

医药	收盘价 港元 37.95	目标价 港元 48.00	潜在涨幅 +26.5%
----	-----------------	-----------------	----------------

2024年6月25日

信达生物 (1801 HK)

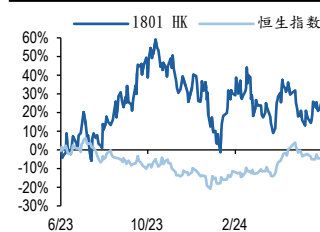
玛仕度肽 48 周减重/肝脂肪降低效果优异，重申买入

- 玛仕度肽减重效果优于同类竞品：**在疗法估计目标（无论是否依从方案）和疗效估计目标（依从方案治疗）下，玛仕度肽 6mg 组在 48 周分别减重 14.0%/14.8%，**相较安慰剂组的差异达到 14.3%/14.4%**。体重较基线降幅 $\geq 5%$ 、 $\geq 10%$ 和 $\geq 15%$ 的受试者比例上，玛仕度肽 4mg 和 6mg 组均显著优于安慰剂（ $P < 0.001$ ，图表 1）。相比同靶点竞品（非头对头比较），**玛仕度肽 6mg 的减重数据优于司美格鲁肽 2.4mg 和替尔泊肽 10mg**（图表 2、3）。在主要肥胖并发症指标（腰围、收缩压、血脂指标、血尿酸和 ALT 等）的改善上，玛仕度肽均同样优于安慰剂（ $P < 0.001$ ）。安全性和耐受性整体良好，4mg/6mg 组的严重 TEAE 发生率分别为 5.9%/4.0%、因 TEAE 导致停药发生率分别为 1.5%/0.5%（安慰剂组 6.3%/1.0%）。
- 肝脂肪含量大幅降低，MASH 治疗前景可期：**在 GLORY-1 的探索性分析中，对基线肝脂肪含量 $\geq 10%$ 的受试者，**6mg 组在 48 周的肝脂肪含量较基线平均下降达 80.2%（安慰剂组 5.3%）**。相比之下，司美格鲁肽 2.4mg 和替尔泊肽 10mg/15mg 对肝脂肪的降幅约为 40-60%（图表 4）。基于以上数据、以及 GCGR 对肝脂肪代谢的调节机制，我们看好玛仕度肽在 MASH 中的治疗前景，玛仕度肽已在中国获得开展 MASH 临床研究的批件。
- 多个蓝海细分市场逐步击破：**多项研究显示，中国成年超重人群（BMI ≥ 24 ）达到 5 亿、肥胖人群（BMI ≥ 28 ）达到 1.6 亿，而肥胖与多种代谢/心血管疾病有密切关系，肥胖人群中伴脂肪肝、血脂异常、高血压、慢性肾病的比例分别达到 82%/42%/37%/6%（图表 5），存在巨大的未满足临床需求。公司正考虑将玛仕度肽的开发拓展至青少年肥胖、心衰、睡眠呼吸暂停等治疗手段较有限的疾病领域。我们预计玛仕度肽将于年底前后在中国获批上市，**2025/26 年/峰值销售分别达到 7 亿/18 亿/52 亿元人民币**。
- 重申买入：**我们维持买入评级和 48.0 港元的目标价。近期公司肿瘤和代谢管线的临床数据密集公布，进一步验证了公司在 GLP-1、下一代 IO、ADC 等关键赛道上的布局优势。未来 12 个月重点关注玛仕度肽、ROS1、KRAS 等新品获批后的初始销售，以及 IL2、CLDN18.2 后续数据更新。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	48.45
52周低位 (港元)	28.70
市值 (百万港元)	61,783.36
日均成交量 (百万)	4.44
年初至今变化 (%)	(11.23)
200天平均价 (港元)	38.15

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	4,556	6,206	7,684	10,084	12,951
同比增长 (%)	6.7	36.2	23.8	31.2	28.4
净利润 (百万人民币)	(2,179)	(1,028)	(692)	267	2,030
每股盈利 (人民币)	(1.46)	(0.66)	(0.43)	0.16	1.25
同比增长 (%)	-22.3	-54.8	-35.3	-138.4	661.4
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	214.9	28.2
每股账面净值 (人民币)	6.99	7.74	7.53	7.90	9.34
市账率 (倍)	5.05	4.56	4.69	4.47	3.78

