



荣昌生物 (9995.HK) 2020 年业绩:

ADC 药物料年内获批, 提升目标价

荣昌生物 2020 年研发费用 4.7 亿元, 致净亏损扩大至 7.0 亿人民币。核心产品泰它西普 RC18 已获批上市, 我们预计 RC48 将于年内获批。我们重申“买入”评级, 目标价调升至 111.3 港元。

- **2020 年业绩。**2020 年研发费用 4.7 亿元, 较 2019 年增加 1.1 亿元, 净亏损 7 亿人民币, 较 2019 年亏损扩大 2.7 亿人民币, 主要由于研发开支增加。公司目前账上现金 28 亿人民币, 并计划在科创板二次上市, 现金充裕可支持临床试验项目的开展。根据中国证监会山东监管局披露信息, 公司已于 2021 年 3 月签订上市辅导协议, 预计融资后将加快研发推进。
- **泰它西普 RC18 在中国获批上市。**泰它西普 (品牌: 泰爱®) 用于治疗系统性红斑狼疮 (SLE) 已于 2021 年 3 月获 NMPA 批准上市。此外还有 6 项适应症在国内开展临床, 其中进度较快的适应症为视神经脊髓炎频谱系疾病 (NMOSD) 和类风湿关节炎 (RA), 目前均处于临床三期的患者招募阶段。NMOSD 临床试验已入组 115 人, 占目标入组人数 94%; RA 临床试验已入组 269 人, 占目标入组人数 56%, 因此我们预计第二个适应症将会是 NMOSD, 并将于 2022 年获批。公司实行中美双报, 美国进度较快的为 SLE, 2020 年 4 月获 FDA 授予快速通道资格, 并同意公司开展 III 期临床。
- **我们预计 Disitamab vedotin 年内获批。**公司已向 NMPA 提交了 ADC 药物 RC48 (Disitamab vedotin) 用于治疗 HER2 过表达局部晚期或转移性晚期胃癌 (GC) 的 NDA, 在 2020 年 8 月获 NMPA 受理和纳入优先审评, 我们预计年内可获批。公司已完成 HER2 过表达 UC 尿路上皮癌的 II 期注册性临床试验的患者招募并获突破性疗法资格, 公司预计 3Q21 递交 NDA, 还启动了 HER2 低表达 BC 的 III 期临床试验。产能扩建方面, 公司预计于 2021 年底扩增至 36,000 升。
- **重申买入评级, 目标价 111.3 港元:** 我们调整 rNPV 估值以反映公司研发管线的推进和产品获批, 并将目标价提升至 111.3 港元。三个主要在研药品泰它西普、Disitamab vedotin 和 RC28 每股价值分别为 87.6、12.8 和 10.8 港元。
- **投资风险:** 临床研发进度未如预期; 在美国进行的临床和商业计划可能受到中美关系影响; 药品销售不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	0	0	138	435	1,693
收入同比增速 (%)	-100%	NA	NA	215%	289%
归母净利润	-430	-698	-705	-616	129
PS (X)	NA	NA	281	89	23
ROE (%)	185%	-19%	-24%	-27%	5%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

朱倩岚

医疗分析师

vicky_zhu@spdbi.com
(852) 2808 6439

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2021 年 3 月 30 日

评级

买入

目标价 (港元)	111.3
潜在升幅/降幅	17%
目前股价 (港元)	95.1
52 周内股价区间 (港元)	60.6-149.8
总市值 (百万港元)	46,559
近 3 月日均成交额 (百万港元)	81

注: 截至 2021 年 3 月 29 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

相关报告:

《生物科技系列报告 (一): ADC 抗体偶联药物》(2020-12-19)

财务报表分析与预测 - 荣昌生物

利润表

人民币千元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收益	0	0	137,931	434,779	1,692,927
销售成本	0	0	-13,793	-43,478	-169,293
毛利	0	0	124,138	391,301	1,523,634
其他收入及收益	38,481	75,400	19,508	55,892	75,400
销售及分销开支	-621	-24,180	-27,586	-86,956	-338,585
行政开支	-68,434	-217,623	-239,385	-263,324	-289,656
研发成本	-352,066	-465,821	-510,950	-642,950	-771,540
金融资产减值亏损	134	-47	0	0	0
其他开支	-3,985	-36,324	-36,324	-36,324	-36,324
财务成本	-43,789	-29,226	-33,902	-33,902	-33,902
除税前亏损	-430,280	-697,821	-704,502	-616,263	129,026
所得税开支	0	0	0	0	0
净利润	-430,280	-697,821	-704,502	-616,263	129,026
基本及摊薄EPS (人民币)	-1.24	-1.45	-1.44	-1.26	0.26

现金流量表

人民币千元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
除税前亏损	-430,280	-697,821	-704,502	-616,263	129,026
物业、厂房及设备折旧	40,203	44,777	72,205	74,429	76,475
使用权资产折旧	1,769	1,891	19,661	17,259	15,193
其他无形资产摊销	800	576	1,376	1,004	733
存货增加	-1,576	-34,957	15,715	21,399	-275,759
应收票据减少	20,802	1,058	0	0	0
预付款项及其他资产减少	-10,683	-72,546	0	0	0
其他应付款项增加	23,481	-509,282	95,250	79,200	77,154
其他	72,738	-89,576	33,902	33,902	33,902
经营活动现金净额	-282,746	-1,355,880	-466,392	-389,069	56,724
购买物业、厂房及设备项目	-65,209	-100,000	-100,000	-100,000	-100,000
购买土地使用权项目	0	-2,500	-2,500	-2,500	-2,500
其他	-29,891	0	0	0	0
融资活动现金净额	-95,100	-102,500	-102,500	-102,500	-102,500
新增银行借款	146,000	48,124	0	0	0
股东出资	90,000	0	0	0	0
租赁付款的本金部分	-1,603	79,073	0	0	0
其他	172,925	4,065,159	-33,902	-33,902	-33,902
投资活动现金净额	407,322	4,192,356	-33,902	-33,902	-33,902
现金及现金等价物增加	29,476	2,733,976	-602,795	-525,472	-79,678
年初现金及现金等价物	5,069	34,545	2,768,521	2,165,726	1,640,254
外汇汇率变动	0	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	34,545	2,768,521	2,165,726	1,640,254	1,560,577

资产负债表

人民币千元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	459,713	802,568	830,363	855,934	879,459
使用权资产	11,007	137,939	120,778	106,019	93,326
其他无形资产	2,133	5,095	3,719	2,715	1,982
指定按公允价值计入其他全面收益的股权投资	11,448	12,907	12,907	12,907	12,907
其他非流动资产	67,436	181,841	181,841	181,841	181,841
非流动资产	551,737	1,140,350	1,149,607	1,159,415	1,169,515
存货	31,247	66,204	50,489	29,090	304,848
应收票据	1,058	0	0	0	0
预付款项、其他应收款项及其他资产	29,858	102,404	102,404	102,404	102,404
已抵押存款	40,866	40,212	40,212	40,212	40,212
现金及现金等价物	34,545	2,768,521	2,165,726	1,640,254	1,560,577
流动资产	137,574	2,977,341	2,358,832	1,811,960	2,008,041
贸易应付款项及应付票据	67,697	62,646	62,646	62,646	62,646
其他应付款项及应计费用	720,602	211,320	306,570	385,770	462,924
计息银行借款	60,000	108,124	108,124	108,124	108,124
租赁负债	1,602	42,990	42,990	42,990	42,990
递延收入	7,052	6,208	6,208	6,208	6,208
流动负债	856,953	431,288	526,538	605,738	682,892
租赁负债	3,762	46,578	46,578	46,578	46,578
递延收入	60,565	45,204	45,204	45,204	45,204
非流动负债	64,327	91,782	91,782	91,782	91,782
股本	0	489,837	489,837	489,837	489,837
实收资本	168,654	0	0	0	0
储备	-400,623	3,104,784	2,400,282	1,784,019	1,913,045
权益	-231,969	3,594,621	2,890,119	2,273,856	2,402,882

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股亏损	-1.24	-1.45	-1.44	-1.26	0.26
每股净资产	NA	7.46	5.90	4.64	4.91
每股经营现金流	NA	-2.81	-0.95	-0.79	0.12
每股销售	NA	0.00	0.28	0.89	3.46
估值 (倍)					
P/B	NA	11	13	17	16
P/S	NA	NA	281	89	23
盈利能力指标					
毛利率	NA	NA	90%	90%	90%
净利润率	NA	NA	-511%	-142%	8%
净资产收益率	185%	-19%	-24%	-27%	5%
资产回报率	-62%	-17%	-20%	-21%	4%
投资资本回报率	185%	-19%	-24%	-27%	5%
盈利增长					
营业收入增长率	-100%	NA	NA	215%	289%
经营效率指标					
应收票据周转天数	NA	NA	354	354	354
其他应付账款周转天数	5	1	1	1	1
偿债能力指标					
资产负债率	134%	13%	18%	23%	24%
流动比率(x)	0.2	6.9	4.5	3.0	2.9
速动比率(x)	0.1	6.7	4.4	2.9	2.5
现金比率(x)	0.3	0.9	0.9	0.9	0.8

