

荣昌生物 (9995.HK/688331.CH): 近期关注两款产品医保谈判结果

公司 3Q25 继续延续此前的减亏趋势，全年净亏损维持此前指引。维持“持有”评级，上调目标价至港股 75 港元、A 股人民币 96.7 元。

● 3Q25 年产品收入和归母净亏损略好于我们预期。3Q25 公司实现收入人民币 6.2 亿元 (+33.1% YoY, +8.7% QoQ)，主要由产品收入贡献，产品收入略好于我们预期和 VA (Visible Alpha) 一致预期；归母净亏损进一步缩窄至 1.0 亿元 (-65.2% YoY, -48.3% QoQ)，略好于我们预期，但不及 VA 一致预期，主要由于 VA 一致预期包含了许可收入预测，而公司表示此前两款 BD 交易首付款预计今年四季度确认收入。三季度毛利率为 84.6% (+3.1 ppts YoY, -1.0 ppts QoQ)，延续同比提升趋势；研发费用为 2.4 亿元 (-29.9% YoY, -23.5% QoQ)，同比环比均呈下降态势，主要由于公司在授权转让 RC18 海外权益后无需再承担海外临床试验费用及今年以来临床管线优化。此外，随着销售规模的扩大，三季度销售费用率持续下降至 47.7% (vs. 2Q25: 48.1%, 3Q24: 49.9%)。展望全年，公司维持此前所说的利润端指引，即“在不考虑 BD 收入情况下，全年减亏的幅度预计约 50%” (vs. 9M25 减亏幅度达 49% YoY)。

● 三季度泰它西普商业化表现略好于预期，维迪西妥单抗符合预期；近期建议关注两款药物医保谈判结果。根据公司在业绩会上的分享，泰它西普 3Q25 实现 3.8 亿元销售收入 (+41.4% YoY, +12.6% QoQ)，维迪西妥单抗实现 2.4 亿元销售收入 (+21.4% YoY, +3.5% QoQ)，我们认为泰它西普销售略好于市场预期。就泰它西普而言，商业化团队仍然稳定在 900 人规模左右，目前覆盖超过 1,000 家医院，正式准入超过 600 家医院，9M25 收入大部分由风湿科贡献，肾科占 1/3 收入以上，MG 目前仍是个位数占比（尽管 MG 适应症获批后销售放量迅速），其中前三季度风湿领域 SLE 和肾科 IAGN 销售已超越公司年初制定的目标，干燥综合症销售符合年初制定目标。就维迪西妥单抗而言，商业化团队人员仍旧稳定在 500+ 人，目前已覆盖 1,000+ 家医院，正式准入 450 家左右，9M25 UC 前线继续保持不错增长，膀胱癌、GC 晚期及围手术期销售收入同比增长明显。基于近期在 ESMO 大会的口头报告以及 NEJM 发表的维迪西妥单抗+特瑞普利单抗对照化疗用于 1L UC 三期 RC48-106 试验研究数据 (mOS 31.5 vs. 16.9 mo, HR=0.54; mPFS 13.1 vs. 6.5 mo, HR=0.36; G3+ TRAEs: 55.1% vs. 86.9%) 表现优秀，公司认为维迪西妥单抗有望凭借此数据进一步推动 UC 前线销售的增长且有望在明年中国专家指南中推荐级别上升至首选推荐地位。另外，上述两款药物国家医保谈判均在进行中，我们认为若降价幅度温和，有助于推动股价小幅积极反馈。

● RC148 (PD-1/VEGF) 研发进行中，1L 2L NSCLC 将被优先推进。对于备受关注的 PD-1/VEGF 双抗，管理层分享了两大开发战略：(1) RC148 单用或和化疗联用，尤其是 NSCLC 领域，是公司优先推进的研发策略。管理层表示在单药治疗 1L NSCLC，联合化疗治疗 2L NSCLC 的 1 期临床试验中观察到 RC148 不错的疗效以及良好的安全性。此外，联合化疗治疗 1L NSCLC 的 2 期临床试验已完成入组，目前正在随访中。另外，公

阳景

首席医药分析师
Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2025 年 11 月 3 日

荣昌生物 (9995.HK)

持有

目标价 (港元)	75.0
潜在升幅/降幅	-19%
目前股价 (港元)	92.9
52 周内股价区间 (港元)	11.5-126.6
总市值 (百万港元)	57,309
近 3 月日均成交额 (百万港元)	681

注：截至 2025 年 11 月 3 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
资料来源：Bloomberg、浦银国际

荣昌生物 (688331.CH)

持有

目标价 (人民币)	96.7
潜在升幅/降幅	-1%
目前股价 (人民币)	97.9
52 周股价区间 (人民币)	24.1-118.9
总市值 (百万人民币)	52,498
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	870

注：截至 2025 年 11 月 3 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
资料来源：Bloomberg、浦银国际



司亦计划在积累足够的 2 期数据后，与监管沟通，争取尽快启动联合治疗 NSCLC 的 3 期临床试验。公司目前尚未披露 NSCLC 相关数据，未来有望在 ESMO Immuno-Oncology 大会公布部分届时已成熟的数据。(2) RC148+ADC 联用亦是重要策略之一，未来有望在这方面继续推进，读出更多数据（此次 ESMO 大会已披露与 CLDN18.2 ADC 联用的 21 例晚期 2L+ GC 胃癌病人数据为 52.4% ORR）。

● **维持“持有”评级，上调目标价至港股 75 港元、A 股人民币 96.7 元：**我们将 2025E 净亏损预测调整至 1.3 亿元，将 2026E 净亏损调整成微盈利，2027E 净盈利调整至 5.5 亿元，主要由于下调了经营费用预测。基于我们的 DCF 估值模型（WACC: 9.5%，永续增长率：3%），我们得到新的目标价港股 75 港元，A 股人民币 96.7 元，维持公司“持有”评级。

● **投资风险：**销售未如预期、研发延误或临床试验数据不如预期、出海授权延误或失败、竞争激烈。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,076	1,710	2,889	3,596	4,749
同比变动 (%)	40.2%	58.9%	68.9%	24.5%	32.1%
归母净利润/(亏损)	-1,511	-1,468	-130	91	549
PS (x)	40.9	25.6	15.4	12.3	9.3

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 荣昌生物 (9995.HK)

利润表

人民币百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收益	1,076	1,710	2,889	3,596	4,749
销售成本	-253	-343	-362	-525	-671
毛利	823	1,367	2,527	3,071	4,078
销售及分销开支	-775	-949	-1,135	-1,439	-1,567
行政开支	-314	-332	-298	-432	-522
研发成本	-1,306	-1,540	-1,170	-1,187	-1,425
经营利润	-1,572	-1,453	-76	14	563
其他收入及收益	111	105	40	150	150
金融资产减值亏损	-11	-11	2	0	0
其他开支	-15	-37	-25	0	0
财务成本	-23	-72	-71	-58	-67
除税前亏损	-1,511	-1,468	-130	107	646
所得税开支	0	0	0	-16	-97
净利润	-1,511	-1,468	-130	91	549

资产负债表

人民币百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	2,833	2,744	2,614	2,539	2,499
使用权资产	252	211	149	106	76
其他无形资产	24	26	23	21	19
按公允价值计入其他全面收益的股权投资	94	59	59	59	59
其他非流动资产	97	169	177	186	195
非流动资产	3,299	3,209	3,023	2,912	2,849
存货	742	659	669	1,259	1,206
应收票据	420	599	984	986	1,616
预付款项及其他	324	269	283	297	312
已抵押存款	17	3	3	3	3
现金及现金等价物	727	760	2,248	2,677	3,578
流动资产	2,229	2,290	4,187	5,222	6,715
贸易应付款项及应付票	139	162	234	399	411
其他应付款项及应计费	632	565	565	565	565
计息银行借款	286	1,370	1,870	1,870	2,370
租赁负债	58	62	62	62	62
递延收入	21	28	28	28	28
流动负债	1,138	2,188	2,760	2,925	3,436
银行借款	841	1,196	1,496	1,996	2,195
租赁负债	75	42	42	42	42
递延收入	38	86	86	86	86
非流动负债	953	1,324	1,624	2,124	2,324
股本&实收资本	544	544	544	544	544
储备	3,333	1,887	2,727	2,987	3,705
权益	3,437	1,986	2,826	3,086	3,804

