

# 商业化表现符合预期， RC148 成功实现出海

## 核心观点

公司 2025 年商业化表现符合预期。2025 年，公司总收入为 32.51 亿元，同比增长 89.36%，表现出色。同时公司的商业化产品营收为 22.71 亿元，同比增长 33.67%，体现公司商业化产品的优异竞争力。在此基础上，公司的 RC148 此前与艾伯维达成深度合作出海，进一步彰显公司早期管线的研发实力和强大的竞争力，RC148 也在早前的临床研究中展现优异数据，未来可期。综合来看，我们认为公司商业化与研发能力均优秀，看好公司未来发展。

## 事件

2026 年 3 月 27 日，荣昌生物发布 2025 年年度报告。

## 简评

### 2025 年营业收入表现符合预期，RC148 走向海外未来可期

2025 年营业表现符合预期，商业化成绩优异。公司 2025 年总收入为 32.51 亿元，同比增长 89.36%，表现出色，符合市场预期。其中 2025 年商业化产品的营收为 22.71 亿元，同比增长 33.67%，表现优异。公司商业化优异主要因核心管线泰它西普以及维迪西妥单抗均放量优异，其中泰它西普在红斑狼疮等适应症上持续提升渗透率，惠及更多患者，未来销售额值得期待。2025 年，公司净利润为 7.10 亿元，较 2024 年的净亏损 14.7 亿元实现大幅扭亏，表现出色；2025 年不计入 BD 收入后净亏损约 7.7 亿元，较 2024 年的 14.7 亿元同样实现大幅减亏。同时我们预计 2026 年计划不计 BD 收入的情况下公司有望实现盈亏平衡或小有盈利。

此前，公司的 RC148 与艾伯维达成合作，首付款 6.5 亿美金，里程碑 49.5 亿美金，产品成功实现出海。具体看交易款项：根据协议，艾伯维将获得 RC148 在大中华区以外地区（以下简称“合作范围”）的开发、生产和商业化的独家权利。协议经相关监管批准生效后，荣昌生物将收到 6.5 亿美元的首付款，并有资格获得最高达 49.5 亿美元的开发、监管和商业化里程碑付款，以及在大中华区以外地区净销售额的两位数分级特许权使用费。整体看，本次交易证明艾伯维充分认可公司 RC148 的临床价值以及公司的研发能力，后续 RC148 的海外临床值得期待。

## 荣昌生物(9995.HK)

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

沈毅

shenyibj@csc.com.cn

010-56135343

SAC 编号:S1440525080005

成雨佳

chengyujia@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120003

SFC 编号:BIQ365

赵旭

zhaoxul@csc.com.cn

010-56135339

SAC 编号:S1440525070003

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026 年 04 月 13 日

当前股价：108.20 港元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
18.59/14.37	-0.59/-1.80	690.46/650.89
12 月最高/最低价 (港元)		125.00/12.08
总股本 (万股)		56,371.02
流通 H 股 (万股)		20,858.12
总市值 (亿港元)		549.55
流通市值 (亿港元)		193.56
近 3 月日均成交量 (万)		510.31
主要股东		
烟台荣达创业投资中心(有限合伙)		18.17%

### 财务数据表现优异，公司未来发展大有可为

2025 年，公司商业化毛利率为 84.3%，较去年同期提升 3.7%，主要因公司核心管线销量增加带来成本更佳的控制。2025 年，公司产品销售费用率为 48.9%，较去年同期下降 6.9%，主要因公司运营效率进一步提升以及销售收入提升所致。2025 年，公司研发费用为 12.19 亿元，较去年同期的 15.40 亿元有所下降，主要因研发管线优化及技术授权导致相关研发费用减少所致。截至 2025 年底，公司账上现金约为 14.93 亿元，现金充足，未来发展可期。

### 核心产品商业化进程稳健推进，多项适应症开发持续助力

**泰它西普 (RC18)**：作为全球首创 BLYS/APRIL 双靶点融合蛋白，其系统性红斑狼疮适应症已纳入医保，2025 年商业化进程全面加速。5 月新增重症肌无力 (MG) 适应症获批后快速上量，同时 IgA 肾病、干燥综合征 (SS) 的补充上市申请先后获 CDE 受理并纳入优先审评，其中干燥综合征适应症的 III 期临床数据在 ACR 大会公布，疗效优异，IgA 肾病关键数据将于四季度 ASN 大会披露，值得期待。此外，眼肌型重症肌无力、结缔组织病相关间质性肺炎等适应症已启动 III 期临床，其中结缔组织病相关间质性肺炎适应症直接推进 III 期，可覆盖 240 万患者群体，大幅节省研发时间与成本。海外方面，正积极推进 MG 和 SS 适应症的 III 期临床研究，产品获欧盟孤儿药资格认定，且已授权 Vor Bio 开发除大中华区外的全球权益，有望借助合作方资源实现国际市场突破。

