



买入（维持）

所属行业：医药生物  
当前价格(元)：63.39

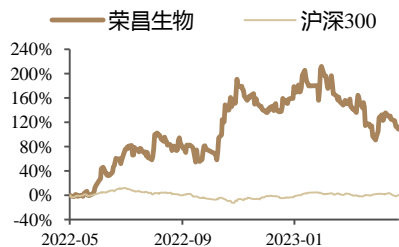
证券分析师

陈铁林  
资格编号：S0120521080001  
邮箱：chentl@tebon.com.cn

研究助理

李霁阳  
邮箱：lijy7@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.27	-16.59	-33.10
相对涨幅(%)	10.78	-14.13	-30.39

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《荣昌生物(688331.SH)：商业化符合预期，泰它西普海外进展顺利》，2022.10.30
- 《荣昌生物(688331.SH)：商业化进展顺利，2022Q1 实现营收 1.5 亿元》，2022.5.4

# 荣昌生物(688331.SH)：销售稳步增长，多个ADC进入临床

投资要点

- 业绩点评：**荣昌生物发布 2023 年一季报及 2022 年年报，2023 年 Q1 实现收入 1.68 亿元，公司 2022 年度实现营业收入 7.72 亿元，扣非归母净利润为-11.17 亿元。公司 2022 年研发费用 9.82 亿元、销售费用 4.41 亿元、管理费用 2.66 亿元。公司两大核心产品销售符合预期，费用控制良好，商业化开发稳步推进。公司两大核心产品海外价值空间大，RC28、RC88、RC98、RC108、RC118 等其他分子临床进展顺利，将陆续进入关键临床试验阶段。

- RC18 (泰它西普, BlyS/APRIL 融合蛋白)：**

- 1) 商业化：**自身免疫商业化团队已组建 639 人。2022 年，覆盖 1876 家医院，完成 495 家医院的准入；

- 2) 适应症开发：**系统性红斑狼疮(SLE)于 2021 年 3 月附条件获批，同年纳入医保，完全获批申请已递交 CDE；2022 年 9 月 IgA 肾病进入三期；2022 年 8 月，原发性干燥综合征(pSS)的 III 期临床获批开展；视神经脊髓炎(NMO) III 期临床试验，截至去年底已招募 149 名患者；重症肌无力(MG)2022 年 11 月获准开展三期。类风湿关节炎(RA)完成三期患者随访；

- 3) 海外：**SLE 全球三期临床进展顺利，2022 年 6 月完成美国首例入组给药，2022 年 10 月获批于欧洲开展临床。2022 年 11 月，FDA 同意 IgAN 适应症和原发性干燥综合征(pSS)的 III 期临床试验方案。

- RC48 (维迪西妥单抗, HER2-ADC)：**

- 1) 商业化：**肿瘤商业化团队 520 人，2022 年，共涵盖 1419 家医院，已完成 472 家医院的准入。

- 2) 适应症开发：**维迪西妥单抗分别于 2021 年 6 月、12 月获上市批准 HER2 二三线胃癌和二线尿路上皮癌。联合 PD-1 治疗一线尿路上皮癌、HER2 低表达乳腺癌和 HER2 阳性肝转移乳腺癌三个适应症正处于注册性临床阶段。

- 3) 海外权益授权给全球 ADC 龙头 Seagen，**公司已于 2022 年上半年在美国开展一项国际多中心、多臂、开放标签的 II 期关键性临床试验，以评估维迪西妥单抗作为治疗一线化疗失败后 HER2 表达 UC 患者的疗效，该项临床试验正在进行中。

- 多个创新分子处于临床阶段，ADC 管线丰富：**公司目前共有七个分子处于临床开发阶段。RC28 布局眼科，湿性老年黄斑变性(wAMD)处于 3 期临床，糖尿病黄斑水肿(DME)、糖尿病视网膜病变(DR)处于二期；RC88(间皮素 MSLN-ADC)已完成一期患者招募，目前正在数据清理阶段及患者拓展阶段；RC108(c-MET 靶向 ADC)一期患者招募中；RC118(Claudin 18.2 ADC)澳洲一期临床已完成三个剂量组的爬坡，中国一期招募中，获 FDA 授予的孤儿药资格。

- 盈利预测与投资建议。**公司专注创新，管线丰富，RC18、RC48 商业化有助于公司提前实现盈利。我们预计公司 2023/2024/2025 年实现收入为 14.59/21.21/31.64 亿元，归母净利润-7.46/-3.11/2.16 亿元，考虑到公司核心管线蓄势待发，海外前景可期，维持“买入”评级。

