

2025年08月26日

证券研究报告·2025半年报点评

荣昌生物(688331)医药生物

当前价: 85.27元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩符合预期, 泰它西普和 RC28 成功授权

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 半年度报告, 2025 上半年实现营业收入达 11 亿元(+48%), 归属于上市公司股东的净亏损-4.5 亿元, 业绩符合预期。
- **核心产品持续放量, 自免和肿瘤均准入超过 1000 家医院。** 泰它西普和维迪西妥单抗 2025 年持续放量。截至 2025 年 6 月 30 日, 自身免疫商业化团队约 900 人, 已准入超过 1000 家医院。肿瘤科商业化团队超 500 人, 已准入超过 1000 家医院。
- **泰它西普成功授权, 重症肌无力适应症上市。** 2025 年 6 月, 公司将泰它西普有偿许可给 Vor Bio, Vor Bio 获得在除大中华区以外的全球范围内开发和商业化的独家权利。荣昌生物及其全资附属主体荣普合伙将从 Vor Bio 取得价值 1.25 亿美元现金及认股权证, 最高可达 41.05 亿美元的临床注册及商业化里程碑付款, 以及高个位数至双位数销售提成款。7 月 14 日, 公司收到 Vor Bio 支付的 4500 万美元首付款。泰它西普中国治疗重症肌无力适应症于 2025 年 5 月批准上市。海外治疗重症肌无力于 2024 年 8 月获首例患者入组, 目前患者入组工作正在进行中。泰它西普治疗原发性干燥综合症(pSS)的 III 期临床试验于 2025 年 8 月达到主要研究终点。
- **RC28 授权参天中国, 维迪西妥单抗持续探索 UC、GC、BC 及妇科肿瘤等适应症。** 2025 年 8 月, 公司将 RC28-E 注射液有偿许可给参天中国, 根据协议, 荣昌生物将从参天中国取得 2.5 亿元人民币的不可退还且不可抵扣的首付款, 以及最高可达 5.2 亿元人民币的开发及监管里程碑付款和最高可达 5.25 亿元人民币的销售里程碑付款。维迪西妥单抗联合特瑞普利单抗一线治疗 HER2+ 尿路上皮癌的上市许可申请于 2025 年 6 月获得受理。维迪西妥单抗联合替雷利珠单抗及 CAPOX 对比替雷利珠单抗联合 CAPOX 一线治疗 HER2 低表达的晚期胃/食管结合部腺癌的随机对照 III 期研究正在患者招募。
- **盈利预测:** 随着泰它西普和维迪西妥单抗的持续放量, 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 22.1、29.5 和 42.6 亿元。
- **风险提示:** 研发进展不及预期风险、核心品种商业化进展不及预期风险、政策风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1716.86	2210.46	2950.96	4261.19
增长率	58.54%	28.75%	33.50%	44.40%
归属母公司净利润(百万元)	-1468.36	-890.70	-523.64	324.82
增长率	2.84%	39.34%	41.21%	162.03%
每股收益 EPS(元)	-2.61	-1.58	-0.93	0.58
净资产收益率 ROE	-73.93%	-81.31%	-91.57%	36.22%
PE	-32.73	-53.96	-91.78	147.95
PB	24.20	43.87	84.04	53.60

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

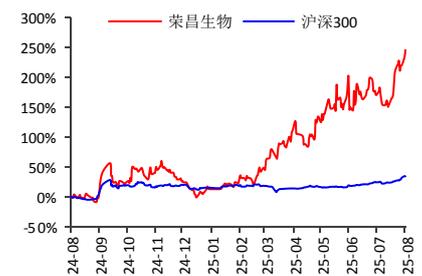
分析师: 汤泰萌

执业证号: S1250522120001

电话: 021-68416017

邮箱: ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	5.44
流通 A 股(亿股)	3.55
52 周内股价区间(元)	22.37-92.39
总市值(亿元)	464.15
总资产(亿元)	58.50
每股净资产(元)	4.18

相关研究

1. 荣昌生物(688331): 业绩符合预期, 泰它西普多项适应症有望落地 (2025-03-30)
2. 荣昌生物(688331): 财务指标持续向好, 临床研究推进顺利 (2024-10-31)
3. 荣昌生物(688331): 收入符合预期, 核心品种适应症持续拓展 (2024-08-20)

盈利预测

关键假设：

假设 1：假设 2025-2027 年泰它西普在 SLE 市占率分别为 12.5%、13.5%和 14.5%，假设 RA 于 2025-2027 年市占率分别为 0.1%、0.15%和 0.2%。假设重症肌无力于 2025 年上市，2025-2027 年市占率为 5%、15%和 24%。假设干燥综合征于 2026 年上市，2026-2027 年市占率为 4%和 8%。假设 IgA 肾病于 2027 年上市，2027 年市占率为 1%。综上，我们预计泰它西普 2025-2027 年收入为 13.6、19.8 和 27.9 亿元。

