

2025 年 04 月 30 日

证券研究报告•2024 年年报点评

先声药业 (2096.HK) 医疗保健

当前价: 8.73 港元

目标价: —— 港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩符合预期，全球化战略快速推进

投资要点

- **事件:** 先声药业发布 2024 年业绩, 实现收入 66.35 亿元 (+0.4%), 归属公司权益股东的利润约 7.3 亿元 (+2.6%), 经调整归属公司权益股东的利润 10.2 亿元 (+41.6%)。业绩符合预期。
- **神经科学领域和自身免疫领域持续高增长。** 2024 年, 神经科学领域收入 21.7 亿元 (+10.4%), 占总收入的 32.8%; 自身免疫领域收入 18.1 亿元 (+28%), 占总收入的 27.3%; 抗肿瘤领域收入 12.98 亿元 (-17.6%), 占总收入的 19.6%; 其他领域收入 13.5 亿元 (-18%), 占总收入的 20.3%。
- **恩立妥和先必新舌下片顺利上市, 管线进入收获关键期。** 2024 年新增两款创新产品获批上市, 分别是恩立妥和先必新舌下片, 进入商业化阶段的创新药拓展至八款。三项新药上市申请获国家药监局受理, 包括恩泽舒、科唯可和玛氛诺沙韦片。2024 年, 恩立妥和科赛拉均成功纳入国家医保目录, 未来放量有望提速。管线进入收获关键期, 新增三项新药处于 III 期临床研究阶段, 包括 SIM0270、TGRX-326 和乐德奇拜单抗。
- **全球化战略快速推进, 自研与 BD 双轮驱动。** 公司于中美同步开发五款创新药, 包括先必新®舌下片、SIM0501 (USP1 小分子抑制剂)、SIM0500 (人源化 GPRC5D-BCMA-CD3 三特异性抗体)、SIM0508 (Pol θ 小分子抑制剂)、SIM0505 (CDH6-ADC)。2025 年 1 月, 公司与 AbbVie Inc 签订许可选择权协议, AbbVie 将拥有 SIM0500 的许可选择权权益。2024 年 8 月, 先必新舌下片获 FDA 突破性疗法认定, 是全球脑卒中领域首个获得该认定的创新药。
- **盈利预测:** 先声药业研发及商业化实力强劲, 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 76.8、90.6 和 106.3 亿元。
- **风险提示:** 研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6635.21	7680.92	9061.03	10631.20
增长率	0.41%	15.76%	17.97%	17.33%
归属母公司净利润 (百万元)	733.17	1180.04	1647.81	2101.87
增长率	2.57%	60.95%	39.64%	27.56%
每股收益 EPS (元)	0.29	0.47	0.66	0.85
净资产收益率 ROE	10.37%	13.32%	14.50%	14.45%
PE	29.61	18.39	13.17	10.33

数据来源: 公司公告, 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

52 周区间(港元)	5.19-8.8
3 个月平均成交量(百万)	6.71
流通股数(亿)	24.86
市值(亿)	217.80

相关研究

1. 先声药业 (2096.HK): 先必新舌下片获批上市, 科赛拉、恩立妥首次进入国家医保目录 (2024-12-03)
2. 先声药业 (2096.HK): 毛利率提升明显, 创新药收入占比超 70% (2024-08-25)

盈利预测

关键假设：

假设 1：神经领域，先必新舌下片于 2024 年 12 月获批上市，假设 2025-2027 年渗透率分别为 0.9%、2.7%和 4.9%，对应收入 2.5、4.4 和 7.9 亿元。假设 2025-2027 年先必新销售稳步增长，2025-2027 年渗透率分别为 16%、18%和 18.3%，我们预计先必新 2025-2027 年收入为 24.3、25.9 和 26.1 亿元。我们预计神经领域 2025-2027 年合计收入为 26.8、30.3 和 34 亿元。

假设 2：肿瘤领域，假设 2025-2027 年恩度渗透率分别为 9.9%、10.4%和 10.9%，对应收入 8.6、9.3 和 10 亿元；假设曲拉西利 2025-2027 年渗透率分别为 11%、15%和 18%，对应收入 3.8、5.3 和 6.6 亿元；假设恩立妥 2025-2027 年渗透率分别为 1%、1.6%和 2.4%，对应收入 3.5 和 8 亿元。考虑其他肿瘤产品的放量，对应肿瘤领域 2025-2027 年收入为 16、24.3 和 32.3 亿元。

