

海外放量超预期，创新管线迎来拐点

——百济神州 2024 年年度报告业绩点评

2025 年 05 月 03 日

- 事件：**2025 年 4 月 29 日，百济神州发布 2024 年年度业绩报告，2024 年全年公司实现营业收入 272.14 亿元（+56.19%）；归母净亏损 49.78 亿元，亏损同比收窄 25.87%；扣非归母净亏损 53.79 亿元，亏损同比收窄 44.44%；经营性现金流 -12.59 亿元。2024Q4 单季度公司实现营业收入 80.78 亿元（+77.61%）；归母净亏损 12.92 亿元，亏损同比收窄 54.49%；扣非归母净亏损 13.89 亿元，亏损同比收窄 52.08%；经营性现金流+5.82 亿元。
- 核心产品海外放量超预期，25 年指引经营性现金流转正。**2024 年全年公司营业收入同比增长 56.19%，归母净亏损同比收窄 25.87%，主要系核心产品泽布替尼海外持续商业化放量。目前泽布替尼已在全球 70 多个市场获批上市，累计治疗超过 18 万例患者；2024 年泽布替尼全球销售额同比大幅增长 105%，其中美国市场贡献 77%，销售额同比增长 106%，泽布替尼在美国 CLL 新患者市场处方量排名第一；欧洲市场贡献 14%，销售额同比增长 194%，在欧洲多个国家和地区重要市场持续扩张。基于泽布替尼在美国市场的领先地位，以及欧洲和全球其他市场渗透率逐步提升，公司预计 2025 年全年营业收入将达 352-381 亿元区间，有望超过营业成本和各项费用之和，预计 2025 年将实现经营性现金流转正。
- 血液瘤领域领先地位进一步巩固。**公司在血液瘤领域持续推进后续管线研发进展，其中 BCL2 抑制剂 sonrotoclax 具备全球同类最佳潜质，有望在 2025 年下半年递交单药治疗 R/R CLL/SLL 和 R/R MCL 的加速上市申请；同时联合泽布替尼一线治疗 CLL/SLL 的全球 III 期临床 CELESTIAL 研究已完成患者入组。另一款具备全球同类最佳降解剂潜质的 BTK CDAC 抑制剂 BGB-16673 有望在 2025 年下半年启动与 BTK 抑制剂匹妥布替尼的“头对头”III 期临床，用于治疗 R/R CLL/SLL。
- 多项自主研发管线迎来价值拐点。**2024 年公司共推进 13 个新分子进入临床开发阶段，以创新治疗模式加速布局肺癌、乳腺癌、胃肠道癌等实体瘤领域；目前多个创新分子将于 2025 年披露 PoC 数据，即将迎来价值拐点；包括治疗乳腺癌的新一代 CDK4 抑制剂 BGB-43395、针对多种 KRAS 突变实体瘤的 panKRAS 抑制剂 BGB-53038、潜在的同类首创 B7H4 ADC BG-C9074、针对三代 EGFR-TKI 敏感和耐药均有效的 EGFR CDAC BGB-60366 等。
- 投资建议：**百济神州作为聚焦创新药研发生产和全球商业化的龙头企业，其核心产品具备同类最佳特质，血液瘤领导地位进一步巩固，多项自主研发管线即将迎来价值拐点。我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 368.04/462.79/536.50 亿元；归母净利润分别为 3.40、30.17、64.48 亿元，经过 DCF 估值模型测算，我们认为公司合理市值区间为 3217.50-5006.78 亿元。首次覆盖，给予“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；政策变动的风险。

百济神州 (688235)

推荐 (首次评级)

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

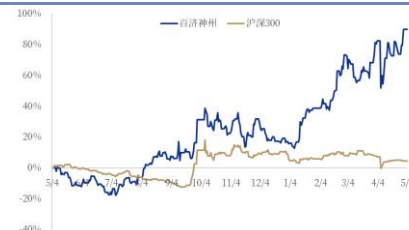
市场数据

2025-05-03

股票代码	688235
A 股收盘价 (元)	261.18
沪深 300	3770.57
总股本 (万股)	140124.20
实际流通 A 股 (万股)	11505.53
流通 A 股市值 (亿元)	300.50

