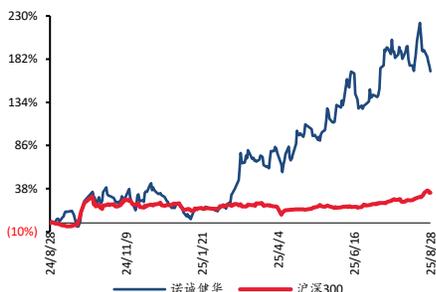


## 收入增长强劲，关注奥布替尼国际化进程及海外 BTKi 催化

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	17.65/2.68
总市值/流通(亿元)	492.69/74.93
12 个月内最高/最低价 (元)	34.02/9.53

### 相关研究报告

证券分析师: 周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

证券分析师: 戎晓捷

E-MAIL: rongxj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525070001

### 事件:

公司发布 2025 年半年度业绩公告。

### 观点:

**公司营收高增长，亏损大幅收窄，现金储备充裕。**2025 年上半年，公司实现营业收入 7.31 亿元（同比+74.26%），主要源于核心产品奥布替尼实现强劲增长，销售额为 6.37 亿元（同比+52.84%）。公司销售费用 2.44 亿元（同比+55.31%），主要系商业化推广力度加大，以及上年同期冲回股权激励费用所致；管理费用 0.84 亿元（同比-1.61%）；研发费用 4.50 亿元（同比+6.71%），主要用于创新技术平台的战略投资、重点项目临床试验资源的增加以及引进许可相关费用。公司归母净利润为 -0.30 亿元，较去年同期亏损收窄 88.51%。截至 2025 年 6 月 30 日，公司具有现金及现金等价物余额人民币 77 亿元。

**肿瘤与自免双轮驱动，多项注册临床加速推进。**血液瘤领域，奥布替尼一线治疗 CLL/SLL 获批上市；坦昔妥单抗（CD19）联合来那度胺治疗 r/r DLBCL 获批上市；ICP-248（BCL2）开展联合奥布替尼一线治疗 CLL/SLL 注册 3 期临床，以及单药治疗 BTK 经治 r/r MCL 注册性临床。自免领域，奥布替尼治疗 ITP 3 期完成入组，SLE 的 2b 期完成入组，PPMS 和 SPMS 全球 3 期进行中。ICP-332（TYK2 JH1）治疗特应性皮炎 3 期加速入组，ICP-488（TYK2 JH2）银屑病 3 期首例患者已入组；实体瘤领域，ICP-723 治疗 NTRK 融合实体瘤 NDA 获受理并纳入优先审评，首款 ADC 药物 ICP-B794（B7-H3）获批临床。

**公司催化剂丰富，关注海外 BTK 抑制剂 PMS 适应症监管决定及数据读出。**公司关键未来里程碑：1)自免：①ICP-332（TYK2 JH1）AD 3 期、白癜风 2 期完成入组；②ICP-488（TYK2 JH2）银屑病 3 期完成入组；③奥布替尼 ITP 预计 26H1 递交 NDA，SLE 2b 期 25Q4 数据读出，PPMS 和 SPMS 全球 3 期完成首例患者入组；2)血液瘤：①ICP-248(BCL2)用于 BTKi 经治 r/r MCL、联合奥布替尼一线治疗 CLL/SLL 的 2 期临床长期疗效数据读出；3) 实体瘤：①ICP-723 治疗 NTRK 融合实体瘤获批上市；②ICP-B794（B7-H3 ADC）预计 2025 年取得临床 PoC。此外，海外 BTKi 监管决定及数据读出临近：赛诺菲 Tolebrutinib 治疗 nrSPMS 的 PDUFA 为 9 月 28 日，治疗 PPMS 的 PERSEUS 研究 25H2 数据读出；罗氏 Fenebrutinib 治疗 PPMS 的 FENtrepid 研究 25H2 数据读出。

