

香港股市 | 医药

信达生物 (1801 HK)

玛仕度肽临床数据优异，上调 2025-26E 业绩预测

玛仕度肽减重及降低肝脏脂肪方面效果优异，公司预计 2025 年上半年有望获批

公司在美国糖尿病协会科学年会 (ADA) 公布 GLP-1/GCG 双受体激动剂玛仕度肽的 3 期临床研究结果，临床试验主要及次要终点均已达成。患者连续使用 6 毫克剂量的玛仕度肽 32 周和 48 周后体重分别较基线下降 13.38% 与 14.84%。除此以外，玛仕度肽能显著改善肝脏代谢功能，6 毫克剂型使用 48 周后肝脏脂肪含量降幅高达 80.2%，以上数据与目前全球最畅销的 GLP-1 药物司美格鲁肽及替尔伯肽相比并不逊色。除此以外，临床数据显示使用玛仕度肽 48 周后腰围、血压及血脂指标均有改善，因此能有效降低心血管疾病风险。玛仕度肽 6 毫克与 4 毫克剂量的减重适应症上市申请已于 2024 年 2 月提交，公司预计 2025 年上半年有望获批，进度略快于我们原先预期。

上调 2025-26E 收入及盈利预测

公司早前曾公布一季度产品销售收入同比大幅增加 60% 至约 17 亿元 (人民币，下同)，主要产品达伯舒与其他产品的销售额分别为约 1.16 亿美元 (约 8.4 亿人民币) 与 8.6 亿人民币，均符合我们预期，因此我们维持 2024 年收入预测。尽管如此，由于玛仕度肽上市可能略早于我们预期，我们将 2025-26E 收入预测分别上调 1.0%、4.9%。此外，我们原先对玛仕度肽上市初期的销售费用做了较高预测，但考虑到短期内全球 GLP-1 供不应求的情况难以改变，玛仕度肽临床数据优异，公司也有信心逐步降低销售费用率，因此我们将公司 2026E 销售费用率预测从 38.7% 下调至 37.9%。综合以上情况，我们将 2025-26E 股东净利润预测分别上调 3.6% 及 53.1%，反映收入预测与销售费用率预测的调整。

重申“买入”评级，目标价上调至 51.05 港元

根据调整后的 DCF 模型，我们将目标价从 46.00 港元调升至 51.05 港元，以反映盈利预测的上调，重申“买入”评级。

风险提示：（一）药品降价幅度可能超预期；（二）新药临床试验及审批进度可能慢于预期；（三）新药上市后推广效果可能差于预期

主要财务数据 (百万人民币) (估值更新至 2024 年 7 月 3 日)

年结:12 月 31 日	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
总收入	4,556	6,206	8,314	9,995	11,845
增长率 (%)	6.7	36.2	34.0	20.2	18.5
股东净利润	(2,179)	(1,028)	(619)	182	367
增长率 (%)	(20.1)	(52.8)	(39.8)	亏转盈	101.6
每股盈利 (人民币)	(1.46)	(0.66)	(0.40)	0.12	0.24
市盈率 (倍)	不适用	不适用	不适用	302.9	150.2
每股股息 (人民币)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净资产 (人民币)	6.88	8.03	7.64	7.75	7.99
市净率 (倍)	5.1	4.4	4.6	4.6	4.4

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

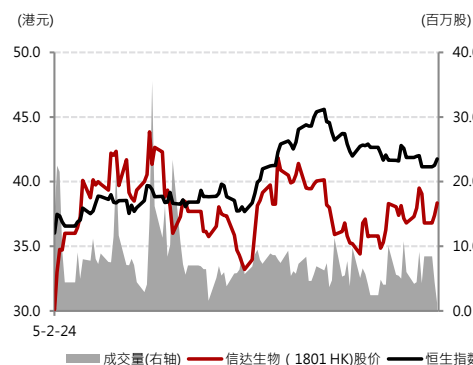
目标价：51.05 港元

股票资料 (更新至 2024 年 7 月 3 日)

收市价	38.05 港元
总市值	61,946.26 百万港元
流通股比例	84.71%
已发行总股本	1,628.02 百万
52 周价格区间	27.3-49.8 港元
3 个月日均成交额	236.10 百万港元
主要股东	淡马锡 (占 7.98%)

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20240322：信达生物 (1801 HK) 2023 年亏损超预期，但预计收入将维持较快增长

