

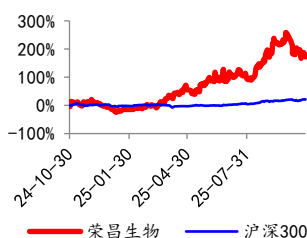
RC148 授权艾伯维，进入大药 post BD 阶段

投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-1-13

收盘价（元）	95.38
近 12 个月最高/最低（元）	118.88/25.98
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）	537.67
流通市值（亿元）	154.83

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)：财务状况改善显著，IO+ADC 临床开发加速 2025-10-31
2. 【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
3. 【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

2026 年 1 月 12 日，荣昌生物宣布，公司与艾伯维 Abbvie 就荣昌生物自主研发的新型靶向 PD-1/VEGF 双特异性抗体药物 RC148 签署独家授权许可协议。根据协议，艾伯维将获得 RC148 在大中华区以外地区的独家开发、生产和商业化权利。公司将收到一笔 6.5 亿美元的首付款，并有资格获得最高达 49.5 亿美元的开发、监管和商业化里程碑付款，以及在大中华区以外地区净销售额的两位数分级特许权使用费。

● 点评

✓ 26 开年重磅 BD 交易，IO 大药合作再加一员猛将

作为贯穿 2025 年全年的 BD 交易领域，作为下一代肿瘤免疫治疗基石药物的 PD-1/VEGF 领域已频出大额授权交易——从 2022 年 12 月康方生物的 AK112 以 5 亿美金首付款及有望达 50 亿美金的里程碑款项授权于 Summit Therapeutics，并在后续的临床进展中取得头对头击败 K 药、多项适应症强阳性等有力数据；再到 2025 年 5 月三生制药以 12.5 亿美元首付款以及最高达 48 亿美元的里程碑付款，将 SSGJ-707 授权于辉瑞，目前可见将有多项联合辉瑞自有 ADC 的临床即将开展；荣昌生物不逊于前两次 PD-1/VEGF 的大额授权交易赫然出现，俨然成为 2026 年中国创新药 BD 交易市场开年一记强音。

✓ 艾伯维上代药王曾筑辉煌，自免肿瘤耕耘深厚

艾伯维作为在肿瘤领域底蕴深厚的跨国药企，致力于提升治疗标准，为全球罹患难治性癌症的患者带来变革性疗法，正在针对血液肿瘤和实体瘤在内的多种癌症类型推进多元化在研疗法管线，专注于开发能够抑制癌细胞增殖或促使其凋亡的靶向药物，布局小分子疗法、抗体药物偶联物 (ADC)、免疫肿瘤疗法、多特异性抗体及新型 CAR-T 平台等多种靶向治疗模式。艾伯维有一支专业且经验丰富的团队携手创新型合作伙伴，共同加速潜在突破性疗法的开发与落地。

获得荣昌生物的 RC148 后进一步扩充公司 IO2.0 布局，为后续联合用药的临床开发提供基石药物。

图表 1 已达成的主要 PD-1/VEGF 交易

管线名	授权方	受让方	首付款+里程碑(亿美元)	交易时间	交易日公司市值	现市值
AK112	康方生物	Summit	5+50	6/12/2022	287	1162
SSGJ-707	三生制药	辉瑞	12.5+48	20/5/2025	368	688
RC 148	荣昌生物	艾伯维	6.5+49.5	12/1/2026	538	538

市值按照 2026/1/12 收盘价，康方生物、三生制药为港股，荣昌生物取 A 股市值
 仅以首次合作口径，未计算补充协议

资料来源：各公司官网，iFinD，华安证券研究所

图表 2 艾伯维主要 ADC 管线

药物名	靶点	适应症	临床阶段
EMRELIS® (Teliso-V)	cMET ADC (MMAE)	非小细胞肺癌	已上市
ELAHERE® (mirvetuximab soravtansine)	FRa ADC (DM4)	2L+铂耐药卵巢癌 铂敏感卵巢癌	已上市(铂耐药)/ Phase3(铂敏感)
Temab-A (ABBV-400)	cMET ADC (Top1i)	结直肠癌/实体瘤/ 胃腺癌/非小细胞肺 癌	Phase3/Phase1/ Phase2/Phase2
Pivekimab	CD123 ADC FRa ADC (DM21)	BPDCN/AML 卵巢癌/子宫内膜癌	已上市/Phase2 Phase2/Phase1
ABBV-319	CD19 ADC (IGN)	多种 B 细胞恶性肿 瘤 DLBCL/FL/CLL	Phase1
ABBV-706	SEZ6 ADC (Top1i)	小细胞肺癌/神经内 分泌癌	Phase1
ABBV-969	PSMA/ STEAP1 ADC (Top1i)	转移性去势抵抗性 前列腺 mCRPC	Phase1

