

2025年11月03日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

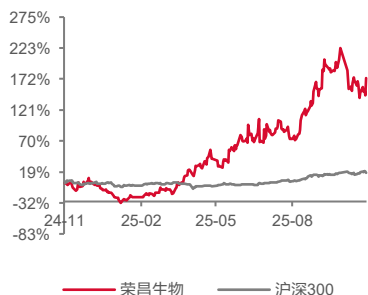
dyh@longone.com.cn

证券分析师

付婷 S0630525070003

futing@longone.com.cn

数据日期	2025/10/31
收盘价	99.12
总股本(万股)	56,361
流通A股/B股(万股)	16,222/0
资产负债率(%)	61.18%
市净率(倍)	24.08
净资产收益率(加权)	-26.70
12个月内最高/最低价	118.88/24.11



相关研究

《荣昌生物（688331）：业绩持续向好，出海进展加速——公司简评报告》2025.08.29

《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）：业绩表现强劲，亏损大幅收窄

——公司简评报告

投资要点

- **业绩表现强劲，亏损大幅收窄。**2025年前三季度，公司实现收入17.20亿元（同比+42.27%），归母净利润-5.51亿元（同比收窄48.60%），扣非净利润-5.45亿元（同比收窄50.31%）。Q3单季度实现营收6.22亿元（同比+33.13%，环比+8.72%），归母净利润-1.01亿元（同比收窄65.24%，环比收窄48.25%）。2025年前三季度，公司销售毛利率84.27%（同比+4.52pp），从费用端来看，销售费用率为47.83%（同比-3.68pp），管理费用率12.54%（同比-6.87pp），研发费用率51.78%（同比-43.63pp），其中Q3研发费用环比下降23.55%，主要由于泰它西普海外临床费用由合作方承担。公司核心商业化产品持续放量及费用优化，减亏趋势明显。
- **核心产品商业化加速，新适应症打开增长天花板。**（1）泰它西普多点开花驱动高增长：泰它西普销售维持高增长态势，重症肌无力（MG）于5月获批上市以来，Q3新患者数量快速增长，凭借其上游通路作用机制和适合长期维持治疗的特点，与现有药物形成差异化定位，市场放量可期。IgAN上市申请已获受理，将于ASN公布临床数据。干燥综合征（pSS）国内III期临床取得积极结果，上市申请已获受理。海外BD落地后使得海外临床试验及相关费用下降，显著降低了公司的研发开支。（2）维迪西妥单抗一线UC数据优异：RC48联合特瑞普利单抗一线治疗UC的III期研究数据亮相ESMO大会并同步发表于《新英格兰医学杂志》。数据显示，联合疗法组中位PFS达13.1个月（vs化疗组6.5个月），中位OS达31.5个月（vs化疗组16.9个月），ORR高达76.1%。该适应症已于7月申报上市，预计2026年年中获批，将为RC48打开全新的增长空间。海外方面，单药治疗二线UC正准备上市申报，联合治疗一线UC的全球多中心III期临床入组推进较快。
- **研发管线内部协同与外部合作并举。**RC28在大中华及亚洲（除日本）权益已授权给日本参天公司，治疗DME上市申请已获受理，wAMD预计2026年提交上市申请。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的临床随访已观察到良好的疗效及安全性，联合治疗一线NSCLC的II期已完成患者入组，目前在随访中。RC148与公司自研Claudin18.2 ADC RC118联合治疗二线胃癌的初步数据显示出8个月的PFS，展示了“内部联用”的巨大潜力，为PD-1耐药患者提供了新的治疗选择。
- **投资建议：**我们预计公司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/-3.29/0.88亿元，公司业绩表现强劲，核心产品的商业化能力不断提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发不及预期风险；新适应症拓展不及预期风险；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	-329	88
增长率（%）	-461.6%	-51.3%	2.8%	40.4%	62.5%	126.9%
EPS（元/股）	-1.77	-2.68	-2.61	-1.55	-0.58	0.16
市盈率（P/E）	—	—	—	—	—	632.29
市净率（P/B）	11.22	16.25	28.13	47.38	65.69	59.51

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2025年10月31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	74	82
%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	-319	98
%营业收入	-85%	-36%	-10%	2%
营业外收支	-13	-10	-10	-10
利润总额	-1,468	-875	-329	88
%营业收入	-86%	-37%	-10%	2%
所得税费用	0	0	0	0
净利润	-1,468	-875	-329	88
%同比增速	3%	40%	62%	127%
归属于母公司的净利	-1,468	-875	-329	88
%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	2.09	1.51	1.67
PE	—	—	—	632.29
PEG	—	—	—	4.98
PB	28.13	47.38	65.69	59.51
EV/EBITDA	-17.11	-	329.01	96.31
ROE	-74%	-74%	-39%	9%
ROIC	-29%	-18%	-6%	4%

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	762	403	394	793
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	2,265	2,516	3,136
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	524	537	529
资产总计	5,499	5,481	5,696	6,167
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	766	803	825
流动负债合计	2,178	2,681	3,045	3,298
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	10	10	10
其他非流动负债	138	165	195	225
负债合计	3,512	4,302	4,845	5,228
归属于母公司的所有者权益	1,986	1,179	850	939
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1,986	1,179	850	939
负债及股东权益	5,499	5,481	5,696	6,167

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	-1,114	-531	82	537
投资	-7	-22	-17	-12
资本性支出	-258	-537	-387	-287
其他	17	110	12	17
投资活动现金流净额	-248	-448	-392	-282
债权融资	1,547	621	380	230
股权融资	1	19	0	0
支付股利及利息	-70	-67	-79	-87
其他	-85	46	0	0
筹资活动现金流净额	1,393	620	301	143
现金净流量	33	-360	-8	399

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2025 年 10 月 31 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