



# 信达生物 (1801.HK): 三项肿瘤管线资产公布积极的一期数据

近期公司在 2024 ASCO 和 ESMO Virtual Plenary 会议上公布了 3 项肿瘤管线资产积极的一期数据, 包括 IBI363 (PD-1/IL-2) 积极的一期 PD-1 耐药及冷肿瘤数据、IBI343 (CLDN18.2 ADC) 潜在同类最佳的一期胰腺癌疗效安全性数据以及 IBI389 (CLDN18.2/CD3) 初步胃癌胰腺癌数据。肿瘤研发管线的持续推进反映了信达强大的研发能力和执行能力。重申我们的“买入”评级和目标价 60 港元。

● **IBI363 (PD-1/IL-2) 一期疗效和安全性数据积极, 有望成为实体瘤 PD-1 耐药及不响应的潜在疗法:** 近期公司在 2024 ASCO 和 ESMO Virtual Plenary 会议上公布了潜在 First-in-class (FIC) PD-1/IL-2 双抗融合蛋白单抗在三个实体瘤适应症(黑色素瘤、肺癌和肠癌)的一期数据。在 300 例实体瘤患者中(既往接受过  $\geq 2L$  治疗的病人占比: 81.8%, 截至 2024 年 4 月 16 日), 整体 ORR 为 17.3%, 其中既往 IO 经治群体 ORR 为 17.6% (n=204), 3mg/kg 剂量组 ORR 为 46.7% (n=15)。安全性方面 (N=347), 总体  $\geq 3$  级 TRAE 为 23.9%,  $\geq 3$  级 irAE 为 10.4%, TRAE 导致的停药为 3.2%, 其中 3mg/kg 剂量组  $\geq 3$  级 TRAE 为 13.2%,  $\geq 3$  级 irAE 和 TRAE 导致的停药均为 0%。总体而言, 作为 FIC 产品, IBI363 表现出良好的安全性, 剂量爬坡至最高 3mg/kg, 突破过往 IL-2 产品剂量; 疗效方面我们欣喜地看到三个适应症上积极的一期数据, 尤其是 IO 经治 sq-NSCLC/黑色素瘤, 以及两个过往的以往的冷肿瘤 (IO 未经治黏膜黑色素瘤和 MSS CRC), 取得了显著高于现有疗法的疗效数据, 令人印象深刻。

对于 3 个实体瘤, 具体疗效数据如下: (1) **在 IO 经治的 NSCLC 患者中 (N=70)**, 整体 ORR 为 27.1%, mPFS 为 5.5 个月, 其中 sq-NSCLC ORR 为 35.1%, adNSCLC ORR 为 18.2% ORR; 在 3mg/kg 剂量组中, 整体 ORR 为 77.8% (n=9), 其中 sq-NSCLC ORR 为 100% (n=6), adNSCLC ORR 为 33.3% (n=3)。尽管样本量较小, 疗效数据看上去非常优异, 尤其 sq-NSCLC 展示出的 35% ORR/5.5 个月 mPFS 显著高于 2L SOC 疗法多西他赛 (13% ORR/3.9 个月 mPFS)。(2) **在 IO 经治黑色素瘤中 (N=37)**, 1mg/kg 剂量组整体 ORR 为 29.7% (皮肤/肢端/黏膜黑色素瘤 ORR 分别为 31.6%/42.9%/18.2%), mPFS 为 4.2 个月, 好于目前现有标准疗法阿帕替尼+替莫唑胺 (7% ORR, 3 个月 mPFS), 接近国外获批的 TIL 疗法 (31% ORR, 4.1 个月 mPFS)。(3) **在未经 IO 过的黏膜黑色素瘤患者中 (N=8)**, IBI363 单药显示出 75% ORR (0.3-1.5 mg/kg 剂量), 尽管样本量较小, 但在冷肿瘤中显示出如此高的早期疗效令人惊喜。(4) **在 3L+ MSS CRC 患者中 (N=63)**, 整体 ORR 为 12.7% (0.3-1.5 mg/kg), 其中 1mg/kg 剂量组 ORR 为 15% (N=20), 好于目前全球已获批的 VEGF+化疗联合疗法 (5%-6% ORR)。更值得注意的是, 无论患者是否存在肝转移, 均可对 IBI363 产生响应, 肝转移患者 ORR 为 13.2% (n=38), 无肝转移 CRC 患者 ORR 为 12% (n=25), 有望解决肝转移患者 PD-1 不响应的现象。针对 IBI363, 公司已于近期在美国开展二期试验, 在国内 POC 试验将在高剂量组录入更多黑色素瘤和 NSCLC 病人及决定 RP2D 剂量。未来 NSCLC 和黑色素瘤有可能开展国际关键性临床 (取决于这两个适应症数据), 以及在更长远的将来和其他疗法联用也在后续规划之中。

