

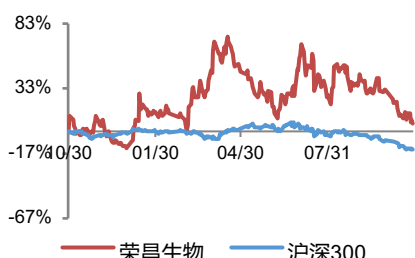
商业化盈利拐点显现，IO+ADC 全球开发提速

投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-10-30

收盘价（元） 93.62
近 12 个月最高/最低（元） 157.80/75.03
总股本（百万股） 564
流通股本（百万股） 356
流通股比例（%） 63.05
总市值（亿元） 528
流通市值（亿元） 333

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：王班

执业证书号：S0010526100001

邮箱：wangban@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】公司点评荣昌生物 (688331.SH)：内生+BD 双击驱动，预期全年大额扭亏 2026-05-10
2. 【华安医药】公司点评荣昌生物 (688331.SH)：RC148 授权艾伯维，进入大药 post BD 阶段 2026-01-13
3. 【华安医药】公司点评荣昌生物 (688331.SH)：财务状况改善显著，

主要观点：

● 主要事件

2026 年 10 月 29 日，荣昌生物披露 2026 年三季报。公司前三季度实现营业收入 67.64 亿元（同比+293.28%）；归母净利润 52.73 亿元（同比扭亏为盈），扣非归母净利润 44.12 亿元（同比扭亏为盈）。单季度来看，2026Q3 实现营业收入 9.10 亿元（同比+46.41%）；归母净利润 6.11 亿元（同比扭亏为盈），扣非归母净利润 0.74 亿元（同比扭亏为盈）。公司进一步披露，前三季度及第三季度在剔除技术 BD 收入影响后均实现盈利，核心产品商业化对经营的支撑增强。

● 点评

核心产品持续放量，商业化规模效应推动内生盈利改善

泰它西普与维迪西妥单抗销售持续增长，前三季度国内商业化销售收入达 21.50 亿元（同比+26.10%）；其中，第三季度国内商业化销售收入达 8.10 亿元（同比+32.80%），增长势头进一步增强。在医保降价背景下，公司通过成本控制维持国内商业化销售毛利率 83.60%（同比基本持平）；前三季度国内商业化销售费用率为 40.50%（同比-7.70 个百分点），销售放量带来的规模效应逐步释放。前三季度研发投入为 6.95 亿元（同比-21.93%），主要与产品技术授权后相关研发投入减少有关。

自免与肿瘤管线协同推进，全球临床开发进入密集兑现阶段

- 泰它西普适应症持续拓展，长期疗效数据进一步积累：泰它西普已在国内获得系统性红斑狼疮、类风湿关节炎、重症肌无力、干燥综合征及 IgA 肾病五个适应症的上市许可。报告期后，2026 年 10 月 ASN 大会公布 IgA 肾病 III 期 TELIGAN 研究两年结果：泰它西普组与安慰剂组 104 周 eGFR 年化斜率分别为 -0.60 和 -5.70 mL/min/1.73m²/年，组间差异为 5.10 mL/min/1.73m²/年（P < 0.001），泰它西普组经确认的 eGFR 下降 ≥ 30% 和 ≥ 40% 的风险较安慰剂组分别降低 89% 和 81%，为长期肾功能保护提供进一步证据。国内方面，眼肌型重症肌无力（oMG）III 期研究已完成入组，预计 2027 年上半年读出数据；结缔组织病相关间质性肺疾病（CTD-ILD）III 期研究正在入组。海外方面，重症肌无力（MG）全球 III 期研究已完成入组，计划于 2027 年年中读出顶线（topline）数据；干燥综合征全球 III 期研究正在入组，全球化开发稳步推进。
- 维迪西妥单抗一线布局全面推进，海外上市申报渐行渐近：国内胃癌领域，联合治疗一线 HER2 低表达及高表达胃癌（GC）的 III 期研究均在推进，其中 HER2 低表达研究预计于 2027 年一季度完成入组。海外方面，合作伙伴辉瑞已完成联合治疗一线尿路上皮癌（UC）III 期研究入组，计划于 2027 年上半年读出数据，并开展 BLA 申报准备。
- RC148 肺癌 III 期加速，IO+ADC 组合持续拓展：2026 年 WCLC 大会公布的早期研究数据显示，RC148 联合化疗一线治疗非小细胞肺癌（NSCLC）时，10 mg/kg 剂量组鳞状及非鳞状患者的 ORR 分别

为 90.0%和 75.9%，中位 PFS 分别为 11.8 个月和 11.1 个月，为后续确证性研究奠定基础。

国内方面，一线鳞状 NSCLC III 期研究正在入组，一线非鳞状 NSCLC III 期研究已于 10 月完成首例患者给药；此外，RC148 联合 RC118 一线治疗胃癌的 II/III 期研究已进入启动阶段，新一代 ADC 品种 RC278、RC288 分别处于 I 期剂量拓展和剂量爬坡阶段，后续研发梯队进一步充实。海外方面，公司于 2026 年 1 月将 RC148 大中华区以外的独家开发、生产和商业化权益授权予艾伯维，首付款 6.5 亿美元（已于 4 月全额到账），交易总额最高达 56 亿美元，另有两位级数分级销售分成。目前艾伯维已启动一线鳞状 NSCLC III 期研究，并开展 RC148 联合 ABBV400 治疗一线非鳞状 NSCLC 及二线结直肠癌的 II 期研究。