假设 3：自免领域，假设 2025-2027 年艾拉莫德渗透率分别为 4.6%、4.8%和 4.6%，对应收入 11.9、12.2 和 11.5 亿元；考虑到其他自免产品的放量，对应自免领域 2025-2027 年收入为 20、21 和 22 亿元。

我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 76.8、90.6 和 106.3 亿元。

表：公司收入预测

亿元	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	66.35	76.8	90.6	106.3
神经领域	21.7	26.8	30.3	34
肿瘤领域	12.98	16	24.3	32.3
自免领域	18.11	20	21	22
其他领域	13.5	14	15	18

数据来源：wind，西南证券

附：财务报表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1989.13	2777.32	5390.24	8635.48	营业额	6635.21	7680.92	9061.03	10631.20
应收账款	2699.83	3008.51	3549.08	4164.09	销售成本	1310.63	1513.14	1766.90	2051.82
预付款项、按金及其他应收款项	95.95	173.27	204.40	239.82	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	2511.07	2765.13	3171.36	3614.61
存货	593.65	534.71	624.38	725.07	研发费用	1410.12	1766.61	1993.43	2338.86
其他流动资产	87.18	478.31	564.26	662.04	财务费用	30.33	14.92	-13.89	-24.14
流动资产总计	5465.74	6972.13	10332.36	14426.50	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	153.21	153.21	153.21	153.21	投资收益	2.16	0.00	0.00	0.00
固定资产	2269.54	1913.98	1558.42	1202.86	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	1375.23	1621.11	2143.23	2650.05
无形资产	1025.44	854.53	683.63	512.72	其他非经营损益	-555.35	-303.96	-303.96	-303.96
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	819.88	1317.15	1839.27	2346.09
其他非流动资产	2595.99	2595.99	2595.99	2595.99	所得税	86.71	139.31	194.53	248.13
非流动资产合计	6044.18	5517.72	4991.25	4464.78	税后利润	733.17	1177.85	1644.75	2097.96
资产总计	11509.9	12489.84	15323.61	18891.28	归属于非控股股东利润	0.00	-2.19	-3.06	-3.91
应付账款	275.73	332.23	387.94	450.50	归属于母公司股东利润	733.17	1180.04	1647.81	2101.87
其他流动负债	1400.12	1585.71	1865.66	2184.31	EBITDA	1187.86	1858.54	2351.85	2848.41
流动负债合计	2726.98	1917.94	2253.60	2634.81	NOPLAT	1315.64	1495.15	1936.28	2380.33
长期借款	8.25	8.25	8.25	8.25	EPS(元)	0.29	0.47	0.66	0.85
其他非流动负债	1706.58	1706.58	1706.58	1706.58					
非流动负债合计	1714.83	1714.83	1714.83	1714.83	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	4441.81	3632.77	3968.43	4349.65	成长能力				
股本	3173.81	3173.81	3173.81	3173.81	营收额增长率	0.41%	15.76%	17.97%	17.33%
归属于母公司股东权益	7068.12	8859.27	11360.43	14550.81	EBIT 增长率	18.14%	56.68%	37.03%	27.20%
权益合计	7068.12	8857.07	11355.18	14541.64	EBITDA 增长率	15.41%	56.46%	26.54%	21.11%
负债和权益合计	11509.9	12489.84	15323.61	18891.28	税后利润增长率	2.69%	60.65%	39.64%	27.56%
					盈利能力				
					毛利率	80.25%	80.30%	80.50%	80.70%
					净利率	11.05%	15.33%	18.15%	19.73%
					ROE	10.37%	13.32%	14.50%	14.45%
					ROA	6.37%	9.45%	10.75%	11.13%
					ROIC	19.47%	22.87%	29.57%	36.53%
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	估值倍数				
税后经营利润	1227.85	1449.66	1916.56	2369.77	P/E	29.61	18.39	13.17	10.33
折旧与摊销	337.65	526.47	526.47	526.47	P/S	3.27	2.83	2.40	2.04
财务费用	30.33	14.92	-13.89	-24.14	P/B	3.07	2.45	1.91	1.49
其他经营资金	-204.71	-476.10	-411.66	-467.69	股息率	-0.02	-0.03	-0.04	-0.05
经营性现金净流量	1391.12	1514.95	2017.48	2404.41	EV/EBIT	31.96	19.07	12.53	8.49
投资性现金净流量	-1050.09	-271.81	-271.81	-271.81	EV/EBITDA	22.88	13.66	9.72	6.92
筹资性现金净流量	-407.40	-454.95	867.25	1112.65	EV/NOPLAT	20.66	16.99	11.81	8.28
现金流量净额	-66.38	788.19	2612.91	3245.24					

数据来源：公司公告，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn