

投资评级 **优于大市** 维持

## 销售稳健增长，研发进入收获期

### 股票数据

04月04日收盘价(元)	59.03
52周股价波动(元)	28.18-95.50
总股本/流通A股(百万股)	544/160
总市值/流通市值(百万元)	32128/20650

### 相关研究

《销售稳健增长，关注全球管线进展》  
2023.01.09

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-21.2	-36.8	-29.3
相对涨幅 (%)	-20.5	-35.9	-34.7

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:肖治键

Tel:(021)23219164

Email:xzj14562@haitong.com

### 投资要点:

- 事件:** 公司发布 2022 年年报, 实现营业收入 7.7 亿元 (-45.9%), 归母净利润-10.0 亿元, 扣非归母净利润-11.2 亿元。公司第四季度收入 2.0 亿元 (-84.6%), 归母净利润-3.1 亿元, 扣非归母净利润-4.0 亿元。公司 2022 年整体毛利率 64.8%, 同比减少 30.4 个百分点; 销售费用率 57.1%, 同比增长 38.7 个百分点; 管理费用率 34.5%, 同比增长 19.4 个百分点; 研发费用率 127.2%, 同比增长 77.4 个百分点; 截至 2022 年末, 现金及现金等价物余额 20.7 亿元。2022 年收入减少主要由于 21 年收到西雅图基因公司支付的 2 亿美元首付款并确认收入, 而本年度无此部分收入; 归母净利润、扣非归母净利润减少主要因商业化投入和研发费用大幅度增加引起。

### 点评:

- 核心产品借势医保迅速放量, 商业化建设持续推进。**2021 年底公司两款上市产品泰它西普和维迪西妥单抗被纳入国家医保目录, 2022 年度产品销售收入实现快速增长; 两款产品合计营业收入为 7.4 亿元, 同比增长 462.2%; 毛利率为 72.7%, 同比下降 18.8 个百分点。维迪西妥单抗的尿路上皮癌适应症已被纳入 2022 年版医保目录, 我们认为产品将借势医保继续放量。公司商业化建设持续推进, 截至 2022 年底, 公司自身免疫商业化团队已组建 639 人的销售队伍, 已完成 495 家医院的准入; 肿瘤科商业化团队已组建 520 人的销售队伍, 并已完成 472 家医院的准入。

- 泰它西普中国 III 期临床验证全球 best-in-class 潜力, 适应症持续拓展。**泰它西普 (RC18) 为全球首个系统性红斑狼疮 (SLE) 治疗创新双靶生物制剂, 其 2022 年 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%,  $p < 0.001$ ), 我们认为其具备潜在 best-in-class 潜力。中国 SLE 适应症的完全获批所需补充申请材料已于 2022 年年底递交至 CDE, SLE 的国际多中心 III 期临床研究正在推进中。免疫球蛋白 A 肾病 (IgAN) 适应症在中国、美国均已进入 III 期临床; 原发性干燥综合征 (pSS) 在中国、美国均已进入 III 期临床; 重症肌无力 (MG) 在中国开展 III 期临床研究, 在美国获得孤儿药资格认定。视神经脊髓炎频谱系疾病 (NMOSD) 和类风湿关节炎 (RA) 两项适应症的 III 期临床均有序推进中。

- 维迪西妥单抗多条管线进入收获期。**维迪西妥单抗已被纳入 2022 年中国临床肿瘤学会 (CSCO) 指南用于治疗 HER2 表达晚期转移性胃癌三线治疗的 II 类推荐, 以及用于治疗晚期尿路上皮癌 (mUC) 一线治疗的 III 级推荐、二线及三线治疗的 II 级推荐。多条临床管线已经进入成熟期, 截至 2022 年底维

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1426	772	1376	2191	3163
(+/-)YoY(%)	46753.3%	-45.9%	78.2%	59.3%	44.4%
净利润 (百万元)	276	-999	-698	-478	-128
(+/-)YoY(%)	139.6%	-461.6%	30.1%	31.6%	73.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.51	-1.84	-1.28	-0.88	-0.24
毛利率(%)	95.2%	64.8%	80.4%	81.2%	82.7%
净资产收益率(%)	8.0%	-20.1%	-16.3%	-12.6%	-3.5%

 资料来源: 公司年报 (2021-2022), 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

迪西妥单抗联合 PD-1 及化疗或联合 PD-1 及赫赛汀治疗一线 HER2 表达胃癌 II/III 期临床试验已经递交 IND。尿路上皮癌 (UC): 维迪西妥单抗联合特瑞普利单抗注射液治疗一线 HER2 表达 UC 的 III 期临床试验顺利入组中, 联合吉西他滨灌注治疗非肌层浸润性膀胱癌 (NMIBC) 进入 I/II 期临床试验, 美国二线治疗 HER2 表达 UC 尿路上皮癌的 II 期临床推进中。乳腺癌: 国内 HER2 阳性乳腺癌伴肝转、HER2 低表达乳腺癌处于 III 期临床。其他适应症持续拓展, HER2 突变非小细胞肺癌国内 Ib 期、胆道癌 II 期、黑色素瘤 IIa 期、妇科恶性肿瘤 II 期临床均在进行中。

- **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) 的湿性老年黄斑变性、糖尿病黄斑水肿、糖尿病视网膜病变适应症分别进入国内 III 期、II 期、II 期。ADC 领域, RC88 (间皮素)、RC108 (c-MET)、RC118 (Claudin18.2) 均进入 I 期临床阶段。
- **盈利与估值。**我们预计 2023-25 年营收分别为 13.8 亿、21.9、31.6 亿元, 归母净利润分别为 -7.0 亿、-4.8、-1.3 亿元, EPS 分别为 -1.28、-0.88、-0.24 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, 核心产品适应症全面拓展, 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, 我们给予其 2023 年 25-30 倍 PS, 对应市值 344-413 亿元, 对应合理价值区间 63.19-75.83 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。

