

2025年12月19日

核心产品医保谈判顺利，RC148 非小细胞肺癌数据披露积极

荣昌生物(9995.HK)

事件 1:

根据公司官方公众号，公司两款创新药四个适应症成功纳入 2025 版国家医保药品目录，包括：泰爱®（注射用泰它西普）新增 1 个适应症——治疗全身型重症肌无力首次纳入医保目录；成功续约两款创新药的 3 个适应症——泰爱®（注射用泰它西普）治疗系统性红斑狼疮，爱地希®（注射用维迪西妥单抗）治疗 HER2 过表达晚期胃癌和晚期尿路上皮癌。

事件 2:

根据公司官方公众号，公司自主研发 PD-1/VEGF 双特异性抗体 RC148 单药一线及联合方案二线治疗非小细胞肺癌 I/II 期临床研究数据公布。研究数据显示，RC148 单药与联合方案均显示出突出的临床疗效和可控的安全性，实现了双路径突破。

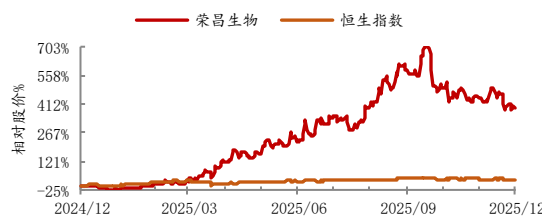
点评:

核心产品成功续约医保目录，助力商业化第二增长曲线。 RC18 此次新增重症肌无力适应症预计快速拉动泰它西普销售放量，叠加 SLE 适应症基础盘，RC18 2026 年有望成为自免领域重磅产品。此外，其 III 期临床试验数据显示，重症肌无力日常活动评分 (MG-ADL) 改善 ≥ 3 分的患者达到 98.1%，为目前全球最高的应答率，有望改写该疾病全球治疗格局。截至目前 RC18 治疗 IgA 肾病、干燥综合征适应症已申报上市。维迪西妥单抗此次续约 HER2 过表达晚期胃癌、晚期尿路上皮癌两大适应症，保障肿瘤线稳定增长。

首次公布 PD-1/VEGF 双抗非小细胞肺癌临床数据，后续临床有序推进。 公司于 2025 ESMO-10 大会首次披露相关数据：单药治疗在疗效可评估人群中，客观缓解率 (ORR) 达 61.9%，疾病控制率 (DCR) 为 100%；联合治疗 ORR 达 66.7%，DCR 为 95.2%；各亚组均观察到疗效获益，安全性可控，初步展现临床优势。基于 RC148-C001 研究的早期数据，2025 年 8 月，RC148 联合多西他赛治疗经 PD-1/PD-L1 抑制剂和含铂化疗（联合或序贯）治疗失败的驱动基因阴性局部晚期或转移性非小细胞肺癌适应症已获得中国突破性治疗药物资格认定 (BTD)。目前公司正在

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格(港元):	
最新收盘价(港元):	76.7
股票代码:	9995
52 周最高价/最低价(港元):	126.6/11.52
总市值(亿港元)	432.37
自由流通市值(亿港元)	432.37
自由流通股数(百万)	563.71



分析师: 崔文亮

邮箱: cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话:

相关研究

1. 【华西医药】荣昌生物(9995.HK): 商业化持续深耕, RC18 自免市场空间

2025.06.26

积极推进相关临床：根据公司投资者调研纪要，RC148 联合治疗一线非小细胞肺癌的 II 期临床试验已完成患者入组并计划启动联合治疗非小细胞肺癌的 III 期临床研究，看好后续临床潜力。

投资建议

公司自主研发实力强劲，核心产品销售稳定增长，管理团队经验丰富，临床适应症管线稳定推进，海内外布局合理，看好公司产品上市后商业化运营能力。调整前期盈利预期：即我们预测公司 2025-2027 年收入为 27.52/33.85/44.13 亿元（前值 2025-2027 年收入为 23.48/32.65/43.73 亿元），同比增长 60.95%/22.97%/30.40%；归母净利润为-7.63/-3.16/3.84 亿元（前值 2025-2027 年分别为-9.74/-4.97/1.97 亿元），EPS 分别为-1.35、-0.56 和 0.68 元（前值为-1.73、-0.88 和 0.35 元），对应 2025 年 12 月 18 日的 76.7 港元/股收盘价，假设人民币兑换港币汇率为 1.08，折合人民币 71.0 元，PE 分别为 -57/-137/113，公司业绩有较大增长空间，维持“增持”评级。

