



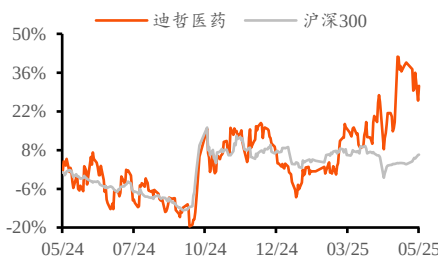
买入(首次)

行业：医药生物
日期：2025年05月15日
分析师：彭波
E-mail: pengbo@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760524100001
分析师：陈灿
E-mail: chencan2@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760525010002

基本数据

05月13日收盘价(元) 54.41
12mthA 股价格区间(元) 32.72-59.71
总股本(百万股) 459.41
无限售 A 股/总股本 40.64%
流通市值(亿元) 101.59

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

相关报告:

商业化稳步推进，期待海外进展

——迪哲医药（688192.SH）2024 年年报&2025 年一季报点评

■ 事件

公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 3.60 亿元（+294.24%，同比增速，下同）、归母净利润-8.46 亿元（2023 年为-11.08 亿元）、扣非归母净利润-8.99 亿元（2023 年为-11.61 亿元）；2024Q4 实现营业收入 0.21 亿元（-58.09%）、归母净利润-2.87 亿元（2023Q4 为-2.79 亿元）、扣非归母净利润-2.99 亿元（2023Q4 为-3.05 亿元）。

公司发布 2025 年一季报，2025Q1 实现营业收入 1.60 亿元（+96.32%）、归母净利润-1.93 亿元（2024Q1 为-2.24 亿元）、扣非归母净利润-2.19 亿元（2024Q1 为-2.55 亿元）。

■ 核心观点

医保谈判影响 2024Q4 收入，研发投入趋于稳定

根据公司此前业绩快报，2024Q4 收入环比 Q3 有所下滑主要是舒沃替尼和戈利昔替尼降价纳入新版医保目录，公司在 2024 年末对经销商的库存进行了医保价格的差价补偿，因差额补偿影响 2024 年收入约 0.52 亿元，导致 2024 年第四季度销售收入较前有所下降，该渠道补差已于 2024 年末完成，2025Q1 公司收入已恢复快速增长。

盈利能力方面，2024 年公司毛利率同比提升 0.93pct 至 97.41%，2025Q1 同比有所下降，我们预计可能受医保谈判降价影响；费用端 2024 年研发费用合计 7.24 亿元，同比有所减少，2025Q1 则同比微增。利润端受收入增长的带动，2024 年和 2025Q1 同比来看均处于减亏态势。

定增落地，静待舒沃替尼海外进展

公司募资净额 17.73 亿元的定增已于 2025 年 4 月落地。舒沃替尼美国 NDA 已于 2025 年 1 月获得 FDA 受理，并被授予优先审评资格；戈利昔替尼的国际注册临床研究已完成；在研 DZD8586 和 DZD6008 也将在 2025 ASCO 大会公布相应数据。

■ 盈利预测与投资建议

预计公司 25/26/27 年收入分别为 8.1/14.7/22.0 亿元，同比增长 123.7%/82.4%/49.9%；归母净利润为-7.5/-4.2/-0.2 亿元。由于公司为创新药初创型公司，产品处于国内上市初期，预期未来三年收入仍处于快速爬坡的成长期且利润仍处于亏损状态，故采用 FCFF 估值模型。考虑到舒沃替尼和戈利昔替尼商业化前景良好，在研 DZD8586 和 DZD6008 针对耐药临床难题，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

产品销售不及预期；新药临床进度不及预期；新药临床数据不及预期。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	360	805	1,468	2,202
年增长率 (%)	294.2%	123.7%	82.4%	49.9%
归属于母公司的净利润	-846	-750	-417	-23
年增长率 (%)	23.6%	11.4%	44.3%	94.5%
每股收益 (元)	-2.04	-1.63	-0.91	-0.05
市盈率 (X)	—	—	—	—
净资产收益率 (%)	-436.6%	-61.6%	-52.2%	-2.9%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2025 年 05 月 13 日收盘价)