相对沪深 300 表现图

2025-05-03



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)	272.14	368.04	462.79	536.50
收入增长率%	56.19	35.24	25.74	15.93
归母净利润 (亿元)	-49.78	3.40	30.17	64.48
利润增速%	25.87	106.82	788.54	113.73
毛利率%	84.44	84.71	84.79	84.82
摊薄 EPS(元)	-3.55	0.24	2.15	4.60
PE	—	1077.91	121.31	56.76
PB	15.14	14.94	13.30	10.78
PS	13.45	9.94	7.91	6.82

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、	百济神州： 聚焦自主研发和全球商业化的创新药龙头	4
二、	盈利预测与投资建议	7
	（一） 盈利预测	7
	（二） 估值分析	7
	（三） 投资建议	9
三、	风险提示	10

一、百济神州：聚焦自主研发和全球商业化的创新药龙头

百济神州成立于 2010 年，是一家聚焦创新型抗肿瘤药物的研发、生产和商业化的全球化生物技术公司。公司总部位于美国马萨诸塞州剑桥市和中国北京市，并在全球 30 多个市场设立办事处，员工总数超过 10,000 人。百济神州拥有强大的自主研发能力和外部战略合作，持续开发多元创新的药物管线和产品组合，核心产品泽布替尼在全球 70 多个国家和地区实现商业化，在美国 CLL 新患者市场处方量排名第一，欧洲多个重要市场持续推广。另一款核心产品替雷利珠单抗在全球超过 45 个国家和地区获批上市，适应症广泛覆盖多个实体瘤和血液瘤治疗领域，目前全球超过 130 万例患者接受治疗。

图1：百济神州研发管线进展（截至 2024 年年报）

1期			2期		3期	注册阶段	
Sonrotoclax BCL2抑制剂			泽布替尼 BTK抑制剂		泽布替尼 BTK抑制剂	泽布替尼 BTK抑制剂	
● 101 B细胞恶性肿瘤			● 215 B细胞恶性肿瘤		● 306 TN MCL	● 114 肝癌 (US, EU和其他)	
● 102 E细胞恶性肿瘤			● 216 CD79B R/R DLBCL		● 308 R/R MZL, R/R FL	● 替雷利珠单抗	PD1 单抗
● 103 AML/MDS			BGB-16673 BTK CDAC		● 309 pMN	● 312 1L ES-SCLC (EU)	
● 105 MM (11;14)			BGB-21447 第二代BCL2抑制剂		Sonrotoclax BCL2抑制剂	● 315 新辅助/辅助 NSCLC (EU)	
● 108 剂量递增			● 101 R/R CLL		● 301 TN CLL	● 302 2L ESCC 替代剂量 (US)	
BGB-43395 CDK4抑制剂			● 102 R/R CLL		● 302 R/R MCL ¹	● 309 1L NPC (EU)	
● 101/102 BC & 实体瘤			Sonrotoclax BCL2抑制剂		替雷利珠单抗 PD1 单抗	泽尼达单抗⁶ HER2 双抗	
BGB-53038 泛KRAS抑制剂			● 201 R/R MCL		● 310 1L UBC	● 203 HER2+ 2L BTC (CN)	
● 101 实体瘤			● 202 R/R CLL		● 314 R/R sHL		
BG-C9074¹ B7H4 ADC			● 203 R/R WM		帕米帕利 PARP抑制剂		
● 101 实体瘤			● 204 TN CLL/SLL		● 302 2L MTx gBRCAm PSCC		
BG-60366 EGFR CDAC			替雷利珠单抗⁴ 双特异性T细胞接合器		泽尼达单抗⁵ HER2 双抗		
● 101 实体瘤			● 201 M55-CRC		● 301 1L HER2+ GEA		
BG-58967 MTA协同PRMT5抑制剂			● 202 1L ESCC		Tarlatamab⁴ 双特异性T细胞接合器		
● 101 实体瘤			BGB-15025 LAG3 单抗		● 20210004 2L SCLC		
BG-89894² MAT2A抑制剂			BGB-A445 OX40 单抗		● 20200041 1L ES-SCLC		
● 101 实体瘤			● 201 黑色素瘤-UC		● 20230016 LS-SCLC		
BGB-45035 IRAK4 CDAC			联合研究 IO 联合用药				
● 101 实体瘤			● LC-201 1L NSCLC				
BG-68501³ CDK2抑制剂			● LC-202 新辅助NSCLC				
● 101 EC & 实体瘤			● HNSCC-201 1L HNSCC				
BG-C354 B7H3 ADC			Tarlatamab⁴ 双特异性T细胞接合器				
● 101 实体瘤			● 20230273 3L SCLC				
BG-C477 CEA ADC							
● 101 实体瘤							
BG-C137 FGFR2b ADC							
● 101 实体瘤							
BG-T187 EGFR x MET 三抗							
● 101 实体瘤							