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: GLORY-1 研究 48 周减重结果

	疗法估计目标*			疗效估计目标†		
	玛仕度肽 4 mg (N=203)	玛仕度肽 6 mg (N=202)	安慰剂 (N=205)	玛仕度肽 4 mg (N=203)	玛仕度肽 6 mg (N=202)	安慰剂 (N=205)
首要终点¶						
第 32 周时体重较基线的百分比变化, %	-10.09	-12.55	0.45	-10.97	-13.38	-0.24
与安慰剂组的差异 (97.5% CI)	-10.54 (-12.01, -9.08)	-13.00 (-14.49, -11.51)		-10.72 (-12.21, -9.23)	-13.14 (-14.64, -11.64)	
第 32 周时体重较基线降幅≥5%的受试者比例, %§	73.9	82.0	10.5	76.3	84.0	10.9
体重关键次要终点¶						
第 48 周时体重较基线的百分比变化, %	-11.00	-14.01	0.30	-12.05	-14.84	-0.47
与安慰剂组的差异 (97.5% CI)	-11.30 (-13.06, -9.54)	-14.31 (-16.11, -12.51)		-11.58 (-13.38, -9.79)	-14.37 (-16.18, -12.56)	
第 48 周时体重较基线降幅≥5%的受试者比例, %§	71.6	81.6	10.8	73.5	82.8	11.5
第 48 周时体重较基线降幅≥10%的受试者比例, %§	53.5	66.7	2.6	55.2	67.9	2.9
第 48 周时体重较基线降幅≥15%的受试者比例, %§	35.7	49.5	2.0	37.0	50.6	2.1

资料来源: 公司资料, ADA 2024, 交银国际

较基线的百分比变化和变化值为最小二乘均值。与安慰剂组的差异为最小二乘均值 (置信区间)。

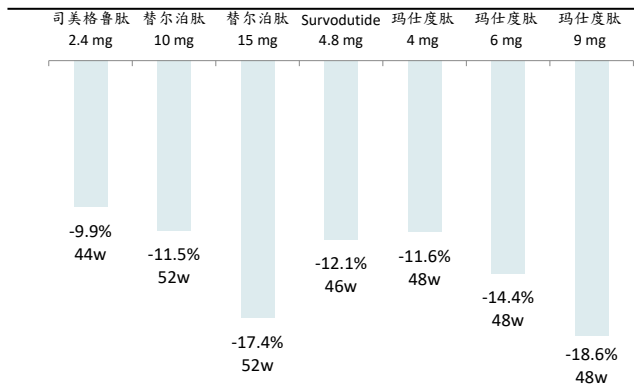
* 疗法估计目标代表无论是否依从方案完成研究药物治疗, 玛仕度肽相对安慰剂的疗效。在疗法估计目标中, 连续变量终点使用协方差分析 (ANCOVA), 分类变量使用回归分析。

† 疗效估计目标代表如果依从方案完成玛仕度肽全程治疗, 玛仕度肽相对安慰剂的疗效。在疗效估计目标中, 连续变量终点使用重复测量的混合效应模型 (MMRM), 分类变量使用回归分析。

§ 填补后应答率。

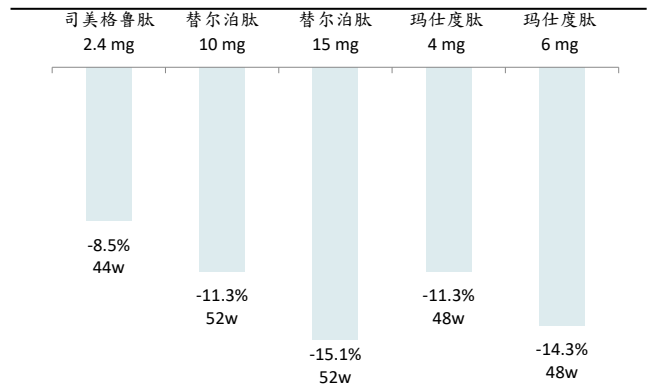
¶ $P < 0.0001$ (双侧), 优于安慰剂, 控制 I 类错误。

图表 2: 主要 GLP-1 靶向药物减重效果 (与安慰剂组差值, 疗效估计目标)



