

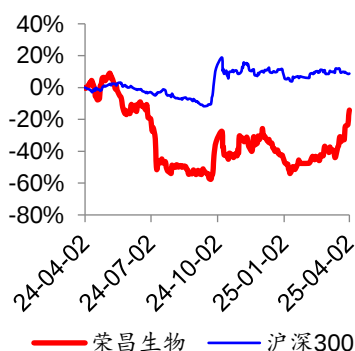
泰它西普适应症拓展，公司四季度减亏明显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-01

收盘价（元）	43.9
近 12 个月最高/最低（元）	75.98/33.43
总股本（百万股）	544
流通股本（百万股）	162
流通股比例（%）	29.8%
总市值（亿元）	239
流通市值（亿元）	71

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：任婉莹

执业证书号：S0010123060034

邮箱：renwanying@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】公司点评荣昌生物 (688331.SH)：核心产品销售增长显著，海外临床进展步伐加速 2024-4-2
2. 【华安医药】荣昌生物 (688331.SH) 公司点评：两大核心药品放量显著，继续探索广阔新适应症 2023-03-30

主要观点：

● 事件

2025 年 3 月 28 日，公司发布 2024 年年报，公司实现营业收入 17.17 亿元，同比+58.54%；归母净利润-14.68 亿元，同比减亏 2.84%；扣非归母净利润-15.08 亿元，同比减亏 2.31%。单季度来看，公司 2024Q4 收入为 5.08 亿元，同比+62.05%；归母净利润为-3.97 亿元，同比减亏 17.42%；扣非归母净利润为-4.10 亿元，同比减亏 14.98%。

● 点评

✓ 收入增加，投入趋于稳定，费用率大幅降低

报告期内，公司整体毛利率为 80.36%，同比+2.93 个百分点；期间费用率 167.44%，同比-52.36 个百分点；其中销售费用率 55.26%，同比-16.32 个百分点；研发费用率 89.69%，同比-30.93 个百分点；管理费用率 18.45%，同比-9.64 个百分点；财务费用率 4.05%，同比+4.54 个百分点；经营性现金流净额为-11.14 亿元，同比增加 3.89 亿元。公司产品销售收入增长，使费用率整体大幅降低。

✓ 肿瘤自免商业化经验累积，准入医院数量不断扩大

截至 2024 年 12 月 31 日，公司自身免疫商业化团队已超过 800 人，作为全球首个 SLE 治疗创新双靶生物制剂，自身免疫商业化团队已完成超过 1,000 家医院的药品准入。公司肿瘤科商业化团队已有近 600 人，已完成超过 1,000 家医院的药品准入。商业化团队经验不断积累，准入医院数量稳步增长，促使产品销售额稳步提高。

✓ 泰它西普适应症拓展，陆续推进给药随访

公司核心产品泰它西普和维迪西妥单抗正在中国及美国进行针对多种适应症的临床试验，并取得了多项积极进展。泰它西普的类风湿关节炎 (RA) 适应症在 2024 年 7 月获得 NMPA 的完全批准；重症肌无力 (MG) 的 III 期临床试验研究在 2024 年 8 月达到临床试验主要研究终点，截至本报告期末，公司已向 CDE 递交上市申请，海外的重症肌无力 (MG) 三期临床试验在 2024 年 8 月完成首例患者入组，目前入组工作持续进行中。此外，泰它西普的原发性干燥综合征 (pSS)、IgAN 肾病等其他适应症的临床也在推进随访工作。维迪西妥单抗在尿路上皮癌 (UC)、胃癌 (GC) 及乳腺癌 (BC) 的单药或联合 PD-1 的适应症临床数据也在学术会议上进行披露。

✓ 在研管线布局 ADC 及双抗, 2 期临床进行中

早期在研管线中 RC88 (MSLN ADC)、RC148 (PD-1/VEGF) 均推进至 2 期临床阶段。RC88 的结构包括 MSLN 靶向抗体、可裂解连接子以及小分子细胞毒素 (MMAE)。其作用机制与维迪西妥单抗类似, 可通过靶向结合 MSLN 阳性的肿瘤细胞, 介导抗体的内吞, 从而有效地将细胞毒素定向传递给癌细胞, 实现较好的肿瘤杀灭效果。公司正在中国推进一项 RC88 联合 PD-1 治疗晚期恶性实体瘤的 II 期临床试验, 截至本报告期末, 已完成患者入组工作, 正在进行给药随访。RC148 是一种靶向 PD-1 和 VEGF 的双特异性抗体, 是公司双特异性抗体平台首个进入 IND 阶段的产品。公司正在中国进行一项评价 RC148 联合多西他赛治疗晚期肺癌的 II 期临床研究。