*注册阶段¹ 列出了一部分在主要市场已获受理的申请。

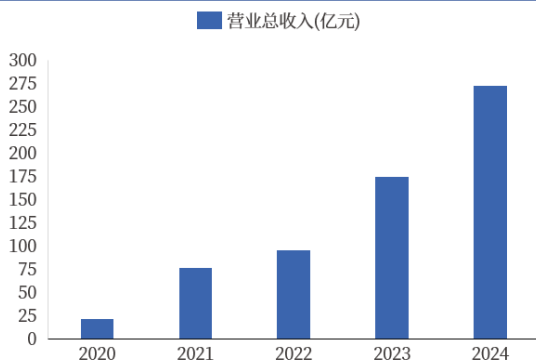
¹试验在ClinicalTrials.gov上列出,但可能未入组受试者。

1.与映恩生物合作。2.与石药集团合作。3.与昂皓医药合作。4.与安进公司合作。5.与独立合作伙伴。6.与Zymeworks/Jazz合作。

资料来源：公司 2024 年年度报告，中国银河证券研究院

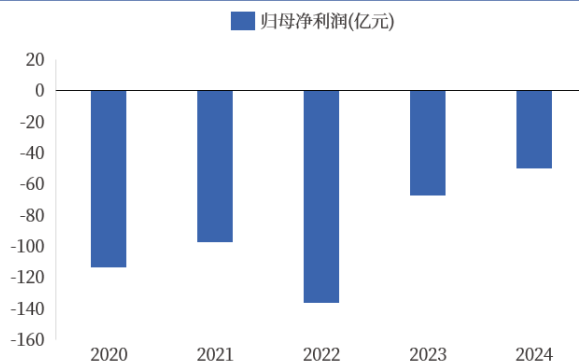
核心产品放量驱动业绩增长，亏损逐步收窄。近五年来，公司营业收入由 2020 年 21.20 亿元增长至 2024 年 272.14 亿元，年复合增长率高达 89%。业绩快速增长主要系公司两款核心产品 BTK 抑制剂泽布替尼和 PD-1 替雷利珠单抗在多个国家和地区的注册上市及商业化推广，其中泽布替尼目前已成为美国市场排名第一的 BTK 抑制剂。得益于两款核心产品在全球市场的快速放量，公司归母净亏损已连续三年下降，并呈持续收窄趋势。2024 年公司营业收入 272.14 亿元，较去年同期增长 56%；全年营收显著提升伴随利润端边际改善，2024 年公司归母净亏损 49.78 亿元，亏损较去年同期大幅缩窄 26%，预计 2025 年全年公司经营现金流转正。

图2：2020-2024 年公司营业总收入



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：2020-2024 年公司归母净利润

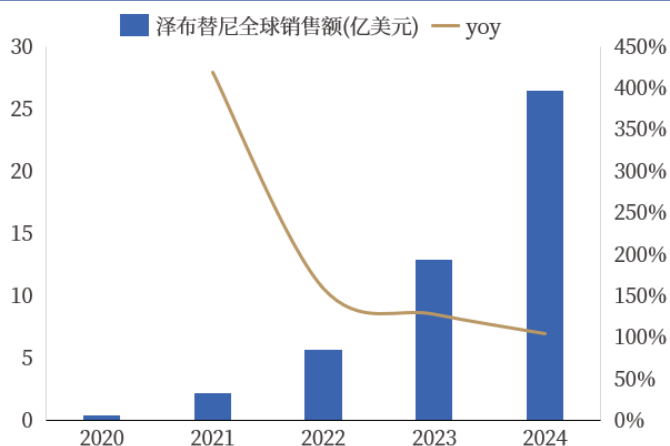


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

1. 泽布替尼：同类最佳 BTK 抑制剂，全球化布局持续推进

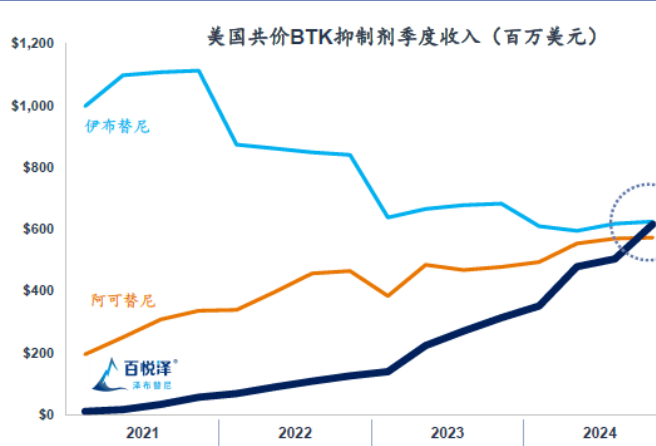
泽布替尼全球化布局至今已在超过 30 个国家和地区开展 35 余项临床试验，入组 7000 例以上患者，并基于当前临床研究结果在中国、美国、欧盟、英国等 70 多个市场获批，已有 18 万例患者接受治疗。2023 年泽布替尼全球销售额达 12.9 亿美元，首次突破十亿美元大关；2024 年全球销售进一步翻倍至 26 亿美元，同比大幅增长 105%；其中美国市场销售额 20 亿美元，同比增长 106%，目前泽布替尼在美国 CLL 新患市场处方量排名第一，整体销售规模接近伊布替尼。欧洲市场销售额 3.59 亿美元，同比增长 194%，在欧洲多个国家和地区重要市场持续扩张。