资料来源：艾伯维官网，华安证券研究所

● 投资建议

考虑到公司 BD 首付款对 2026 年有较大的一次性影响，以及未来里程碑将带来增量收入，我们上调对公司的业绩预测。我们预计 2025~2027 年收入分别 22.5/74.2/39.8 亿元（前值为 22.5/28.7/36.3 亿元），分别同比增长 31.1%/229.6%/-46.3%，归母净利润分别为-7.6/31.9/2.2 亿元（前值为-7.6/-4.8/0.7 亿元），分别同比增长 48.0%/517.8%/-93.1%。我们看好 RC148 后续的临床推进、公司后续管线的推进、公司上市产品的销售稳定放量，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	7420	3984
收入同比 (%)	58.5%	31.1%	229.6%	-46.3%
归属母公司净利润	-1468	-763	3189	220
净利润同比 (%)	2.8%	48.0%	517.8%	-93.1%
毛利率 (%)	80.4%	81.2%	82.1%	82.2%
ROE (%)	-73.9%	-60.0%	71.5%	4.7%
每股收益 (元)	-2.73	-1.35	5.66	0.39
P/E	—	—	16.86	244.53
P/B	8.25	42.27	12.05	11.49
EV/EBITDA	-17.11	-196.09	15.01	76.56

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	8270	7997	营业收入	1717	2251	7420	3984
现金	762	622	2291	4887	营业成本	337	423	1328	709
应收账款	383	541	1237	609	营业税金及附加	15	19	64	34
其他应收款	24	41	126	69	销售费用	949	1042	1113	1195
预付账款	241	358	1066	579	管理费用	317	284	304	378
存货	659	980	2916	1585	财务费用	69	32	44	18
其他流动资产	219	288	634	268	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	3200	232
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	11020	10432	利润总额	-1468	-763	3189	220
流动负债	2178	2656	4194	3219	所得税	0	0	0	0
短期借款	1084	1384	1264	1544	净利润	-1468	-763	3189	220
应付账款	162	208	648	347	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	932	1064	2282	1328	归属母公司净利润	-1468	-763	3189	220
非流动负债	1334	1791	2365	2532	EBITDA	-1069	-289	3691	695
长期借款	1196	1596	2196	2396	EPS (元)	-2.73	-1.35	5.66	0.39
其他非流动负债	138	195	169	136					
负债合计	3512	4447	6559	5751					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	544	564	564	564					
资本公积	6291	6271	6271	6271					
留存收益	-4849	-5563	-2374	-2155					
归属母公司股东权益	1986	1272	4461	4681					
负债和股东权益	5499	5719	11020	10432					

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	1604	2365	成长能力				
净利润	-1468	-763	3189	220	营业收入	58.5%	31.1%	229.6	-46.3%
折旧摊销	304	442	458	458	营业利润	3.1%	48.3%	524.9	-92.8%
财务费用	71	47	57	64	归属于母公司净利	2.8%	48.0%	517.8	-93.1%
投资损失	-2	-1	-1	-1	获利能力				
营运资金变动	-39	-545	-2111	1613	毛利率 (%)	80.4%	81.2%	82.1%	82.2%
其他经营现金流	-1410	-198	5313	-1381	净利率 (%)	-85.5%	-33.9%	43.0%	5.5%
投资活动现金流	-248	-131	-332	-153	ROE (%)	-73.9%	-60.0%	71.5%	4.7%
资本支出	-258	-211	-313	-132	ROIC (%)	-29.5%	-15.4%	38.6%	2.6%
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%	59.5%	55.1%
筹资活动现金流	1393	791	397	383	净负债比率 (%)	176.8	349.6	147.0	122.9
短期借款	800	300	-120	280	流动比率	1.05	1.07	1.97	2.48
长期借款	355	400	600	200	速动比率	0.64	0.56	1.02	1.80
普通股增加	0	20	0	0	营运能力				
资本公积增加	53	-20	0	0	总资产周转率	0.31	0.40	0.89	0.37
其他筹资现金流	185	91	-83	-97	应收账款周转率	5.04	4.87	8.35	4.32
现金净增加额	33	-141	1670	2595	应付账款周转率	2.34	2.29	3.10	1.42

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	-2.73	-1.35	5.66	0.39	P/E	—	—	16.86	244.53
每股经营现金流	-1.98	-1.42	2.85	4.20	P/B	8.25	42.27	12.05	11.49
每股净资产	3.65	2.26	7.91	8.30	EV/EBITDA	-17.11	-	15.01	76.56

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。