● 投资建议

我们预计公司 2025~2027 年收入分别 22.5/30.1/37.6 亿元, 分别同比增长 31.1%/33.7%/24.8%, 归母净利润分别为 -10.5/-5.6/-0.6 亿元, 分别同比增长 28.7%/46.7%/89.3%。我们看好公司 ADC 平台的持续研发及出海进程、泰它西普在自身免疫病领域的拓展能力, 维持“买入”评级。

● 风险提示

销售不及预期风险; 研发审批进度不及预期风险; 新药研发失败风险; 政策不确定风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1717	2251	3009	3756
收入同比 (%)	58.5%	31.1%	33.7%	24.8%
归属母公司净利润	-1468	-1047	-558	-60
净利润同比 (%)	2.8%	28.7%	46.7%	89.3%
毛利率 (%)	80.4%	81.2%	82.1%	82.2%
ROE (%)	-73.9%	-111.1%	-145.3%	-18.4%
每股收益 (元)	-2.73	-1.92	-1.02	-0.11
P/E	—	—	—	—
P/B	8.25	23.61	57.91	68.54
EV/EBITDA	-17.11	-44.58	-565.94	56.74

资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2290	2350	2548	3419	营业收入	1717	2251	3009	3756
现金	762	142	114	485	营业成本	337	423	539	669
应收账款	383	541	502	574	营业税金及附加	15	19	26	32
其他应收款	24	41	51	65	销售费用	949	1042	1147	1206
预付账款	241	358	432	546	管理费用	317	342	373	383
存货	659	980	1183	1494	财务费用	69	32	54	61
其他流动资产	219	288	266	254	资产减值损失	-10	0	0	0
非流动资产	3209	2990	2852	2537	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	9	9	9	9	投资净收益	-4	1	1	1
固定资产	2457	2152	1845	1536	营业利润	-1456	-1037	-547	-48
无形资产	143	134	125	117	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	600	695	873	875	营业外支出	13	10	11	12
资产总计	5499	5340	5400	5955	利润总额	-1468	-1047	-558	-60
流动负债	2178	2615	2658	3106	所得税	0	0	0	0
短期借款	1084	1384	1264	1544	净利润	-1468	-1047	-558	-60
应付账款	162	208	263	327	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	932	1023	1131	1235	归属母公司净利润	-1468	-1047	-558	-60
非流动负债	1334	1784	2358	2525	EBITDA	-1069	-572	-46	460
长期借款	1196	1596	2196	2396	EPS (元)	-2.73	-1.92	-1.02	-0.11
其他非流动负债	138	188	162	129					
负债合计	3512	4399	5016	5631					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	544	544	544	544					
资本公积	6291	6291	6291	6291					
留存收益	-4849	-5893	-6451	-6511					
归属母公司股东权	1986	942	384	324					
负债和股东权益	5499	5340	5400	5955					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1114	-1093	-93	140	成长能力				
净利润	-1468	-1047	-558	-60	营业收入	58.5%	31.1%	33.7%	24.8%
折旧摊销	304	442	458	458	营业利润	3.1%	28.8%	47.3%	91.3%
财务费用	71	47	57	64	归属于母公司净利	2.8%	28.7%	46.7%	89.3%
投资损失	-2	-1	-1	-1	获利能力				
营运资金变动	-39	-545	-61	-333	毛利率 (%)	80.4%	81.2%	82.1%	82.2%
其他经营现金流	-1410	-491	-485	285	净利率 (%)	-85.5%	-46.5%	-18.5%	-1.6%
投资活动现金流	-248	-234	-331	-153	ROE (%)	-73.9%	-111.1%	-	-18.4%
资本支出	-258	-211	-312	-132	ROIC (%)	-29.5%	-23.3%	-11.8%	0.0%
长期投资	-7	-20	-15	-18	偿债能力				
其他投资现金流	17	-3	-4	-3	资产负债率 (%)	63.9%	82.4%	92.9%	94.6%
筹资活动现金流	1393	703	397	383	净负债比率 (%)	176.8%	467.0%	1306.2	1735.7
短期借款	800	300	-120	280	流动比率	1.05	0.90	0.96	1.10
长期借款	355	400	600	200	速动比率	0.64	0.38	0.35	0.43
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	53	0	0	0	总资产周转率	0.31	0.42	0.56	0.66
其他筹资现金流	185	3	-83	-97	应收账款周转率	5.04	4.87	5.77	6.99
现金净增加额	33	-621	-27	370	应付账款周转率	2.34	2.29	2.29	2.27

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益	-2.73	-1.92	-1.02	-0.11	P/E	—	—	—	—
每股经营现金流	-2.05	-2.01	-0.17	0.26	P/B	8.25	23.61	57.91	68.54
每股净资产	3.65	1.73	0.71	0.60	EV/EBITDA	-17.11	-44.58	-565.94	56.74

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所测算

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人：任婉莹，研究助理，负责创新药及制剂。武汉大学药理学本科，香港大学药理硕士，6 年心血管药理科研经历，曾任医药行业一级投资经理及产业 BD 战略经理。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。