

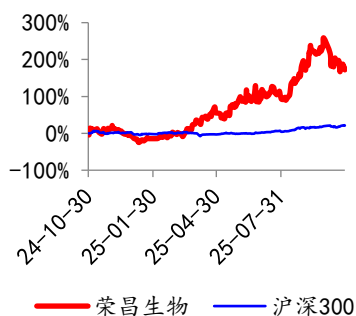
财务状况改善显著，IO+ADC 临床开发加速

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-31

收盘价（元）	88.66
近 12 个月最高/最低（元）	118.88/24.11
总股本（百万股）	564
流通股本（百万股）	162
流通股比例（%）	28.7%
总市值（亿元）	499.7
流通市值（亿元）	143.8

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：任婉莹

执业证书号：S0010525060003

邮箱：renwanying@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】公司点评荣昌生物 (688331.SH)：核心产品销售增长显著，海外临床进展步伐加速 2024-4-2
2. 【华安医药】荣昌生物 (688331.SH) 公司点评：两大核心药品放量显著，继续探索广阔新适应症 2023-03-30

主要观点：

● 事件 1

2025 年 10 月 30 日，荣昌生物发布 2025 年三季报，公司实现营业收入 17.20 亿元，同比+42.27%；归母净利润-5.51 亿元，同比+48.60%；扣非归母净利润-5.45 亿元，同比+50.31%。单季度来看，公司 2025Q3 收入为 6.22 亿元，同比+33.13%；归母净利润为-1.01 亿元，同比减亏 65.24%；环比减亏 48.25%；扣非归母净利润为-1.00 亿元，同比减亏 67.14%；环比减亏 48.45%。

● 事件 2

2025 年 10 月 15 日，公司自主研发的全球首创 BLyS/APRIL 双靶点融合蛋白创新药泰它西普（商品名：泰爱®）用于治疗原发性免疫球蛋白 A (IgA) 肾病的上市申请，已获国家药品监督管理局药品审评中心 (CDE) 受理，并纳入优先审评程序。泰它西普成为 IgA 肾病领域首个申报上市的国产原研新药，申报的剂型为泰它西普注射液（预充式注射器装），将为患者提供更加便捷的给药方式。

● 点评

✓ 费用率显著降低，财务状况改善显著

前三季度，公司整体毛利率为 84.27%，同比+4.51 个百分点；期间费用率 115.44%，同比-54.98 个百分点；其中销售费用率 47.83%，同比-3.68 个百分点；研发费用率 51.78%，同比-43.63 个百分点，管理费用率 12.54%，同比-6.87 个百分点；财务费用率 3.29%，同比-0.80 个百分点；经营性现金流净额为 2.17 亿元，同比 125.99%。

✓ IO+ADC 管线协同并进，研究成果多次荣登顶刊

- 公司主要商业化产品泰它西普的 IgA 肾病新适应症上市申请 NDA 获得受理，将于四季度在美国肾科年会 ASN 公布临床数据；其干燥综合征的新适应症上市申请也获得受理，其相关临床数据已公布于美国风湿年会 ACR；其系统性红斑狼疮 SLE 的中国 3 期临床研究成果发表于国际顶级医学期刊《新英格兰医学杂志》。同时，泰它西普用于其他自身免疫病例如眼肌型重症肌无力、抗结缔组织间质性肺炎的 3 期临床试验正在启动中。海外方面，其重症肌无力和干燥综合征的 3 期临床试验正在积极入组和准备中。
- 公司商业化 ADC 维迪西妥单抗联合治疗一线尿路上皮癌 3 期研究成果公布于 ESMO 2025 主席论坛，并同步发表于《新英格兰医学杂志》；其胃癌的联合治疗一线 HER2 低表达的 3 期临床试验正在进行入组，联合治疗一线 HER2 高表达适应症正在启动 3 期临床研究。海外方面，尿路上皮癌的单药二线治疗正由合作伙伴准备上市申报。
- 公司眼科 FIC 品种 VEGF/FGF 双融合蛋白 RC28-E 的大

中华区及亚洲区域权益在今年 8 月授权给日本参天公司，公司获得 2.5 亿元人民币首付款，以及最高可达 5.2 亿元人民币的近期开发及监管里程碑，和最高可达 5.25 亿元人民币的销售里程碑付款，另外公司还可获得高个位数至双位数百分比的梯度销售分成。目前，其糖尿病黄斑水肿 DME 的上市申请已获受理，其 wAMD 适应症计划于 2026 年申报上市申请。

- 公司双抗平台首个产品 RC148 (PD-1/VEGF) 正在进行一线 NSCLC 的联合治疗 2 期临床试验，目前已完成患者入组，目前正在进行随访，公司计划启动一线 NSCLC 的联合治疗 3 期临床试验。在 2025 年 ESMO 大会上，公司公布了 RC118 联合 RC148 (MSLNADC) 治疗二线胃癌的疗效与安全性数据，目前 PFS 已达到 8 个月，安全性优异，展示公司 IO+ADC 产品组合联合潜力。

