940</b>	<b>2157</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-656</b>	<b>-518</b>	<b>-368</b>	<b>-171</b>	实收资本	490	544	544	544
债权募资	-108	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3446	5083	4449	4088
股权募资	0	2506	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-519	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>4159</b>	<b>6408</b>	<b>6389</b>	<b>6245</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-627</b>	<b>2506</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-1012</b>	<b>1015</b>	<b>-1069</b>	<b>-681</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 06 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

余文心 医药行业  
朱赵明 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,万孚生物,康华生物,康希诺,智飞生物,老百姓

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。