**投资建议：**DCF 法和 NPV 法进行估值并取平均数，测算出目标市值为 569 亿元人民币，对应股价为 32.22 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**研发或销售不及预期风险，行业政策风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	10.09	14.57	17.28	21.75
营业收入增长率(%)	36.68%	44.38%	18.59%	25.83%
归母净利（亿元）	-4.41	-2.79	-2.44	-0.39
净利润增长率(%)	—	—	—	—
摊薄每股收益（元）	-0.26	-0.16	-0.14	-0.02
市盈率（PE）	—	—	—	—

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (亿)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	82.87	62.41	55.80	43.68	44.90
应收和预付款项	3.15	4.08	5.91	9.77	9.82
存货	1.19	0.96	1.41	6.51	4.34
其他流动资产	0.44	10.75	14.34	16.32	18.32
流动资产合计	87.65	78.20	77.45	76.29	77.39
长期股权投资	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5.64	6.16	6.29	6.32	6.26
在建工程	1.67	1.39	1.18	0.97	0.76
无形资产开发支出	2.66	2.58	2.52	2.46	2.40
长期待摊费用	0.33	0.32	0.40	0.47	0.55
其他非流动资产	88.84	83.62	82.36	81.03	81.96
资产总计	99.20	94.07	92.74	91.25	91.93
短期借款	0.00	1.37	1.37	1.37	1.37
应付和预收款项	1.35	1.28	1.89	2.24	2.62
长期借款	0.26	10.19	10.19	10.19	10.19
其他负债	25.78	13.77	14.90	15.50	16.19
负债合计	27.39	26.62	28.35	29.30	30.37
股本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	121.50	121.11	121.11	121.11	121.11
留存收益	-50.80	-55.20	-58.07	-60.51	-60.91
归母公司股东权益	71.48	67.25	64.19	61.74	61.35
少数股东权益	0.33	0.21	0.21	0.21	0.21
股东权益合计	71.81	67.46	64.39	61.95	61.56
负债和股东权益	99.20	94.07	92.74	91.25	91.93

现金流量表 (亿)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	-6.65	-3.66	-4.98	-10.85	2.45
投资性现金流	6.61	11.11	-0.98	-0.79	-0.75
融资性现金流	0.01	-2.86	-0.58	-0.48	-0.48
现金增加额	0.23	4.77	-6.61	-12.11	1.22

利润表 (亿)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7.39	10.09	14.57	17.28	21.75
营业成本	1.28	1.38	2.04	2.42	2.83
营业税金及附加	0.10	0.15	0.22	0.26	0.33
销售费用	3.67	4.20	5.88	7.06	8.11
管理费用	1.84	1.69	1.70	1.72	1.75
财务费用	-0.69	-0.94	-0.77	-0.64	-0.40
资产减值损失	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.06	0.07	0.10	0.12	0.15
公允价值变动	-0.54	-0.30	0.00	0.00	0.00
营业利润	-6.51	-4.51	-2.79	-2.44	-0.39
其他非经营损益	0.07	-0.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	-6.44	-4.53	-2.79	-2.44	-0.39
所得税	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-6.46	-4.53	-2.79	-2.44	-0.39
少数股东损益	-0.14	-0.12	0.00	0.00	0.00
归母股东净利润	-6.31	-4.41	-2.79	-2.44	-0.39

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	82.61%	86.29%	86.00%	86.00%	87.00%
销售净利率	-85.47%	-43.65%	-19.17%	-14.13%	-1.81%
销售收入增长率	18.09%	36.68%	44.38%	18.59%	25.83%
EBIT 增长率	8.07%	22.36%	31.61%	13.60%	74.29%
净利润增长率	28.80%	30.20%	36.58%	12.63%	83.84%
ROE	-8.83%	-6.55%	-4.35%	-3.95%	-0.64%
ROA	-6.38%	-4.69%	-2.99%	-2.65%	-0.43%
ROIC	-9.25%	-6.51%	-4.62%	-4.12%	-1.07%
EPS(X)	-0.37	-0.26	-0.16	-0.14	-0.02
PE(X)	—	—	—	—	—
PB(X)	2.84	3.22	7.68	7.98	8.03
PS(X)	27.45	21.44	33.81	28.51	22.66
EV/EBITDA(X)	-21.12	-40.24	-184.98	-249.84	856.11

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。