

香港股市 | 医药

信达生物（1801 HK）

预计 2024-26 年销售收入将快速增加

公司 2024 年产品销售收入如期快速增长

公司日前公告预计 2024 年全年产品销售收入将同比增加 40%以上至超 82 亿元（人民币，下同），与我们预测基本一致。核心产品达伯舒与其他产品分别同比增加约 35%与 50.2%，均保持快速扩张。

预计 2024-26E 收入将维持快速增长

我们维持产品销售收入的预测，预计 2025-26E 产品销售收入将分别增加 27.5%与 20.0%。从 24 年情况看，达伯舒需求在持续增长，年底又新增获批妇科常见的子宫内膜癌适应症，预计 2024-26 年期间收入将从约 38.4 亿元增加至 47.9 亿元。除达伯舒以外的现有产品需求也在快速增加，考虑到肿瘤药达伯特为 2024 年 8 月获批处于销售上量期，糖尿病药物信必乐 2024 年底新增纳入医保目录预计销量将上升，这些产品的销售收入 2025-26E 仍有望稳健增长。公司预计玛士度肽的减重与糖尿病适应症将分别于 2025 年的上半年和下半年获批。考虑到该产品 2024 年已被中华医学会内分泌学会纳入减重诊疗指南，我们认为达成公司预期的可能性较高。此外，公司早前曾与罗氏药厂（RHHBY US）达成协议，将抗体偶联药物（ADC）IBI3009 的开发、生产及商业化权利授予罗氏，2025 年将获约 8,000 万美元首付款，其后还将按临床试验进展获最多 10 亿美元的里程碑付款，我们将 2025-26E 年的授权费收入调升至 8.4 亿与 3.3 亿元。综上所述，将 2025-26E 收入预测分别上调 5.4%、0.4%，预计 2023-26E CAGR 为 27.6%。

预计 2025 年销售费用可能略超预期，但仍上调 2025-26E 股东净利润预测

公司预计玛士度肽上市初期可能加大销售推广，我们将 2025E 销售费用预测上调 9.3%，但是由于总收入预测也上调，2025-26E 股东净利润预测仍分别上调 0.1%、4.6%。

维持“买入”评级，目标价上调至 43.85 港元

根据调整后 DCF 模型，目标价从 42.45 港元调升至 43.85 港元，维持“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；（四）如公司治理方面再次出现诚信问题，股价将再次下跌。

主要财务数据（百万 人民币）（估值更新至 2025 年 2 月 10 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	8,459	11,321	12,907
增长率 (%)	6.7	36.2	36.3	33.8	14.0
股东净利润	(2,179)	(1,028)	(708)	185	466
增长率 (%)	(20.1)	(52.8)	(31.1)	扭亏为盈	151.7
每股盈利 (人民币)	(1.46)	(0.66)	(0.43)	0.11	0.28
市盈率 (倍)	不适用	不适用	不适用	301.4	119.7
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)	6.55	7.65	7.22	7.33	7.61
市净率 (倍)	5.2	4.5	4.7	4.7	4.5

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

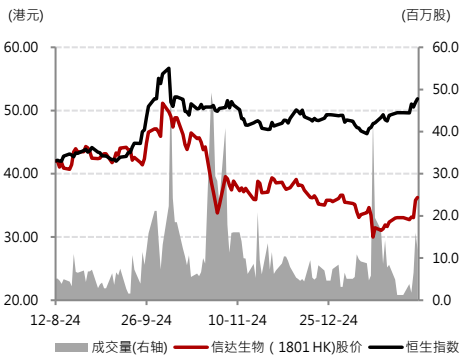
目标价：43.85 港元

股票资料（更新至 2025 年 2 月 10 日）

收市价	36.35 港元
总市值	59711.93 百万港元
流通股比例	83.22%
已发行总股本	1,638.19 百万
52 周价格区间	28.65-52.15 港元
3 个月日均成交额	314.12 百万港元
主要股东	淡马锡（占 7.93%）