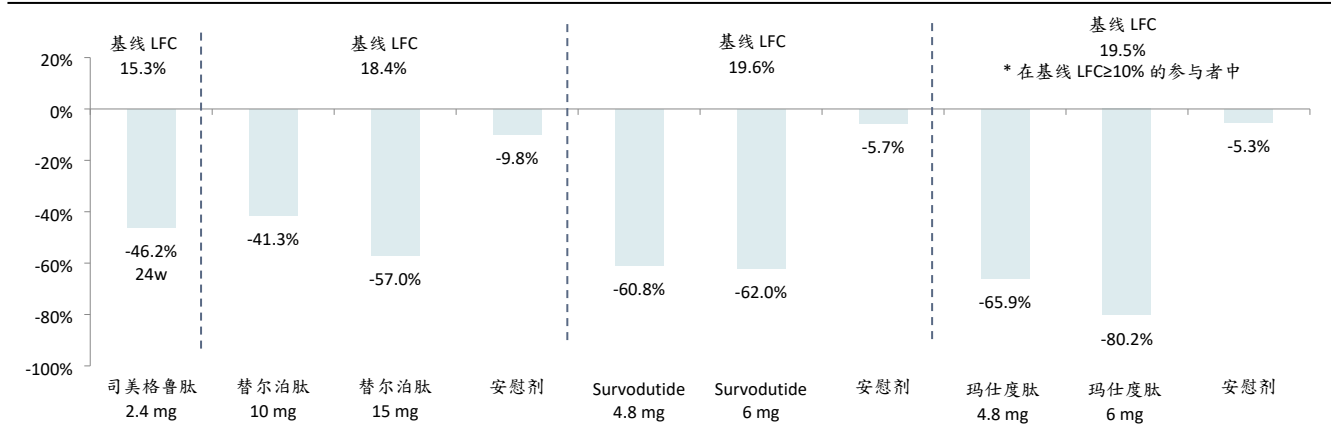
资料来源: 公司资料, ADA 2024, 交银国际

图表 3: 主要 GLP-1 靶向药物减重效果 (与安慰剂组差值, 疗法估计目标)



