



## 荣昌生物 (9995.HK): 泰它西普出海时间线仍未有明确指引, 下调至“持有”评级

2024 年公司收入指引为销售收入同比增长 50% 以上。考虑到国际化三期第二阶段消耗资金量较大, 我们预测目前公司资金计划可支撑约 3 年运营。目前公司仍未有明确泰它西普出海时间线指引及国际三期第一阶段数据读出指引。维持目标价 33 港元, 但下调至“持有”评级, 在尚未有明确出海前景下, 我们认为目前股价已反弹至合理估值水平。

• **2023 年业绩符合之前公布的业绩快报:** 2023 年公司实现收入 10.8 亿元 (+40.2% YoY), 其中产品销售为 10.5 亿元 (+42.1% YoY); 归母净亏损为 15.1 亿元 (+51.3% YoY), 整体业绩与之前公布的业绩预告基本一致。产品销售毛利率进一步上升至 75.9% (+12.4 ppts YoY), 主要受两款创新药 RC18、RC48 持续放量驱动。然而, 另一方面, 销售费用同比上升 75.9% 至 7.75 亿元, 远超销售收入增长速度 (销售费用率亦跃升 14.6 个百分点至 72%); 研发费用同比上升 33% 至 13.1 亿元, 研发费用率同比上升 6.5 个百分点, 主要由于核心产品更多进入后期关键性注册性临床导致; 行政费用同比上升 15.1% 至 3.1 亿元。

• **2023 年消耗现金 15 亿元, 我们预测目前公司资金计划能支撑约 3 年运营:** 2023 年运营现金净支出为 15 亿元, 23 年底现金结余为 7.27 亿元。根据业绩会管理层发言, 40 亿银行授信额度已反复和多家银行确认可滚动提取, 管理层认为该额度可支撑公司约 2 年运营。此外, 根据 3 月 30 日公告, 公司拟 A 股定增 25.5 亿元, 全部用于支持创新药研发。基于我们与公司之前的沟通, RC18 两个国际三期临床试验预计花费 2 亿美元左右, 需要 3-4 年时间完成。考虑到 24 年中预计国际三期第二阶段病人入组正式开始, 我们预测 24 年研发费用有可能会上涨至 15 亿元左右, 25-26 年研发费用则有可能为 17-18 亿元。因此我们预测目前现金及资金计划可支持公司约 3 年时间运营。另外, 2024 年公司指引为销售收入同比增长 50% 以上 (RC18、RC48 均实现 50% 以上), 管理层表示 1Q24 销售不错, 有信心公司能够完成全年指引。

• **泰它西普出海及国际三期第一阶段数据读出尚未有明确指引:** 业绩会管理层表示目前有海外合作伙伴在洽谈中, 但关于出海时间线并未有明确指引。公司目前仍在考虑衡量是否将国际三期第一阶段数据揭盲。根据公司和美国 FDA 的沟通, 若公司之后希望将国际三期第一阶段和第二阶段作为统一的数据提交美国上市申请, 则第一阶段数据不能揭盲及单独读出。此外, 随着国外公司 Blys April 靶点在 IgA 肾病适应症的顺利进展, 管理层认为这有助于增加投资者对 Blys April 靶点的信心, 且相对比国外竞争对手, RC18 除了 IgA 肾病之外仍有多项适应症拓展 (包括 SLE, PSS, MG 等), 具有一定差异化优势。

• **2024 年主要催化剂:** 1) RC18 潜在出海授权、RA 适应症中国获批、MG 适应症中国上市申报, 2) RC48 (HER2 ADC) 二期膀胱癌和乳腺癌数据读出, 3) RC88 妇科肿瘤 2 期数据读出, 及潜在出海授权交易。