阳景

首席医药分析师

Jing\_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师

ryan\_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2024 年 6 月 19 日

评级

买入

目标价 (港元)	60.0
潜在升幅/降幅	+60%
目前股价 (港元)	37.4
52 周内股价区间 (港元)	27.3-49.8
总市值 (百万港元)	60,888
近 3 月日均成交额 (百万)	256

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

\*数据截至 2023 年 6 月 18 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



● **IBI343 (CLDN18.2 ADC) 消化道安全性格外优异，胰腺癌一期疗效潜在最佳：**在一期 PDAC 和 BTC 患者中 (n=25)，7 例达到 PR (5 例 PDAC、2 例 BTC)，ORR 为 28%；其中在 6mg/kg 剂量组，10 例 CLDN18.2 IHC1/2/3+ $\geq$ 60%+ 的晚期 PDAC 受试者中，ORR 为 40%。尽管样本量较小，但此疗效数据好于其他已披露胰腺癌数据的研发候选药物，包括 IBI389 (CLDN18.2/CD3 双抗，信达)、CT041 (CLDN18.2 CART，科济) 和 MRG004A (TF ADC，乐普生物) 和现有 2L SOC 疗法。安全性方面，IBI343 发生  $\geq$ 3 级 TRAE 的患者比例为 25.7%，显著低于 CMG901、SYSA1801、Zolbetuximab 和 IBI389 (CLDN18.2/CD3)。更为重要的是，消化道毒性指标  $\geq$ 3 级呕吐、腹泻为 0，均低于 CMG901、SYSA1801 和 Zolbetuximab (CLDN18.2 mAb)，展示出优异的消化道安全性。管理层表示，出色的消化道安全性主要由于 Fc 沉默设计导致无 ADCC 效应介导的胃肠道毒性。血液毒性指标  $\geq$ 3 级中性粒细胞减少为 11%，低于 CMG901 和现有化疗 (2L PDAC 标准疗法)，和 Zolbetuximab 相类似。展望未来，管理层认为 IBI343 有望通过快速推进 PDAC 来实现和其他同类药物适应症开发的差异化，目前公司 PDAC 适应症已经获得美国 FDA 快速通道资格 (Frost Track Designation)。另外，除胰腺癌之外，胃癌 POC 数据有望月底于 ESMO GI 大会上发表。

● **IBI389 (CLDN18.2/CD3) 早期胰腺癌疗效数据亮眼，有望通过 CLDN18.2 中低表达人群实现差异化开发：**作为全球首个公布临床数据的靶向 CLDN18.2/CD3 双抗，IBI389 在 CLDN18.2 中低表达胰腺癌疗效亮眼，胃癌疗效数据初具潜力。**(1) 在 27 例 PDAC 癌患者中 (CLDN18.2 IHC2+/3+ $\geq$ 10%)**，600 $\mu$ g/kg Q3W 剂量组显示 ORR 为 29.6%，cORR 为 25.9%，其中在 18 例 CLDN18.2 IHC 2/3+ $\geq$ 40% 的受试者中，ORR 和 cORR 均为 38.9%，3-m PFS 比例为 47.1%。**整体近 30% ORR 显著高于 CT041 (17% ORR, n=24) 和现有 2L SOC 疗法，仅次于上文提到的 IBI343 (CLDN18.2 ADC, n=10)，考虑到此试验中 CLDN18.2 为中低表达，我们认为响应率数据亦相当亮眼。****(2) 在 26 例 3L+ G/GEJC 患者中 (CLDN18.2 IHC2+/3+ $\geq$ 10%)**， $\geq$ 10 $\mu$ g/kg Q3W 剂量组显示出 ORR 为 30.8%，mPFS 为 3.5 个月。**ORR 疗效数据和 LM-302、ATC-022 较为接近 (29%-30.6%)，但不及 CMG901 (35%) 和 SYSA1801 (47%)。mPFS 数据不及 CMG901 和 LM-302。**安全性方面，在 120 个 CLDN18.2+ 实体瘤病人中 (72 PDAC, 37 G/GEJC，截止日期：2024 年 3 月 11 日)，剂量从  $\leq$ 10 $\mu$ g/kg 爬坡至 600 $\mu$ g/kg，没有观测到 DLT， $\geq$ 3 级 TRAE 为 58.3%，TRSAE 为 43.3%， $\geq$ 3 级 CRS 为 0.8%， $\geq$ 3 级输液相关不良反应为 0%，TEAE 导致的停药比例为 10%，TRAE 导致的死亡为 0.8%。对比之下，**IBI389 三级以上副反应高于已披露安全性数据的 CLDN18.2 ADC ( $\geq$ 3 级 TRAE/TEAE 基本在 20%+~55% 区间)**，说明 TCE 疗法安全性仍有进一步提高的空间。