● 投资建议

我们预计，公司 2026-2028 年收入分别 74.0/41.6/60.0 亿元，分别同比增长 127.5%/-43.7%/44.1%，归母净利润分别为 42.3/7.0/12.1 亿元，分别同比增长 495.8%/-83.6%/73.4%，对应 PE 为 12X/76X/44X。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进一步放量，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；海外合作推进及里程碑收入兑现不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3251	7396	4163	5997
收入同比 (%)	89.4%	127.5%	-43.7%	44.1%
归属母公司净利润	710	4228	695	1205
净利润同比 (%)	148.3%	495.8%	-83.6%	73.4%
毛利率 (%)	87.3%	84.0%	82.2%	83.1%
ROE (%)	19.7%	54.4%	8.2%	12.5%
每股收益 (元)	1.29	7.49	1.23	2.14
P/E	60.30	12.50	76.02	43.84
P/B	12.15	6.80	6.24	5.46
EV/EBITDA	94.58	10.92	44.76	30.04

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
流动资产	3982	10479	10698	13220					
现金	1198	4636	6824	8485					
应收账款	423	1192	694	916					
其他应收款	84	162	97	137					
预付账款	92	457	246	355					
存货	661	2033	1244	1715					
其他流动资产	1524	1997	1594	1612					
非流动资产	3266	3081	2955	2627					
长期投资	14	14	14	14					
固定资产	2283	1987	1687	1383					
无形资产	152	143	133	123					
其他非流动资产	817	937	1121	1107					
资产总计	7248	13559	13653	15846					
流动负债	2787	4494	3319	4140					
短期借款	1222	1522	1402	1682					
应付账款	286	735	478	645					
其他流动负债	1280	2237	1440	1813					
非流动负债	852	1295	1869	2036					
长期借款	732	1132	1732	1932					
其他非流动负债	120	163	137	104					
负债合计	3639	5789	5188	6176					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	564	564	564	564					
资本公积	6924	6924	6924	6924					
留存收益	-3879	283	978	2183					
归属母公司股东权益	3609	7770	8465	9671					
负债和股东权益	7248	13559	13653	15846					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
经营活动现金流	53	3206	2117	1425					
净利润	710	4228	695	1205					
折旧摊销	320	418	445	470					
财务费用	74	43	52	59					
投资损失	-4	-4	-1	-2					
营运资金变动	-410	-1480	913	-320					
其他经营现金流	482	5709	-206	1537					
投资活动现金流	-206	-241	-331	-152					
资本支出	-198	-212	-312	-132					
长期投资	-21	-20	-15	-18					
其他投资现金流	13	-9	-4	-2					
筹资活动现金流	552	485	402	388					
短期借款	138	300	-120	280					
长期借款	-464	400	600	200					
普通股增加	19	0	0	0					
资本公积增加	633	0	0	0					
其他筹资现金流	226	-215	-78	-92					
现金净增加额	395	3439	2188	1661					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E					
营业收入	3251	7396	4163	5997					
营业成本	414	1183	741	1013					
营业税金及附加	16	47	25	36					
销售费用	1111	962	833	1355					
管理费用	364	355	370	426					
财务费用	65	19	-41	-77					
资产减值损失	-2	0	0	0					
公允价值变动收益	641	0	0	0					
投资净收益	-4	4	1	2					
营业利润	723	4241	707	1218					
营业外收入	1	0	0	0					
营业外支出	13	10	11	12					
利润总额	710	4231	696	1206					
所得税	1	3	1	1					
净利润	710	4228	695	1205					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	710	4228	695	1205					
EBITDA	474.27	4667.42	1100.57	1599.09					
EPS (元)	1.29	7.49	1.23	2.14					

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	89.4%	127.5%	-43.7%	44.1%
营业利润	149.6%	486.9%	-83.3%	72.4%
归属于母公司净利润	148.3%	495.8%	-83.6%	73.4%
获利能力				
毛利率 (%)	87.3%	84.0%	82.2%	83.1%
净利率 (%)	21.8%	57.2%	16.7%	20.1%
ROE (%)	19.7%	54.4%	8.2%	12.5%
ROIC (%)	2.6%	40.2%	5.6%	8.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	50.2%	42.7%	38.0%	39.0%
净负债比率 (%)	100.8%	74.5%	61.3%	63.9%
流动比率	1.43	2.33	3.22	3.19
速动比率	1.15	1.77	2.77	2.68
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.71	0.31	0.41
应收账款周转率	8.07	9.16	4.42	7.45
应付账款周转率	1.85	2.32	1.22	1.80
每股指标 (元)				
每股收益	1.29	7.49	1.23	2.14
每股经营现金流(摊薄)	0.09	5.68	3.75	2.52
每股净资产	6.40	13.77	15.00	17.13
估值比率				
P/E	60.30	12.50	76.02	43.84
P/B	12.15	6.80	6.24	5.46
EV/EBITDA	94.58	10.92	44.76	30.04

分析师与研究助理简介

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。

联系人：王班，联席药品首席分析师。上海交通大学生物学博士，8 年产业研究经验，曾先后在国金证券、民生证券、浙商证券担任首席医药分析师。重点聚焦创新药、创新产业链（CXO 及上游、科研试剂）。

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。