



## 荣昌生物 (9995.HK): 1Q24 净亏损符合预期; 公司维持 2024 年收入指引

1Q24 净亏损符合预期。公司维持 2024 年收入指引。我们维持“持有”评级和目标价 33 港元。在产品出海前景尚未有明确指引情况下,我们认为目前股价已处于合理估值区间。

● **1Q24 净亏损符合预期:** 1Q24 实现收入人民币 3.3 亿元 (+96.41% YoY, +6.6% QoQ), 略微低于我们预期; 净亏损为 3.49 亿元 (+7.8% YoY, -27.4% QoQ), 符合我们预期, 主要由于毛利率略好于我们预期、运营费用(销售费用、研发费用、行政费用) 低于我们预期及其他非运营收入低于我们预期。毛利率达到 77.5%, 较 4Q23 略微下降 0.5 个百分点。经营现金流净流出 4.3 亿元, 基本符合我们预期。

● **维持 2024 年收入同比增长 50% 的指引:** 根据我们与公司最近的沟通, 公司维持年报业绩会给出的 2024 年指引, 即整体收入同比增长 50%, 包括两款上市产品 (RC18、RC48) 收入均增长 50% 以上, 其中 RC18 有望增速略快于 RC48。从一季度销售来看, 收入略超公司内部原定目标, 管理层对全年销售实现 16 亿元收入目标充满信心。

● **A 股定增目前仍待监管审批, 发行时间尚未有指引:** 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。根据我们与公司最近的沟通, 该定增方案仍处于证监会审批状态, 预计需半年至 1 年时间审批。审批完成后, 公司会根据股价情况决定是否发行定增。该定增募资完成后, 预计将替换部分银行贷款。目前, 公司 40 亿元银行授信额度可支撑公司约 2 年时间运营 (详情见我们之前发布的 [年报业绩报告](#))。

● **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 1L MIBC (肌层浸润性膀胱癌) 新辅助治疗 (和 PD-1 联用) 数据和二期 2L CC (宫颈癌) 数据预计均于 2024 ASCO 大会读出, 3) RC88 (MSLN ADC): 1b 期 OC (卵巢癌)、CC (宫颈癌)、nsq-NSCLC (非鳞非小细胞肺癌) 数据预计于 2024 ASCO 大会读出, 及潜在出海授权交易。

● **维持“持有”评级和 33 港元目标价:** 维持公司目标价 33 港元和“持有”评级。在未有明确出海指引下, 我们认为公司目前股价处于合理估值区间。若年内 RC18 或 RC88 能够实现出海, 则公司股票有望迎来主要上调机会。

**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)	17.6	12.8	8.6	5.5	4.4

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

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

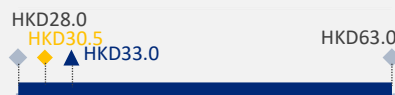
2024 年 4 月 29 日

### 评级

持有

目标价 (港元)	33.0
潜在升幅/降幅	+8%
目前股价 (港元)	30.5
52 周内股价区间 (港元)	15.0-50.3
总市值 (百万港元)	27,419
近 3 月日均成交额 (百万)	61

### 市场预期区间

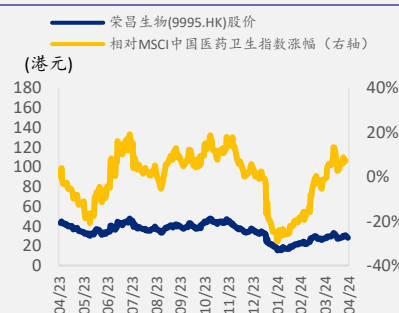


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

\*数据截至 2024 年 4 月 26 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、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据	222	139	285	314	294
其他应付款项及应付费用	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