风险提示

临床进度不达预期；商业化表现不达预期；警惕相关产品生物类似药冲击、集采压力以及竞争格局变化

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1076.13	1710.15	2752.43	3384.54	4413.34
YoY (%)	40.16%	58.92%	60.95%	22.97%	30.40%
归母净利润(百万元)	-1511.23	-1468.36	-763.09	-315.80	383.89
YoY (%)	-51.30%	2.84%	48.03%	58.62%	221.56%
毛利率 (%)	76.48%	79.96%	83.65%	82.27%	81.87%
每股收益 (元)	-2.80	-2.73	-1.35	-0.56	0.68
ROE (%)	-0.44	-0.74	-0.62	-0.35	0.30
市盈率	-13.38	-5.27	-56.66	-136.91	112.63

资料来源：wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1710.15	2752.43	3384.54	4413.34	净利润	-1468.36	-763.09	-315.80	383.89
YoY (%)	58.92%	60.95%	22.97%	30.40%	折旧和摊销	302.73	50.00	55.00	60.00
营业成本	342.80	450.00	600.00	800.00	营运资金变动	-169.49	142.05	-1.72	2.85
营业税金及附加					经营活动现金流	-1176.60	-551.69	-233.51	485.34
销售费用	948.76	1100.97	1184.59	1235.74	资本开支	-265.28	-5.00	-9.00	-12.00
管理费用	332.28	275.24	169.23	220.67	投资	-4.15	-2.95	-3.43	-4.18
财务费用	72.38	25.17	41.81	83.83	投资活动现金流	-185.91	121.97	22.50	29.05
资产减值损失					股权募资	-27.74	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	1496.36	456.75	609.00	716.54
营业利润	-1501.05	-766.53	-308.93	422.50	筹资活动现金流	1392.97	408.79	545.05	632.72
营业外收支					现金净流量	32.98	-21.56	333.42	1146.49
利润总额	-1468.36	-763.09	-315.80	383.89	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
净利润	-1468.36	-763.09	-315.80	383.89	营业收入增长率	58.92%	60.95%	22.97%	30.40%
归属于母公司净利润	-1468.36	-763.09	-315.80	383.89	净利润增长率	2.84%	48.03%	58.62%	221.56%
YoY (%)	2.84%	48.03%	58.62%	221.56%	盈利能力				
每股收益 (元)	-2.73	-1.35	-0.56	0.68	毛利率	79.96%	83.65%	82.27%	81.87%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率率	-85.86%	-27.72%	-9.33%	8.70%
货币资金	759.53	737.97	1071.40	2217.88	总资产收益率 ROA	-26.70%	-11.90%	-4.58%	4.50%
预付款项					净资产收益率 ROE	-73.93%	-62.42%	-34.85%	29.77%
存货	659.37	750.00	666.67	666.67	偿债能力				
其他流动资产	2.81	157.05	83.88	122.81	流动比率	1.05	0.87	0.83	0.94
流动资产合计	2289.80	3345.08	3871.41	5553.58	速动比率	0.74	0.63	0.67	0.80
长期股权投资	8.85	11.80	15.24	19.41	现金比率	0.35	0.19	0.23	0.37
固定资产	2743.70	2713.70	2683.70	2650.70	资产负债率	63.88%	80.93%	86.86%	84.89%
无形资产	119.90	104.90	88.90	73.90	经营效率				
非流动资产合计	3208.72	3065.08	3022.51	2978.69	总资产周转率	0.31	0.46	0.51	0.57
资产合计	5498.52	6410.16	6893.92	8532.26	每股指标 (元)				
短期借款	1370.24	1826.99	2435.98	3152.53	每股收益	-2.73	-1.35	-0.56	0.68
应付账款及票据	162.25	276.75	327.75	435.88	每股净资产	3.65	2.17	1.61	2.29
其他流动负债	618.55	1692.99	1811.91	2224.51	每股经营现金流	-2.16	-0.98	-0.41	0.86
流动负债合计	2188.10	3863.74	4663.92	5918.99	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1195.88	1195.88	1195.88	1195.88	估值分析				
其他长期负债	128.34	128.05	128.05	128.05	PE	-5.27	-56.66	-136.91	112.63
非流动负债合计	1324.22	1323.93	1323.93	1323.93	PB	3.95	35.37	47.72	33.53
负债合计	3512.32	5187.66	5987.85	7242.92					
股本	544.33	544.33	544.33	544.33					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	1986.20	1222.49	906.08	1289.35					
负债和股东权益合计	5498.52	6410.16	6893.92	8532.26					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。