



2026年04月02日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

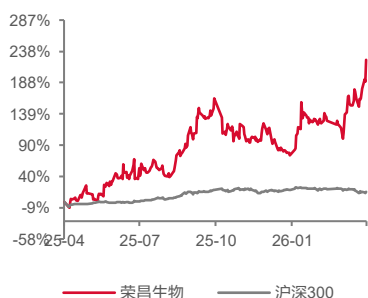
dyh@longone.com.cn

证券分析师

付婷 S0630525070003

futing@longone.com.cn

数据日期	2026/04/02
收盘价	149.93
总股本(万股)	56,448
流通A股/B股(万股)	16,309/0
资产负债率(%)	50.21%
市净率(倍)	23.45
净资产收益率(加权)	24.87
12个月内最高/最低价	150.54/35.99



相关研究

《荣昌生物（688331）：业绩表现强劲，亏损大幅收窄——公司简评报告》2025.11.03

《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）：商业化+BD驱动高速增长，创新研发快速推进

——公司简评报告

投资要点

- 商业化+BD驱动业绩高速增长。**2025年，公司实现营业收入32.51亿元（同比+89.36%），归母净利润7.10亿元（扭亏为盈），扣非归母净利润0.68亿元。2025年公司授权给Vor Bio泰它西普在除大中华以外的全球权益，合计确认技术授权收入8.95亿元。2025年，公司在国内商业化产品销售收入22.71亿元（同比+33.66%），商业化产品销售毛利率84.3%（同比+3.7pp），销售费用11.1亿元，销售费用率48.9%（同比-6.9pp）。收入端持续高速增长，利润端若剔除BD收入及成本的非经常性影响，亏损7.71亿元（同比大幅收窄47.5%）。公司商业化生产规模效应逐步释放，毛利率稳步提升。
- 核心产品管线开发稳步推进。**（1）泰它西普销售维持高速增长态势，系统性红斑狼疮仍是贡献最大的适应症，类风湿性关节炎和重症肌无力（MG）患者数量及销售量大大幅增长。IgAN和干燥综合征（SjD）的上市申请已获受理，预计有望在2026年获批上市。同时公司前瞻性布局启动眼肌型重症肌无力、抗结缔组织间质性肺炎III期临床，进一步丰富RC18的适应症矩阵。海外方面，BD落地后快速推进临床，MG全球III期临床正在患者入组，SjD全球III期已启动。（2）维迪西妥单抗适应症持续拓展，UC领域，RC48联合治疗一线UC上市申请已获受理，预计2026年年中获批，将为RC48打开新增长空间。GC领域，联合治疗一线GC的II期临床数据优异，2025年ASCO大会公布了HER2低表达人群数据，2026年ASCO大会将披露HER2高表达人群数据，公司已启动HER2高、低表达人群的两个III期临床试验，实现了胃癌适应症的全人群覆盖。BC领域，RC48联合治疗二线HER2高、低表达乳腺癌已获批上市，填补了临床空白。海外方面，辉瑞已完成联合治疗一线UC的III期临床入组，预计2027年上半年输出核心数据并确立申报策略。（3）RC148是PD-1/VEGF双特异性抗体，单药治疗一线NSCLC数据在ESMO IO大会公布临床数据，联合治疗二线NSCLC已获CDE突破性疗法认定并已取得III期临床许可，联合治疗一线NSCLC的II期临床数据优异，已启动III期临床。RC148联合RC118（Claudin18.2 ADC）治疗二线胃癌的疗效与安全性，展示出双抗与ADC联用的巨大潜力。海外方面，2026年1月，公司与艾伯维达成56亿美元的海外授权协议，6.5亿美元首付款将于近期到账，目前RC148联合化疗治疗二线NSCLC已获FDA的III期临床许可。
- 创新技术平台不断突破。**全球首创PR-ADC载荷回收平台即将在2026年AACR大会披露，通过特异性捕获游离毒素解决传统ADC系统性毒性问题，提升治疗指数，有望推出FIC药物。公司新一代ADC药物研发稳步推进，RC278是靶向CDCP1的ADC，目前处于剂量爬坡及目标剂量拓展阶段。RC288是双特异性ADC，靶点为PSMA+B7H3，近期获批临床。公司还布局了双抗、三抗ADC、双payload ADC等新型ADC分子，持续推出具有差异化竞争优势的创新产品，构筑起公司在ADC领域的核心技术壁垒。
- 投资建议：**考虑到公司BD款项确认情况，我们上调2026-2027年盈利预测，新增2028年盈利预测，预计公司2026-2028年实现营业收入77.88/46.26/57.59亿元(2026-2027年原预测为31.74/41.27亿元)，归属于母公司净利润39.09/6.22/13.03亿元(2026-2027年原预测为-3.29/0.88亿元)。公司经营效率不断提升，国际化进程加速，维持“买入”评级。
- 风险提示：**研发进展不及预期风险；海外拓展不及预期风险；核心产品商业化进展不及预期风险等。