• **维持 33 港元目标价, 但下调至“持有”评级:** 我们将 2024E/25E 净亏损下调至人民币 13.9 亿元/9 亿元, 主要由于上调研发费用预测及微调收入预测导致。基于我们 DCF 估值模型, (WACC: 10%, 永续增长率: 3%), 维持公司目标价 33 港元, 下调至“持有”评级。在未有明确 RC18 出海指引下, 我们认为公司目前股价已反弹至合理估值水平。若年内 RC18 能够实现出海, 则公司股票有望迎来主要上调机会。

阳景

首席医药分析师

Jing\_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师

ryan\_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2024 年 4 月 8 日

### 评级

持有

目标价 (港元)	33.0
潜在升幅/降幅	+12%
目前股价 (港元)	30.0
52 周内股价区间 (港元)	15.0-55.2
总市值 (百万港元)	26,667
近 3 月日均成交额 (百万)	71

### 市场预期区间

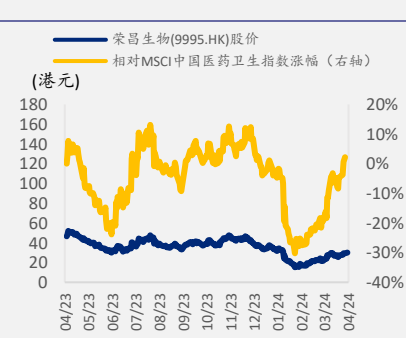


▲ SPDB 目标价    ◆ 目前价    ◆ 市场预期区间

\*数据截至 2024 年 4 月 5 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现





**投资风险：**出海授权延误或失败、现金流消耗大于预期、销售未如预期、研发延误或临床试验数据不如预期。

**图表 1：盈利预测和财务指标**

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	768	1,076	1,613	2,523	3,145
同比变动 (%)	-46.1%	40.2%	49.9%	56.4%	24.6%
归母净利润/(亏损)	-999	-1,511	-1,390	-924	-407
PS (X)	17.0	12.3	8.3	5.3	4.2

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

## 财务报表分析与预测 - 荣昌生物

### 利润表

人民币百万	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>收益</b>	<b>768</b>	<b>1,076</b>	<b>1,613</b>	<b>2,523</b>	<b>3,145</b>
销售成本	-270	-253	-387	-437	-504
<b>毛利</b>	<b>498</b>	<b>823</b>	<b>1,226</b>	<b>2,086</b>	<b>2,640</b>
销售及分销开支	-441	-775	-807	-883	-912
行政开支	-273	-314	-351	-386	-444
研发成本	-982	-1,306	-1,500	-1,766	-1,824
<b>经营利润</b>	<b>-1,197</b>	<b>-1,572</b>	<b>-1,432</b>	<b>-950</b>	<b>-540</b>
其他收入及收益	232	111	100	100	150
金融资产减值亏损	-11	-11	0	0	0
其他开支	-16	-15	0	0	0
财务成本	-7	-23	-58	-74	-88
<b>除税前亏损</b>	<b>-999</b>	<b>-1,511</b>	<b>-1,390</b>	<b>-924</b>	<b>-479</b>
所得税开支	0	0	0	0	72
<b>净利润</b>	<b>-999</b>	<b>-1,511</b>	<b>-1,390</b>	<b>-924</b>	<b>-407</b>

### 资产负债表

人民币百万	2022	2023	2024E	2025E	2026E
物业、厂房及设备	2,407	2,833	2,711	2,591	2,496
使用权资产	205	252	211	178	150
其他无形资产	17	24	20	17	14
按公允价值计入其他全面收益的股权投资	80	94	94	94	94
其他非流动资产	100	97	102	107	112
<b>非流动资产</b>	<b>2,809</b>	<b>3,299</b>	<b>3,138</b>	<b>2,987</b>	<b>2,866</b>
存货	523	742	955	1,082	1,129
应收票据	281	420	640	881	1,015
预付款项及其他	221	324	340	357	375
已抵押存款	118	17	18	19	19
现金及现金等价物	2,069	727	2,079	1,421	1,162
<b>流动资产</b>	<b>3,212</b>	<b>2,229</b>	<b>4,032</b>	<b>3,759</b>	<b>3,700</b>
贸易应付款项及应付票	222	139	285	314	294
其他应付款项及应计费	586	632	632	632	632
计息银行借款	0	286	286	286	286
租赁负债	60	58	58	58	58
递延收入	25	21	21	21	21
<b>流动负债</b>	<b>892</b>	<b>1,138</b>	<b>1,283</b>	<b>1,313</b>	<b>1,292</b>
银行借款	0	841	1,177	1,648	1,895
租赁负债	105	75	75	75	75
递延收入	44	38	38	38	38
<b>非流动负债</b>	<b>149</b>	<b>953</b>	<b>1,290</b>	<b>1,760</b>	<b>2,008</b>
股本&实收资本	544	544	544	544	544
储备	4,899	3,333	4,493	3,569	3,162
<b>权益</b>	<b>4,980</b>	<b>3,437</b>	<b>4,597</b>	<b>3,673</b>	<b>3,266</b>

