

核心产品快速放量，创新管线接力布局

——迪哲医药 2024 年年报及 2025 年一季报业绩点评

2025 年 05 月 01 日

- 事件：**2025 年 4 月 30 日，迪哲医药发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年全年公司实现营业收入 3.60 亿元（+294.24%）；归母净亏损 8.46 亿元，亏损同比收窄 23.63%；扣非归母净亏损 8.99 亿元，亏损同比收窄 22.56%；经营性现金流-6.51 亿元。2025Q1 单季度公司实现营业收入 1.60 亿元（+96.32%）；归母净亏损 1.93 亿元，亏损同比收窄 14.15%；扣非归母净亏损 2.19 亿元，亏损同比收窄 13.84%；经营性现金流-1.32 亿元。
- 核心产品纳入医保目录，销售实现高速增长。**2024 年全年公司营业收入同比大幅增长 294.24%，归母净亏损同比收窄 23.63%。核心产品舒沃替尼实现首个完整会计年度的商业化销售，同年 6 月公司第二款核心产品戈利昔替尼获批上市，在取得药品注册证后 2 天首批处方落地。2024 年 11 月，舒沃替尼和戈利昔替尼均成功纳入国家医保目录，并获得充分体现其临床价值的合理定价，新版目录于 2025 年 1 月正式实施，两款产品在纳入医保后销售持续高速增长，2025 年一季度营收同比增长 96.32%，亏损同比收窄 14.15%。
- 舒沃替尼海外进展顺利，戈利昔替尼突破治疗瓶颈。**2025 年 1 月舒沃替尼二线及以上治疗 EGFR Exon20ins NSCLC 上市申请获 FDA 受理并授予优先审评资格，一线治疗 EGFR Exon20ins NSCLC 获中美两国突破性疗法认定，全球 III 期注册临床 WU-KONG28 正在 16 个国家和地区顺利推进。2024 年 6 月戈利昔替尼基于全球注册临床 JACKPOT8 B 通过优先审评在国内获批上市，作为全球首个且唯一治疗 PTCL 的高选择性 JAK 抑制剂，单药治疗 r/r PTCL 的 mOS 达 24.3 个月，患者中位生存期首次突破两年以上。
- 持续布局全球创新接力管线，填补临床治疗领域空白。**公司全球首创的 LYN/BTK 双靶点抑制剂 DZD8586 和新一代高选择性 EGFR TKI DZD6008 入选 2025 年 ASCO 大会；其中 DZD8586 针对 C481X BTK 突变和非 BTK 依赖性 BCR 信号通路激活的耐药突变，可完全穿透血脑屏障，目前正在开展国际多中心注册临床研究，有望为 BTK 经治的 B-NHL 患者带来全新治疗选择。DZD6008 在三代 EGFR-TKI 耐药及多线治疗失败、脑转移的患者中显示出优异的疗效性和安全性，目前正处于国际多中心剂量递增研究阶段，有望填补 NSCLC 领域未被满足的临床需求。
- 投资建议：**迪哲医药作为坚持源头创新的生物医药企业，目前已迈入研发和商业化高速发展的阶段；两款处于全球注册临床的领先产品舒沃替尼、戈利昔替尼均已在中国获批上市，多款具备全球竞争力的创新研发管线正在顺利推进。我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 7.88/16.47/30.38 亿元；归母净利润分别为-6.32、-1.18、5.09 亿元，经过 DCF 估值模型测算，公司合理市值区间为 244.46-328.16 亿元，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**研发管线进展不及预期的风险；产品商业化不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；出海进展不及预期的风险。

迪哲医药 (688192)

推荐 (维持)

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

研究助理 闫晓松

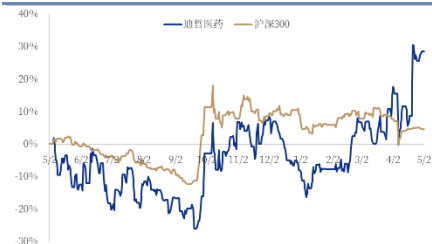
市场数据

2025-05-01

股票代码	688192
A 股收盘价 (元)	57.91
沪深 300	3770.57
总股本 (万股)	45941.29
实际流通 A 股 (万股)	27269.81
流通 A 股市值 (亿元)	108.13

相对沪深 300 表现图

2025-05-01



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	3.60	7.88	16.47	30.38
收入增长率%	294.24	118.94	109.02	84.45
归母净利润 (亿元)	-8.46	-6.32	-1.18	5.09
利润增速%	23.63	25.33	81.39	532.45
毛利率%	97.41	97.38	97.36	97.33
摊薄 EPS(元)	-1.84	-1.38	-0.26	1.11
PE	—	—	—	52.32
PB	137.31	19.67	21.54	15.26
PS	73.92	33.76	16.15	8.76

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表1: 核心参数假设

参数	数值
所得税税率（考虑科创企业税收优惠、研发费用税前加计扣除）	10.0%
债务资本比（参考历史资本结构、考虑未来加大研发投入）	20.0%
β系数（公司相对于 A 股市场的风险系数）	1.2
Rf（无风险收益率，参考 10 年期国债的平均收益率）	1.6%
Rm（市场预期收益率，参考沪深 300 综合收益率）	8.2%
Ke（权益资本成本，根据 CAPM 模型计算得出）	9.5%
Kd（债务资本成本，参考贷款基准利率）	8.0%
WACC（根据上述参数计算得出）	9.1%
g（永续增长率，在研管线即将密集兑现）	2.0%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表2: DCF 估值模型（亿元）