● **胰腺癌是公司 CLDN18.2 靶点开发的一大差异化，且两个资产 IBI343 和 IBI389 未来有望实现互补：**根据公司电话会交流，管理层认为 PDAC 作为目前难治疗的癌种，是 IBI343 和 IBI389 重要的开发方向，这是信达 CLDN18.2 开发与其他公司一大差异化之一。另外，IBI343 和 IBI389 作为两种不同的 modality，有望实现互补协同性。在目前的病人身上观测到 ADC 对肿瘤快速控制更有优势，而 TCE 疗效性更为持久。



- **未来 12 个月公司主要催化剂包括：**1) **两款肿瘤药物获批：**IBI344 (ROS1) 和 IBI351(KRAS); 2) **两款综合业务线药物递交 NDA：**IBI112 (IL23p19)、玛仕度肽 (糖尿病适应症); 3) **重要数据读出：**IBI363 (PD-1/IL-2) 黑色素瘤和肺癌 PoC 数据读出 (3mg/kg 单药), IBI343 (CLDN18.2 ADC) 三线胃癌 PoC 数据读出和胰腺癌 PoC 数据读出, IBI389 (CLDN18.2/CD3) 胰腺癌胃癌数据更新, 匹康奇拜单抗 (IL-23p19) 三期银屑病数据和二期溃疡性结肠炎数据读出, IBI311 (IGF-1R) 三期甲状腺眼病完整数据读出, IBI334 (EGFR/B7H3) 实体瘤 POC 数据读出, IBI302 (VEGF/C) nAMD PoC 数据读出, 玛仕度肽三期糖尿病数据 (DREAMS-1 和 DREAMS-2) 读出以及 IBI351 (KRAS G12C) 关键 2 期肺癌数据读出。
- **维持“买入”评级和目标价 60 港元：**我们维持 2024/2025/2026 年预测不变。基于 DCF 估值模型 (WACC: 8.5%, 永续增长率: 3%), 我们的公司目标价为 60 港元, 对应 980 亿港元市值。
- **投资风险：**销售未如预期、商业化进度不及预期、研发延误或临床试验数据不如预期。

**图表 1：盈利预测和财务指标**

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,556	6,206	7,767	9,957	13,217
同比变动 (%)	6.7%	36.2%	25.1%	28.2%	32.7%
归母净利润/(亏损)	-2,179	-1,028	-919	-217	1,361
PS (X)	10.3	7.9	6.4	5.0	3.8