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

人民币百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润/(亏损)	-1,511	-1,468	-130	91	549
物业、厂房及设备折旧	174	232	274	261	254
使用权资产折旧	63	64	64	45	32
其他无形资产摊销	4	5	4	4	3
存货增加	-232	72	-10	-590	53
预付款项及其他资产减少	-98	53	-13	-14	-15
其他应付款项增加	215	68	0	0	0
其他	-116	-203	-162	299	-471
经营活动现金净额	-1,502	-1,177	27	96	405
购买物业、厂房及设备项	-769	-265	-144	-187	-214
购买土地使用权项目	0	0	-4	-4	-4
其他	-48	79	79	79	79
投资活动现金净额	-818	-186	-70	-112	-139
银行借款净增加	1,126	1,805	800	500	700
其他	-148	-412	729	-58	-67
融资活动现金净额	978	1,393	1,529	442	632
现金及现金等价物增加	-1,341	30	1,486	426	899
年初现金及现金等价物	2,069	727	760	2,248	2,677
外汇汇率变动	-1	3	3	3	3
年末现金及现金等价物	727	760	2,248	2,677	3,578

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (人民币元)					
每股盈利/(亏损)	-2.8	-2.7	-0.2	0.2	1.0
每股净资产	6.4	3.7	5.2	5.7	7.0
每股经营现金流	-2.8	-2.2	0.0	0.2	0.7
每股销售	2.0	3.2	5.3	6.6	8.7
估值 (倍)					
P/B	12.8	22.1	15.7	14.4	11.7
P/S	40.9	25.6	15.4	12.3	9.3
盈利能力指标					
毛利率	76.5%	80.0%	87.5%	85.4%	85.9%
经营利润率	-146.1%	-85.0%	-2.6%	0.4%	11.9%
净利润率	-140.4%	-85.9%	-4.5%	2.5%	11.6%
盈利增长					
营业收入增长率	40.2%	58.9%	68.9%	24.5%	32.1%
净利润增长率	51.3%	-2.8%	-91.1%	-169.6%	506.5%
资产收益率指标					
净资产收益率	-44.0%	-73.9%	-4.6%	2.9%	14.4%
资产回报率	-27.3%	-26.7%	-1.8%	1.1%	5.7%
投资资本回报率	-44.0%	-73.9%	-4.6%	2.9%	14.4%
偿债能力指标					
资产负债率	37.8%	63.9%	60.8%	62.1%	60.2%
流动比率(x)	2.0	1.0	1.5	1.8	2.0
速动比率(x)	1.3	0.7	1.3	1.4	1.6
现金比率(x)	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5

图表 2：浦银国际目标价：荣昌生物（港股）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：浦银国际目标价：荣昌生物（A股）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 医药行业覆盖公司

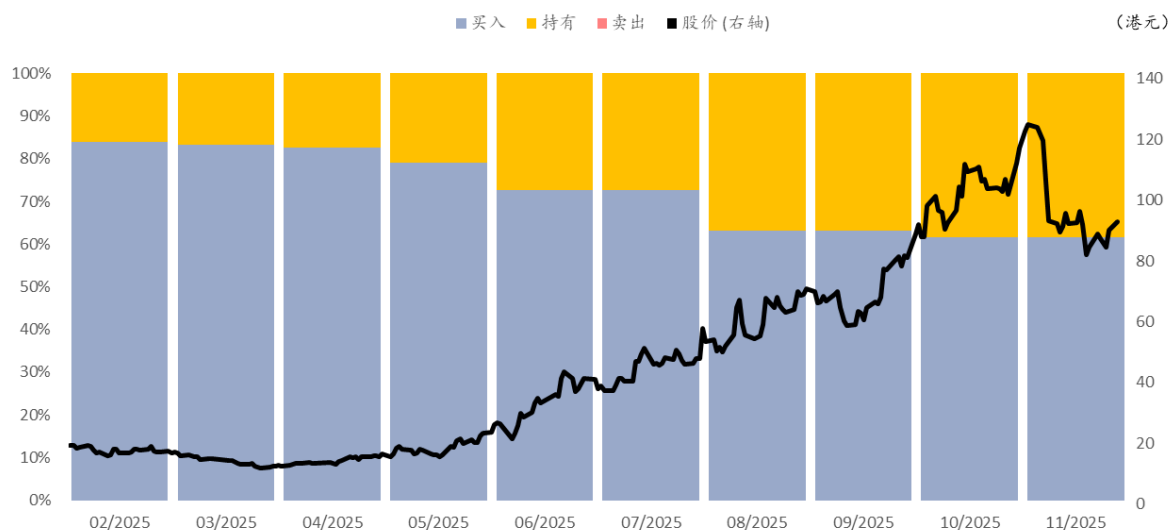
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	451.2	买入	525.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	23.8	买入	28.0	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	14.7	买入	18.0	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	21.0	买入	36.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	26.1	买入	46.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	310.5	买入	349.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	187.6	买入	211.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	282.5	买入	276.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	5.1	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	49.4	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	92.9	持有	75.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	97.9	持有	96.7	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	14.6	买入	21.0	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	24.3	买入	34.0	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	90.2	买入	95.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.2	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	6.2	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	118.3	买入	174.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	11.7	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	64.2	买入	77.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	5.0	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	69.1	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	67.9	买入	105.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	33.4	买入	55.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	15.0	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	13.7	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	63.4	买入	80.0	制药
1276 HK Equity	恒瑞医药	74.0	买入	95.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	7.1	买入	9.1	制药
2359 HK Equity	药明康德	103.7	买入	134.5	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	96.4	买入	124.4	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	25.6	买入	30.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	33.5	买入	39.6	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	35.6	持有	30.0	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	72.7	买入	69.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	212.0	买入	267.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	27.1	持有	23.7	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.8	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	6.0	买入	9.6	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.2	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	12.1	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	24.2	买入	29.0	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	24.1	买入	30.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	277.0	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	28.8	买入	27.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	19.7	买入	20.0	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	6.0	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	1.0	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	5.9	持有	4.7	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	14.4	持有	14.0	互联网医疗
6681 HK Equity	脑动极光	7.6	买入	7.5	数字疗法