- 风险提示：**医保降价风险、竞争加剧风险、研发不及预期风险等

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	544.26		<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
流通 A 股(百万股):	160.25	营业收入(百万元)	1,426	772	1,459	2,121	3,164
52 周内股价区间(元):	29.27-93.37	(+/-)YOY(%)	46753.3%	-45.9%	89.0%	45.4%	49.1%
总市值(百万元):	34,500.83	净利润(百万元)	276	-999	-746	-311	216
总资产(百万元):	5,678.39	(+/-)YOY(%)	139.6%	-461.6%	25.3%	58.3%	169.6%
每股净资产(元):	8.60	全面摊薄 EPS(元)	0.51	-1.84	-1.37	-0.57	0.40
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	95.2%	64.8%	72.3%	80.0%	85.0%
		净资产收益率(%)	8.0%	-20.1%	-17.6%	-7.9%	5.2%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	-1.88	-1.37	-0.57	0.40
每股净资产	9.15	7.78	7.21	7.61
每股经营现金流	-2.32	-1.44	-0.08	-0.28
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	—	—	157.19
P/B	8.47	8.03	8.66	8.21
P/S	44.03	23.30	16.02	10.74
EV/EBITDA	-45.28	-55.09	-236.81	75.64
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	64.8%	72.3%	80.0%	85.0%
净利润率	-129.4%	-51.1%	-14.7%	6.8%
净资产收益率	-20.1%	-17.6%	-7.9%	5.2%
资产回报率	-16.6%	-15.2%	-6.7%	4.4%
投资回报率	-20.9%	-17.6%	-8.0%	4.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-45.9%	89.0%	45.4%	49.1%
EBIT 增长率	-469.9%	27.9%	57.6%	172.2%
净利润增长率	-461.6%	25.3%	58.3%	169.6%
偿债能力指标				
资产负债率	17.3%	13.7%	15.0%	16.1%
流动比率	3.7	4.5	4.1	4.3
速动比率	2.8	4.1	3.9	4.0
现金比率	2.5	2.8	2.6	1.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	47.6	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	531.3	300.0	90.0	60.0
总资产周转率	0.1	0.3	0.5	0.6
固定资产周转率	0.6	1.1	1.8	2.9

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-999	-746	-311	216
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	200	181	190	199
非经营收益	-4	3	3	3
营运资金变动	-457	-221	72	-572
经营活动现金流	-1,260	-783	-45	-154
资产	-753	0	0	0
投资	-71	0	0	0
其他	-27	0	0	0
投资活动现金流	-851	0	0	0
债权募资	0	0	0	0
股权募资	2,612	0	0	0
其他	-192	-3	-3	-3
融资活动现金流	2,420	-3	-3	-3
现金净流量	312	-786	-48	-158

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 4 日  
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	772	1,459	2,121	3,164
营业成本	272	404	424	475
毛利率%	64.8%	72.3%	80.0%	85.0%
营业税金及附加	6	7	11	16
营业税金率%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	441	657	849	1,107
营业费用率%	57.1%	45.0%	40.0%	35.0%
管理费用	266	292	318	380
管理费用率%	34.5%	20.0%	15.0%	12.0%
研发费用	982	875	849	949
研发费用率%	127.2%	60.0%	40.0%	30.0%
EBIT	-1,075	-776	-329	237
财务费用	-68	-30	-18	-17
财务费用率%	-8.8%	-2.0%	-0.8%	-0.5%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	12	0	0	0
营业利润	-995	-746	-311	254
营业外收支	-4	0	0	0
利润总额	-999	-746	-311	254
EBITDA	-887	-595	-139	436
所得税	0	0	0	38
有效所得税率%	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	-999	-746	-311	216

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,187	1,401	1,353	1,195
应收账款及应收票据	202	527	533	1,049
存货	523	150	62	96
其它流动资产	300	201	229	355
流动资产合计	3,212	2,280	2,177	2,695
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	1,387	1,308	1,209	1,092
在建工程	1,015	913	822	740
无形资产	56	56	56	56
非流动资产合计	2,809	2,628	2,438	2,239
资产总计	6,021	4,908	4,615	4,934
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	222	249	246	308
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	655	260	282	323
流动负债合计	877	509	527	630
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	164	164	164	164
非流动负债合计	164	164	164	164
负债总计	1,041	673	691	794
实收资本	544	544	544	544
普通股股东权益	4,980	4,234	3,923	4,140
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	6,021	4,908	4,615	4,934

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 分析师声明

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。

## 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；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。