

2025年08月29日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

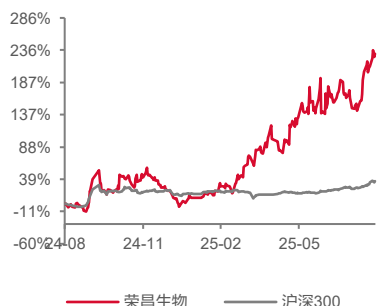
dyh@longone.com.cn

证券分析师

付婷 S0630525070003

futing@longone.com.cn

数据日期	2025/08/28
收盘价	83.88
总股本(万股)	56,361
流通A股/B股(万股)	16,222/0
资产负债率(%)	59.70%
市净率(倍)	20.05
净资产收益率(加权)	-23.66
12个月内最高/最低价	92.39/22.37



相关研究

《荣昌生物（688331）：收入持续快速增长，经营效率提升——公司简评报告》2024.11.06

《荣昌生物（688331）：核心产品销售大增，新适应症不断拓展——公司简评报告》2024.08.21

《荣昌生物（688331）：核心产品持续放量，临床进展顺利推进——公司简评报告》2024.03.29

荣昌生物（688331）：业绩持续向好，出海进展加速

——公司简评报告

投资要点

- **收入端延续高增长，利润端显著减亏。**2025H1，公司实现收入10.98亿元（同比+48.02%），归母净利润-4.50亿元（去年同期为-7.80亿元），扣非净利润-4.46亿元（去年同期为-7.94亿元）。报告期内，公司销售毛利率84.06%（同比+5.79pp），从费用端来看，研发费用率58.95%（同比-49.74pp），销售费用率为47.89%（同比-4.65pp），管理费用率13.33%（同比-6.58pp）。2025H1公司两大核心商业化产品泰它西普和维迪西妥单抗的销售显著放量，收入端延续高增长态势，同时公司加强费用控制管理，运营效率显著提升。
- **持续深耕核心产品，构建多层次管线。（1）泰它西普不断拓展自免适应症：**第三项适应症重症肌无力（MG）于5月获批上市，已通过今年医保目录形式审查，干燥综合征（pSS）国内III期临床达到主要研究终点，正在推进免疫球蛋白A肾病（IgAN）国内III期临床的随访工作，预计今年下半年BLA，进一步延长泰它西普生命周期。海外方面，泰它西普获得欧盟委员会授予的孤儿药资格认定，用于治疗重症肌无力。今年6月，根据公司与Vor Bio的授权许可，Vor Bio继续推进泰它西普用于治疗MG的全球多中心III期临床试验，患者入组工作正在进行中。（2）维迪西妥单抗不断推进肿瘤前线疗法：UC领域，维迪西妥单抗联合治疗一线HER2表达UC患者已递交上市申请。GC领域，联合治疗一线HER2低表达胃癌患者的III期临床开始入组病人。BC领域，单药二线治疗HER2阳性伴肝转移的晚期乳腺癌于5月获批上市，单药治疗二线HER2低表达乳腺癌已递交上市申请。海外方面，单药治疗二线UC的关键临床试验辉瑞推进中，联合治疗一线UC的全球多中心III期临床正在入组中。
- **管线出海持续落地。**泰它西普以总交易额42.3亿美元授权Vor Biopharma，公司通过此次合作获得23%的股权成为其第一大股东，深度参与泰它西普的全球开发进程。RC28治疗DME/wAMD的III期临床均已完成患者招募，预计在下半年递交上市申请；今年8月，公司将RC28在大中华及亚洲（除日本）权益授权给参天制药（中国），参天制药是亚洲最大的眼科药企，其强劲眼科商业化能力有望释放RC28的临床价值和商业化潜力。RC148是PD-1/VEGF双特异性抗体，单药治疗一线NSCLC、联合治疗二线NSCLC的临床试验已观察到良好的疗效及安全性，二线疗法获VDE突破性疗法认定，我们看好RC148的出海潜力。
- **投资建议：**公司核心产品的商业化能力不断提升，出海前景可期，我们上调2025-2026年盈利预测，新增2027年盈利预测，预计公司2025-2027年实现营业收入23.89/31.74/41.27亿元，归属于母公司净利润-8.75/-3.27/0.89亿元（2025-2026年原预测为-9.87/-3.56亿元），维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发进展不及预期风险；产品销售不及预期风险；海外拓展不及预期风险等。

盈利预测与估值简表

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	772	1083	1717	2389	3174	4127
增长率（%）	-45.87%	40.26%	58.54%	39.13%	32.86%	30.03%
归母净利润（百万元）	-999	-1511	-1468	-875	-327	89
增长率（%）	-461.6%	-51.3%	2.8%	40.4%	62.6%	127.3%
EPS（元/股）	-1.77	-2.68	-2.61	-1.55	-0.58	0.16
市盈率（P/E）	—	—	—	—	—	528.29
市净率（P/B）	9.49	13.75	23.80	40.90	57.07	51.51

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2025年8月28日收盘）

附录：三大报表预测值

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,717	2,389	3,174	4,127
%同比增速	59%	39%	33%	30%
营业成本	337	440	550	670
毛利	1,380	1,948	2,624	3,456
%营业收入	80%	82%	83%	84%
税金及附加	15	21	29	37
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	949	1,147	1,269	1,527
%营业收入	55%	48%	40%	37%
管理费用	317	358	381	413
%营业收入	18%	15%	12%	10%
研发费用	1,540	1,433	1,460	1,651
%营业收入	90%	60%	46%	40%
财务费用	69	58	73	81
%营业收入	4%	2%	2%	2%
资产减值损失	-10	0	0	0
信用减值损失	-11	0	0	0
其他收益	79	191	254	330
投资收益	-4	12	16	21
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0
资产处置收益	-1	0	0	0
营业利润	-1,456	-866	-318	99
%营业收入	-85%	-36%	-10%	2%
营业外收支	-13	-10	-10	-10
利润总额	-1,468	-875	-327	89
%营业收入	-86%	-37%	-10%	2%
所得税费用	0	0	0	0
净利润	-1,468	-875	-327	89
%同比增速	3%	40%	63%	127%
归属于母公司的净利	-1,468	-875	-327	89
%营业收入	-86%	-37%	-10%	2%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	-2.61	-1.55	-0.58	0.16

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	-2.61	-1.55	-0.58	0.16
BVPS	3.52	2.05	1.47	1.63
PE	—	—	—	528.29
PEG	—	—	—	4.15
PB	23.80	40.90	57.07	51.51
EV/EBITDA	-17.11	-	281.36	82.32
ROE	-74%	-76%	-40%	10%
ROIC	-29%	-18%	-6%	3%

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	762	496	489	889
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	588	730	864	974
存货	659	734	763	782
预付账款	241	308	374	436
其他流动资产	39	90	121	151
流动资产合计	2,290	2,358	2,611	3,232
长期股权投资	9	9	9	9
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2,457	2,542	2,495	2,358
无形资产	143	141	138	136
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	600	522	535	526
资产总计	5,499	5,572	5,788	6,260
短期借款	1,084	1,384	1,584	1,684
应付票据及应付账款	162	208	260	316
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	210	264	319	369
应交税费	37	60	79	103
其他流动负债	685	884	921	943
流动负债合计	2,178	2,799	3,163	3,416
长期借款	1,196	1,446	1,596	1,696
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	7	7	7
其他非流动负债	138	164	194	224
负债合计	3,512	4,416	4,959	5,342
归属于母公司的所有者权益	1,986	1,156	828	918
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1,986	1,156	828	918
负债及股东权益	5,499	5,572	5,788	6,260

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	-1,114	-533	83	538
投资	-7	-22	-17	-12
资本性支出	-258	-537	-387	-287
其他	17	113	12	17
投资活动现金流净额	-248	-446	-392	-282
债权融资	1,547	739	380	230
股权融资	1	19	0	0
支付股利及利息	-70	-67	-79	-87
其他	-85	26	0	0
筹资活动现金流净额	1,393	718	301	143
现金净流量	33	-266	-7	400

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2025 年 8 月 28 日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089