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	-5.64	-0.69	6.19	16.12	20.20	26.28	28.04	30.18	31.84	36.65
所得税税率	0.00%	0.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
息前税后利润(NOPAT)	-5.64	-0.69	5.57	14.51	18.18	23.65	25.23	27.16	28.66	32.99
加：非现金调整	0.48	0.51	0.54	0.56	0.59	0.61	0.62	0.58	0.61	0.61
减：营运资金的增加	1.54	1.60	3.08	3.81	1.34	1.76	0.48	0.09	0.14	1.27
减：资本性投资	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
公司自由现金流量 FCFF	-7.20	-2.28	2.53	10.76	16.92	22.01	24.88	27.15	28.62	31.83
永续增长率	2.0%									
折现率	9.1%									
公司估值（亿元）	280.46									

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表3: 每股权益价值敏感性分析（亿元）

WACC		7.55%	8.05%	8.55%	9.05%	9.55%	10.05%	10.55%
永续增长率	0.50%	314.39	287.23	263.58	242.84	224.51	208.21	193.64
	1.00%	332.82	302.59	276.52	253.82	233.91	216.30	200.65
	1.50%	354.30	320.31	291.29	266.26	244.46	225.33	208.42
	2.00%	379.65	340.95	308.32	280.46	256.42	235.49	217.11
	2.50%	410.01	365.30	328.16	296.83	270.08	246.99	226.88
	3.00%	447.04	394.48	351.57	315.90	285.81	260.12	237.94
	3.50%	490.33	427.20	376.75	335.55	301.30	272.41	247.74

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9.99	20.34	20.96	28.85
现金	2.50	12.14	9.38	11.42
应收账款	0.27	0.44	0.91	1.69
其它应收款	0.03	0.07	0.14	0.25
预付账款	0.61	0.41	0.78	1.46
存货	0.44	1.15	3.62	7.90
其他	6.12	6.12	6.12	6.12
非流动资产	7.20	7.60	7.59	7.55
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	0.20	0.28	0.34	0.39
无形资产	4.30	4.35	4.37	4.38
其他	2.70	2.97	2.87	2.78
资产总计	17.19	27.93	28.54	36.40
流动负债	7.85	7.01	8.80	11.57
短期借款	3.74	3.74	3.74	3.74
应付账款	1.39	1.44	3.01	4.96
其他	2.72	1.84	2.04	2.86
非流动负债	7.34	7.33	7.33	7.33
长期借款	6.84	6.84	6.84	6.84
其他	0.50	0.49	0.49	0.49
负债合计	15.19	14.34	16.13	18.90
少数股东权益	0.06	0.06	0.06	0.06
归属母公司股东权益	1.94	13.53	12.35	17.44
负债和股东权益	17.19	27.93	28.54	36.40

现金流量表(亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-6.51	-7.10	-1.54	3.27
净利润	-9.40	-6.32	-1.18	5.09
折旧摊销	0.77	0.48	0.51	0.54
财务费用	0.25	0.72	0.72	0.72
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	2.01	-1.99	-1.60	-3.08
其它	-0.15	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-0.38	-0.88	-0.50	-0.50
资本支出	-1.38	-0.50	-0.50	-0.50
长期投资	1.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-0.38	0.00	0.00
筹资活动现金流	8.67	17.63	-0.72	-0.72
短期借款	1.74	0.00	0.00	0.00
长期借款	5.45	0.00	0.00	0.00
其他	1.48	17.63	-0.72	-0.72
现金净增加额	1.76	9.64	-2.76	2.04

资料来源：公司数据，中国银河证券研究

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3.60	7.88	16.47	30.38
营业成本	0.09	0.21	0.43	0.81
营业税金及附加	0.02	0.00	0.00	0.00
营业费用	4.45	4.57	4.94	9.11
管理费用	1.53	1.97	2.22	3.95
财务费用	0.23	0.67	0.48	0.54
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.14	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-9.41	-6.32	-1.18	5.65
营业外收入	0.02	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-9.40	-6.32	-1.18	5.65
所得税	0.00	0.00	0.00	0.57
净利润	-9.40	-6.32	-1.18	5.09
少数股东损益	-0.94	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-8.46	-6.32	-1.18	5.09
EBITDA	-8.56	-5.16	-0.18	6.72
EPS (元)	-1.84	-1.38	-0.26	1.11

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	294.24%	118.94%	109.02%	84.45%
营业利润	15.02%	32.89%	81.39%	580.50%
归属母公司净利润	23.63%	25.33%	81.39%	532.45%
毛利率	97.41%	97.38%	97.36%	97.33%
净利率	-235.05%	-80.17%	-7.14%	16.74%
ROE	-436.61%	-46.70%	-9.52%	29.16%
ROIC	-68.71%	-22.03%	-2.84%	18.86%
资产负债率	88.36%	51.34%	56.51%	51.92%
净负债比率	453.48%	-0.89%	21.28%	3.43%
流动比率	1.27	2.90	2.38	2.49
速动比率	1.11	2.65	1.86	1.67
总资产周转率	0.22	0.35	0.58	0.94
应收账款周转率	9.53	22.11	24.35	23.34
应付账款周转率	0.08	0.15	0.20	0.20
每股收益	-1.84	-1.38	-0.26	1.11
每股经营现金	-1.42	-1.55	-0.33	0.71
每股净资产	0.42	2.94	2.69	3.80
P/E	—	—	—	52.32
P/B	137.31	19.67	21.54	15.26
EV/EBITDA	-21.30	-51.55	-1459.94	39.66
P/S	73.92	33.76	16.15	8.76

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn