

医药	收盘价 港元 100.10	目标价 港元 136.00	潜在涨幅 +35.9%
----	------------------	------------------	----------------

2026年1月13日

荣昌生物 (9995 HK)

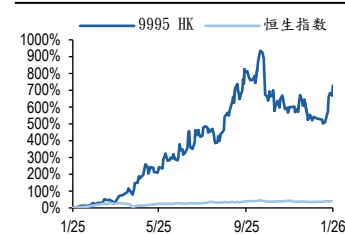
PD-1/VEGF 双抗 BD 大单落地，与合作伙伴管线较好协同，上调目标价

- ⊕ **PD-1/VEGF 双抗 56 亿美元交易达成，利好整体赛道：**公司宣布与艾伯维就 RC148 (PD-1/VEGF 双抗) 达成独家授权许可协议，后者将获得 RC148 大中华区以外开发、生产和商业化的独家权利。作为回报，公司将收到 6.5 亿美元首付款、最高 49.5 亿美元的里程碑收款、以及两位数百分比的分级销售提成。我们认为，这一交易不仅将显著加速 RC148 的海外开发进程和全球商业化价值实现，也是对 PD-1/VEGF 品类成为 I/O 2.0 时代基石疗法潜力的再次验证。这项交易对康方、三生等已 BD 出海的同靶点产品的短期直接影响较为有限，考虑到它们在临床进展上已获先发优势；长期来看，中国内地创新药资产持续成为 MNC 药企补全管线的重要力量。
- ⊕ **RC148 + ADC 联用潜力巨大，初步临床数据优异：**艾伯维在肿瘤领域有强大的创新布局，药物种类涵盖小分子靶向药物和 ADC，能和 RC148 组成联用机会。例如，艾伯维曾以 101 亿美元收购 ImmunoGen、获得全球首款 FRα ADC Elahere® (卵巢癌)，其他已上市/在研 ADC 包括 Emrelis (c-MET，已获 FDA 批准用于 NSCLC)、Temab-A (c-MET，正在开发 NSCLC、CRC 等适应症)，在实体瘤治疗上有机会与 RC148 形成较好协同。在中国内地开展的早期临床研究中，RC148 已展现出优异的临床治疗潜质：1) RC148 单药或联合多西他赛治疗 1L/2L NSCLC 的 I/II 期研究 (RC148-C001) 中，RC148 20mg/kg Q3W 联合多西他赛在 PD-(L)1 耐药人群中取得 67% 的 ORR 和 8.3 个月的 mPFS，单药在 1L TPS≥1% 人群中取得 62% 的 ORR；2) 在 RC118 (CLDN18.2 ADC) 联合 RC148 治疗 2L/3L CLDN18.2+ 胃癌的 II 期研究中，取得 57% 的 ORR 和 7.9 个月的 mPFS，明显优于特瑞普利+RC118 组合的 33%/4.3 个月。
- ⊕ **上调目标价：**基于对本次交易首付款和潜在里程碑收款的确认节奏，我们上调公司 2026-27 年收入预测，基于 DCF 模型，我们上调目标价至 136 港元。随着关键产品相继 BD 出海，2026 年我们看好泰它西普和维迪西妥在海外注册研究上的进展，以及早期品种 (包括 RC148、RC118、新型 ADC RC278 等) 在更多适应症上的推进，相关数据读出有望持续催化股价。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	125.00
52周低位 (港元)	12.32
市值 (百万港元)	65,712.69
日均成交量 (百万)	19.48
年初至今变化 (%)	39.03
200天平均价 (港元)	84.43

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	1,076	1,710	2,992	8,295	5,445
同比增长 (%)	40.2	58.9	74.9	177.2	-34.4
净利润 (百万人民币)	(1,511)	(1,468)	(99)	4,109	1,177
每股盈利 (人民币)	(2.85)	(2.77)	(0.19)	7.75	2.22
同比增长 (%)	51.3	-2.8	-93.2	-4,242.3	-71.4
市盈率 (倍)	ns	ns	ns	11.6	40.3
每股账面净值 (人民币)	6.32	3.65	5.12	12.86	15.21
市账率 (倍)	14.18	24.54	17.48	6.96	5.89