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

图表 2: IBI363 (PD-1/IL-2)一期数据

数据截止日期 (DCO)	2024 年 4 月 16 日			2023 年 12 月 22 日
适应症	实体瘤	肺癌队列 (NSCLC)	黑色素瘤队列	肠癌队列 (CRC)
<b>疗效</b>				
N	300 (89 NSCLC, 77 Melanoma, 98 CRC, 44 其他实体瘤)	70	既往 IO 经治: n=37; 既往未经过 IO 治疗: n=8	63
既往接受过≥2L 治疗	81.80%	77.1%	既往 IO 经治: 73%	76.5% 既往接受过≥3L 治疗
整体 ORR	17.3% (n=300)	27.1% (sq-NSCLC: 35.1%, ad-NSCLC: 18.2%, 均为 IO-pretreated)	/	12.7% (有肝转移: 13.2%, 无肝转移: 12%; PD-L1 CPS≥1: 30.8%)
<b>按既往是否 IO 经治分类:</b>				
既往 IO 经治	17.6% (n=204)	Sq-NSCLC: 35.1% (13/37) AdNSCLC: 18.2% (6/33)	29.7% (1mg/kg 剂量组, n=37) (皮肤: 31.6%, 肢端: 42.9%, 黏膜: 18.2%)	/
既往未经过 IO 治疗	/	/	黏膜黑色素瘤: 75% (6/8, 0.3-1.5mg/kg 剂量组)	12.7% (有肝转移: 13.2%, 无肝转移: 12%; PD-L1 CPS≥1: 30.8%)
<b>按剂量分:</b>				
1mg/kg 剂量组 ORR	17.2% (n=151)	/	29.7% (1mg/kg 剂量组, n=37, 均为 IO-pretreated) (皮肤: 31.6%, 肢端: 42.9%, 黏膜: 18.2%)	15% (3/20)
3mg/kg 剂量组 ORR	46.7% (n=15)	Sq-NSCLC: 100% (6/6) AdNSCLC: 33.3% (1/3) 均为既往 IO 经治	/	/
<b>安全性</b>				
N	347			
≥3 级 TRAE	23.9%			23.5% (16/68)
1mg/kg 剂量组	24.1%			
3mg/kg 剂量组	13.2%			
≥3 级 irAE	10.40%			5.9% (4/68)
1mg/kg 剂量组	13.60%			
3mg/kg 剂量组	0.00%			
TRAE 导致的停药	3.20%			2.9% (2/68)
1mg/kg 剂量组	4.30%			
3mg/kg 剂量组	0.00%			
严重不良反应 (TRSAE)	22.80%			17.6% (12/68)
1mg/kg 剂量组	27.80%			
3mg/kg 剂量组	7.90%			

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: ADC、双抗胰腺癌临床数据对比 - 胰腺癌

药物	IBI343	IBI389	CT041	MRG004A
分子	CLDN18.2 ADC	CLDN18.2/CD3 双抗	CLDN18.2 CART	TF ADC
公司	信达	信达	科济	乐普生物
适应症	PDAC	PDAC	≥2L PC	≥2L PC
靶点表达	剂量爬坡: 不考虑患者 CLDN18.2 表达	CLDN18.2 表达 ≥10% (免疫组化 2+/3+)		不适用, 筛选标准为 TF 表达度
	剂量拓展: 要求 CLDN18.2 表达 ≥40% (1+/2+/3+免疫组化染色密度)			
临床试验	临床 I 期	临床 I 期	2 个 I/II 期临床 (CT041-CG4006, CT041-ST-01)	临床 I 期
NCT 编号	NCT05458219	NCT05164458		NCT03941574
用药频率及剂量	IBI343 6mg/kg 或 8mg/kg Q3W	5-600 μg/kg, Q3W 或 Q2W		0.3-2.6mg/kg Q3W
数据截止日期	2024 年 1 月 15 日	2024 年 3 月 11 日		2023 年 12 月 15 日
<b>基线信息</b>				
入组人数	35	120	24	19
此前接受系统治疗线数	2	2	≥2	3
<b>疗效数据</b>				
疗效数据样本人数	10 (6mg/kg 剂量组)	27	24	12
ORR	40% (6mg/kg 剂量组)	29.6% (RP2D: 600μg/kg)	16.70%	33.30% (2mg/kg)
DCR	90.00%	70.40%	70.80%	83.30% (2mg/kg)
mPFS			3.3	
mOS			10	
mDOR			9.5	
<b>安全性数据</b>				
安全性数据样本人数	35 (28 PDAC, 7 BTC)	120 (72 PDAC, 37 G/GEJC)		63 (19 PC)
≥3 级 TRAE	25.70%	58.30%		
≥3 级 TRAE-恶心	0%			
≥3 级 TRAE-呕吐	0%			
≥3 级 TRAE-嗜中性白血球低下	11%			
≥3 级 TRAE-细胞因子释放综合征		0.00%		
≥3 级 TRAE-输注相关反应		0.80%		
严重 TRAE	11.40%	43.30%		7.9% (5/63)
TRAE/TEAE 导致的停药	2.90%	10%		
TRAE/TEAE 导致的死亡	0%	0.80%		