E=浦银国际预测

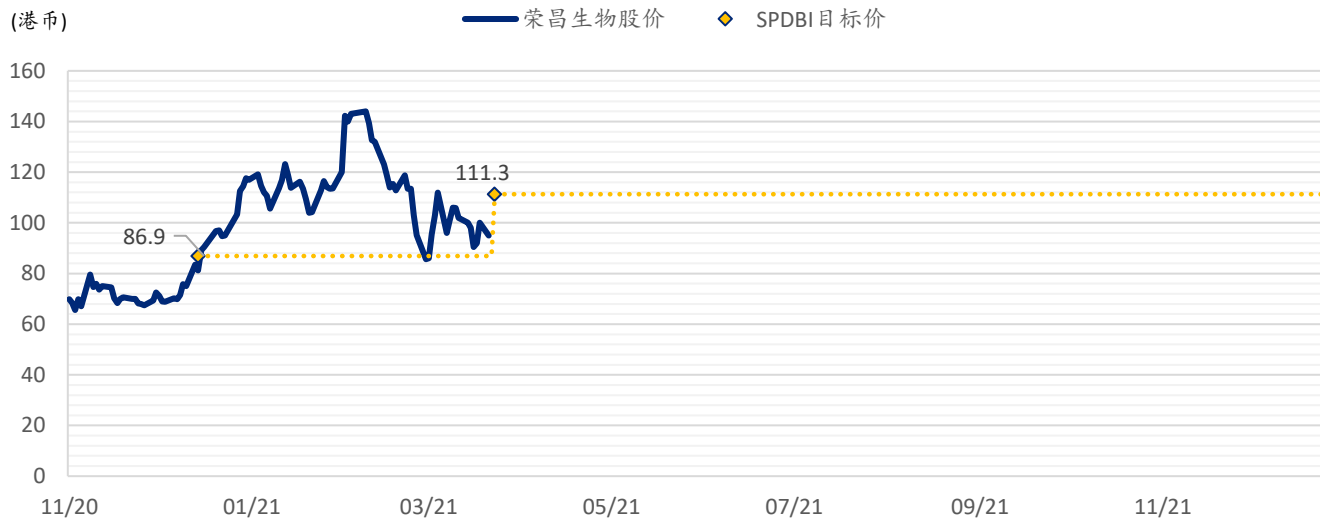
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：荣昌生物财务预测：新预测 vs 前预测

人民币百万	2021E			2022E			2023E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	137,931	133,033	3.7%	434,779	416,567	4.4%	1,692,927	-	NA
毛利润	124,138	119,729	3.7%	391,301	374,910	4.4%	1,523,634	-	NA
毛利率	90.00%	90.00%	-	90.00%	90.00%	-	90.00%	-	NA
净利润	-704,502	-530,553	NA	-616,263	-472,895	NA	129,026	-	NA