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：荣昌生物：财务预测变动

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	2,992	2,992	0%	8,295	3,495	137%	5,445	4,895	11%
毛利润	2,605	2,605	0%	7,812	3,012	159%	4,856	4,306	13%
毛利率	87.1%	87.1%	0.0ppt	94.2%	86.2%	8.0ppts	89.2%	88.0%	1.2ppts
归母净利润 (亏损)	(99)	(99)	NA	4,109	47	8608%	1,177	843	40%
归母净利率	NA	NA	NA	49.5%	1.4%	48.2ppts	21.6%	17.2%	4.4ppts

资料来源：交银国际预测

图表 2：荣昌生物：DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	2,992	8,295	5,445	6,593	7,980	9,670	10,915	12,186	12,963	13,462	14,024
EBIT	-76	4,836	1,361	1,959	2,820	3,960	4,770	5,647	6,101	6,383	6,773
EBIT* (1-t)	(64)	4,110	1,156	1,665	2,397	3,366	4,054	4,800	5,186	5,426	5,757
加：折旧摊销	314	299	310	302	297	294	295	298	301	307	314
减：营运资金增加/ (减少)	(146)	(173)	(158)	(125)	(137)	(150)	(189)	(177)	(198)	(217)	(237)
减：资本开支	(182)	(434)	(248)	(266)	(282)	(312)	(330)	(344)	(365)	(379)	(395)
自由现金流	(78)	3,802	1,061	1,575	2,275	3,198	3,830	4,577	4,923	5,137	5,439
永续增长率	2%										
自由现金流现值	21,176										
终值现值	23,686										
企业价值	44,862										
净现金	4,141										
少数股东权益	-										
Vor Bio 股权投资价值	20,691										
股权价值 (百万人民币)	69,694										
股权价值 (百万港元)	76,663										
股份数量 (百万)	564										
每股价值 (港元)	136.00										

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.40
股权成本	12.8%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	11.1%

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 3：荣昌生物 (9995 HK) 评级及目标价



资料来源：FactSet，交银国际预测

2026 年 1 月 13 日

荣昌生物 (9995 HK)

图表 4：交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价 /评级发表日期	子行业
9995 HK	荣昌生物	买入	100.10	136.00	35.9%	2026 年 01 月 13 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	买入	10.62	13.00	22.4%	2025 年 12 月 10 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	28.32	39.50	39.5%	2025 年 11 月 27 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	23.70	72.00	203.8%	2025 年 11 月 17 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	204.00	231.00	13.2%	2025 年 11 月 10 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	480.80	549.00	14.2%	2025 年 10 月 22 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	40.74	84.00	106.2%	2025 年 09 月 01 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	89.35	105.00	17.5%	2025 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	59.30	78.00	31.5%	2025 年 08 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	120.60	183.00	51.7%	2025 年 08 月 27 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	4.28	8.80	105.6%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	23.50	37.60	60.0%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	74.60	70.00	-6.2%	2025 年 08 月 20 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	14.41	28.75	99.5%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	39.78	34.00	-14.5%	2025 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
AZN US	阿斯利康	买入	93.63	93.30	-0.4%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	55.77	33.10	-40.6%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	12.15	16.40	35.0%	2025 年 08 月 22 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	42.04	48.00	14.2%	2025 年 08 月 19 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	6.91	9.10	31.7%	2025 年 08 月 19 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.60	14.00	62.8%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	9.78	7.30	-25.3%	2025 年 11 月 21 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	78.70	69.50	-11.7%	2025 年 10 月 28 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	33.93	40.20	18.5%	2025 年 06 月 19 日	制药
6078 HK	海吉亚医疗	买入	13.90	18.00	29.5%	2025 年 03 月 31 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	31.32	42.00	34.1%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	2.53	3.30	30.4%	2025 年 08 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测，数据截至 2026 年 1 月 13 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	1,076	1,710	2,992	8,295	5,445
主营业务成本	(253)	(343)	(387)	(483)	(589)
毛利	823	1,367	2,605	7,812	4,856
销售及管理费用	(1,089)	(1,281)	(1,484)	(1,649)	(1,835)
研发费用	(1,306)	(1,540)	(1,197)	(1,327)	(1,661)
经营利润	(1,572)	(1,453)	(76)	4,836	1,361
财务成本净额	(23)	(72)	(83)	(84)	(85)
其他非经营净收入/费用	84	57	60	83	109
税前利润	(1,511)	(1,468)	(99)	4,834	1,385
税费	0	0	0	(725)	(208)
净利润	(1,511)	(1,468)	(99)	4,109	1,177
作每股收益计算的净利润	(1,511)	(1,468)	(99)	4,109	1,177

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	727	760	1,602	5,563	6,805
应收账款及票据	420	599	599	599	599
存货	742	659	791	949	1,092
其他流动资产	340	272	286	300	315
总流动资产	2,229	2,290	3,278	7,411	8,811
物业、厂房及设备	2,833	2,744	2,649	2,815	2,779
无形资产	276	237	199	168	142
其他长期资产	190	228	237	245	255
总长期资产	3,299	3,209	3,085	3,229	3,176
总资产	5,528	5,498	6,362	10,640	11,986
短期贷款	286	1,370	1,398	1,426	1,454
应付账款	772	727	736	744	753
其他短期负债	80	90	90	90	90
总流动负债	1,138	2,188	2,224	2,260	2,298
长期贷款	841	1,196	1,223	1,251	1,280
其他长期负债	113	128	128	128	128
总长期负债	953	1,324	1,352	1,380	1,408
总负债	2,091	3,512	3,575	3,640	3,706
股本	544	544	544	544	544
储备及其他资本项目	2,893	1,442	2,243	6,456	7,736
股东权益	3,437	1,986	2,787	7,000	8,281
总权益	3,437	1,986	2,787	7,000	8,281

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(1,511)	(1,468)	(99)	4,109	1,177
折旧及摊销	278	330	314	299	310
营运资本变动	(497)	(86)	(137)	(164)	(148)
利息调整	0	0	0	0	0
税费	0	0	0	(725)	(208)
其他经营活动现金流	228	110	207	932	415
经营活动现金流	(1,502)	(1,114)	285	4,451	1,546
资本开支	(328)	(174)	(182)	(434)	(248)
投资活动	0	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(640)	(986)	0	0	0
投资活动现金流	(967)	(1,159)	(182)	(434)	(248)
负债净变动	1,127	1,084	27	28	29
权益净变动	0	1,300	796	0	0
其他融资活动现金流	(0)	(77)	(83)	(84)	(85)
融资活动现金流	1,127	2,306	740	(56)	(56)
汇率收益/损失	0	0	0	0	0
年初现金	2,069	727	760	1,602	5,563
年末现金	727	760	1,602	5,563	6,805

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	(2.851)	(2.770)	(0.187)	7.752	2.220
全面摊薄每股收益	(2.845)	(2.764)	(0.187)	7.737	2.216
每股账面值	6.315	3.649	5.121	12.862	15.215
利润率分析 (%)					
毛利率	76.5	80.0	87.1	94.2	89.2
EBITDA利润率	(120.2)	(65.7)	8.0	61.9	30.7
EBIT利润率	(146.1)	(85.0)	(2.5)	58.3	25.0
净利率	(140.4)	(85.9)	(3.3)	49.5	21.6
盈利能力 (%)					
ROA	(27.3)	(26.7)	(1.6)	38.6	9.8
ROE	(44.0)	(73.9)	(3.6)	58.7	14.2
ROIC	(33.1)	(32.3)	(1.8)	42.5	10.7
其他					
净负债权益比 (%)	11.6	91.0	36.6	净现金	净现金
流动比率	2.0	1.0	1.5	3.3	3.8
存货周转天数	1,069.3	702.1	746.5	717.6	676.4
应收账款周转天数	142.6	127.8	73.1	26.3	40.1
应付账款周转天数	1,112.5	774.6	694.0	562.3	466.5

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2026年1月13日

荣昌生物 (9995 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司以及红星冷链（湖南）股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。