20231103：信达生物 (1801 HK) 三季度收入超越预期，玛仕度肽临床数据优异

分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

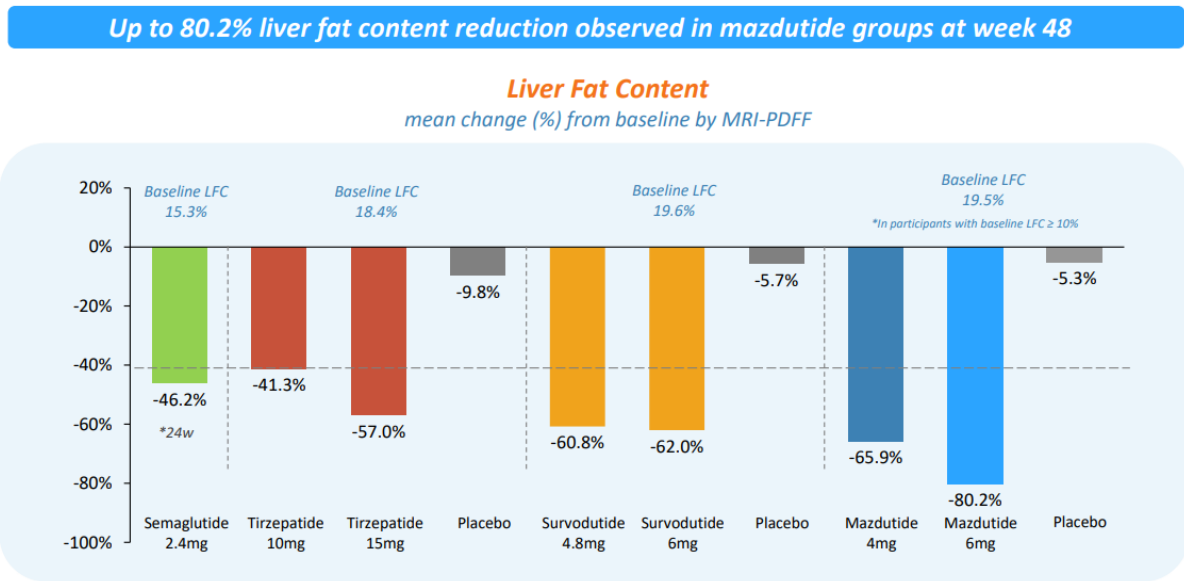
Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: 2025-26E 收入与盈利预测调整

年结: 12 月 31 日 单位: 百万人民币	2025E 旧预测	2026E 新预测	2025E 新预测	2026E 新预测	2025E 变动幅度 (%)	2026E 变动幅度 (%)
收入	9,895	11,290	9,995	11,845	1.0%	4.9%
销售成本	(1,510)	(1,726)	(1,526)	(1,816)	4.9%	5.2%
毛利	8,385	9,564	8,469	10,028	1.0%	4.9%
其他收入	97	102	97	102	0.2%	0.0%
其他收益及亏损	0	0	0	0	不适用	不适用
研发开支	(1,979)	(2,371)	(1,999)	(2,487)	1.0%	4.9%
销售及推广开支	(3,914)	(4,367)	(3,956)	(4,484)	1.1%	2.7%
行政开支	(1,305)	(1,492)	(1,319)	(1,570)	1.0%	5.2%
特许权使用款项及其他相关付款	(744)	(800)	(744)	(800)	0.0%	0.0%
融资成本	(165)	(168)	(165)	(171)	0.1%	1.5%
除税前盈利	376	468	384	619	2.1%	32.2%
所得税	(200)	(229)	(202)	(251)	0.8%	9.7%
年内溢利	176	240	182	367	3.6%	53.1%
非控股权益	0	0	0	0	不适用	不适用
股东净利润 (亏损)	176	240	182	367	3.6%	53.1%