**表 1 公司分项业务拆分及预测**

	2021	2022	2023E	2024E
总收入 (百万元)	1426	772	1376	2191
YoY (%)	44884%	-46%	78%	59%
毛利率 (%)	92%	73%	75%	77%
维迪西妥单抗 (百万元)	84	400	630	994
YoY (%)		376%	57%	58%
毛利率 (%)	92%	73%	75%	77%
泰它西普 (百万元)	47	330	706	1157
YoY (%)		598%	114%	64%
毛利率 (%)	92%	73%	75%	77%
其他 (含项目授权收入, 百万元)	1295	42	40	40

资料来源: 公司 2022 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	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
2162.HK	康诺亚	16393	110	100	372	459	149	164	44	36
2171.HK	科济药业	7263	27	0	166	192	268	N/A	44	38
9926.HK	康方生物	35829	229	838	4510	3058	156	43	8	12
688428.SH	诺诚健华	21595	1043	619	1020	1453	21	35	21	15
<b>均值</b>							149	81	29	25

注: 收盘市值为 2023 年 4 月 4 日市值; 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	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>772</b>	<b>1376</b>	<b>2191</b>	<b>3163</b>
每股收益	-1.84	-1.28	-0.88	-0.24	营业成本	272	270	413	548
每股净资产	9.15	7.87	6.99	6.76	毛利率%	64.8%	80.4%	81.2%	82.7%
每股经营现金流	-2.32	-1.21	-0.93	-0.11	营业税金及附加	6	4	6	9
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	441	660	876	1107
P/E	-32.17	-46.03	-67.27	-251.19	营业费用率%	57.1%	48.0%	40.0%	35.0%
P/B	6.45	7.50	8.44	8.74	管理费用	266	385	526	633
P/S	41.61	23.35	14.66	10.16	管理费用率%	34.5%	28.0%	24.0%	20.0%
EV/EBITDA	-45.28	-68.64	-181.65	129.37	EBIT	-1075	-701	-463	-83
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-68	0	16	48
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-8.8%	0.0%	0.7%	1.5%
毛利率	64.8%	80.4%	81.2%	82.7%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	-129.4%	-50.7%	-21.8%	-4.0%	投资收益	12	0	0	0
净资产收益率	-20.1%	-16.3%	-12.6%	-3.5%	<b>营业利润</b>	<b>-995</b>	<b>-698</b>	<b>-478</b>	<b>-128</b>
资产回报率	-16.6%	-13.8%	-7.9%	-2.0%	营业外收支	-4	0	0	0
投资回报率	-20.9%	-15.8%	-9.7%	-1.5%	<b>利润总额</b>	<b>-999</b>	<b>-698</b>	<b>-478</b>	<b>-128</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	-887	-456	-178	255
营业收入增长率	-45.9%	78.2%	59.3%	44.4%	所得税	0	0	0	0
EBIT 增长率	-469.9%	34.8%	33.9%	82.1%	有效所得税率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润增长率	-461.6%	30.1%	31.6%	73.2%	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>-999</b>	<b>-698</b>	<b>-478</b>	<b>-128</b>
资产负债率	17.3%	15.0%	36.8%	41.3%					
流动比率	3.66	3.29	2.16	3.29	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	2.84	2.41	1.11	1.87	货币资金	2187	1008	777	888
现金比率	2.49	1.70	0.62	1.08	应收账款及应收票据	202	287	443	435
<b>经营效率指标</b>					存货	523	274	943	673
应收账款周转天数	47.64	64.00	60.00	50.00	其它流动资产	300	385	552	716
存货周转天数	531.30	531.00	531.00	531.00	流动资产合计	3212	1955	2716	2713
总资产周转率	0.15	0.25	0.40	0.51	长期股权投资	2	2	3	4
固定资产周转率	0.66	0.96	1.43	1.99	固定资产	1387	1492	1564	1610
					在建工程	1015	1115	1215	1315
					无形资产	56	72	81	90
					非流动资产合计	2809	3086	3308	3553
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>6021</b>	<b>5041</b>	<b>6025</b>	<b>6265</b>
净利润	-999	-698	-478	-128	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	222	214	279	329
非现金支出	200	245	285	338	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-4	-3	14	45	其它流动负债	655	381	977	495
营运资金变动	-457	-204	-331	-317	流动负债合计	877	595	1256	824
<b>经营活动现金流</b>	<b>-1260</b>	<b>-660</b>	<b>-508</b>	<b>-62</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-753	-519	-505	-578	其它长期负债	164	164	964	1764
投资	-71	-1	-1	-1	非流动负债合计	164	164	964	1764
其他	-27	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>1041</b>	<b>759</b>	<b>2220</b>	<b>2588</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-851</b>	<b>-519</b>	<b>-506</b>	<b>-579</b>	实收资本	544	544	544	544
债权募资	0	0	800	800	归属于母公司所有者权益	4980	4282	3805	3677
股权募资	2612	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-192	0	-16	-48	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>6021</b>	<b>5041</b>	<b>6025</b>	<b>6265</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>2420</b>	<b>0</b>	<b>784</b>	<b>752</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>312</b>	<b>-1179</b>	<b>-230</b>	<b>111</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 04 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 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,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,贝达药业,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,智飞生物,老百姓,新天药业

### 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。