● 投资建议

我们预计，公司 2025~2027 年收入分别 22.5/28.7/36.3 亿元，分别同比增长 31.1%/27.5%/26.6%，归母净利润分别为-7.6/-4.8/0.7 亿元，分别同比增长 48.0%/36.8%/113.5%。我们看好公司 IO+ADC 平台的持续研发及出海进程、泰它西普在自身免疫病领域的拓展能力，维持“买入”评级。

● 风险提示

销售不及预期风险；研发审批进度不及预期风险；新药研发失败风险；政策不确定风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1717	2251	2870	3634
收入同比 (%)	58.5%	31.1%	27.5%	26.6%
归属母公司净利润	-1468	-763	-482	65
净利润同比 (%)	2.8%	48.0%	36.8%	113.5%
毛利率 (%)	80.4%	81.2%	82.1%	82.2%
ROE (%)	-73.9%	-60.0%	-61.1%	7.6%
每股收益 (元)	-2.73	-1.35	-0.86	0.12
P/E	—	—	—	768.23
P/B	8.25	39.28	63.29	58.47
EV/EBITDA	-17.11	-182.94	2667.66	92.89

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2290	2831	3056	4061	营业收入	1717	2251	2870	3634
现金	762	622	735	1221	营业成本	337	423	514	647
应收账款	383	541	478	555	营业税金及附加	15	19	25	31
其他应收款	24	41	49	63	销售费用	949	1042	1125	1167
预付账款	241	358	412	529	管理费用	317	284	356	371
存货	659	980	1128	1446	财务费用	69	32	44	49
其他流动资产	219	288	254	247	资产减值损失	-10	0	0	0
非流动资产	3209	2888	2750	2435	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	9	9	9	9	投资净收益	-4	1	1	1
固定资产	2457	2152	1845	1536	营业利润	-1456	-753	-471	77
无形资产	143	134	125	117	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	600	593	771	773	营业外支出	13	10	11	12
资产总计	5499	5719	5806	6495	利润总额	-1468	-763	-482	65
流动负债	2178	2656	2652	3109	所得税	0	0	0	0
短期借款	1084	1384	1264	1544	净利润	-1468	-763	-482	65
应付账款	162	208	251	317	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	932	1064	1137	1248	归属母公司净利润	-1468	-763	-482	65
非流动负债	1334	1791	2365	2532	EBITDA	-1069	-289	20	572
长期借款	1196	1596	2196	2396	EPS (元)	-2.73	-1.35	-0.86	0.12
其他非流动负债	138	195	169	136					
负债合计	3512	4447	5017	5641					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	544	563	563	563					
资本公积	6291	6272	6272	6272					
留存收益	-4849	-5563	-6046	-5981					
归属母公司股东权	1986	1272	790	855					
负债和股东权益	5499	5719	5806	6495					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1114	-799	47	256	成长能力				
净利润	-1468	-763	-482	65	营业收入	58.5%	31.1%	27.5%	26.6%
折旧摊销	304	442	458	458	营业利润	3.1%	48.3%	37.4%	116.3%
财务费用	71	47	57	64	归属于母公司净利	2.8%	48.0%	36.8%	113.5%
投资损失	-2	-1	-1	-1	获利能力				
营运资金变动	-39	-545	3	-342	毛利率 (%)	80.4%	81.2%	82.1%	82.2%
其他经营现金流	-1410	-198	-474	419	净利率 (%)	-85.5%	-33.9%	-16.8%	1.8%
投资活动现金流	-248	-131	-331	-153	ROE (%)	-73.9%	-60.0%	-61.1%	7.6%
资本支出	-258	-211	-312	-132	ROIC (%)	-29.5%	-15.4%	-9.3%	2.2%
长期投资	-7	-20	-15	-18	偿债能力				
其他投资现金流	17	99	-4	-3	资产负债率 (%)	63.9%	77.8%	86.4%	86.8%
筹资活动现金流	1393	791	397	383	净负债比率 (%)	176.8%	349.6%	635.4%	660.0%
短期借款	800	300	-120	280	流动比率	1.05	1.07	1.15	1.31
长期借款	355	400	600	200	速动比率	0.64	0.56	0.57	0.66
普通股增加	0	19	0	0	营运能力				
资本公积增加	53	-19	0	0	总资产周转率	0.31	0.40	0.50	0.59
其他筹资现金流	185	91	-83	-97	应收账款周转率	5.04	4.87	5.63	7.03
现金净增加额	33	-141	113	486	应付账款周转率	2.34	2.29	2.24	2.28

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	-2.73	-1.35	-0.86	0.12	P/E	—	—	—	768.23
每股经营现金流	-1.98	-1.42	0.08	0.45	P/B	8.25	39.28	63.29	58.47
每股净资产	3.65	2.26	1.40	1.52	EV/EBITDA	-17.11	-182.94	2667.66	92.89

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所测算

分析师简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：任婉莹，医药分析师，负责创新药及制剂。武汉大学药理学本科，香港大学药理硕士，6 年心血管药理科研经历，曾任医药行业一级投资经理及产业 BD 战略经理。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。