来源: 中泰国际研究部预测

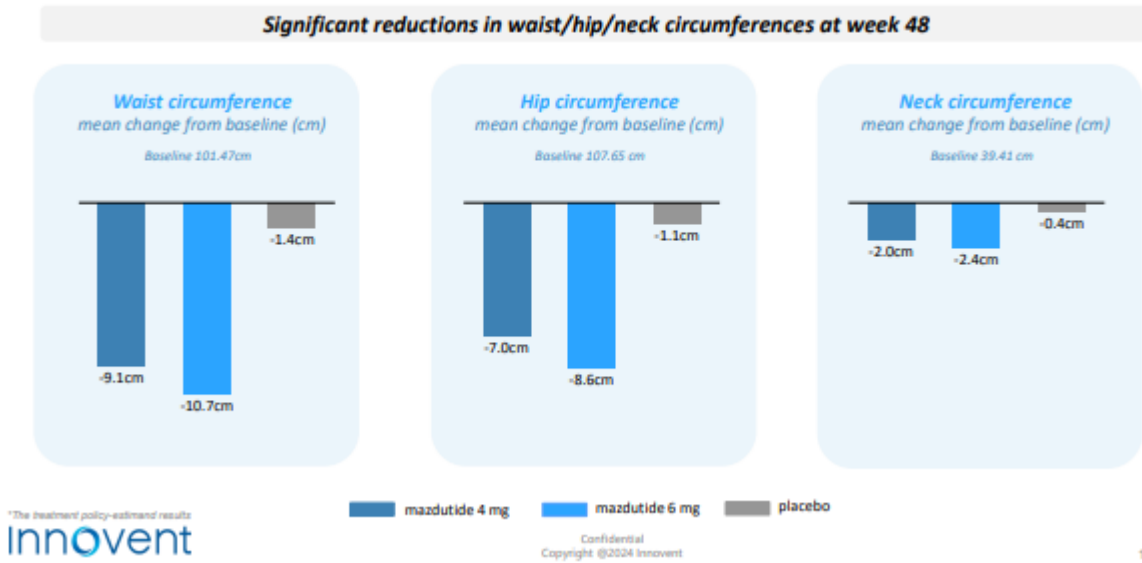
图表 2: 玛士度肽与司美格鲁肽、替尔伯肽、Survodutide 降低肝脂肪效果对比



Semaglutide 2.4mg were published results of a Phase 2 trial¹; Tirzepatide 10mg & 15mg were published results of a Phase 2 trial²; survodutide 4.8mg were published results of a Phase 2 trial³
¹ Alkhouli N, et al. Safety and efficacy of combination therapy with semaglutide, clobetasol and firsocostat in patients with non-alcoholic steatohepatitis: A randomised, open-label phase II trial. *J Hepatol.* 2022 Sep;77(3):607-618. doi: 10.1016/j.jhep.2022.04.003. Epub 2022 Apr 16. PMID: 35439567.
² Loomba R, et al. SYNERGY-NASH Investigators. Tirzepatide for Metabolic Dysfunction-Associated Steatohepatitis with Liver Fibrosis. *N Engl J Med.* 2024 Jun 8. doi: 10.1056/NEJMoa2401943. Epub ahead of print. PMID: 38856224.
³ Sanyal AJ, et al. 1404-0043 Trial Investigators. A Phase 2 Randomized Trial of Survodutide in MASH and Fibrosis. *N Engl J Med.* 2024 Jun 7. doi: 10.1056/NEJMoa2401755. Epub ahead of print. PMID: 38847460.