图4：2020-2024 泽布替尼全球销售收入



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

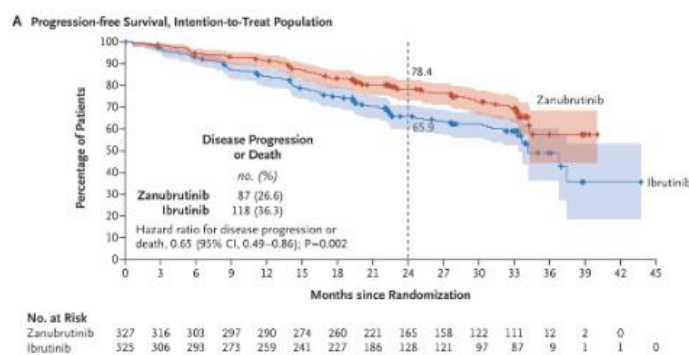
图5：2021-2024 美国共价 BTK 抑制剂销售收入



资料来源：公司 2024 年度业绩交流，中国银河证券研究院

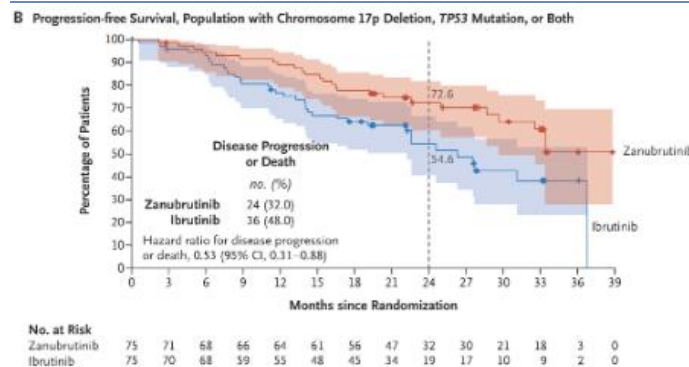
泽布替尼是目前全球具备同类最佳特质的 BTK 抑制剂，2022 年 ASH 大会上，公司公布了泽布替尼“头对头”伊布替尼治疗 R/R CLL/SLL ALPINE 研究的最终分析结果，经过平均 29 个月的随访，泽布替尼组和伊布替尼组的 24 个月 PFS 率分别为 78.4%和 65.9%，HR 为 0.65；伊布替尼组 mPFS 为 34.2 个月，泽布替尼组未达到。在 Del17p 和 TP53 突变的高危亚组中，泽布替尼组和伊布替尼组的 24 个月 PFS 率分别为 72.6%和 54.6%，HR 为 0.52。相较于同靶点的 BTK 抑制剂伊布替尼，泽布替尼显著改善 R/R CLL/SLL 患者的 PFS，且在 Del17p 和 TP53 突变的高危人群中获益更优。

图6：泽布替尼 ALPINE 研究 PFS 数据



资料来源：NEJM，中国银河证券研究院

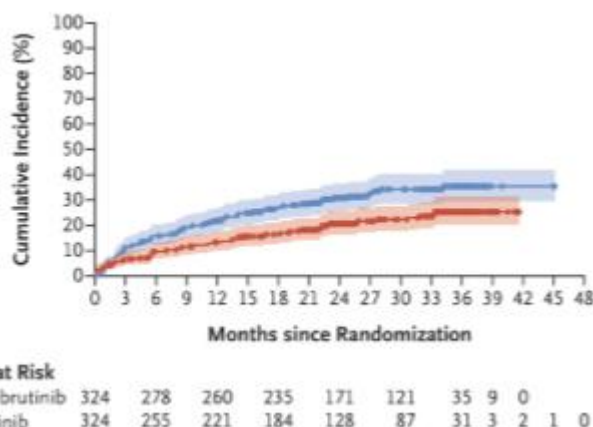
图7：泽布替尼 ALPINE 研究 Del17p/TP53 突变亚组 PFS 数据



资料来源：NEJM，中国银河证券研究院

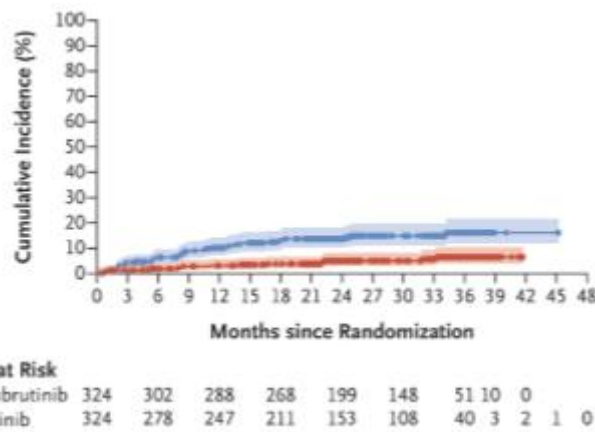
安全性方面，泽布替尼组心脏相关疾病和房扑房颤的发生率分别为 21.3%、5.2%，均低于伊布替尼组的 29.6%和 13.3%。凭借该“头对头”ALPINE 研究，泽布替尼于 2023 年 1 月获 FDA 批准用于治疗 R/R CLL/SLL，且在 NCCN 指南中的推荐级别位于伊布替尼之前。