假设 2：假设 2025-2027 年维迪西妥单抗在 3 线胃癌市占率分别为 22%、25%和 23%，假设 2025-2027 年末线尿路上皮癌市占率分别为 54%、55%和 55%。假设乳腺癌伴肝转移适应症于 2025 年上市，2026-2027 年市占率为 4%和 8%。假设 1L HER2 阳性尿路上皮癌于 2027 年上市，2027 年市占率为 8%。假设末线尿路上皮癌和 1L 尿路上皮癌于 2027 年在美国上市，2027 年市占率为 4%，对应收入 0.93 亿美元。假设美国收入分成 20%，综上，我们预计维迪西妥单抗 2025-2027 年收入为 8.5、9.7 和 14.7 亿元。

随着泰它西普和维迪西妥单抗的放量，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 22.1、29.5 和 42.6 亿元。

表：公司收入预测（亿元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计	17.2	22.1	29.5	42.6
泰它西普	预计 9.8	13.6	19.8	27.9
维迪西妥单抗	预计 7.4	8.5	9.7	14.7

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	762.49	221.05	295.10	426.12	营业收入	1716.86	2210.46	2950.96	4261.19
应收票据及账款	598.79	625.71	794.89	1089.45	营业成本	337.16	431.04	560.68	767.01
预付账款	241.37	310.77	414.88	599.08	税金及附加	15.37	18.01	24.05	34.72
其他应收款	24.28	47.28	63.12	91.14	销售费用	948.76	1083.13	1268.91	1491.42
存货	659.37	708.56	844.86	1050.70	管理费用	316.71	309.46	324.61	298.28
其他流动资产	3.49	4.50	6.00	8.67	研发费用	1539.78	1215.75	1239.40	1278.36
流动资产总计	2289.80	1917.86	2418.85	3265.17	财务费用	69.48	105.07	109.34	103.21
长期股权投资	8.85	8.80	8.75	8.70	资产减值损失	-9.56	-12.30	-16.42	-23.72
固定资产	2550.93	2077.88	1597.44	1109.60	信用减值损失	-11.09	-14.28	-19.06	-27.52
在建工程	283.23	236.03	188.82	141.62	其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	143.13	113.70	84.26	54.82	投资收益	-4.29	4.93	4.93	4.93
长期待摊费用	4.32	2.16	0.00	0.00	公允价值变动损益	1.54	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	218.25	218.25	218.25	218.25	资产处置收益	-0.70	-0.23	-0.23	-0.23
非流动资产合计	3208.72	2656.82	2097.52	1532.99	其他收益	78.83	91.84	91.84	91.84
资产总计	5498.52	4574.67	4516.37	4798.16	营业利润	-1455.66	-882.04	-514.97	333.49
短期借款	1083.85	1489.09	2062.16	1987.45	营业外收入	0.40	3.58	3.58	3.58
应付票据及账款	162.25	200.33	260.58	356.47	营业外支出	13.10	12.24	12.24	12.24
其他流动负债	932.19	835.61	1022.81	1288.21	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2178.30	2525.02	3345.54	3632.14	利润总额	-1468.36	-890.70	-523.64	324.82
长期借款	1237.97	858.10	502.92	173.29	所得税	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	96.05	96.05	96.05	96.05	净利润	-1468.36	-890.70	-523.64	324.82
非流动负债合计	1334.02	954.15	598.97	269.34	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	3512.32	3479.18	3944.51	3901.48	归属母公司股东净利润	-1468.36	-890.70	-523.64	324.82
股本	544.33	544.33	544.33	544.33	EBITDA	-1096.15	-233.78	144.95	992.52
资本公积	6290.99	6290.99	6290.99	6290.99	NOPLAT	-1438.16	-776.74	-405.40	436.93
留存收益	-4849.12	-5739.83	-6263.46	-5938.64	EPS(元)	-2.61	-1.58	-0.93	0.58
归属母公司权益	1986.20	1095.50	571.86	896.68					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	1986.20	1095.50	571.86	896.68	成长能力				
负债和股东权益合计	5498.52	4574.67	4516.37	4798.16	营收增长率	58.54%	28.75%	33.50%	44.40%
					营业利润增长率	3.06%	39.41%	41.62%	164.76%
					EBIT 增长率	7.76%	43.84%	47.27%	203.32%
					EBITDA 增长率	14.08%	78.67%	162.00%	584.71%
					归母净利润增长率	2.84%	39.34%	41.21%	162.03%
					经营现金流增长率	25.85%	58.14%	91.59%	1715.31%
					盈利能力				
					毛利率	80.36%	80.50%	81.00%	82.00%
					净利率	-85.53%	-40.29%	-17.74%	7.62%
					营业利润率	-84.79%	-39.90%	-17.45%	7.83%
					ROE	-73.93%	-81.31%	-91.57%	36.22%
					ROA	-26.70%	-19.47%	-11.59%	6.77%
					ROIC	-36.82%	-21.26%	-12.00%	14.22%
					估值倍数				
					P/E	-32.73	-53.96	-91.78	147.95
					P/S	27.99	21.74	16.29	11.28
					P/B	24.20	43.87	84.04	53.60
					股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					EV/EBIT	-12.91	-64.08	-122.04	117.18
					EV/EBITDA	-16.47	-215.34	348.80	50.53
					EV/NOPLAT	-12.56	-64.81	-124.72	114.79

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn	

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
