



荣昌生物 (688331.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

管线价值加速兑现，国际化进程显著加快

业绩简评

2026年3月27日，公司公布25年业绩，全年实现收入达32.51亿元（同比+89.36%）；同时全年实现扭亏为盈，归母净利润达7.1亿元，综合毛利率87.3%（比去年上升6.9pct）。截至25年底现金及等价物为14.93亿元。

经营分析

营收高速增长，经营效率提升。1) 25年公司商业化销售收入22.71亿元（同比+33.67%），商业化产品毛利率约84.3%（比去年上升3.7pct），与此同时公司销售费用率约48.9%（比去年下降6.9pct）。2) 另外，公司25年授予Vor Biopharma Inc. 泰它西普除大中华区以外全球范围内的独家开发与商业化权利，当年技术授权收入大幅增加达8.95亿元。26年公司与Abbvie就RC148达成BD合作，有望获得6.5亿美元首付款，部分首付款有望在26年确认。
大单品RC148顺利推进，国内外进展迅速。1) 25年8月国家药品审评中心授予RC148（PD-1/VEGF）突破性治疗药物认证用于治疗NSCLC。2) 国内，截至25年底，公司正在中国推进多个临床研究。RC148 单药一线治疗非小细胞肺癌和 RC148 联合化疗二线治疗非小细胞肺癌的 I/II 期临床研究已完成患者招募；RC148 联合化疗治疗一线非小细胞肺癌的 II 期临床研究已完成患者招募；RC148 联合化疗治疗一线鳞状非小细胞肺癌的 III 期临床研究正在患者招募；RC148 联合化疗治疗二线非小细胞肺癌的 III 期临床研究 IND 申请已获批；RC148 联合化疗治疗一线结直肠癌的 II/III 期阶段临床已启动。3) 美国：RC148 联合治疗实体瘤的 II 期临床 IND 申请获得 FDA 批准；RC148 联合化疗治疗二线非小细胞肺癌的 III 期临床研究的 IND 申请获得 FDA 批准。

26年关注成熟产品新适应症拓展，商业化有望再次提速。1) 泰它西普在25年顺利递交干燥综合症以及IgA肾病两项适应症上市申请，按照评审周期，我们预计有望在26年获批上市。2) 维迪西妥单抗联合特瑞普利一线治疗尿路上皮癌已于25年7月递交上市申请，我们预计有望在26年获批上市。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司与abbvie达成的6.5亿美金首付款有望在26/27年确认，我们预计26/27/28年公司实现营业收入64.98/53.31/49.43亿元，归母净利润31.98/17.66/10.65亿元。维持“买入”评级。

风险提示

竞争加剧风险、临床试验结果不及预期风险、临床时间及资金成本超预期风险、BD不及预期风险、上市进度不及预期风险。

医药组

分析师：甘坛煥（执业 S1130525060003）

gantanhuan@gjzq.com.cn

联系人：刘创

liuchuang@gjzq.com.cn

市价（人民币）：130.40 元

相关报告：

- 《荣昌生物公司点评：公司经营大幅减亏，RC18/48 将迎第二增...》，2025.10.31
- 《荣昌生物公司点评：泰它西普 pSS 达成 III 期终点，先发优势显著》，2025.8.14
- 《荣昌生物公司点评：在美开展 II 期临床，RC148 迈入全球开发》，2025.8.10



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,717	3,251	6,498	5,331	4,943
营业收入增长率	58.54%	89.36%	99.88%	-17.97%	-7.27%
归母净利润(百万元)	-1,468	710	3,198	1,766	1,065
归母净利润增长率	-2.84%	-148.33%	350.61%	-44.76%	-39.73%
摊薄每股收益(元)	-2.698	1.259	5.665	3.129	1.886
每股经营性现金流净额	-2.18	0.03	5.74	3.69	2.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	-73.93%	19.66%	46.73%	20.52%	11.00%
P/E	-11.16	61.79	21.81	39.49	65.53
P/B	8.25	12.15	10.19	8.10	7.21

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	1,083	1,717	3,251	6,498	5,331	4,943
增长率	58.5%	89.4%	99.9%	-18.0%	-7.3%	-
主营业务成本	-244	-337	-414	-438	-525	-554
%销售收入	22.6%	19.6%	12.7%	6.7%	9.8%	11.2%
毛利	839	1,380	2,838	6,060	4,806	4,389
%销售收入	77.4%	80.4%	87.3%	93.3%	90.2%	88.8%
营业税金及附加	-8	-15	-16	-32	-27	-25
%销售收入	0.8%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-775	-949	-1,111	-1,170	-1,333	-1,384
%销售收入	71.6%	55.3%	34.2%	18.0%	25.0%	28.0%
管理费用	-304	-317	-364	-357	-373	-395
%销售收入	28.1%	18.4%	11.2%	5.5%	7.0%	8.0%
研发费用	-1,306	-1,540	-1,219	-1,300	-1,333	-1,384
%销售收入	120.6%	89.7%	37.5%	20.0%	25.0%	28.0%
息税前利润 (EBIT)	-1,555	-1,441	127	3,200	1,741	1,201
%销售收入	n.a	n.a	3.9%	49.3%	32.7%	24.3%
财务费用	5	-69	-65	-19	26	46
%销售收入	-0.5%	4.0%	2.0%	0.3%	-0.5%	-0.9%
资产减值损失	-24	-21	-3	10	-5	-1
公允价值变动收益	0	2	641	5	2	1
投资收益	14	-8	-4	5	5	5
%税前利润	-0.9%	n.a	n.a	0.2%	0.3%	0.4%
营业利润	-1,502	-1,456	723	3,201	1,768	1,252
%营业利润率	n.a	n.a	22.2%	49.3%	33.2%	25.3%
营业外收支	-10	-13	-12	0	0	0
税前利润	-1,511	-1,468	710	3,201	1,768	1,252
利润率	n.a	n.a	21.9%	49.3%	33.2%	25.3%
所得税	0	0	-1	-4	-2	-188
所得税率	n.a	n.a	0.1%	0.1%	0.1%	15.0%
净利润	-1,511	-1,468	710	3,198	1,766	1,065
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-1,511	-1,468	710	3,198	1,766	1,065
净利率	n.a	n.a	21.8%	49.2%	33.1%	21.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	-1,511	-1,468	710	3,198	1,766	1,065
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	265	323	323	230	256	263
非经营收益	16	68	-570	36	16	12
营运资金变动	-361	-107	-444	-231	40	-165
经营活动现金净流	-1,591	-1,184	19	3,234	2,078	1,175
资本开支	-853	-258	-198	-421	-369	-319
投资	-72	-7	-21	-95	-98	1
其他	108	17	13	5	5	5
投资活动现金净流	-817	-248	-206	-511	-462	-313
股权募资	34	1	815	37	0	0
债权募资	1,126	1,547	-83	-1,389	-120	-170
其他	-182	-155	-180	-47	-23	-18
筹资活动现金净流	978	1,393	552	-1,399	-143	-188
现金净流量	-1,431	-37	361	1,324	1,473	674

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	743	762	1,198	2,515	3,982	4,650
应收款项	449	623	802	859	792	735
存货	742	659	661	601	647	682
其他流动资产	295	245	1,321	1,413	1,525	1,531
流动资产	2,229	2,290	3,982	5,388	6,947	7,598
%总资产	40.3%	41.6%	54.9%	60.9%	66.0%	67.6%
长期投资	98	72	139	139	139	139
固定资产	2,827	2,740	2,929	3,106	3,208	3,254
%总资产	51.1%	49.8%	40.4%	35.1%	30.5%	29.0%
无形资产	151	147	153	167	180	193
非流动资产	3,299	3,209	3,266	3,462	3,580	3,641
%总资产	59.7%	58.4%	45.1%	39.1%	34.0%	32.4%
资产总计	5,528	5,499	7,248	8,849	10,526	11,238
短期借款	345	1,433	1,450	200	180	160
应付款项	530	477	686	507	572	599
其他流动负债	253	269	652	589	555	346
流动负债	1,128	2,178	2,787	1,295	1,307	1,105
长期贷款	841	1,196	732	682	582	432
其他长期负债	122	138	120	28	27	26
负债	2,091	3,512	3,639	2,006	1,916	1,564
普通股股东权益	3,437	1,986	3,609	6,844	8,610	9,675
其中：股本	544	544	564	564	564	564
未分配利润	-2,854	-4,322	-3,607	-409	1,357	2,422
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	5,528	5,499	7,248	8,849	10,526	11,238

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	-2.777	-2.698	1.259	5.665	3.129	1.886
每股净资产	6.315	3.649	6.402	12.124	15.253	17.139
每股经营现金净流	-2.924	-2.175	0.034	5.736	3.686	2.085
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-43.97%	-73.93%	19.66%	46.73%	20.52%	11.00%
总资产收益率	-27.34%	-26.70%	9.79%	36.14%	16.78%	9.47%
投入资本收益率	-33.64%	-31.22%	2.18%	41.33%	18.53%	9.94%
增长率						
主营业务收入增长率	40.26%	58.54%	89.36%	99.88%	-17.97%	-7.27%
EBIT 增长率	30.14%	-7.36%	#####	2426.19%	-45.61%	-30.99%
净利润增长率	51.30%	-2.84%	#####	350.61%	-44.76%	-39.73%
总资产增长率	-8.19%	-0.54%	31.82%	22.09%	18.95%	6.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.2	72.4	45.3	25.0	30.0	30.0
存货周转天数	944.0	758.3	582.9	500.0	450.0	450.0
应付账款周转天数	174.9	155.7	197.8	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	684.6	522.4	256.3	120.7	137.4	136.8
偿债能力						
净负债/股东权益	12.86%	93.94%	-6.40%	-41.62%	-51.51%	-54.50%
EBIT 利息保障倍数	289.7	-20.7	2.0	167.0	-67.5	-26.0
资产负债率	37.82%	63.88%	50.21%	22.66%	18.20%	13.91%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	3	7	14
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.25	1.45

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究