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

20241101：信达生物（1801 HK）:产品销售表现亮眼，但公司治理方面有待改善

20240901：信达生物（1801 HK）:上半年销售表现优异，2024-26E 收入将快速增长

分析师

施佳丽（Scarlett Shi）

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1：DCF 模型

年结：12 月 31 日 百万人民币	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	630	816	1,417	2,349	3,461	5,581	6,083	6,768	7,242	7,459
加：折旧及摊销	586	666	726	816	908	1,002	1,098	1,196	1,295	1,397
减：税费	(279)	(180)	(278)	(428)	(606)	(936)	(1,020)	(1,135)	(1,214)	(1,251)
资本开支	(1,272)	(1,285)	(1,324)	(1,350)	(1,377)	(1,405)	(1,433)	(1,461)	(1,491)	(1,520)
营运资本变动	(47)	(567)	460	559	689	821	904	967	1,035	1,066
自由现金流	(289)	585	81	829	1,697	3,421	3,824	4,401	4,798	5,020
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	1.1									
权益成本	11.8%									
WACC	8.2%									
永续增长	6%									
股权价值（百万港币）	71,840									
每股内涵价值（港币）	43.85									

来源：中泰国际研究部预测

图表 2：每股股价敏感性分析

港元				永续增长率（%）		
WACC		5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%
	7.4%	46.10	55.25		103.27	212.50
	7.8%	39.03	45.14	54.63	71.34	108.59
	8.2%	33.52	37.74	43.85	53.51	71.05
	8.6%	29.33	32.36	36.53	42.66	52.54
	9.1%	25.90	28.11	31.04	35.10	41.13