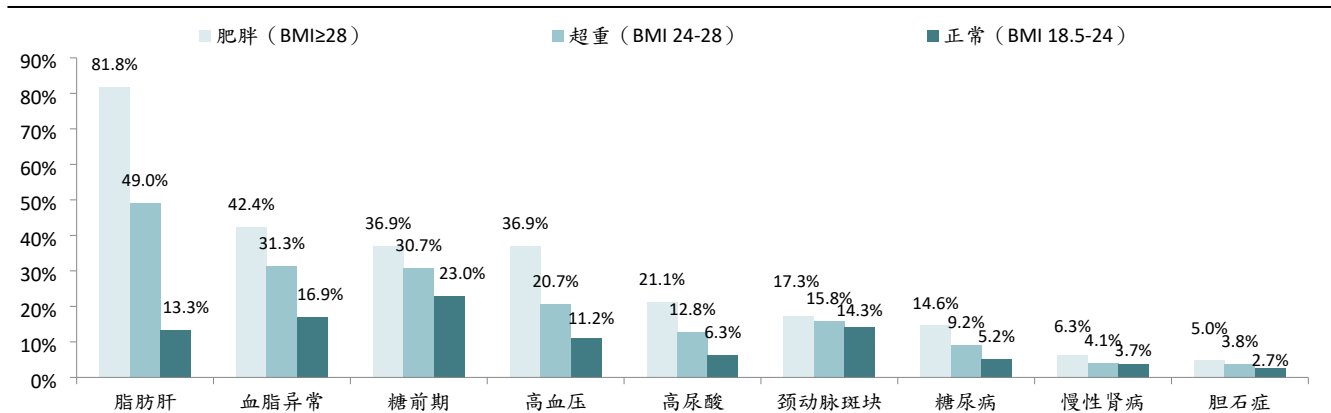
资料来源: 公司资料, ADA 2024, 交银国际

图表 4: 主要 GLP-1 靶向药物降低肝脂肪水平效果



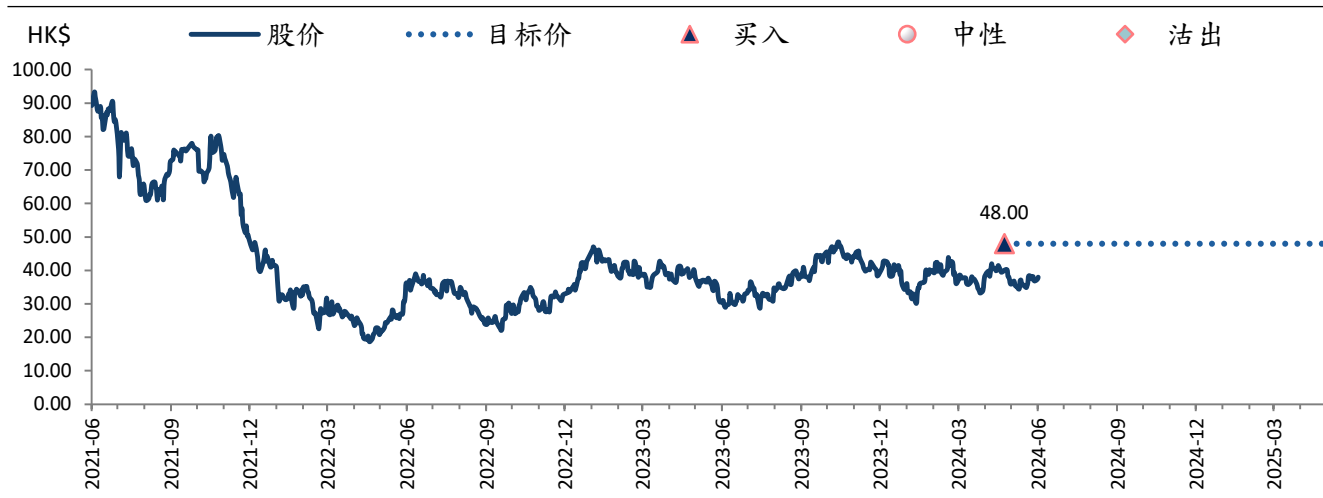
资料来源: 公司资料, ADA 2024, 交银国际

图表 5: 正常体重、超重、肥胖人群中各类疾病/并发症发病率



资料来源: 公司资料, Chen et al. (2023), 交银国际

图表 6: 信达生物 (1801 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 7: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
LEGN US	传奇生物	买入	43.09	70.00	62.5%	2024年06月18日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	94.15	126.00	33.8%	2024年05月17日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	20.90	41.00	96.2%	2024年05月17日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	28.20	40.00	41.8%	2024年05月17日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	37.95	48.00	26.5%	2024年05月17日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	34.50	72.00	108.7%	2024年05月17日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	25.55	56.00	119.2%	2024年03月28日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	38.25	70.00	83.0%	2024年03月19日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	8.41	27.75	230.0%	2024年03月12日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.81	4.40	443.7%	2023年08月28日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	2.37	7.40	212.1%	2023年11月16日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	18.04	42.00	132.8%	2024年02月02日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	11.88	16.20	36.4%	2024年03月27日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	28.55	49.00	71.6%	2024年03月28日	医疗服务
1093 HK	石药集团	买入	6.35	11.00	73.2%	2024年05月27日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	30.37	40.00	31.7%	2024年04月29日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	2.64	4.80	81.8%	2024年04月01日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.53	14.00	64.2%	2024年04月01日	制药
2096 HK	先声药业	买入	5.68	11.50	102.4%	2024年02月19日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	39.70	45.50	14.6%	2024年04月18日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年6月25日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	4,556	6,206	7,684	10,084	12,951
主营业务成本	(931)	(1,136)	(1,345)	(1,714)	(2,137)
毛利	3,625	5,070	6,340	8,370	10,814
销售及管理费用	(3,426)	(3,851)	(4,214)	(4,572)	(4,835)
研发费用	(2,871)	(2,228)	(2,450)	(2,823)	(2,979)
其他经营净收入/费用	(451)	(671)	(778)	(992)	(1,154)
经营利润	(3,123)	(1,679)	(1,103)	(17)	1,846
财务成本净额	88	354	306	174	176
其他非经营净收入/费用	865	181	104	110	115
税前利润	(2,170)	(1,144)	(692)	267	2,136
税费	(9)	116	0	0	(107)
净利润	(2,179)	(1,028)	(692)	267	2,030
作每股收益计算的净利润	(2,179)	(1,028)	(692)	267	2,030

