



买入(维持)

行业： 医药生物
日期： 2026年01月22日

分析师： 彭波
E-mail： pengbo@yongxingsec.com
SAC 编号： S1760524100001

基本数据

01月21日收盘价(元)	103.53
12mthA 股价格区间(元)	27.22-118.88
总股本(百万股)	563.71
无限售 A 股/总股本	28.80%
流通市值(亿元)	168.06

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind， 甬兴证券研究所

相关报告：

《收入快速增长，在研产品临床突破》

——2025年11月25日

RC148 达成重磅 BD，创新管线持续推进

——荣昌生物（688331.SH）事件点评

事件

2026年1月，公司发布公告，公司与艾伯维就 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开发、生产和商业化的独家权利。协议经相关监管批准生效后，荣昌生物将收到 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。

核心观点

RC148 在 ESMO 公布的临床数据表现优异

据公司公众号，2025年12月，荣昌生物 RC148 单药一线及联合方案二线治疗非小细胞肺癌 I/II 期临床研究数据在 ESMO 公布，研究数据显示，RC148 单药与联合方案均显示出突出的临床疗效和可控的安全性，其中在单药扩展方面，在疗效可评估人群中，客观缓解率 (ORR) 达 61.9%，疾病控制率 (DCR) 为 100%；各亚组均观察到疗效获益，PD-L1 高表达 (TPS ≥ 50%) 患者的 ORR 达 77.8%；中位随访时间约 7 个月，中位无进展生存期 (mPFS) 尚未达到，6 个月无进展生存率为 85%；联合扩展方面，RC148 20 mg/kg Q3W 联合多西他赛展现出优秀的疗效，ORR 达 66.7%，DCR 为 95.2%；各亚组均观察到疗效获益，PD-L1 阳性 (TPS ≥ 1%) 患者的 ORR 达 80%；中位随访时间约 7 个月，mPFS 为 8.3 个月；安全性方面，RC148-C001 研究单药治疗最常见的不良反应为高胆固醇血症、高甘油三酯血症和蛋白尿；联合治疗最常见的不良反应为白细胞减少、中性粒细胞计数下降和血小板计数下降。

公司创新产品稳步推进，覆盖自免、肿瘤、眼科三大板块

公司创新产品涵盖自免、肿瘤、眼科三大板块。据公司官网，自免领域，截至 26 年 1 月，RC18 系统性红斑狼疮、类风湿关节炎、重症肌无力适应症中国已上市，系统性红斑狼疮、类风湿关节炎、重症肌无力适应症全球进入关键三期，干燥综合症中国进入 NDA，全球进入关键三期。肿瘤方面，截至 26 年 1 月，RC48 HER2 表达胃癌适应症中国已上市；HER2 表达尿路上皮癌适应症中国已上市以及全球进入关键三期，更多新适应症推进中；RC88、RC108、RC148 临床二期推进中。眼科方面，截至 26 年 1 月，RC28 湿性老年性黄斑变性适应症中国进入关键三期。

盈利预测与投资建议

预计公司 25-27 年营业收入分别约 23.2/80.3/39.1 亿元，同比增长 35.3%/245.8%/-51.3%；归母净利润分别约 -6.5/40.6/1.4 亿元，由于 RC148 重磅 BD 首付款预计 26 年到账，我们预计 2026 年公司可以实现盈利，2026/1/21 对应 PS 估值分别为 25/7/15X，持续覆盖，维持“买入”评级。

风险提示

产品销售不达预期；在研管线临床试验失败；海外拓展不达预期风险。

盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,717	2,323	8,031	3,911
年增长率 (%)	58.5%	35.3%	245.8%	-51.3%
归属于母公司的净利润	-1,468	-646	4,057	137
年增长率 (%)	—	—	—	-96.6%
每股收益 (元)	-2.73	-1.15	7.20	0.24
市盈率 (X)	—	—	14.39	427.43
净资产收益率 (%)	-73.9%	-45.9%	74.5%	2.4%

资料来源：Wind， 甬兴证券研究所 (2026 年 01 月 21 日收盘价)