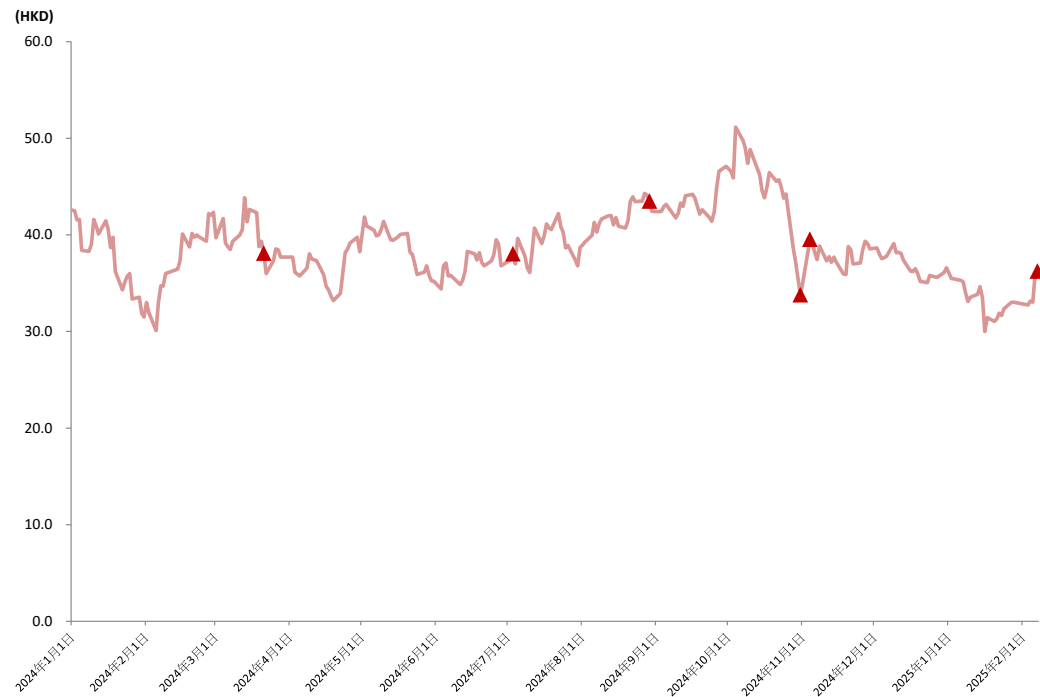
图表 3：财务摘要（年结：12 月 31 日；人民币百万元）

损益表	2022 年 实际	2023 年实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年预测	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
收入	4,556	6,206	8,459	11,321	12,907	税前利润	(2,170)	(1,144)	(673)	464	646
授权费收入	417	447	232	838	331	折旧及摊销	319	385	503	586	666
医药产品销售收入	4,139	5,728	8,202	10,455	12,546	营运资金变动	310	403	(734)	(47)	(567)
研发服务费收入	0	30	25	28	30	利息收入	(99)	(360)	(155)	(43)	(48)
销售成本	(931)	(1,136)	(1,446)	(1,710)	(2,051)	已付预扣税	(66)	(30)	(35)	(279)	(180)
毛利	3,625	5,070	7,013	9,611	10,856	其他	(213)	893	(63)	(35)	(35)
其他收入	280	552	462	138	145	经营业务现金净额	(1,919)	148	(1,157)	646	482
其他收益及亏损	774	81	86	0	0	购买厂房及设备	(897)	(1,119)	(1,212)	(1,272)	(1,285)
研发开支	(2,871)	(2,228)	(2,706)	(2,416)	(2,839)	其他	(538)	121	231	209	219
销售及推广开支	(2,591)	(3,101)	(3,943)	(4,824)	(5,207)	投资活动现金净额	(1,435)	(999)	(981)	(1,064)	(1,066)
行政开支	(835)	(750)	(675)	(1,046)	(1,255)	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)	(834)	(834)	(884)	净新增借款	715	418	472	543	282
融资成本	(102)	(99)	(76)	(165)	(171)	股息分派	0	0	0	0	0
除税前盈利	(2,170)	(1,144)	(673)	464	646	其他	88	(11)	(76)	(165)	(171)
所得税	(9)	116	(35)	(279)	(180)	融资活动现金净额	2,892	2,587	396	378	111
年内溢利	(2,179)	(1,028)	(708)	185	466	年初现金	1,359	1,016	2,746	1,004	963
非控股权益	0	0	0	0	0	现金增加净额	(462)	1,736	(1,742)	(40)	(473)
股东净利润（亏损）	(2,179)	(1,028)	(708)	185	466	汇率变动影响净额	119	(7)	0	0	0
EBIT	(2,069)	(1,046)	(597)	630	816	年末现金	1,016	2,746	1,004	963	491
EBITDA	(1,749)	(661)	(94)	1,215	1,483						

资产负债表	2022 年 实际	2023 年实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年预测	重要指标	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	2,082	1,526	2,800	增长率 (%)					
应收账款	575	1,006	1,149	1,735	1,553	收入	6.7	36.2	36.3	33.8	14.0
银行结余及现金	9,163	10,052	8,362	8,321	7,849	毛利	(3.7)	39.8	38.3	37.0	13.0
其他	340	1,402	1,402	1,402	1,402	股东净亏损	(20.1)	(52.8)	(31.1)	扭亏为盈	151.7
流动资产	11,507	13,428	12,995	12,984	13,604						
物业、厂房及设备	3,411	4,290	5,070	5,866	6,589	盈利能力 (%)					
无形资产及商誉	1,198	1,270	1,195	1,121	1,050	毛利率	79.6	81.7	82.9	84.9	84.1
其他非流动资产	1,472	1,639	1,654	1,654	1,654	净利润率	亏损	亏损	亏损	1.6	3.6
非流动资产	6,082	7,199	7,919	8,641	9,294	EBIT 利润率	亏损	亏损	亏损	5.6	6.3
总资产	17,589	20,627	20,914	21,625	22,898	EBITDA 利润率	亏损	亏损	-1.1	10.7	11.5
贸易应付款项	326	373	745	535	954						
短期借款	888	1,195	1,434	1,721	1,721	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
其他流动负债	2,286	2,909	3,060	3,252	3,358						
流动负债	3,499	4,477	5,239	5,508	6,033	其他					
长期借款	2,215	2,327	2,559	2,815	3,097	ROAE (%)	(20.7)	(8.8)	(5.8)	1.6	3.8
其他非流动负债	1,144	1,296	1,296	1,296	1,296	ROAA (%)	(12.9)	(5.4)	(3.4)	0.9	2.1
非流动负债	3,360	3,623	3,856	4,112	4,393	存货周转率（天）	544.2	385.0	385.0	385.0	385.0
总负债	6,859	8,100	9,095	9,620	10,427	应收帐周转率（天）	61.8	46.5	46.5	46.5	46.5
股东权益	10,730	12,528	11,820	12,005	12,471	应付帐周转率（天）	96.4	96.4	96.4	96.4	96.4
非控股权益	0	0	0	0	0						
总权益	10,730	12,528	11,820	12,005	12,471						
净现金	6,059	6,530	4,368	3,785	3,031						

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	2024-3-22	HK\$38.10	买入（上调）	HK\$46.00
2	2024-7-4	HK\$38.05	买入（维持）	HK\$51.05
3	2024-8-30	HK\$43.50	买入（维持）	HK\$55.40
4	2024-11-1	HK\$33.80	买入（维持）	HK\$42.45
5	2024-2-11	HK\$36.35	买入（维持）	HK\$43.85

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