



## 荣昌生物 (9995.HK): 公司澄清媒体不实指控, 近期临床进展顺利, 重申“买入”评级

1月3日, 荣昌生物股价下跌13.5%, 主因上一交易日收盘后媒体发布的不实报道引起市场对于公司财务数据真实性及内控方面的担忧。管理层于当日收盘后对该报道进行澄清, 并更新了多项临床进展和后续计划。在公司短期催化剂丰富、长期基本面依旧向好的情况下, 我们认为公司估值存在较大的修复空间, 重申对公司的“买入”评级。

- **公司澄清不实媒体报道:** 1月3日, 公司发布公告, 对媒体关于财务披露差异及因银行贷款转账安排及票据转让安排产生的内部控制风险进行澄清。公司表示媒体指控不实, 相关信息均已于公司港股及A股招股书中披露。详见我们于同日发布的短期策略(链接)。
- **泰它西普 (RC18) 临床稳步推进, 计划拓展儿童 SLE 及狼疮肾炎:** 泰它西普于2021年4月上市销售, 至今依从率有70-80% (即一开始使用的病人有70-80%仍在用)。各项临床稳步推进: 1) 系统性红斑狼疮 (SLE) 全球 III 期预计 1Q22 开始病人入组, 临床将分两个阶段进行, 第一阶段计划入组 90-100 例患者, 该阶段预计在 1.5-2 年内完成; 2) IgA 肾炎已在美国启动 II 期临床, 预计 2022 年入组完成, 2022-23 年启动注册性临床。整体进展符合此前市场预期。此外, 公司正在和 CDE 沟通新开展两项国内关键性临床, 希望能在 2022 年内启动病人入组: 1) 儿童 SLE (国内发病率约为 1.9-25.7/10 万人); 2) 狼疮性肾炎 (30-75/10 万人)。
- **维迪西妥单抗 (RC48) 美国关键临床即将启动:** 公司的海外合作伙伴 Seagen 预计于 2022 年开展两个维迪西妥单抗的海外关键临床试验: 1) 一项评估维迪西妥单抗二线治疗 HER2 过表达尿路上皮癌的单臂二期试验, 预计 1Q22 开始病人入组, 符合此前市场预期; 2) 一项评估维迪西妥联合帕博利珠单抗 (Keytruda®) 治疗一线 HER2 过表达尿路上皮癌的三期试验 (新计划)。在国内, 公司将在尿路上皮癌一线/围手术期治疗领域联合君实生物的 PD-1 特瑞普利单抗。管理层预计 2021 年产品销售中有约 2/3 来自超适应症用药 (乳腺癌、尿路上皮癌等), 短期内推广超适应症使用仍将是销售工作的重心。
- **管理层重申 2022 年产品销售收入指引 7-8 亿元:** 泰它西普和维迪西妥已于 1 月 1 日正式进入医保目录, 管理层维持今年对两款产品的收入指引不变: 泰它西普 3-3.5 亿元, 维迪西妥 4-5 亿元。但考虑到医保支付价格 (泰它西普 8.5 万元/年, 维迪西妥 29.6 万元/年) 略高于此前市场预期, 我们认为实际销售有一定可能超过该指引。我们重申对公司的“买入”评级并维持目标价在 145.0 港元。
- **投资风险:** RC18 及 RC48 销售未如预期; 海外临床和商业化延误。

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	1,500	3,380	4,173
同比变动 (%)	-100%*	NA	NA	125.3%	23.5%
归母净利润	-430	-698	231	1,662	2,034
PS (X)	NA	NA	30.3	13.4	10.9
ROE (%)	185.5%	-19.4%	6.0%	30.3%	27.0%

\* 公司于 2018 年有 1,132 万为关联方提供 CRO 业务收入, 2019 年末产生相关收入  
 E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

丁政宁

医疗分析师

ethan\_ding@spdbi.com  
 (852) 2808 6442

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan\_hu@spdbi.com  
 (852) 2808 6446

2022 年 1 月 4 日

### 评级

**买入**

目标价 (港元)	145.0
潜在升幅/降幅	115%
目前股价 (港元)	67.4
52 周内股价区间 (港元)	62.5-149.8
总市值 (百万港元)	32,991
近 3 月日均成交额 (百万港元)	75

注: 截至 2022 年 1 月 3 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2022 年 1 月 3 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

## 财务报表分析与预测 - 荣昌生物

### 利润表

人民币百万	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,500</b>	<b>3,380</b>	<b>4,173</b>
销售成本	0	0	-25	-49	-132
<b>毛利</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,475</b>	<b>3,331</b>	<b>4,041</b>
销售及分销开支	-1	-24	-225	-500	-609
行政开支	-68	-218	-225	-248	-272
研发成本	-352	-466	-780	-608	-743
<b>经营利润</b>	<b>-421</b>	<b>-708</b>	<b>245</b>	<b>1,975</b>	<b>2,417</b>
其他收入及收益	38	75	60	51	63
金融资产减值亏损	0	-0	-0	0	0
其他开支	-4	-36	-30	-68	-83
财务成本	-44	-29	-3	-3	-3
<b>除税前亏损</b>	<b>-430</b>	<b>-698</b>	<b>272</b>	<b>1,956</b>	<b>2,394</b>
所得税开支	0	0	-41	-293	-359
<b>净利润</b>	<b>-430</b>	<b>-698</b>	<b>231</b>	<b>1,662</b>	<b>2,034</b>

### 资产负债表

人民币百万	2019	2020	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	460	803	1,262	1,380	1,505
使用权资产	11	138	173	147	126
其他无形资产	2	5	11	9	8
按公允价值计入全面收益投资	11	13	13	13	13
其他非流动资产	67	182	150	158	165
<b>非流动资产</b>	<b>552</b>	<b>1,140</b>	<b>1,609</b>	<b>1,707</b>	<b>1,817</b>
存货	31	66	132	199	298
应收票据	1	0	5	5	5
预付款项、其他应收款项及其他	30	102	256	269	282
已抵押存款	41	40	113	118	124
现金及现金等价物	35	2,769	2,330	3,769	5,640
<b>流动资产</b>	<b>138</b>	<b>2,977</b>	<b>2,836</b>	<b>4,359</b>	<b>6,349</b>
贸易应付款项及应付票据	68	63	138	145	152
其他应付款项及应计费用	721	211	250	195	245
计息银行借款	60	108	50	51	52
租赁负债	2	43	60	66	73
递延收入	7	6	6	6	6
<b>流动负债</b>	<b>857</b>	<b>431</b>	<b>504</b>	<b>463</b>	<b>528</b>
租赁负债	4	47	70	70	70
递延收入	61	45	45	45	45
<b>非流动负债</b>	<b>64</b>	<b>92</b>	<b>115</b>	<b>115</b>	<b>115</b>
股本及实收资本	169	490	490	490	490
储备	-401	3,105	3,336	4,998	7,033
<b>权益</b>	<b>-232</b>	<b>3,595</b>	<b>3,826</b>	<b>5,488</b>	<b>7,523</b>

### 现金流量表

人民币百万	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>除税前亏损</b>	<b>-430</b>	<b>-698</b>	<b>231</b>	<b>1,662</b>	<b>2,034</b>
物业、厂房及设备折旧	40	49	140	153	167
使用权资产折旧	2	28	35	30	26
其他无形资产摊销	1	1	2	2	1
存货增加	-2	-35	-66	-66	-99
预付款项及其他资产减少	-11	-74	-154	-13	-13
其他应付款项增加	23	29	38	-55	50
其他	94	40	73	2	3
<b>经营活动现金净额</b>	<b>-283</b>	<b>-660</b>	<b>301</b>	<b>1,716</b>	<b>2,169</b>
购买物业、厂房及设备项目	-65	-443	-600	-270	-292
购买土地使用权项目	0	-35	-78	-5	-5
其他	-30	-0	0	0	0
<b>投资活动现金净额</b>	<b>-95</b>	<b>-479</b>	<b>-678</b>	<b>-275</b>	<b>-297</b>
银行借款净增加	146	168	-58	1	1
其他	261	3,736	-3	-3	-3
<b>融资活动现金净额</b>	<b>407</b>	<b>3,904</b>	<b>-61</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
<b>现金及现金等价物增加</b>	<b>29</b>	<b>2,765</b>	<b>-438</b>	<b>1,439</b>	<b>1,871</b>
年初现金及现金等价物	5	35	2,769	2,330	3,769
外汇汇率变动	0	-31	0	0	0
年末现金及现金等价物	35	2,769	2,330	3,769	5,640

### 主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
每股亏损	-1.2	-1.4	0.5	3.4	4.2
每股净资产	NA	7.5	7.8	11.2	15.4
每股经营现金流	NA	-1.4	0.6	3.5	4.4
每股销售	NA	0.0	3.1	6.9	8.5
<b>估值 (倍)</b>					
P/B	NA	8	7	5	4
P/S	NA	NA	18	8	7
<b>盈利能力指标</b>					
毛利率	NA	NA	98.3%	98.6%	96.8%
经营利润率	NA	NA	16.3%	58.4%	57.9%
净利润率	NA	NA	15.4%	49.2%	48.8%
<b>盈利增长</b>					
营业收入增长率	-100.0%	NA	NA	125.3%	23.5%
经营利润增长率	NA	NA	NA	706.1%	22.4%
净利润增长率	NA	NA	15.4%	49.2%	48.8%
<b>资产收益率指标</b>					
净资产收益率	185.5%	-19.4%	6.0%	30.3%	27.0%
资产回报率	-62.4%	-16.9%	5.2%	27.4%	24.9%
投资资本回报率	185.5%	-19.4%	6.0%	30.3%	27.0%
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率	133.7%	12.7%	13.9%	9.5%	7.9%
流动比率(x)	0.2	6.9	5.6	9.4	12.0
速动比率(x)	0.1	6.7	5.4	9.0	11.5
现金比率(x)	0.3	0.9	0.8	0.9	0.9

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 浦银国际目标价: 荣昌生物



注: 截至 2022 年 1 月 3 日收盘。  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	125.4	买入	240.0	2021 年 1 月 27 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	118.6	买入	210.0	2021 年 5 月 3 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	114.5	买入	202.6	2021 年 8 月 30 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	141.3	买入	208.5	2021 年 8 月 30 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	87.2	买入	155.0	2021 年 8 月 24 日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	6.2	持有	7.7	2021 年 12 月 22 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	27.4	买入	40.7	2021 年 11 月 17 日	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.2	买入	9.5	2021 年 5 月 13 日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	32.4	买入	84.4	2021 年 12 月 17 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	67.4	买入	145.0	2021 年 8 月 27 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	484.2	买入	974.0	2021 年 12 月 10 日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	5.6	买入	25.2	2021 年 6 月 28 日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	5.6	买入	9.1	2021 年 12 月 30 日	制药

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 1 月 3 日收盘价

## 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团—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经授权的行为。

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。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(兆科眼科 6622.HK)在过去 12 个月内有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。

## 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。

### 浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

### 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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