注：数据截至 2025 年 11 月 3 日港股收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

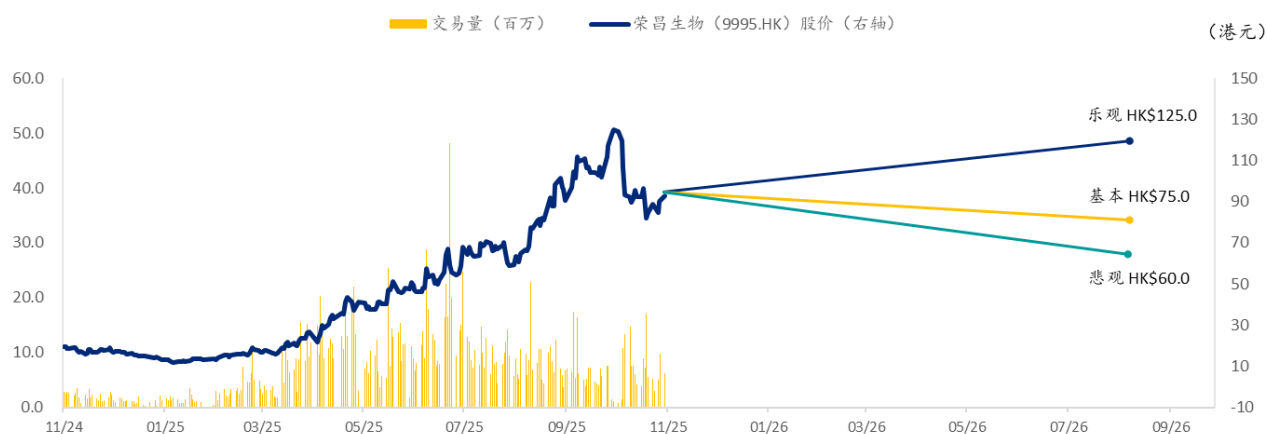
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5：荣昌生物（港股）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6：荣昌生物（港股）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：125.0 港元

概率：20%

- 泰它西普出海快于预期，交易条款较优；
- 管线药物研发及获批进度快于预期；
- 泰它西普 RC18 峰值销售超 60 亿元；
- 维迪西妥 RC48 中国销售超 30 亿元。