资产负债表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	910	999	1,850	1,420	1,480
货币资金	74	250	244	232	615
应收及预付	101	89	105	131	160
存货	23	44	54	65	83
其他流动资产	712	616	1,446	992	622
非流动资产	586	720	743	731	716
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	22	20	28	35	40
在建工程	13	170	180	190	200
无形资产	462	430	400	371	341
其他长期资产	89	100	135	136	135
资产总计	1,496	1,719	2,593	2,151	2,197
流动负债	448	785	796	829	903
短期借款	200	374	274	224	224
应付及预收	109	139	168	196	220
其他流动负债	139	272	354	409	459
非流动负债	199	734	573	515	510
长期借款	138	684	534	484	484
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	61	50	39	31	26
负债合计	648	1,519	1,369	1,344	1,413
股本	408	418	459	459	459
资本公积	2,954	3,136	4,867	4,867	4,867
留存收益	-2,514	-3,360	-4,109	-4,527	-4,550
归属母公司股东权益	849	194	1,218	800	777
少数股东权益	0	6	6	6	6
负债和股东权益	1,496	1,719	2,593	2,151	2,197

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	91	360	805	1,468	2,202
营业成本	3	9	36	59	99
营业税金及附加	1	2	5	8	12
销售费用	210	445	547	734	881
管理费用	227	153	201	264	330
研发费用	806	724	805	881	947
财务费用	5	23	29	23	21
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	23	14	20	25	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	-1,108	-941	-750	-417	-23
营业外收支	0	2	0	0	0
利润总额	-1,108	-940	-750	-417	-23
所得税	0	0	0	0	0
净利润	-1,108	-940	-750	-417	-23
少数股东损益	0	-94	0	0	0
归属母公司净利润	-1,108	-846	-750	-417	-23
EBITDA	-1,052	-856	-664	-330	75
EPS (元)	-2.72	-2.04	-1.63	-0.91	-0.05

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-968	-651	-649	-325	77
净利润	-1,108	-940	-750	-417	-23
折旧摊销	73	77	57	64	77
营运资金变动	83	201	29	25	-3
其它	-16	11	14	3	26
投资活动现金流	611	-38	-880	448	338
资本支出	-32	-138	-32	-32	-32
投资变动	643	100	-800	500	400
其他	0	0	-48	-20	-30
筹资活动现金流	308	867	1,524	-136	-31
银行借款	338	719	-250	-100	0
股权融资	0	100	1,773	0	0
其他	-30	48	1	-36	-31
现金净增加额	-47	176	-6	-13	383
期初现金余额	121	74	250	244	231
期末现金余额	74	250	244	231	615

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	—	294.2%	123.7%	82.4%	49.9%
营业利润增长	-50.5%	15.0%	20.4%	44.3%	94.5%
归母净利润增长	-50.5%	23.6%	11.4%	44.3%	94.5%
获利能力					
毛利率	96.5%	97.4%	95.6%	96.0%	95.5%
净利率	—	-261.1%	-93.1%	-28.4%	-1.0%
ROE	-130.5%	-436.6%	-61.6%	-52.2%	-2.9%
ROIC	-89.3%	-68.7%	-33.3%	-24.0%	-0.1%
偿债能力					
资产负债率	43.3%	88.4%	52.8%	62.5%	64.3%
净负债比率	39.6%	453.5%	57.0%	74.8%	27.4%
流动比率	2.03	1.27	2.32	1.71	1.64
速动比率	1.78	1.11	2.12	1.47	1.35
营运能力					
总资产周转率	0.05	0.22	0.37	0.62	1.01
应收账款周转率	3.80	9.53	26.38	35.60	39.99
存货周转率	0.23	0.28	0.72	0.98	1.34
每股指标 (元)					
每股收益	-2.72	-2.04	-1.63	-0.91	-0.05
每股经营现金流	-2.37	-1.56	-1.41	-0.71	0.17
每股净资产	2.08	0.46	2.65	1.74	1.69
估值比率					
P/E	—	—	—	—	—
P/B	23.01	89.39	20.53	31.24	32.16
EV/EBITDA	-18.88	-21.30	-38.70	-77.50	334.83

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权归属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。