图8：泽布替尼 ALPINE 研究心脏相关疾病不良反应发生率



资料来源：NEJM，中国银河证券研究院

图9：泽布替尼 ALPINE 研究房扑/房颤不良反应发生率



资料来源：NEJM，中国银河证券研究院

2. 替雷利珠单抗：国产“PD-1 四小龙”，具备广谱抗肿瘤活性

替雷利珠单抗作为公司的第二款核心产品，已在全球超过 35 个国家和地区开展单药/联合治疗的临床研究，入组患者累计超过 14000 例，其中 1/3 以上患者来自中国以外地区，适应症覆盖肺癌、肝癌、淋巴瘤、尿路上皮癌、鼻咽癌等多个治疗领域，具备广谱抗肿瘤活性和良好的耐受性。替雷利珠单抗目前已在全球 45 个国家和地区市场获批上市，治疗患者人群超过 130 万。替雷利珠单抗 2024 年全球销售额为 6.21 亿美元，较去年同期增长 16%，在国产 PD-1 产品中销售额名列前茅；目前正在中国、美国、欧盟、日本等国家递交多个新适应症的上市申请。

表1：部分国产 PD-(L)1 药物销售情况统计

公司名称	药物名称	上市时间	2023 年销售额（亿元）	2024 年销售额（亿元）
百济神州	替雷利珠单抗	2019/12/31	38.06	44.67
信达生物	信迪利单抗	2018/12/24	28.58	38.22
君实生物	特瑞普利单抗	2018/12/17	9.19	15.01
复宏汉霖	斯鲁利单抗	2022/3/22	11.2	13.09
思路迪/康宁杰瑞/先声药业	恩沃利单抗	2021/11/24	6.35	4.46
乐普生物	普利单抗	2022/07/19	1.01	3.00
基石药业	舒沃利单抗	2021/12/20	0.31 (特许权使用费)	0.28 (特许权使用费)
康方生物	卡度尼利单抗	2022/6/28	13.58	未披露
	依沃西单抗	2024/5/24	未披露	未披露
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗	2019/05/29	未披露	未披露
	阿得贝利单抗	2023/02/28	未披露	未披露

资料来源：药智网，各公司年度报告，中国银河证券研究院

二、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 368.04/462.79/536.50 亿元，毛利率分别为 84.7%/84.8%/84.8%。

- (1) 泽布替尼: 全球 70 多个国家和地区实现商业化, 美国 CLL 新患市场处方量排名第一, 欧洲多个重要市场持续推广, 2024 年全球销售额为 26 亿美元, 同比增长 105%。基于公司全球化商业体系和泽布替尼同类最佳的特质, 预计 2025-2027 年泽布替尼销售额同比增长 39%/27%/16%。
- (2) 替雷利珠单抗: 全球超过 45 个国家和地区实现商业化, 2024 年全球销售额为 6.21 亿美元, 同比增长 16%。考虑替雷利珠单抗在海外市场的价格优势和广谱性抗肿瘤特征, 预计 2025-2027 年替雷利珠单抗销售额同比增长 30%/24%/16%。

表2: 公司核心产品销售收入预测 (单位: 亿元)

药品名称	作用机制	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
泽布替尼-国内	BTK	17.93	21.06	22.20	24.85	24.25	24.87	25.26	25.08	24.38	24.76
泽布替尼-海外		248.37	316.26	369.07	406.02	438.08	474.20	474.35	478.04	481.40	480.23
替雷利珠单抗-国内	PD-1	48.88	50.77	52.93	53.71	55.49	58.81	60.16	60.13	60.71	60.80
替雷利珠单抗-海外		9.59	21.65	31.42	39.98	47.15	51.75	49.60	51.85	50.65	51.13

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 估值分析

由于公司尚未实现盈亏平衡, 我们采用 DCF 绝对估值法, 核心参数假设及 DCF 估值模型如下:

表3: 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)	15.0%
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)	1.1
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)	8.9%
Kd (债务资本成本, 参考贷款基准利率)	2.5%
WACC (根据上述参数计算得出)	7.5%
g (永续增长率, 在研管线即将密集兑现)	3.0%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表4: DCF 估值模型 (百万元)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	4.46	35.95	76.07	107.22	127.88	178.87	200.31	218.33	260.58	311.16
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
息前税后利润(NOPAT)	3.79	30.55	64.66	91.14	108.69	152.04	170.26	185.58	221.49	264.49
加: 非现金调整	9.94	10.65	12.45	12.68	14.38	15.33	16.26	17.10	18.00	18.89
减: 营运资金的增加	-0.29	15.83	9.44	5.00	4.15	2.66	3.45	7.39	8.82	5.88
减: 资本性投资	-13.00	-13.00	-11.00	-11.00	-11.00	-10.00	-10.00	-10.00	-10.00	-10.00
公司自由现金流量 FCFF	1.02	12.37	56.67	87.82	107.92	154.71	173.07	185.30	220.68	267.50
永续增长率	3.0%									
折现率	7.5%									
公司估值 (亿元)	3914.65									

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表5: 每股权益价值敏感性分析 (亿元)

WACC		6.01%	6.51%	7.01%	7.51%	8.01%	8.51%	9.01%
永续增长率	1.50%	4,379.50	3,873.46	3,461.50	3,120.05	2,832.81	2,588.11	2,377.40
	2.00%	4,827.30	4,217.71	3,732.18	3,336.86	3,009.16	2,733.43	2,498.50
	2.50%	5,402.63	4,647.79	4,062.87	3,596.93	3,217.50	2,902.92	2,638.19
	3.00%	6,169.00	5,200.34	4,476.00	3,914.65	3,467.42	3,103.17	2,801.13
	3.50%	7,240.54	5,936.38	5,006.78	4,311.58	3,772.73	3,343.37	2,993.63
	4.00%	8,844.80	6,965.50	5,713.82	4,821.54	4,154.16	3,636.82	3,224.54
	4.50%	11,510.92	8,506.67	6,702.80	5,501.25	4,644.62	4,003.83	3,507.04

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

根据以上 DCF 估值模型, 我们测算公司的合理市值区间为 3217.50-5006.78 亿元。

（三）投资建议

百济神州作为聚焦创新药研发生产和全球商业化的龙头企业，其核心产品具备同类最佳特质，血液瘤领导地位进一步巩固，多项自主研发管线即将迎来价值拐点。我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 368.04/462.79/536.50 亿元；归母净利润分别为 3.40、30.17、64.48 亿元，经过 DCF 估值模型测算，我们认为公司合理市值区间为 3217.50-5006.78 亿元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