悲观情景：公司收入增长不及预期

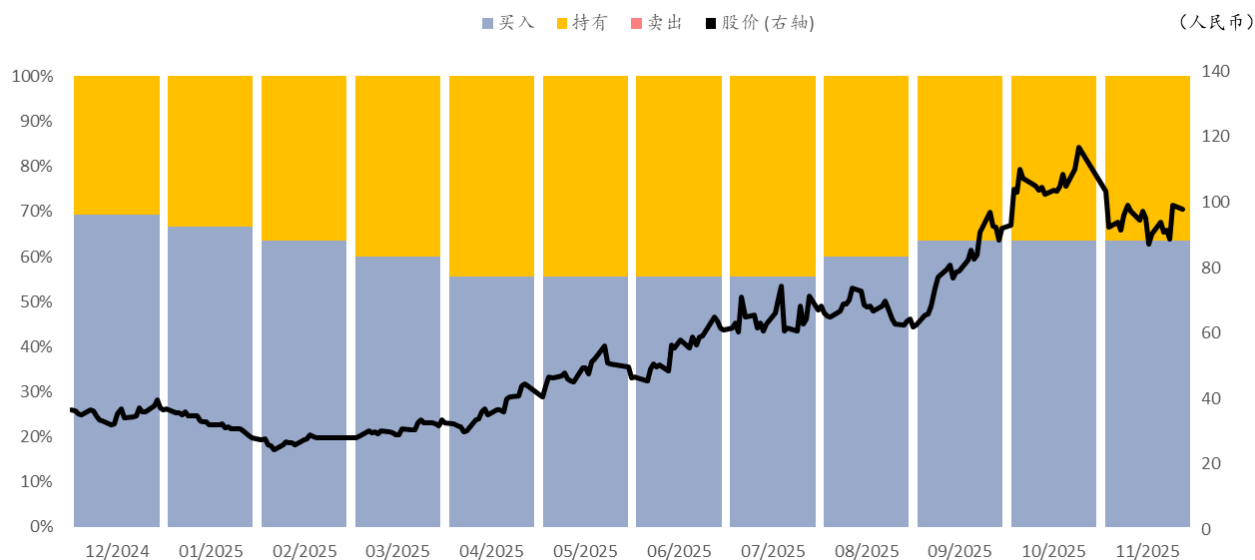
目标价：60.0 港元

概率：20%

- 泰它西普国际化三期延误，出海授权未达预期；
- 药物管线的开发和上市申请未如预期；
- 泰它西普 RC18 峰值销售低于 30 亿元；
- 维迪西妥 RC48 中国销售低于 15 亿元。

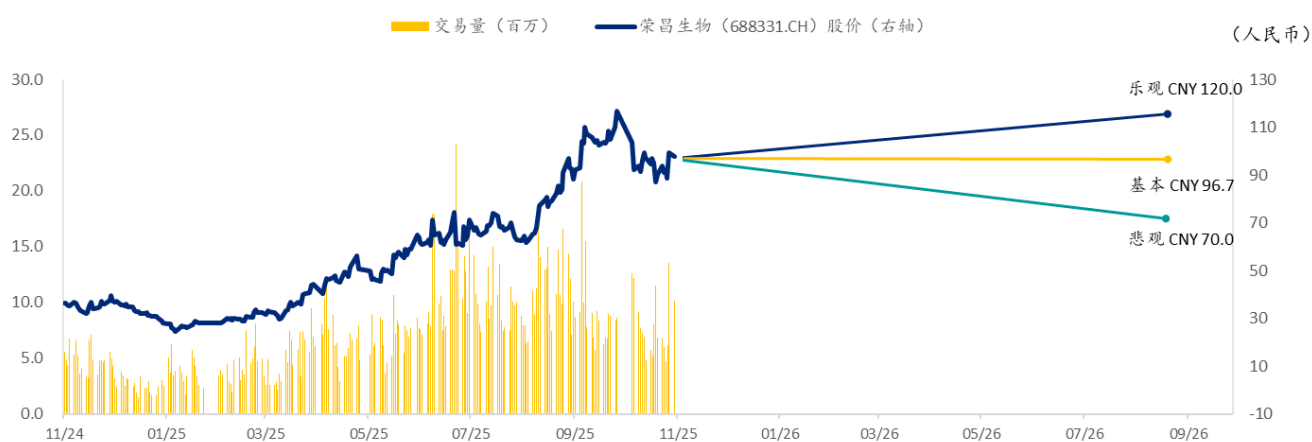
资料来源：浦银国际

图表 7：荣昌生物（A 股）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：荣昌生物（A 股）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：人民币 120.0 元

概率：20%

- 泰它西普出海快于预期，交易条款较优；
- 管线药物研发及获批进度快于预期；
- 泰它西普 RC18 峰值销售超 60 亿元；
- 维迪西妥 RC48 中国销售超 30 亿元。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：人民币 70.0 元

概率：20%

- 泰它西普国际化三期延误，出海授权未达预期；
- 药物管线的开发和上市申请未如预期；
- 泰它西普 RC18 峰值销售低于 30 亿元；
- 维迪西妥 RC48 中国销售低于 15 亿元。

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