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 4: ADC、双抗临床数据对比 - 胃癌

药物	CMG901	SYSA1801	ATG-022	LM-302	IBI389
分子	CLDN18.2 ADC	CLDN18.2 ADC	CLDN18.2 ADC	CLDN18.2 ADC	CLDN18.2/CD3 双抗
原研药企	康诺亚/阿斯利康	石药	德琪	礼新	信达
适应症	2L+ GC/GEJ	2L+ GC/GEJ	2L+ GC	2L+ GC/GEJ	3L+ GC/GEJ
临床试验	临床 I 期-剂量爬坡	临床 I 期- 剂量爬坡	临床 I 期- 剂量爬坡	临床 I/II 期	临床 I 期
NCT 编号	NCT04805307 剂量爬坡: 不考虑患者 CLDN18.2 表达  剂量拓展: 要求 CLDN18.2 表达 $\geq 5\%$ (IHC $\geq 2+$ )	NCT05009966 剂量爬坡: CLDN 18.2 阳性 (IHC $\geq 1+$ )  剂量扩展: 要求 CLDN18.2 表达 $\geq 40\%$ (IHC $\geq 2+$ )	NCT05718895 CLDN 18.2 阳性	NCT05718895 CLDN18.2 表达 $\geq 50\%$ (IHC $\geq 2+$ ) 【下列疗效数据所用的队列表达度】	NCT05164458 CLDN18.2 表达 $\geq 10\%$ (IHC 2+/3+)
用药频率及剂量	CMG901 Q3W (2.2-3mg/kg)	SYSA1801 Q3W (0.5-3mg/kg)	ATG-022 Q3W (0.3-2.4 mg/kg Q3W)	LM-302 Q3W (0.2-2.8 mg/kg Q3W)	IBI343 10-600 $\mu\text{g}/\text{kg}$ Q3W
<b>基线信息</b>					
入组人数 (N)	113	26	10	135	114
亚洲人占比	100%亚洲人	100%中国人	-	100%中国人	100%中国人
ECOG 1+ %	84%	84.80%	100%	/	/
中位随访时间(m)	10.1				
此前接受系统治疗线数	2	1/3 接受过深度治疗( $\geq 3$ 线)	3 位受试者接受过多于 3 线的前期系统性治疗	2	$\geq 2$
<b>有效性数据</b>					
疗效数据样本人数 (n)	ORR, DCR n=89; PFS, OS, n=93	17	7	36	26 (CLDN18.2 IHC 2/3+ $\geq 10\%$ )
ORR	35% (2.2/2.6/3.0 mg/kg 剂量组分别为 48%/24%/38%)	47.10%	29%	30.60%	30.80%
DCR	70% (2.2/2.6/3.0 mg/kg 剂量组分别为 71%/67%/75%)	64.70%	43%	75%	73.10%
mPFS	4.8 (2.2/2.6/3.0 mg/kg 剂量组分别为 4.8/3.3/9.9)	/	/	7.16	3.5
mOS	11.8 (2.2/2.6/3.0 mg/kg 剂量组分别为 11.8/11.5/11.1)	/	/	NR, 6m-OS rate: 95%	
<b>安全性数据</b>					
安全性数据样本人数 (n)	113	33	10	/	120 (72 PDAC, 37 G/GEJC)
$\geq 3$ 级 TRAE/TEAE	55%	24.20%	30%	/	58.3%
TRSAE	32%				43.3%
TRAE/TEAE 导致的停药	8%				10%
TRAE/TEAE 导致的死亡		0%			0.80%