盈利预测与估值简表

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	1083	1717	3251	7788	4626	5759
增长率（%）	40.26%	58.54%	89.36%	139.57%	-40.60%	24.49%
归母净利润（百万元）	-1511	-1468	710	3909	622	1303
增长率（%）	-51.3%	2.8%	148.3%	450.8%	-84.1%	109.4%
EPS（元/股）	-2.68	-2.60	1.26	6.92	1.10	2.31
市盈率（P/E）	—	—	119.26	21.65	136.01	64.96
市净率（P/B）	24.62	42.61	23.45	11.25	10.39	8.96

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2026年4月2日收盘）

附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	3,251	7,788	4,626	5,759
%同比增速	89%	140%	-41%	24%
营业成本	414	502	614	707
毛利	2,838	7,287	4,012	5,053
%营业收入	87%	94%	87%	88%
税金及附加	16	62	37	46
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	1,111	1,285	1,388	1,497
%营业收入	34%	17%	30%	26%
管理费用	364	467	555	662
%营业收入	11%	6%	12%	12%
研发费用	1,219	1,324	1,434	1,555
%营业收入	37%	17%	31%	27%
财务费用	65	28	-17	-27
%营业收入	2%	0%	0%	0%
资产减值损失	-2	0	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0
其他收益	28	39	46	63
投资收益	-4	8	9	12
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	641	0	0	0
资产处置收益	-1	1	1	2
营业利润	723	4,168	671	1,396
%营业收入	22%	54%	15%	24%
营业外收支	-12	-10	-10	-10
利润总额	710	4,158	662	1,386
%营业收入	22%	53%	14%	24%
所得税费用	1	249	40	83
净利润	710	3,909	622	1,303
%同比增速	148%	451%	-84%	109%
归属于母公司的净利	710	3,909	622	1,303
%营业收入	22%	50%	13%	23%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	1.26	6.92	1.10	2.31

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	1.26	6.92	1.10	2.31
BVPS	6.39	13.33	14.43	16.74
PE	119.26	21.65	136.01	64.96
PEG	0.80	0.05	—	0.59
PB	23.45	11.25	10.39	8.96
EV/EBITDA	94.58	17.90	78.22	44.75
ROE	20%	52%	8%	14%
ROIC	3%	42%	6%	12%

资产负债表 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,198	4,503	5,018	6,241
交易性金融资产	1,216	1,216	1,216	1,216
应收账款及应收票据	659	865	1,002	1,056
存货	661	697	716	785
预付账款	92	151	172	177
其他流动资产	156	205	129	156
流动资产合计	3,982	7,636	8,253	9,631
长期股权投资	14	14	14	14
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2,283	2,181	2,089	1,979
无形资产	152	162	170	177
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	817	821	817	818
资产总计	7,248	10,814	11,342	12,618
短期借款	1,222	1,022	872	772
应付票据及应付账款	286	321	341	353
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	217	271	319	353
应交税费	76	93	106	144
其他流动负债	986	801	845	905
流动负债合计	2,787	2,508	2,483	2,527
长期借款	732	632	532	432
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	11	11	11	11
其他非流动负债	109	139	169	199
负债合计	3,639	3,290	3,195	3,169
归属于母公司的所有者权益	3,609	7,524	8,147	9,449
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	3,609	7,524	8,147	9,449
负债及股东权益	7,248	10,814	11,342	12,618

现金流量表 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	53	3,923	1,077	1,749
投资	-21	-17	-12	-12
资本性支出	-198	-299	-299	-318
其他	13	4	5	8
投资活动现金流净额	-206	-312	-305	-322
债权融资	-83	-270	-220	-170
股权融资	815	31	0	0
支付股利及利息	-72	-42	-37	-33
其他	-108	-20	0	0
筹资活动现金流净额	552	-301	-257	-203
现金净流量	395	3,306	514	1,224

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2026 年 4 月 2 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中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](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](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8610) 59707105
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089