资料来源：浦银国际预测

图表 3：浦银国际目标价：荣昌生物



资料来源：Bloomberg、浦银国际

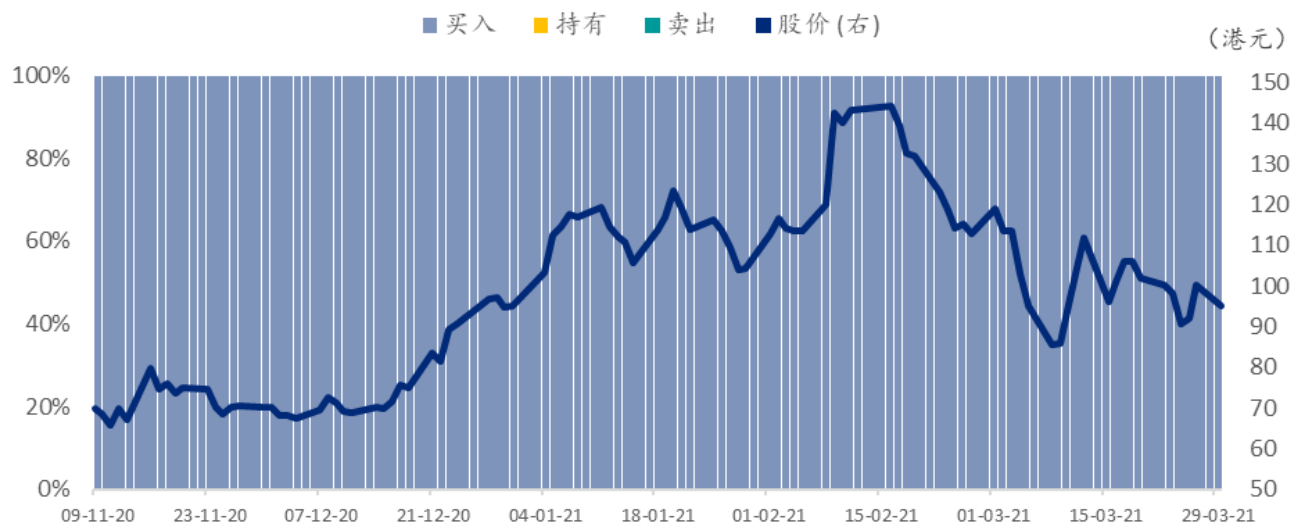
图表 4：SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (港币)	评级	目标价 (港币)	评级及目标价 发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	148.3	买入	240.0	2021年1月27日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	135.5	买入	175.8	2021年2月24日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	96.3	买入	133.0	2021年1月20日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	21.5	买入	28.0	2020年10月13日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	94.4	买入	122.4	2020年10月13日	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.5	买入	11.8	2021年2月2日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	71.1	买入	98.5	2021年3月25日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	95.1	买入	111.3	2021年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1007.0	持有	1334.0	2021年1月26日	生物科技

资料来源：Bloomberg、浦银国际。截至3月29日收盘价

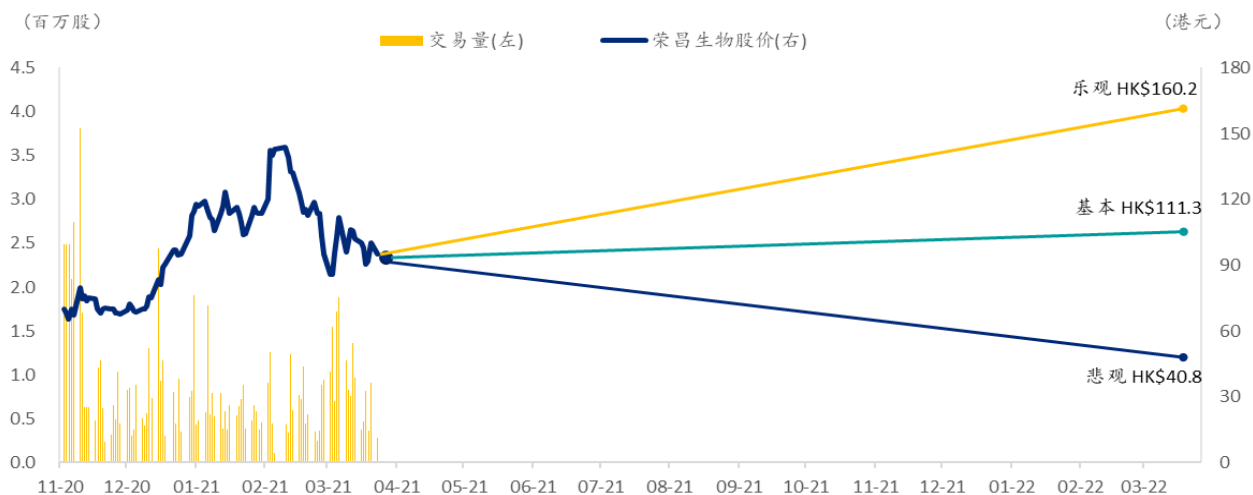
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 荣昌生物市场普遍预期



注: 股价截至 2021 年 3 月 29 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 荣昌生物 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司增长好于预期

目标价: 160.2 港元

概率: 30%

- 管线药物研发及获批进度快于预期;
- RC18 在美国顺利进行临床并获批;
- 新药上市后销售情况优于预期;
- 将管线内药品 License out 于其他地区获得收入。

悲观情景: 公司增长不及预期

目标价: 40.8 港元

概率: 20%

- 药物管线的开发和上市申请未如预期;
- RC18 在美国进行的临床和商业计划受到中美关系的影响而搁置;
- 药品销售不及预期。

资料来源: 浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(药明生物 2269.HK)的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