资料来源: 公司资料、浦银国际

## 财务报表分析与预测 - 信达生物 (1801.HK)

### 利润表

千人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,556,380	6,206,070	7,766,548	9,957,292	13,217,060
销售成本	(930,990)	(1,136,266)	(1,440,327)	(1,817,269)	(2,334,983)
<b>毛利润</b>	<b>3,625,390</b>	<b>5,069,804</b>	<b>6,326,222</b>	<b>8,140,023</b>	<b>10,882,077</b>
研发费用	(2,871,220)	(2,227,556)	(2,327,800)	(2,636,453)	(2,839,845)
销售费用	(2,590,765)	(3,100,693)	(3,418,957)	(3,766,361)	(4,038,890)
管理费用	(835,488)	(750,278)	(872,925)	(979,254)	(1,199,046)
其他	(450,763)	(670,578)	(883,394)	(1,127,329)	(1,356,633)
<b>经营利润</b>	<b>(3,122,846)</b>	<b>(1,679,301)</b>	<b>(1,176,855)</b>	<b>(369,374)</b>	<b>1,447,663</b>
利息收入, 净额	(101,698)	(98,624)	(140,877)	(140,877)	(132,877)
其他收入, 净额	1,054,075	633,514	398,883	293,554	286,108
<b>除所得税前亏损</b>	<b>(2,170,469)</b>	<b>(1,144,411)</b>	<b>(918,849)</b>	<b>(216,698)</b>	<b>1,600,894</b>
所得税开支	(8,801)	116,498	-	-	(240,134)
<b>亏损净额</b>	<b>(2,179,270)</b>	<b>(1,027,913)</b>	<b>(918,849)</b>	<b>(216,698)</b>	<b>1,360,760</b>
非控股权益应占亏损净额	-	-	-	-	-
<b>归母净利润/(亏损)</b>	<b>(2,179,270)</b>	<b>(1,027,913)</b>	<b>(918,849)</b>	<b>(216,698)</b>	<b>1,360,760</b>
<b>经营调整净利润/(亏损)</b>	<b>(2,461,834)</b>	<b>(514,540)</b>	<b>(468,849)</b>	<b>283,302</b>	<b>1,885,760</b>

### 资产负债表

千人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	9,162,823	10,052,095	7,802,049	7,160,634	7,194,196
应收账款	911,790	1,490,268	1,914,246	2,450,594	3,343,186
存货	1,428,882	968,088	1,557,416	1,593,222	2,047,109
其他流动资产	3,213	917,534	917,534	917,534	917,534
<b>流动资产总值</b>	<b>11,506,708</b>	<b>13,427,985</b>	<b>12,191,245</b>	<b>12,121,985</b>	<b>13,502,024</b>
物业、厂房及设备, 净额	3,411,496	4,289,734	4,171,423	4,102,786	4,089,019
经营租赁使用权资产	414,650	366,650	366,650	366,650	366,650
无形资产, 净额	1,198,163	1,270,267	1,252,063	1,236,108	1,223,061
其他应收款	193,058	283,116	283,116	283,116	283,116
股权投资	202,570	218,301	218,301	218,301	218,301
其他非流动资产	662,200	771,307	771,307	771,307	771,307
<b>非流动资产总值</b>	<b>6,082,137</b>	<b>7,199,375</b>	<b>7,062,860</b>	<b>6,978,268</b>	<b>6,951,454</b>
短期债务	888,000	1,195,155	1,195,155	1,195,155	1,195,155
应付账款	325,622	372,549	416,671	479,517	671,982
应计开支及其他应付款项	1,824,273	2,467,771	2,467,771	2,467,771	2,467,771
其他	461,303	441,341	441,341	441,341	441,341
<b>流动负债总值</b>	<b>3,499,198</b>	<b>4,476,816</b>	<b>4,520,938</b>	<b>4,583,784</b>	<b>4,776,249</b>
长期银行贷款	2,215,433	2,326,777	2,326,777	2,326,777	2,126,777
合同负债	569,096	450,312	450,312	450,312	450,312
其他	162,305	262,713	262,713	262,713	262,713
<b>非流动负债总值</b>	<b>3,359,698</b>	<b>3,622,963</b>	<b>3,124,435</b>	<b>3,124,435</b>	<b>2,924,435</b>
股本	105	112	112	112	112
储备	10,729,844	12,527,469	11,608,620	11,391,922	12,752,682
少数股东权益	-	-	-	-	-
<b>权益总额</b>	<b>10,729,949</b>	<b>12,527,581</b>	<b>11,608,732</b>	<b>11,392,034</b>	<b>12,752,794</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