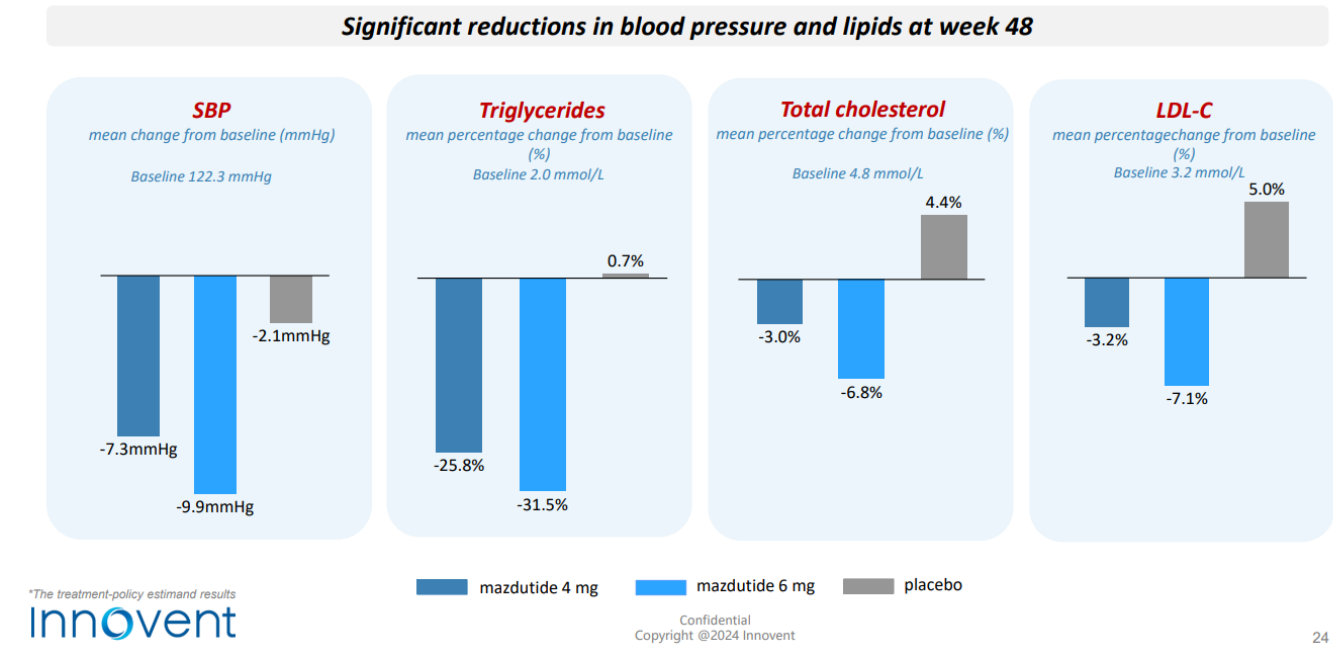
来源: 公司资料, 中泰国际研究部^Semaglutide 为司美格鲁肽, Tirzepatide 为替尔伯肽, Mazdutide 为玛士度肽, Survodutide 为市场关注度较高的德国勃林格殷格翰与新西兰 Zealand Pharma (ZEAL US) 合作的在研药物

图表 3: 玛士度肽能显著缩小腰围、臀围、颈围



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 4: 玛士度肽在控制血压及血脂方面疗效良好



来源: 公司资料, 中泰国际研究部^SBP 为收缩压, Triglyceride 为三酸甘油酯, Total Cholesterol 为总胆固醇, LDL-C 为低密度脂蛋白胆固醇

图表 5: DCF 模型

年结: 12 月 31 日 百万人民币	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	(317)	549	789	1,084	2,140	3,320	4,034	5,313	6,137	6,628
加: 折旧及摊销	503	586	666	725	814	905	998	1,093	1,190	1,289
减: 税费	(157)	(202)	(251)	(311)	(487)	(683)	(811)	(1,069)	(1,234)	(1,333)
资本开支	(1,212)	(1,272)	(1,285)	(1,311)	(1,337)	(1,364)	(1,391)	(1,419)	(1,447)	(1,476)
营运资本变动	(584)	167	(835)	205	247	307	362	398	438	473
自由现金流	(598)	(506)	754	(18)	882	1,871	2,467	3,520	4,207	4,634
税后债务成本	3.8%									
无风险利率	2.4%									
风险溢价	8.5%									
贝塔系数	1.0									
权益成本	10.9%									
WACC	7.8%									
永续增长	6%									
股权价值 (百万港元)	83,110									
每股内涵价值 (港元)	51.05									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 6: 每股股权价格敏感性分析

港元	永续增长率 (%)					
	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%	
7.1%	51.67	65.22	91.27	162.02	1087.59	
7.5%	42.83	51.57	66.30	96.46	192.81	
WACC 7.8%	36.12	42.00	51.05	66.82	101.18	
8.2%	31.12	35.26	41.26	50.69	67.74	
8.7%	27.09	30.08	34.19	40.21	49.87	