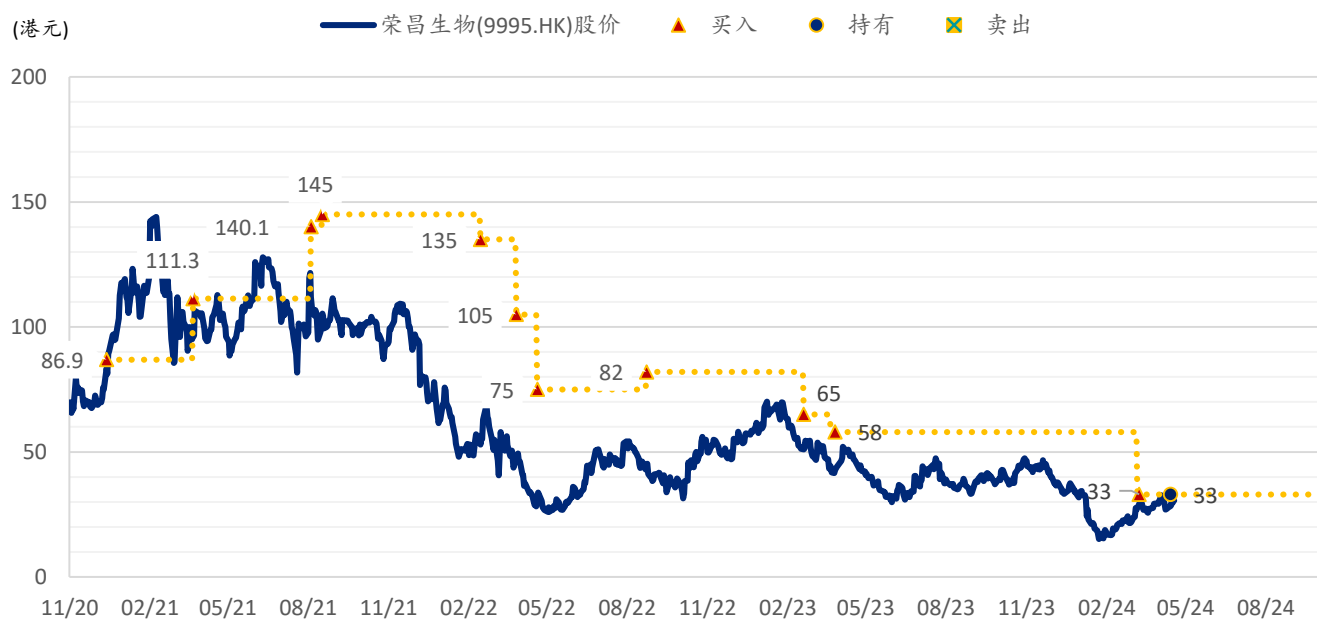
### 现金流量表

人民币百万	2022	2023	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、厂房及设备项目	-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	2.7	4.0	3.0	3.8	4.2
P/S	17.6	12.8	8.6	5.5	4.4
<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 发布尔日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	30.4	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	18.2	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	12.6	买入	47.0	2024年2月29日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	15.9	买入	60.0	2024年2月29日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	153.6	买入	275.0	2024年2月27日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	92.0	买入	165.0	2024年2月27日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	130.8	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	24.7	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	30.5	持有	33.0	2024年4月29日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.5	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	39.2	买入	60.0	2024年3月21日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.5	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	48.7	买入	65.0	2024年3月20日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	4.7	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	34.9	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	16.5	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	17.6	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.3	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	1.3	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	5.1	2024年4月9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	42.9	买入	60.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	9.5	买入	16.8	2024年4月26日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	19.2	持有	22.4	2024年4月26日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	13.5	持有	20.0	2024年3月27日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	288.8	买入	390.0	2023年11月1日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	13.3	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	1.0	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	9.2	买入	15.5	2024年4月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	24.9	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	10.3	买入	16.0	2024年3月22日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	493.7	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	11.1	买入	13.1	2024年3月28日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.0	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	11.0	持有	15.0	2024年3月21日	互联网医疗

注：股价截至 2024 年 4 月 26 日；

资料来源：Bloomberg、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