E: 浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

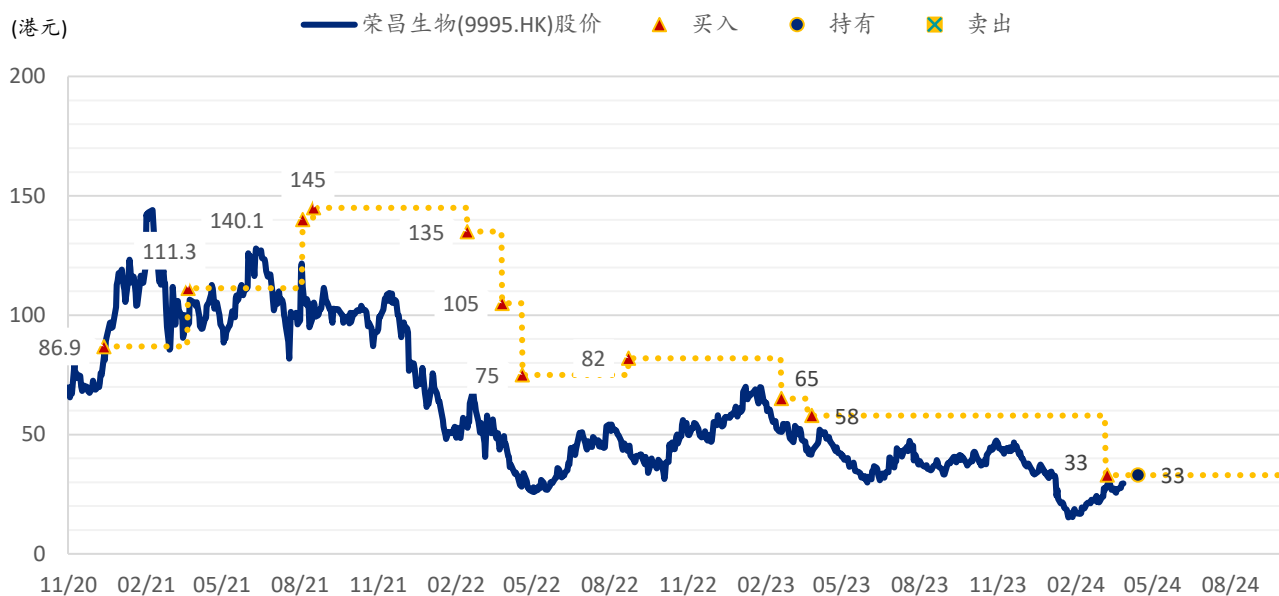
### 现金流量表

人民币百万	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>净利润/(亏损)</b>	<b>-999</b>	<b>-1,511</b>	<b>-1,390</b>	<b>-924</b>	<b>-407</b>
物业、厂房及设备折旧	121	279	283	271	259
使用权资产折旧	62	51	43	36	30
其他无形资产摊销	3	5	4	3	3
存货增加	-242	-219	-214	-127	-47
预付款项及其他资产减少	-64	-103	-16	-17	-18
其他应付款项增加	161	46	0	0	0
其他	-307	-50	-22	-143	-73
<b>经营活动现金净额</b>	<b>-1,264</b>	<b>-1,502</b>	<b>-1,312</b>	<b>-900</b>	<b>-252</b>
购买物业、厂房及设备项	-756	-323	-161	-151	-164
购买土地使用权项目	0	-5	-3	-3	-3
其他	-86	0	-0	-0	-0
<b>投资活动现金净额</b>	<b>-842</b>	<b>-328</b>	<b>-164</b>	<b>-154</b>	<b>-166</b>
银行借款净增加	0	1,127	336	471	247
其他	2,427	-640	2,492	-74	-88
<b>融资活动现金净额</b>	<b>2,427</b>	<b>487</b>	<b>2,828</b>	<b>397</b>	<b>159</b>
<b>现金及现金等价物增加</b>	<b>322</b>	<b>-1,343</b>	<b>1,352</b>	<b>-658</b>	<b>-259</b>
年初现金及现金等价物	1,757	2,069	727	2,079	1,421
外汇汇率变动	-9	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	2,069	727	2,079	1,421	1,162

### 主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
每股盈利/(亏损)	-1.9	-2.8	-2.6	-1.7	-0.7
每股净资产	9.4	6.4	8.4	6.7	6.0
每股经营现金流	-2.4	-2.8	-2.4	-1.7	-0.5
每股销售	1.4	2.0	3.0	4.6	5.8
<b>估值 (倍)</b>					
P/B	2.6	3.9	2.9	3.6	4.1
P/S	17.0	12.3	8.3	5.3	4.2
<b>盈利能力指标</b>					
毛利率	64.8%	76.5%	76.0%	82.7%	84.0%
经营利润率	-156.0%	-146.1%	-88.8%	-37.7%	-17.2%
净利润率	-130.1%	-140.4%	-86.2%	-36.6%	-12.9%
<b>盈利增长</b>					
营业收入增长率	-46.1%	40.2%	49.9%	56.4%	24.6%
净利润增长率	-130.1%	-140.4%	-86.2%	-36.6%	-12.9%
<b>资产收益率指标</b>					
净资产收益率	-20.1%	-44.0%	-30.2%	-25.2%	-12.5%
资产回报率	-16.6%	-27.3%	-19.4%	-13.7%	-6.2%
投资资本回报率	-20.1%	-44.0%	-30.2%	-25.2%	-12.5%
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率	17.3%	37.8%	35.9%	45.6%	50.3%
流动比率(x)	3.6	2.0	3.1	2.9	2.9
速动比率(x)	3.0	1.3	2.4	2.0	2.0
现金比率(x)	0.6	0.3	0.5	0.4	0.3

图表 2: 浦银国际目标价: 荣昌生物



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	26.2	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	16.4	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	12.1	买入	47.0	2024年2月29日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	15.5	买入	60.0	2024年2月29日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	150.0	买入	275.0	2024年2月27日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	90.7	买入	165.0	2024年2月27日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	125.6	买入	175.0	2024年2月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.9	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	21.9	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	29.5	买入	33.0	2024年4月8日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.9	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	35.8	买入	60.0	2024年3月21日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.6	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	0.9	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	45.1	买入	65.0	2024年3月20日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	4.1	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	29.9	买入	58.0	2024年3月27日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.8	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	14.5	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	16.5	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	2.8	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.3	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.1	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	2.8	买入	4.5	2024年4月3日	制药
2359 HK Equity	药明康德	35.2	买入	48.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	47.3	买入	60.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	8.9	买入	17.5	2024年4月2日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	20.4	持有	23.3	2024年4月2日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	13.4	持有	20.0	2024年3月27日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	281.3	买入	390.0	2023年11月1日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	12.6	买入	15.1	2024年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	3.7	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.9	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	8.2	买入	15.5	2024年4月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	24.1	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	9.2	买入	16.0	2024年3月22日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	432.0	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	11.0	买入	13.1	2024年3月28日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	2.8	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	11.1	持有	15.0	2024年3月21日	互联网医疗