**维迪西妥单抗 (RC48)**：中国首个原创 ADC 药物，目前局部晚期或转移性胃癌、晚期尿路上皮癌适应症已获批上市，其中胃癌适应症纳入医保。2025 年 5 月，产品新增 HER2 阳性乳腺癌伴肝转移适应症获批；联合特瑞普利单抗治疗一线 HER2 + 尿路上皮癌的上市申请已于 6 月获受理，该联合方案 III 期数据发表于《新英格兰医学杂志》，疗效显著优于化疗。海外合作方面，与辉瑞合作推进二线尿路上皮癌上市申报，预计 2026 年启动销售分成，全球价值持续释放。

### 创新管线多点突破，各品类均获关键进展

**RC28**：全球首创 VEGF/FGF 双靶点眼科药物，治疗糖尿病黄斑水肿 (DME) 的上市申请于 9 月获 CDE 受理，III 期临床显示其疗效非劣于阿柏西普且安全性良好，给药频率更具优势。公司已将其大中华区及亚洲区域权益授权给参天制药，获得 2.5 亿元首付款及最高 10.45 亿元里程碑付款，借助参天成熟渠道有望快速放量，同时湿性年龄相关性黄斑变性 (wAMD) 适应症预计 2026 年申报上市。

**RC88 (MSLN ADC)**：靶向间皮素的 ADC 药物，针对胰腺癌、间皮瘤等难治性肿瘤，目前 II 期临床已完成入组，初步数据疗效显著，计划 2026 年公布关键结果。

**RC278**：新型 ADC 药物，用于治疗多种实体瘤，已在 2025 年 7 月启动 I/II 期临床研究，I 期将聚焦安全性与剂量探索，II 期计划评估多瘤种疗效。

### 多项管线推进路径清晰，价值兑现关键期值得期待

公司 2026 年后多项事件将持续支撑发展，成长逻辑清晰。(1) 持续推进泰它西普的 IgA 肾病审评，维迪西妥单抗的一线尿路上皮癌上市申报。(2) 加速 RC28 的审评进程与商业化筹备，深化其与参天制药的合作。(3) 推进 RC148、RC118 的联合治疗注册临床、RC88 临床 II 期进展及 RC278 的 I/II 期临床入组，丰富双抗与 ADC 协同的管线布局。(4) RC148 的海外临床推进计划。

我们认为，公司管线梯队布局合理，多项创新管线已进入价值兑现关键期，RC148 成功出海后公司海外价值进一步提升。在公司的内部优化取得成效的基础上，管线推进节奏明确，未来产品商业化营收与临床突破均具备强可及性，值得期待。

### 盈利预测与投资评级

公司已建立并完善了三大创新核心技术平台，自主研发实力强劲；泰它西普及维迪西妥单抗适应症有望持

续拓展，公司的商业化能力得到验证；同时公司国际化已经启程，就 RC148 与艾伯维达成深度合作，整体运营愈发成熟稳定。我们预计 2026-2028 年，公司收入分别为 73.13 亿元、42.44 亿元和 60.70 亿元，维持“买入”评级。

### 重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,716.86	3,251.05	7,313.24	4,243.87	6,070.44
YoY (%)	58.54	89.36	124.95	-41.97	43.04
净利润(百万元)	-1,468.36	709.65	3,618.84	463.25	2,244.01
YoY (%)	2.84	148.33	409.95	-87.20	384.41
毛利率 (%)	80.36	87.28	94.50	90.00	90.00
净利率 (%)	-85.53	21.83	49.48	10.92	36.97
ROE (%)	-73.93	19.66	50.07	6.02	22.59
EPS(摊薄/元)	-2.60	1.26	6.41	0.82	3.98
P/E(倍)	-52.97	109.60	21.49	167.90	34.66
P/B(倍)	39.16	21.55	10.76	10.11	7.83