来源: 中泰国际研究部预测

图表 7: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

损益表						现金流量表					
	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测		2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
收入	4,556	6,206	8,314	9,995	11,845	税前利润	(2,170)	(1,144)	(462)	384	619
授权费收入	417	447	523	576	633	折旧及摊销	319	385	503	586	666
医销售收入	4,139	5,728	7,791	9,419	11,211	营运资金变动	310	403	(584)	167	(835)
研发服务费收入	0	30	0	0	0	利息收入	(99)	(360)	(88)	(52)	(57)
销售成本	(931)	(1,136)	(1,363)	(1,526)	(1,816)	已付预扣税	(66)	(30)	(157)	(202)	(251)
毛利	3,625	5,070	6,951	8,469	10,028	其他	(213)	893	(63)	(35)	(35)
其他收入	280	552	326	97	102	经营业务净现金	(1,919)	148	(851)	848	106
其他收益及亏损	774	81	0	0	0	购买厂房设备	(897)	(1,119)	(1,212)	(1,272)	(1,285)
研发开支	(2,871)	(2,228)	(2,162)	(1,999)	(2,487)	其他	(538)	121	234	217	228
销售及推广开支	(2,591)	(3,101)	(3,662)	(3,956)	(4,484)	投资活动净现金	(1,435)	(999)	(978)	(1,055)	(1,057)
行政开支	(835)	(750)	(1,062)	(1,319)	(1,570)	注资	2,089	2,179	0	0	0
特许权使用款项及其他相关付款	(451)	(671)	(708)	(744)	(800)	净新增借款	715	418	472	543	282
融资成本	(102)	(99)	(145)	(165)	(171)	发行股份	42	76	0	0	0
除税前盈利	(2,170)	(1,144)	(462)	384	619	股息分派	0	0	0	0	0
所得税	(9)	116	(157)	(202)	(251)	其他	46	(159)	(145)	(165)	(171)
年内溢利	(2,179)	(1,028)	(619)	182	367	融资活动净现金	2,892	2,587	326	378	111
非控股权益	0	0	0	0	0	年初现金	1,359	1,016	2,746	1,243	1,414
股东净利润	(2,179)	(1,028)	(619)	182	367	现金增加净额	(462)	1,736	(1,503)	171	(840)
EBIT	(2,069)	(1,046)	(317)	549	789	汇率变动影响净额	119	(7)	0	0	0
EBITDA	(1,749)	(661)	187	1,135	1,455	年末现金	1,016	2,746	1,243	1,414	574

资产负债表						重要指标					
	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测		2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
存货	1,429	968	1,908	1,311	2,521	增长率 (%)					
应收账款	575	1,006	1,112	1,434	1,584	收入	6.7	36.2	34.0	20.2	18.5
银行结余及现金	9,163	10,052	8,601	8,772	7,932	毛利	(3.7)	39.8	37.1	21.8	18.4
其他	340	1,402	1,402	1,402	1,402	股东净亏损	(20.1)	(52.8)	(39.8)	亏转盈	101.6
流动资产	11,507	13,428	13,023	12,918	13,438	盈利能力 (%)					
物业厂房及设备	3,411	4,290	5,070	5,866	6,589	毛利率	79.6	81.7	83.6	84.7	84.7
无形资产及商誉	1,198	1,270	1,195	1,121	1,050	净利率率	亏损	亏损	亏损	1.8	3.1
其他非流动资产	1,472	1,639	1,654	1,654	1,654	EBIT 利润率	亏损	亏损	亏损	5.5	6.7
非流动资产	6,082	7,199	7,919	8,641	9,294	EBITDA 利润率	亏损	亏损	2.2	11.4	12.3
总资产	17,589	20,627	20,943	21,559	22,732	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
贸易应付款项	326	373	694	472	873	其他					
短期借款	888	1,195	1,434	1,721	1,721	ROAE (%)	(20.7)	(8.8)	(5.1)	1.5	3.0
其他流动负债	2,286	2,909	3,050	3,163	3,287	ROAA (%)	(12.9)	(5.4)	(3.0)	0.9	1.7
流动负债	3,499	4,477	5,179	5,357	5,881	存货周转率 (天)	544.2	385.0	385.0	385.0	385.0
长期借款	2,215	2,327	2,559	2,815	3,097	应收帐周转 (天)	61.8	46.5	46.5	46.5	46.5
其他非流动负债	1,144	1,296	1,296	1,296	1,296	应付帐周转 (天)	96.4	96.4	96.4	96.4	96.4
非流动负债	3,360	3,623	3,856	4,112	4,393						
总负债	6,859	8,100	9,034	9,468	10,274						
股东权益	10,730	12,528	11,908	12,091	12,458						
非控股权益	0	0	0	0	0						
总权益	10,730	12,528	11,908	12,091	12,458						
净现金	6,059	6,530	4,607	4,235	3,114						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

信达生物 (1801 HK) 股价表现及评级时间表 (单位: 港元)



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2023-8-28	HK\$33.80	买入 (上调)	HK\$42.65
2	2023-11-3	HK\$46.60	增持 (下调)	HK\$52.75
3	2024-3-22	HK\$38.10	买入 (上调)	HK\$46.00
4	2024-7-4	HK\$38.05	买入 (维持)	HK\$51.05

来源: 彭博, 中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格, 与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805