### 现金流量表

千人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
亏损净额	9,162,823	(1,144,411)	(918,849)	(216,698)	1,360,760
固定资产折旧	245,088	275,595	428,973	417,142	410,279
无形资产摊销	42,635	74,887	25,405	15,041	24,722
营运资本变动	309,908	403,389	(969,184)	(509,308)	(1,154,013)
应收账款	393,136	(430,622)	-	-	-
预付账款及其他流动资产变动	(106,382)	(108,989)	(423,978)	(536,348)	(892,592)
存货	(105,388)	358,945	(589,328)	(35,806)	(453,886)
应付账款	130,572	46,927	44,122	62,846	192,466
应计开支及其他应付款项	(207,071)	675,755	-	-	-
其他营运资本变动	205,041	(138,627)	-	-	-
其他	(11,679,258)	538,350	(498,528)	-	-
<b>经营活动现金净额</b>	<b>(1,918,804)</b>	<b>147,810</b>	<b>(1,932,183)</b>	<b>(283,823)</b>	<b>641,748</b>
购买物业及设备	(896,896)	(1,119,385)	(310,662)	(348,505)	(396,512)
购买无形资产	(468,604)	(262,350)	(7,202)	(9,086)	(11,675)
其他	(69,685)	383,073	(0)	-	(0)
<b>投资活动现金净额</b>	<b>(1,435,185)</b>	<b>(998,662)</b>	<b>(317,864)</b>	<b>(357,592)</b>	<b>(408,187)</b>
出售普通股所得款项	2,089,003	2,179,324	-	-	-
贷款所得净额	715,172	418,499	-	-	(200,000)
其他	87,907	(10,566)	-	-	-
<b>融资活动现金净额</b>	<b>2,892,082</b>	<b>2,587,257</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(200,000)</b>
汇率变动的影晌, 净额	118,664	(6,877)	-	-	-
现金增加(减少)净额	(343,243)	1,729,528	(2,250,046)	(641,414)	33,561
期初现金	1,359,408	1,016,165	10,052,095	7,802,049	7,160,634
<b>期末现金</b>	<b>9,162,823</b>	<b>10,052,095</b>	<b>7,802,049</b>	<b>7,160,634</b>	<b>7,194,196</b>

### 财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
每股盈利	(1.46)	(0.66)	(0.59)	(0.14)	0.87
每股净资产	7.20	8.04	7.45	7.31	8.19
每股销售额	3.06	3.98	4.99	6.39	8.49
<b>同比变动 (%)</b>					
收入	6.7%	36.2%	25.1%	28.2%	32.7%
税后利润	NM	NM	NM	NM	NM
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
<b>费用率 (%)</b>					
研发费用/收入	63.0%	35.9%	30.0%	26.5%	21.5%
销售费用/收入	56.9%	50.0%	44.0%	37.8%	30.6%
管理费用/收入	18.3%	12.1%	11.2%	9.8%	9.1%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	79.6%	81.7%	81.5%	81.7%	82.3%
归母净利率	-47.8%	-16.6%	-11.8%	-2.2%	10.3%
<b>回报率 (%)</b>					
平均股本回报率	-24.8%	-12.8%	-8.4%	-5.0%	4.5%
平均资产回报率	-15.1%	-7.8%	-5.1%	-3.0%	2.8%
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	3.3	3.0	2.7	2.6	2.8
速动比率 (x)	2.9	2.8	2.4	2.3	2.4
现金比率 (x)	2.6	2.2	1.7	1.6	1.5
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	NM	NM	NM	NM	36.6
市净率 (x)	4.4	3.9	4.3	4.4	3.9
市销率 (x)	10.3	7.9	6.4	5.0	3.8

图表 5: 浦银国际目标价: 信达生物 (1801.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	28.1	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	17.9	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	14.6	买入	47.0	2024年5月10日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	19.0	买入	60.0	2024年5月10日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	159.4	买入	275.0	2024年5月9日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	94.8	买入	165.0	2024年5月9日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	126.1	买入	175.0	2024年5月9日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.9	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	20.3	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	26.1	持有	33.0	2024年4月29日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.5	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	37.4	买入	60.0	2024年6月19日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.4	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.1	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	38.2	买入	63.0	2024年5月31日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	2.6	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	33.8	买入	58.0	2024年6月3日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.8	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	18.8	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	26.4	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.0	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.3	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.3	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	2.8	买入	5.1	2024年4月9日	制药
2359 HK Equity	药明康德	31.6	买入	48.0	2024年4月30日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	42.5	买入	60.0	2024年4月30日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	9.2	买入	16.8	2024年4月26日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	20.0	持有	22.4	2024年4月26日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	11.7	持有	20.0	2024年3月27日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	292.9	买入	390.0	2024年4月30日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	12.0	买入	15.1	2024年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	3.6	买入	10.2	2024年6月18日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.9	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	7.2	买入	15.5	2024年4月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	23.9	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	10.6	买入	16.0	2024年3月22日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	434.6	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	10.9	买入	13.1	2024年3月28日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.4	持有	4.0	2024年5月28日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	11.3	持有	15.0	2024年3月21日	互联网医疗

注: 股价截至 2024 年 6 月 18 日港股收盘; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