三、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；
政策变动的风险。

图表目录

图 1： 百济神州研发管线进展（截至 2024 年年报）4

图 2： 2020-2024 年公司营业总收入4

图 3： 2020-2024 年公司归母净利润4

图 4： 2020-2024 年泽布替尼全球销售收入5

图 5： 2021-2024 年美国共价 BTK 抑制剂销售收入5

图 6： 泽布替尼 ALPINE 研究 PFS 数据5

图 7： 泽布替尼 ALPINE 研究 Del17p/TP53 突变亚组 PFS 数据.....5

图 8： 泽布替尼 ALPINE 研究心脏相关疾病不良反应发生率6

图 9： 泽布替尼 ALPINE 研究房扑/房颤不良反应发生率6

表 1： 部分国产 PD-(L)1 药物销售情况统计.....6

表 2： 公司核心产品销售收入预测（单位：亿元）7

表 3： 核心参数假设.....7

表 4： DCF 估值模型（百万元）8

表 5： 每股权益价值敏感性分析（亿元）8

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	289.07	300.58	343.63	423.45
现金	122.79	123.23	135.21	191.70
应收账款	48.84	46.01	61.71	73.02
其它应收款	2.38	3.07	3.86	4.47
预付账款	9.13	11.26	14.08	16.29
存货	35.80	46.90	58.66	67.85
其他	70.12	70.12	70.12	70.12
非流动资产	139.28	142.33	144.69	143.24
长期投资	2.39	2.39	2.39	2.39
固定资产	63.12	70.65	75.93	77.13
无形资产	11.66	13.27	15.36	16.54
其他	62.11	56.02	51.00	47.18
资产总计	428.35	442.91	488.32	566.69
流动负债	160.04	171.40	186.64	200.53
短期借款	58.91	58.91	58.91	58.91
应付账款	43.99	50.03	58.66	67.85
其他	57.13	62.46	69.07	73.77
非流动负债	26.56	26.56	26.56	26.56
长期借款	12.16	12.16	12.16	12.16
其他	14.40	14.40	14.40	14.40
负债合计	186.59	197.96	213.20	227.09
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	241.75	244.95	275.12	339.60
负债和股东权益	428.35	442.91	488.32	566.69

现金流量表(亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-12.59	14.78	26.14	68.65
净利润	-49.78	3.40	30.17	64.48
折旧摊销	13.80	9.94	10.65	12.45
财务费用	2.89	2.92	2.92	2.92
投资损失	-2.96	-1.76	-1.76	-1.76
营运资金变动	20.33	0.29	-15.83	-9.44
其它	3.13	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-23.89	-11.24	-11.24	-9.24
资本支出	-34.18	-13.00	-13.00	-11.00
长期投资	7.11	0.00	0.00	0.00
其他	3.19	1.76	1.76	1.76
筹资活动现金流	8.26	-2.92	-2.92	-2.92
短期借款	12.07	0.00	0.00	0.00
长期借款	-1.88	0.00	0.00	0.00
其他	-1.94	-2.92	-2.92	-2.92
现金净增加额	-28.41	0.43	11.98	56.49

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	272.14	368.04	462.79	536.50
营业成本	42.34	56.28	70.39	81.43
营业税金及附加	1.28	1.47	1.85	2.15
营业费用	88.56	114.83	138.84	144.85
管理费用	42.78	55.21	55.54	48.28
财务费用	1.43	0.46	0.45	0.21
资产减值损失	-0.29	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.98	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.96	1.76	1.76	1.76
营业利润	-41.62	3.99	35.49	75.86
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	-41.63	3.99	35.49	75.86
所得税	8.16	0.60	5.32	11.38
净利润	-49.78	3.40	30.17	64.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-49.78	3.40	30.17	64.48
EBITDA	-28.40	14.40	46.59	88.52
EPS (元)	-3.55	0.24	2.15	4.60

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	56.19%	35.24%	25.74%	15.93%
营业利润	52.76%	109.60%	788.54%	113.73%
归属母公司净利润	25.87%	106.82%	788.54%	113.73%
毛利率	84.44%	84.71%	84.79%	84.82%
净利率	-18.29%	0.92%	6.52%	12.02%
ROE	-20.59%	1.39%	10.97%	18.99%
ROIC	-15.39%	1.14%	8.46%	15.19%
资产负债率	43.56%	44.69%	43.66%	40.07%
净负债比率	-15.18%	-15.16%	-17.85%	-31.10%
流动比率	1.81	1.75	1.84	2.11
速动比率	1.52	1.41	1.44	1.68
总资产周转率	0.65	0.84	0.99	1.02
应收账款周转率	7.33	7.76	8.59	7.96
应付账款周转率	1.05	1.20	1.30	1.29
每股收益	-3.55	0.24	2.15	4.60
每股经营现金	-0.90	1.06	1.87	4.90
每股净资产	17.25	17.48	19.63	24.24
P/E	—	1077.91	121.31	56.76
P/B	15.14	14.94	13.30	10.78
EV/EBITDA	-77.23	251.54	77.50	40.15
P/S	13.45	9.94	7.91	6.82

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