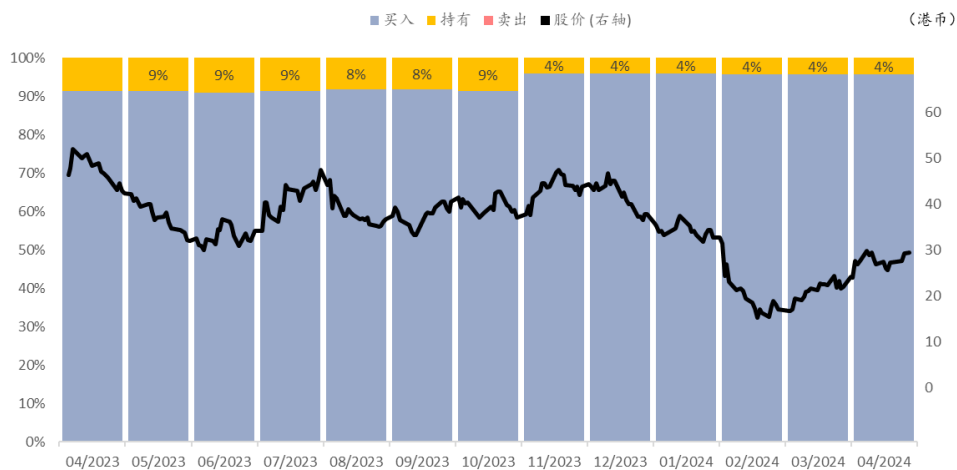
注：股价截至2024年4月5日港股收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际



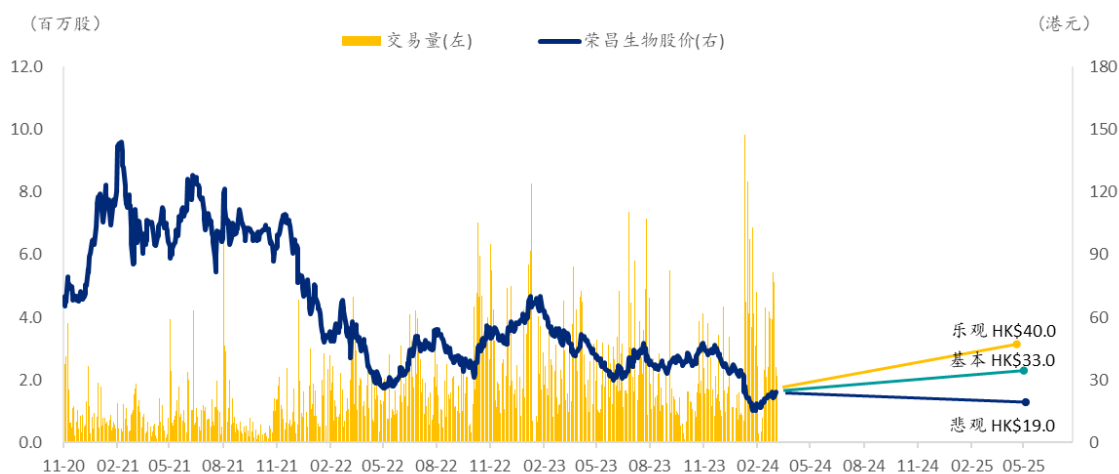
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 荣昌生物市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 荣昌生物 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 40.0 港元

概率: 20%

- 泰它西普出海快于预期, 交易条款较优;
- 管线药物研发及获批进度快于预期;
- 泰它西普峰值销售超 40 亿元;
- 维迪西妥中国销售超 30 亿元。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 19.0 港元

概率: 20%

- 泰它西普国际化三期延误, 出海授权未达预期;
- 药物管线的开发和上市申请未如预期;
- 泰它西普峰值销售低于 25 亿元;
- 维迪西妥中国销售低于 20 亿元。

资料来源: 浦银国际

## 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人士。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) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.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。

### 浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 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