资料来源：iFind，中信建投（暂不考虑 BD 的收入确认影响）

### 风险分析

**公司创新药研发进展、新药评审时间不及预期**，公司核心产品泰它西普、维迪西妥单抗、RC28 等产品均有不同适应症，由于药品审评审批环节多、周期长、不确定性大，适应症拓展存在不确定性；**医保控费压力超出预期，公司产品定价不及预期**，公司核心产品目前已经纳入医保，后续仍有新适应症续约谈判，如果降幅较大，可能对公司商业化进程产生影响；**商业化进展不及预期**，如若市场拓展、学术推广、医保覆盖范围等方面的进展不达预期，或销售团队未能紧跟政策动向、把握市场竞争态势都将影响公司未来的商业化能力；**海外拓展不及预期**。

**资产负债表(百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>2,289.80</b>	<b>3,981.89</b>	<b>6,508.68</b>	<b>7,096.72</b>	<b>10,079.60</b>
现金	762.49	1,197.55	822.25	2,867.26	4,552.94
应收票据及应收账款合计	598.79	718.09	2,335.02	1,355.01	1,938.21
其他应收款	24.28	84.03	162.79	94.47	135.13
预付账款	241.37	91.74	1,019.95	591.88	846.62
存货	659.37	661.49	883.48	932.16	1,333.36
其他流动资产	3.49	1,228.99	1,285.18	1,255.94	1,273.34
<b>非流动资产</b>	<b>3,208.72</b>	<b>3,266.19</b>	<b>2,860.34</b>	<b>2,437.61</b>	<b>1,998.32</b>
长期投资	8.85	13.77	13.91	14.05	14.18
固定资产	2,550.93	2,319.23	2,046.80	1,757.48	1,451.27
无形资产	143.13	152.48	127.07	101.66	76.24
其他非流动资产	505.81	780.70	672.56	564.43	456.62
<b>资产总计</b>	<b>5,498.52</b>	<b>7,248.07</b>	<b>9,369.02</b>	<b>9,534.32</b>	<b>12,077.92</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,178.30</b>	<b>2,787.46</b>	<b>1,564.59</b>	<b>1,521.93</b>	<b>2,055.91</b>
短期借款	1,083.85	1,221.76	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	162.25	285.85	233.63	246.50	352.60
其他流动负债	932.19	1,279.85	1,330.96	1,275.43	1,703.31
<b>非流动负债</b>	<b>1,334.02</b>	<b>851.79</b>	<b>576.77</b>	<b>321.49</b>	<b>87.09</b>
长期借款	1,237.97	751.90	476.87	221.59	12.80
其他非流动负债	96.05	99.89	99.89	99.89	99.89
<b>负债合计</b>	<b>3,512.32</b>	<b>3,639.25</b>	<b>2,141.36</b>	<b>1,843.42</b>	<b>2,143.00</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	544.33	563.71	563.71	563.71	563.71
资本公积	6,290.99	6,923.80	6,923.80	6,923.80	6,923.80
留存收益	-4,849.12	-3,878.69	-259.85	203.40	2,447.41
归属母公司股东权益	1,986.20	3,608.82	7,227.66	7,690.91	9,934.92
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,498.52</b>	<b>7,248.07</b>	<b>9,369.02</b>	<b>9,534.32</b>	<b>12,077.92</b>

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-1,115.49</b>	<b>52.90</b>	<b>1,175.55</b>	<b>2,312.00</b>	<b>1,913.39</b>
净利润	-1,468.36	709.65	3,618.84	463.25	2,244.01
折旧摊销	302.73	320.34	405.98	422.87	439.43
财务费用	69.48	64.83	52.84	10.48	-7.92
投资损失	4.29	4.44	0.58	0.58	0.58
营运资金变动	-108.48	-443.84	-2,903.20	1,414.31	-763.22
其他经营现金流	84.85	-602.51	0.51	0.51	0.51
<b>投资活动现金流</b>	<b>-248.24</b>	<b>-205.65</b>	<b>-1.23</b>	<b>-1.23</b>	<b>-1.23</b>
资本支出	216.82	196.16	0.00	0.00	0.00
长期投资	-6.75	-20.60	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-458.30	-381.21	-1.23	-1.23	-1.23
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,392.97</b>	<b>551.96</b>	<b>-1,549.62</b>	<b>-265.76</b>	<b>-226.48</b>
短期借款	799.58	137.91	-1,221.76	0.00	0.00
长期借款	322.71	-486.07	-275.02	-255.28	-234.40
其他筹资现金流	270.68	900.12	-52.84	-10.48	7.92
<b>现金净增加额</b>	<b>31.79</b>	<b>395.02</b>	<b>-375.30</b>	<b>2,045.01</b>	<b>1,685.68</b>

**利润表(百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>1,716.86</b>	<b>3,251.05</b>	<b>7,313.24</b>	<b>4,243.87</b>	<b>6,070.44</b>
营业成本	337.16	413.54	402.23	424.39	607.04
营业税金及附加	15.37	16.35	52.61	30.53	43.67
销售费用	948.76	1,111.44	1,096.99	1,273.16	1,396.20
管理费用	316.71	364.28	292.53	169.75	242.82
研发费用	1,539.78	1,218.75	1,755.18	1,867.30	1,517.61
财务费用	69.48	64.83	52.84	10.48	-7.92
资产减值损失	-9.56	-1.95	-44.02	-25.54	-36.54
信用减值损失	-11.09	-0.58	-41.56	-24.12	-34.50
其他收益	78.83	27.77	57.42	57.42	57.42
公允价值变动收益	1.54	640.71	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-4.29	-4.44	-0.58	-0.58	-0.58
资产处置收益	-0.70	-0.77	-0.49	-0.49	-0.49
<b>营业利润</b>	<b>-1,455.66</b>	<b>722.61</b>	<b>3,631.65</b>	<b>474.95</b>	<b>2,256.34</b>
营业外收入	0.40	0.95	0.48	0.48	0.48
营业外支出	13.10	13.16	12.02	12.02	12.02
<b>利润总额</b>	<b>-1,468.36</b>	<b>710.40</b>	<b>3,620.11</b>	<b>463.41</b>	<b>2,244.80</b>
所得税	0.00	0.75	1.27	0.16	0.79
<b>净利润</b>	<b>-1,468.36</b>	<b>709.65</b>	<b>3,618.84</b>	<b>463.25</b>	<b>2,244.01</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-1,468.36</b>	<b>709.65</b>	<b>3,618.84</b>	<b>463.25</b>	<b>2,244.01</b>
EBITDA	-1,096.15	1,095.57	4,078.93	896.76	2,676.31
EPS (元)	-2.60	1.26	6.41	0.82	3.98

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	58.54	89.36	124.95	-41.97	43.04
营业利润(%)	3.06	12.00	402.58	-86.92	375.07
归属于母公司净利润(%)	2.84	148.33	409.95	-87.20	384.41
<b>盈利能力</b>					
毛利率(%)	80.36	87.28	94.50	90.00	90.00
净利率(%)	-85.53	21.83	49.48	10.92	36.97
ROE(%)	-73.93	19.66	50.07	6.02	22.59
ROIC(%)	-35.51	4.03	109.33	7.74	54.45
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	63.88	50.21	22.86	19.33	17.74
净负债比率(%)	78.51	21.51	-4.78	-34.40	-45.96
流动比率	1.05	1.43	4.16	4.66	4.90
速动比率	0.64	1.15	2.90	3.64	3.81
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.31	0.45	0.78	0.45	0.50
应收账款周转率	4.35	6.75	4.33	4.33	4.33
应付账款周转率	2.08	1.45	1.78	1.78	1.78
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-2.60	1.26	6.41	0.82	3.98
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.98	0.09	2.08	4.10	3.39
每股净资产(最新摊薄)	3.52	6.39	12.80	13.62	17.60
<b>估值比率</b>					
P/E	-52.97	109.60	21.49	167.90	34.66
P/B	39.16	21.55	10.76	10.11	7.83
EV/EBITDA	-16.47	39.81	18.83	82.76	27.08

资料来源: Ifind, 中信建投

## 分析师介绍

### 袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

### 沈毅

制药及生物科技组分析师，香港中文大学硕士，6 年产业经验，曾任职于恒瑞医药及阿斯利康，2021 年进入二级市场，主要进行创新药及仿制药相关研究。

### 成雨佳

研究生毕业于约翰霍普金斯大学。具有境内外买方、卖方从业经验，目前从事医药行业研究。

### 赵旭

制药及生物科技分析师

### 贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk