



多款重磅产品成功授权, 彰显公司研发实力

投资要点

- 事件:** 公司发布 2025 年度报告, 2025 年实现营业收入达 32.5 亿元(+89.4%), 净利润扭亏为盈, 达 7.1 亿元。
- RC148 授权艾伯维, 多项 II/III 期研究快速推进中。** 2026 年 1 月 12 日, 公司与艾伯维就 RC148 达成 56 亿美元授权协议。RC148 多项 III 期快速推进中, 联合化疗治疗一线鳞状 NSCLC 的 III 期临床研究正在患者招募; 联合化疗治疗二线 NSCLC 的 III 期临床研究 IND 申请已获批; 联合化疗治疗一线结直肠癌的 II/III 期阶段临床研究已经启动。
- 泰它西普重症肌无力适应症上市, 干燥综合征和 IgA 肾病适应症申报上市。** 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。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, 并于 12 月纳入 2025 年医保药品目录。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。治疗干燥综合征于 2025 年 8 月 III 期临床试验达到主要研究终点, 并向 CDE 递交新药上市申请(NDA)。治疗 IgA 肾病上市申请于 2025 年 10 月获 CDE 受理。
- 维迪西妥单抗乳腺癌和尿路上皮癌适应症持续拓展, RC28 授权参天中国。** 维迪西妥单抗联合特瑞普利单抗一线治疗尿路上皮癌于 2025 年 7 月申报上市, 治疗 HER2 阳性存在肝转移的晚期乳腺癌适应症于 2025 年 5 月上市。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。RC28 治疗糖尿病黄斑水肿于 2025 年 9 月申报上市。
- 盈利预测:** 荣昌生物研发和商业化实力强劲, 我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 28.2、39.1 和 64.8 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 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 3251.05 | 2820.94 | 3911.23 | 6482.08 |
| 增长率 | 89.36% | -13.23% | 38.65% | 65.73% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 709.65 | -300.76 | -124.27 | 659.80 |
| 增长率 | 148.33% | -142.38% | 58.68% | 630.95% |
| 每股收益EPS(元) | 1.26 | -0.53 | -0.22 | 1.17 |
| 净资产收益率 ROE | 19.66% | -9.09% | -3.90% | 17.17% |
| PE | 98.30 | -231.94 | -561.35 | 105.73 |
| PB | 19.33 | 21.09 | 21.91 | 18.15 |

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

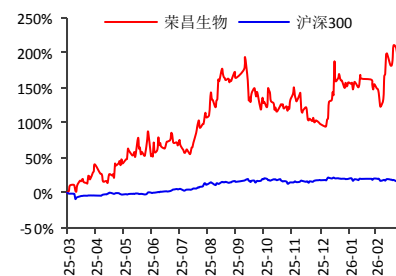
分析师: 汤泰萌

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: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本(亿股) | 5.64 |
| 流通 A 股(亿股) | 1.63 |
| 52 周内股价区间(元) | 35.99-123.58 |
| 总市值(亿元) | 696.99 |
| 总资产(亿元) | 72.48 |
| 每股净资产(元) | 6.40 |

相关研究

- 荣昌生物(688331): 业绩符合预期, 泰它西普和 RC28 成功授权 (2025-08-28)
- 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)

盈利预测

关键假设：

假设 1：假设 2026-2028 年泰它西普在 SLE 市占率分别为 12.3%、13.3%和 13.8%，假设 RA 于 2026-2028 年市占率分别为 0.11%、0.16%和 0.21%。假设重症肌无力 2026-2028 年市占率为 12.5%、21.5 和 29.5%。假设干燥综合征于 2026 年上市，2026-2028 年市占率为 2%、6%和 10%。假设 IgA 肾病于 2027 年上市，2027-2028 年市占率为 1%和 3.2%。假设重症肌无力于 2028 年在美国上市，2028 年市占率为 2%。综上，我们预计泰它西普 2026-2028 年收入为 17.4、25.4 和 48 亿元。

假设 2：假设 2026-2028 年维迪西妥单抗在 3 线胃癌市占率分别为 25%、24%和 24%，假设 2026-2028 年末线尿路上皮癌市占率分别为 56%、56%和 54%。假设乳腺癌伴肝转移适应症 2026-2028 年市占率为 4%和 8%和 12%。假设 1L HER2 阳性尿路上皮癌 2027-2028 年市占率为 8%和 14%。综上，我们预计维迪西妥单抗 2026-2028 年收入为 9.8、12.2 和 14.3 亿元。

假设 3：假设 2027-2028 年 RC28 治疗 DME 市占率分别为 0.4%和 0.8%，假设 2028 年治疗 wAMD 的市占率为 0.4%，对应 2027-2028 年收入为 0.5 和 1.5 亿元。

假设 4：假设 2026-2028 年公司授权收入均为 1 亿元。

随着公司多款核心品种的放量，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 28.2、39.1 和 64.8 亿元。

表：公司收入预测（亿元）

| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 合计 | 32.5 | 28.2 | 39.1 | 64.8 |
| 泰它西普 | 预计 14.3 | 17.4 | 25.4 | 48 |
| 维迪西妥单抗 | 预计 8.8 | 9.8 | 12.2 | 14.3 |
| RC28 | | | 0.5 | 1.5 |
| 授权收入（美国） | 9.4 | 1 | 1 | 1 |

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 | 手机 | 邮箱 |
|-----|-----|-------------|-----------------|----------------------|
| 上海 | 崔露文 | 销售岗 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售岗 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售岗 | 13127920536 | wyfy@swsc.com.cn |
| | 戴剑箫 | 销售岗 | 13524484975 | daijx@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 销售岗 | 15821376156 | zfy@swsc.com.cn |
| | 李嘉隆 | 销售岗 | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn |
| | 叶佳缘 | 销售岗 | 15800609605 | yejy@swsc.com.cn |
| | 欧若诗 | 销售岗 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn |
| | 贾文婷 | 销售岗 | 13621609568 | jiawent@swsc.com.cn |
| | 张嘉诚 | 销售岗 | 18656199319 | zhangjc@swsc.com.cn |
| 毛玮琳 | 销售岗 | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn | |
| 北京 | 李杨 | 北京销售主管兼销售岗 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售岗 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 销售岗 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 销售岗 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售岗 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售岗 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |

| | | | | |
|----|-----|------------|-------------|----------------------|
| | 马冰竹 | 销售岗 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 刘艳 | 销售岗 | 18456565475 | liuyanyj@swsc.com.cn |
| | 高欣 | 广深销售主管兼销售岗 | 13923418464 | gaoxin@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售岗 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| 广深 | 唐茜露 | 销售岗 | 18680348593 | txl@swsc.com.cn |
| | 文柳茜 | 销售岗 | 13750028702 | wlq@swsc.com.cn |
| | 林哲睿 | 销售岗 | 15602268757 | lZR@swsc.com.cn |
| | 黄诗洁 | 销售岗 | 18817316880 | hsj@swsc.com.cn |