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	2,229	2,290	2,850	7,583	8,244	
货币资金	743	762	1,074	5,288	5,263	
应收及预付	647	829	846	1,089	1,433	
存货	742	659	693	918	1,194	
其他流动资产	97	39	237	289	354	
非流动资产	3,299	3,209	3,177	3,171	3,084	
长期股权投资	3	9	11	13	15	
固定资产	2,031	2,457	2,307	2,174	2,039	
在建工程	796	283	496	591	588	
无形资产	144	143	163	181	198	
其他长期资产	326	316	200	212	245	
资产总计	5,528	5,499	6,027	10,754	11,329	
流动负债	1,128	2,178	3,098	3,604	3,847	
短期借款	284	1,084	1,324	1,524	1,684	
应付及预收	139	162	198	236	273	
其他流动负债	705	932	1,576	1,844	1,890	
非流动负债	963	1,334	1,521	1,706	1,901	
长期借款	841	1,196	1,396	1,596	1,796	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	122	138	125	110	105	
负债合计	2,091	3,512	4,619	5,310	5,747	
股本	544	544	564	564	564	
资本公积	6,238	6,291	6,291	6,291	6,291	
留存收益	-2,854	-4,322	-4,969	-912	-776	
归属母公司股东权益	3,437	1,986	1,408	5,445	5,581	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
负债和股东权益	5,528	5,499	6,027	10,754	11,329	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	1,083	1,717	2,323	8,031	3,911	
营业收入	244	337	356	472	614	
营业税金及附加	8	15	16	16	27	
销售费用	775	949	1,045	1,205	1,369	
管理费用	304	317	325	402	430	
研发费用	1,306	1,540	1,161	1,205	1,291	
财务费用	-5	69	77	83	51	
资产减值损失	-13	-10	0	0	0	
公允价值变动收益	0	2	0	0	0	
投资净收益	7	-4	-6	-8	-8	
营业利润	-1,502	-1,456	-627	4,682	176	
营业外收支	-10	-13	-19	-19	-19	
利润总额	-1,511	-1,468	-646	4,663	157	
所得税	0	0	0	606	20	
净利润	-1,511	-1,468	-646	4,057	137	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	-1,511	-1,468	-646	4,057	137	
EBITDA	-1,260	-1,069	-171	5,122	585	
EPS (元)	-2.80	-2.73	-1.15	7.20	0.24	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	-1,503	-1,114	380	4,359	58	
净利润	-1,511	-1,468	-646	4,057	137	
折旧摊销	241	304	399	376	377	
营运资金变动	-272	-39	512	-194	-583	
其它	40	89	116	120	128	
投资活动现金流	-817	-248	-511	-417	-336	
资本支出	-853	-258	-419	-359	-279	
投资变动	-72	-7	-189	-48	-48	
其他	108	17	96	-10	-10	
筹资活动现金流	978	1,393	443	272	254	
银行借款	1,125	1,155	440	400	360	
股权融资	34	1	0	0	0	
其他	-181	237	3	-128	-106	
现金净增加额	-1,343	33	311	4,214	-25	
期初现金余额	2,069	727	760	1,071	5,285	
期末现金余额	727	760	1,071	5,285	5,260	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	40.3%	58.5%	35.3%	245.8%	-51.3%
营业利润增长	—	—	—	—	-96.2%
归母净利润增长	—	—	—	—	-96.6%
获利能力					
毛利率	77.4%	80.4%	84.7%	94.1%	84.3%
净利率	-139.5%	-85.5%	-27.8%	50.5%	3.5%
ROE	-44.0%	-73.9%	-45.9%	74.5%	2.4%
ROIC	-32.0%	-29.5%	-12.5%	46.1%	1.9%
偿债能力					
资产负债率	37.8%	63.9%	76.6%	49.4%	50.7%
净负债比率	15.0%	96.1%	146.1%	-32.5%	-24.9%
流动比率	1.98	1.05	0.92	2.10	2.14
速动比率	1.06	0.64	0.62	1.76	1.73
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.31	0.40	0.96	0.35
应收账款周转率	4.33	5.04	6.02	19.21	7.10
存货周转率	0.39	0.48	0.53	0.59	0.58
每股指标 (元)					
每股收益	-2.80	-2.73	-1.15	7.20	0.24
每股经营现金流	-2.76	-2.05	0.67	7.73	0.10
每股净资产	6.32	3.65	2.50	9.66	9.90
估值比率					
P/E	—	—	—	14.39	427.43
P/B	9.83	8.25	41.44	10.72	10.46
EV/EBITDA	—	—	—	11.05	97.36

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。