



## 业绩符合预期，首次实现 Non-IFRS 盈利

### 投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 年度报告, 2024 年收入达 94.2 亿元 (+51.8%), 其中产品收入 82.3 亿元 (+43.6%), 授权费收入 11 亿元, 业绩符合预期。
- 首次实现 Non-IFRS 盈利, 毛利率提升至 84%。** 2024 年公司的亏损为人民币 9463 万元, 较 2023 年 10.3 亿元大幅减少 9.3 亿元。亏损缩窄主要源于收入快速增长、财务状况持续改善及营运效率提升。2024 年毛利率为 84%, 较 2023 年的 81.7% 提升 2.3 个百分点, 毛利率改善主要得益于产量增加及成本持续优化。2024 年研发开支为 26.8 亿元, 销售及市场推广开支为 43.5 亿元。2024 年, 非国际财务报告准则 (Non-IFRS) 利润转正, 达 3.3 亿元, 2023 年为亏损 5.1 亿元。2024 年 Non-IFRS 计入利息、税项、折旧及摊销前之盈利 ('EBITDA') 为 4.1 亿元, 2023 年为亏损 6 亿元。
- 新增五款上市药物, 托莱西单抗纳入国家医保药品目录。** 公司商业化产品组合扩大至 15 款, 新增五款获批药物, 包括三款肺癌靶向药——达伯特® (氟唑雷塞片, KRAS G12C 抑制剂)、达伯乐® (己二酸他雷替尼胶囊, ROS1 抑制剂) 及奥壹新® (利厄替尼片, EGFR TKI), 血液瘤领域全球首款非共价 BTK 抑制剂捷帕力® (匹妥布替尼片) 在中国上市。此外, 信必敏® (替妥尤单抗 N01 注射液) 获批, 为中国首款抗胰岛素样生长因子-1 受体 ('IGF-1R') 单克隆抗体。首款心血管及代谢产品信必乐® (托莱西单抗注射液, PCSK9 抑制剂) 成功纳入国家医保药品目录。
- 三款药物上市在即, 创新研发兑现。** 三款药物递交上市申请, 包括玛仕度肽用于肥胖或超重成人患者的长期体重控制和 2 型糖尿病 ('T2D') 成人患者的血糖控制, 匹康奇拜单抗用于治疗中重度斑块状银屑病, 以及 IBI310 (伊匹木单抗) 联合信迪利单抗用于 MSI-H/dMMR 结肠癌患者的新辅助治疗。IBI363 (PD-1/IL-2) 用于治疗 IO 经治黑色素瘤和 IO 经治鳞状 NSCLC 获 FDA 授予两项快速审评通道认定 (FTD)。IBI343 (CLDN18.2 ADC) 治疗三线 GC 和二线 PDAC 获 NMPA 授予突破性疗法认定 (BTD), 以及 FDA 授予 FTD 用于治疗二线 PDAC。IBI3009 与罗氏达成全球独家授权及合作协议。
- 盈利预测:** 公司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 114.4、149.7 和 201.1 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、海外合作或不及预期、政策风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	9421.89	11438.17	14972.57	20108.16
增长率	51.82%	21.40%	30.90%	34.30%
归属母公司净利润 (百万元)	-94.63	280.78	1715.94	4451.49
增长率	90.79%	396.71%	511.13%	159.42%
每股收益 EPS (元)	-0.06	0.17	1.04	2.70
净资产收益率 ROE	-0.72%	2.10%	11.35%	22.75%
PE	-956.18	322.26	52.73	20.33

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)	30.0-54.95
3 个月平均成交量(百万)	20.1
流通股数(亿)	16.48
市值(亿)	904.85

### 相关研究

- 信达生物 (1801.HK): 收入快速增长, WCLCESMO 数据更新值得期待 (2024-09-02)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：达伯舒持续拓展适应症，佩米替尼、奥雷巴替尼、雷莫西尤单抗、塞普替尼、氟泽雷塞、匹妥布替尼等新药逐步放量，肿瘤管线 2025-2027 年产品销量同比增速分别为 20%、20%、15%，毛利率假设 2025-2027 分别为 85%、85%、86%。

假设 2：托莱西单抗纳入国家医保目录并开始贡献增量，替妥尤单抗于 2025 年初获批上市，重磅单品玛仕度肽预计于 2025 年上半年获批上市，非肿瘤管线 2024-2026 年产品销量同比增速分别为 500%、160%、130.8%，平均价格不变，毛利率假设 2025-2027 分别为 78%、78%、79%。

假设 3：公司管线丰富，多款 ADC 及双抗产品未来授权预期高，假设授权收入 2025-2027 年均为 7 亿元。

综上，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 114.4、149.7 和 201.1 亿元。

表：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
肿瘤管线	收入	80.3	96.4	115.7	133.1
	增速	19.8%	20%	20%	15%
	毛利率	85%	85%	85%	86%
非肿瘤管线	收入	2	10	26	60
	增速	63.9%	500%	160%	130.8%
	毛利率	78%	78%	78%	79%
授权收入	收入	11	7	7	7
	增速	146%	-36.4%	0	0
	毛利率	-	-	-	-
研发服务费收入	收入	0.94	1	1	1
	增速	209.24%	6.38%	-	-
	毛利率	60%	60%	60%	60%
合计	收入	94.2	114.4	149.7	201.1
	增速	+51.8%	+21.4%	+30.9%	+34.3%
	毛利率	84%	84%	84%	85%

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	2406.79	2049.75	3028.46	5735.86	营业额	9421.89	11438.17	14972.57	20108.16
应收账款	1184.41	1253.50	1558.79	1928.18	销售成本	1510.21	1830.11	2395.61	3016.22
预付款项、按金及其他应收款项	93.98	438.72	533.27	661.09	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	4346.89	5375.94	6438.20	7641.10
存货	822.17	902.52	1050.13	1156.91	管理及研发费用	2681.07	2973.92	3443.69	4021.63
其他流动资产	5765.49	6999.30	9162.08	12304.68	财务费用	67.65	118.01	108.11	101.66
<b>流动资产总计</b>	<b>10272.84</b>	<b>11643.79</b>	<b>15332.73</b>	<b>21786.72</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	858.99	858.99	858.99	858.99	投资收益	-41.01	0.00	0.00	0.00
固定资产	5279.61	4783.33	4287.04	3790.76	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	775.06	1140.19	2586.95	5327.54
无形资产	1650.23	1375.20	1100.16	825.12	其他非经营损益	-853.68	-853.68	-853.68	-853.68
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	-78.62	286.51	1733.27	4473.86
其他非流动资产	3540.93	3540.93	3540.93	3540.93	所得税	16.01	5.73	17.33	22.37
<b>非流动资产合计</b>	<b>11329.77</b>	<b>10558.44</b>	<b>9787.12</b>	<b>9015.80</b>	税后利润	-94.63	280.78	1715.94	4451.49
<b>资产总计</b>	<b>21602.60</b>	<b>22202.24</b>	<b>25119.85</b>	<b>30802.51</b>	归属于非控股股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	357.68	401.12	459.43	495.82	归属于母公司股东利润	-94.63	280.78	1715.94	4451.49
其他流动负债	3606.09	4286.60	5429.96	6624.75	EBITDA	408.79	1175.84	2612.71	5346.85
流动负债合计	4368.87	4687.72	5889.39	7120.57	NOPLAT	826.69	1250.11	2676.65	5406.32
长期借款	2412.35	2412.35	2412.35	2412.35	EPS(元)	-0.06	0.17	1.04	2.70
其他非流动负债	1703.65	1703.65	1703.65	1703.65					
<b>非流动负债合计</b>	<b>4116.00</b>	<b>4116.00</b>	<b>4116.00</b>	<b>4116.00</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>8484.87</b>	<b>8803.73</b>	<b>10005.40</b>	<b>11236.57</b>	<b>成长能力</b>				
股本	0.11	0.11	0.11	0.11	营收额增长率	51.82%	21.40%	30.90%	34.30%
留存收益	0.00	280.78	1996.72	6448.22	EBIT 增长率	98.95%	3786%	355.20%	148.48%
归属于母公司股东权益	13117.73	13398.51	15114.45	19565.94	EBITDA 增长率	161.87%	187.64%	122.20%	104.65%
归属于非控股股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	税后利润增长率	90.79%	396.71%	511.13%	159.42%
权益合计	13117.73	13398.51	15114.45	19565.94	<b>盈利能力</b>				
<b>负债和权益合计</b>	<b>21602.60</b>	<b>22202.24</b>	<b>25119.85</b>	<b>30802.51</b>	毛利率	83.97%	84.00%	84.00%	85.00%
					净利率	-1.00%	2.45%	11.46%	22.14%
					ROE	-0.72%	2.10%	11.35%	22.75%
					ROA	-0.44%	1.26%	6.83%	14.45%
					ROIC	6.45%	8.87%	18.53%	35.11%
					<b>估值倍数</b>				
					P/E	-956.18	322.26	52.73	20.33
					P/S	9.60	7.91	6.04	4.50
					P/B	6.90	6.75	5.99	4.62
					股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBIT	-89.50	2.61	0.16	-0.46
					EV/EBITDA	2.40	0.90	0.11	-0.39
					EV/NOPLAT	1.19	0.84	0.11	-0.39
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>					
税后经营利润	982.24	1117.38	2561.08	5300.90					
折旧与摊销	419.77	771.32	771.32	771.32					
财务费用	67.65	118.01	108.11	101.66					
其他经营资金	-182.64	-1004.05	-1508.56	-2515.41					
<b>经营性现金净流量</b>	<b>1287.02</b>	<b>1002.67</b>	<b>1931.96</b>	<b>3658.47</b>					
投资性现金净流量	-1165.41	-836.60	-845.14	-849.41					
筹资性现金净流量	-606.63	-523.11	-108.11	-101.66					
<b>现金流量净额</b>	<b>-485.02</b>	<b>-357.04</b>	<b>978.70</b>	<b>2707.40</b>					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 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	yfliyu@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
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	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

---

	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
广深	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	lzh@swsc.com.cn