

买入

2026 年 5 月 8 日

荣昌国内今年盈亏平衡，海外未来国际化收益可期

- 2026 第一季度业绩：**2026 年一季度，荣昌生物实现营业收入 6.56 亿元，同比增长 24.8%。毛利率 82.2%，研发投入同比-36%至 2.10 亿元。归母净利润达到 3.28 亿元，扣非净利润-3499 万元，同比减亏 86%，扣非净利润主要调整项为荣昌持有约 1600 万股 VOR 认股权证所带来的约 3 亿元的公允价值变动收益。报告期内，经营活动产生的现金流量净额转正至 1132 万元。Q1 末公司净现金为-6.1 亿元，但 2 季度艾伯维已支付 RC148 的首付款 6.5 亿美元，大幅充裕公司资金储备。
- 泰它西普国内适应症快速推进，海外 2 项重磅 III 期临床开展：**泰它西普 (BLyS/APRIL) 已获批且纳入医保的适应症为：红斑狼疮、类风湿关节炎、重症肌无力，预计 2026 将获批活动性干燥综合症和 IgA 肾病。其他适应症如结缔组织相关间质性肺病、眼肌型重症肌无力已进入三期临床，小儿 IgA 肾病、膜性肾炎和自身免疫性脑炎等在申请三期临床。众多适应症的获批和临床预计将支持泰它西普 5 年冲击 50 亿元销售，10 年冲击百亿元销售峰值。公司将泰它西普海外权益授权给 Vor，VOR 目前在推进重症肌无力的 III 期临床入组，预计明年上半年读出数据；干燥综合征也已开始入组 III 期临床。截止 26 年 3 月底，vor 在手现金 5.3 亿美元，足以支持公司目前的运营开支和临床试验直至 2029 年初。
- 维迪西妥单抗第四次纳入突破性治疗品种：**作为首个获批上市的国产 Her2 ADC 药物，维迪西妥单抗已获批 HER2 过表达三线胃癌、2 线尿路上皮癌 UC、HER2 阳性伴随肝转移乳腺癌，26 年 3 月和 4 月获批乳腺癌 (HER2 低表达伴肝转移) 和尿路上皮癌 (一线治疗-联合用药)。2026 年 1 月，其联合曲妥珠单抗及特瑞普利单抗一线治疗 HER2 高表达晚期胃/胃食管结合部腺癌第四次获得突破性疗法认定，预计 28/29 年随着一线胃癌的获批，将有望将该产品销售额带上新台阶。海外方面，辉瑞积极推进单药二线及联合 PD-1 一线治疗 UC 的海外 III 期临床，预计明年上半年报批。
- RC148 国内海外双线推进：**公司 PD-1/VEGF 双抗 RC148 于 26 年 3 月与艾伯维的重磅合作协议正式生效，总交易金额达 56 亿美元，其中首付款 6.5 亿美元已收到。国内一线鳞状非小细胞肺癌 III 期已开始入组，正在申请一线非鳞状 NSCLC 三期临床，结直肠癌二/三期已获批。海外一线鳞状非小细胞肺癌 III 期临床已获 FDA 批准，非鳞癌和结直肠癌将与合作伙伴的 C-met ADC 等产品联用，则需从二期临床开始推进。
- 其他产品情况：**RC28 湿性老年性黄斑变性计划于今年中报批 NDA，糖尿病性黄斑水肿 (DME) 预计今年年底前获批。公司已将 RC28 授权给合作伙伴参天制药进行商业化运作以获取首付款及里程碑款 (协议总额 13.95 亿元)。其他早期临床的药物包括 RC118 (Claudin 18.2 ADC)、RC278 (CDCP1 ADC) 和 RC288 (B7H3/PSMA 双抗 ADC)。
- 目标价 137.2 港元，买入评级：**荣昌国内业务预计 26 年盈亏平衡，海外业务已进入临床后期，即将进入商业化，未来荣昌将进入海外收获期，持续获得里程碑和销售分成收入。我们采用 DCF 估值法，假设 WACC 为 10.0%、永续增长率为 0%对公司估值，计算得出 137.2 港元的目标价，较现价有 40.7% 的上涨空间，给予买入评级。

但玉翠

852-253219539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

行业	医药
股价	97.5 港元
目标价	137.2 港元 (+40.7%)
股票代码	9995
已发行股本	5.645 亿股
总市值	550.4 亿港元
52 周高/低	126.6 港元/35.15 港元
每股净资产	8.0 港元
主要股东	烟台荣达 10.53% 清池资本 7.02% RC-Bioloy 投资 5.7% 东方证券 5.03%

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入 (人民币千元)	1,710,152	3,223,460	7,732,844	3,520,328	6,320,225
变动 (%)	58.9%	88.5%	139.9%	-54.5%	79.5%
归母净利润 (人民币千元)	-1,468,362	709,650	3,701,932	11,719	2,121,757
每股基本收益 (人民币元)	-2.73	1.29	6.56	0.02	3.76
变动 (%)	-2.4%	-147.1%	409.1%	-99.7%	18004.7%
市盈率@97.5港元(倍)	N/A	65.8	12.9	4085.9	22.6
每股派息 (人民币元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

主要财务报表

财务报表摘要

损益表					财务分析						
<千人民币>, 财务年度截至<十二月>					<千人民币>, 财务年度截至<十二月>						
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	17,145,209	18,021,618	20,053,282	22,312,100	8,370,713	增长率 (%)					
住宅及其他非商业物业	10,714,948	10,847,197	11,434,176	12,674,077	3,536,749	收入	16.1%	5.1%	11.3%	11.3%	-62.5%
商业运营及物业管理服务	6,274,306	6,905,810	8,294,087	9,244,750	4,358,103	毛利	20.4%	13.3%	11.9%	15.4%	-60.6%
服务成本	-11,491,723	-11,616,048	-12,888,381	-14,040,337	-5,110,302	税前利润	24.3%	10.1%	8.0%	15.5%	-76.3%
毛利	5,653,486	6,405,570	7,164,901	8,271,764	3,260,410	归母净利润	22.8%	10.3%	10.2%	15.5%	-76.3%
投资物业公允价值变动的收益	40,702	263,636	263,636	263,636	263,636	盈利分析 (%)					
其他收入及收益	705,397	338,033	338,033	338,033	338,033	综合毛利率	33.0%	35.5%	35.7%	37.1%	39.0%
市场推广支出	-328,577	-295,603	-438,103	-602,391	-657,154	住宅及其他非商业物业毛利率	14.8%	15.4%	13.5%	13.7%	9.8%
行政开支	-1,004,373	-1,062,738	-1,253,096	-1,298,043	-1,327,834	商业运营及物业管理服务毛利率	60.2%	63.1%	63.2%	66.1%	56.0%
财务费用	-115,881	-110,961	-110,961	-110,961	-110,961	费用率	7.8%	7.5%	8.4%	8.5%	23.7%
税前利润	4,864,153	5,353,360	5,779,560	6,677,188	1,581,281	净利润率	21.6%	22.7%	21.9%	22.8%	14.4%
所得税开支	-1,165,461	-1,269,625	-1,384,794	-1,599,868	-378,878	回报率 (%)					
净利润	3,698,692	4,083,735	4,394,766	5,077,320	1,202,403	ROA	13%	14%	15%	19%	5%
少数股东权益	100,732	114,712	21,974	25,387	6,012	ROE	23%	26%	29%	33%	8%
归属于母公司净利润	3,597,960	3,969,023	4,372,792	5,051,933	1,196,391	派息率	97%	100%	100%	100%	100%
派息	3,496,926	3,951,570	4,353,563	5,029,718	1,191,130	偿付能力					
未分配利润	101,034	17,453	19,228	22,215	5,261	流动比率(倍)	1.8	1.4	1.5	1.5	1.4
每股盈利 (元)	1.58	1.74	1.92	2.21	0.52	资产负债率	43%	46%	45%	39%	37%

资产负债表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	9,600,126	5,538,294	5,029,121	8,087,478	390,294
受限制现金	98,618	143,518	146,388	149,316	152,302
贸易及其他应收款	3,832,378	4,545,830	4,476,784	-2,561,877	3,166,955
按公允价值计量且其变动计入损益的金融资产	-	3,717,889	3,717,889	3,717,889	3,717,889
物业及设备	615,574	589,507	707,408	848,890	1,018,668
投资物业	4,160,000	4,705,000	5,410,750	6,222,363	7,155,717
使用权资产	87,426	78,455	78,455	78,455	78,455
预付款项	1,231	11,385	11,954	12,552	13,180
总资产	29,142,040	29,050,947	28,063,816	25,137,668	24,395,204
贸易及其他应付款项	6,260,219	7,314,810	6,275,323	3,270,384	2,496,795
租赁负债	2,308,612	2,214,922	2,263,138	2,312,513	2,363,082
合约负债	2,302,314	2,387,308	2,506,673	2,632,007	2,763,607
应付税项	330,556	364,324	371,610	379,043	386,624
递延税负债	1,023,723	1,048,470	1,069,439	1,090,828	1,112,645
总负债	12,446,731	13,357,211	12,504,631	9,703,222	9,141,200
控股股东权益	16,499,525	15,461,903	15,305,378	15,155,253	14,968,799
少数股东权益	195,784	231,833	253,807	279,193	285,205
权益合计	16,695,309	15,693,736	15,559,185	15,434,446	15,254,004

现金流量表

<千人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
税前利润	4,864,153	5,353,360	5,779,560	6,677,188	1,581,281
折旧及摊销	355,549	373,326	391,993	411,592	432,172
其他调整	-4,879,846	-5,308,022	-7,043,962	-2,942,747	-8,397,949
营运资金变动	4,885,071	5,091,528	5,536,395	6,453,622	1,378,295
支付税项	-974,148	-1,022,855	-1,073,998	-1,127,698	-1,184,083
经营活动现金流净额	4,250,779	4,487,337	3,589,987	9,471,957	-6,190,284
固定资产投资	-355,661	-116,449	-240,173	-269,867	-304,583
合营联营公司投资	2	4	6	8	8
其他	-2,607,865	1,665,541	-1,018,406	-1,299,700	302,912
投资活动现金流	-2,963,524	1,549,096	-1,258,573	-1,569,559	-1,663
借贷变化	-	-	-	-	-
已付股息	-3,052,229	-3,951,570	-4,353,563	-5,029,718	-1,191,130
上市所得净额	-	-	-	-	-
其他	-253,637	-	-	-	-
融资活动现金流	-3,305,876	-3,951,570	-4,353,563	-5,029,718	-1,191,130
现金变动	-2,018,621	2,084,863	-2,022,150	2,872,679	-7,383,077
初期现金	11,580,159	9,562,793	11,647,656	9,625,506	12,498,185
末期现金	9,562,793	11,647,656	9,625,506	12,498,185	5,115,109

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。