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,016	10,052	9,068	9,178	11,291
应收账款及票据	575	1,006	1,087	1,162	1,230
存货	1,429	968	1,067	1,152	1,240
其他流动资产	8,486	1,402	1,982	2,054	2,131
总流动资产	11,507	13,428	13,204	13,546	15,892
物业、厂房及设备	3,411	4,290	4,160	4,539	4,590
无形资产	1,198	1,270	1,397	1,467	1,541
其他长期资产	1,472	1,639	1,677	1,690	1,706
总长期资产	6,082	7,199	7,234	7,696	7,836
总资产	17,589	20,627	20,438	21,242	23,728
短期贷款	888	1,195	1,219	1,243	1,268
应付账款	326	373	385	468	501
其他短期负债	2,286	2,909	2,942	2,976	3,009
总流动负债	3,499	4,477	4,546	4,687	4,779
长期贷款	2,215	2,327	2,373	2,421	2,469
其他长期负债	1,144	1,296	1,305	1,314	1,324
总长期负债	3,360	3,623	3,679	3,735	3,793
总负债	6,859	8,100	8,224	8,422	8,572
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	10,730	12,527	12,213	12,820	15,156
股东权益	10,730	12,528	12,213	12,820	15,156
总权益	10,730	12,528	12,213	12,820	15,156

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(2,170)	(1,144)	(692)	267	2,136
折旧及摊销	245	263	289	321	350
营运资本变动	295	435	(174)	(87)	(138)
利息调整	(88)	(354)	(306)	(174)	(176)
税费	(66)	116	0	0	(107)
其他经营活动现金流	(134)	745	445	403	367
经营活动现金流	(1,919)	61	(440)	729	2,433
资本开支	(1,382)	(732)	(887)	(830)	(533)
投资活动	(215)	(1,078)	(34)	(35)	(36)
其他投资活动现金流	161	8,599	402	272	275
投资活动现金流	(1,435)	6,789	(519)	(593)	(294)
负债净变动	687	418	70	72	73
权益净变动	2,089	2,163	0	0	0
其他融资活动现金流	116	(99)	(96)	(98)	(100)
融资活动现金流	2,892	2,483	(25)	(26)	(27)
汇率收益/损失	119	(297)	0	0	0
年初现金	1,359	1,016	10,052	9,068	9,178
年末现金	1,016	10,052	9,068	9,178	11,291

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(1.460)	(0.660)	(0.427)	0.164	1.251
全面摊薄每股收益	(1.460)	(0.660)	(0.427)	0.164	1.251
每股账面值	6.993	7.743	7.527	7.900	9.340
利润率分析(%)					
毛利率	79.6	81.7	82.5	83.0	83.5
EBITDA利润率	(62.5)	(21.5)	(9.6)	3.7	17.5
EBIT利润率	(68.5)	(27.1)	(14.4)	(0.2)	14.3
净利率	(47.8)	(16.6)	(9.0)	2.6	15.7
盈利能力(%)					
ROA	(12.4)	(5.0)	(3.4)	1.3	8.6
ROE	(20.3)	(8.2)	(5.7)	2.1	13.4
ROIC	(15.8)	(6.4)	(4.4)	1.6	10.7
其他					
净负债权益比(%)	19.5	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	3.3	3.0	2.9	2.9	3.3
存货周转天数	560.2	311.0	289.7	245.2	211.7
应收账款周转天数	46.1	59.2	51.6	42.1	34.7
应付账款周转天数	127.7	119.7	104.4	99.6	85.6

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年6月25日
信达生物 (1801 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。