

医药	收盘价 港元 45.85	目标价 港元 60.00	潜在涨幅 +30.9%
----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 3 月 27 日

信达生物 (1801 HK)

2024 年超预期实现盈利，2025 年迈入全球化发展新篇章

公司 2024 年实现 non-IFRS 净利润和 EBITDA 盈利，比此前指引提前一年。在大单品相继获批上市的推动下，管理层预计 2025 年继续盈利、维持 2027 年 200 亿元产品收入的指引。国际化方面，国清院前瞻性地布局具有全球差异化优势的抗体和 ADC/XDC 平台，有望产生更多海外开发和 BD 出海机会。

④ **2024 年度首次实现 non-IFRS 盈利**：公司 2024 年收入同比增长 52% 至 94 亿元（人民币，下同），包括产品收入 82 亿元（已预告）和授权费收入 11 亿元（6.9 亿元来自 [与驯鹿生物的新合作协议](#)）。Non-IFRS 净利润/EBITDA 首次转正达到 3.3 亿/4.1 亿元，扣除驯鹿协议一次性影响后的净亏损符合我们的预期。商业化产品组合扩大至 15 款，管理层预计 2025 年还将上市玛仕度肽和 IL-23p19 两款潜在大单品/各自领域的基石产品。在成本费用端，毛利率稳中有升、研发费用维持在 20-30 亿元，推动公司实现第二个 non-IFRS EBITDA 盈利年度（不考虑罗氏 DLL3 ADC 合作首付款）。

④ **“三步走”目标稳步推进，产品线迭代路径清晰，长期成长确定性强**：在 2024 年实现 non-IFRS EBITDA 和净利润转正后，公司继续指引 2027 年收入 200 亿元、并提出到 2030 年将 5 个管线资产推入全球多中心 III 期临床的新目标。商业化和临床后期管线中，潜在重磅单品玛仕度肽、PD-1/IL-2、CLDN18.2 ADC 是公司近期研发工作重心，未来 12 个月有多项数据读出值得期待，我们建议重点关注 PD-1/IL-2 在多种冷肿瘤上的 PoC 数据以及玛仕度肽多项糖尿病/减重 III 期数据。同时，国清院聚焦行业前沿的技术平台和针对全球难治性疾病、拥有差异化设计的创新药物分子，包括已授权出海的 DLL3 ADC、双靶点/双载荷 ADC、GLP-1 小分子及多靶点抗体肽偶联物（APC），有望成为达成 2030 年新目标的主要贡献（图表 1）。

④ **维持买入评级和目标价**：我们上调 2025-26 年收入预测，以反映我们对产品销售和授权费收入（罗氏合作）更乐观的预期，但考虑到新品上市初期需要较多商业化投入，我们同时上调销售费用预测。最终，我们维持 60 港元目标价。2025 年重点催化剂包括玛仕度肽的获批上市及销售情况，以及 PD-1/IL-2、CLDN18.2 ADC、OX40L 等关键早期候选药物数据读出。

盈利预测变动

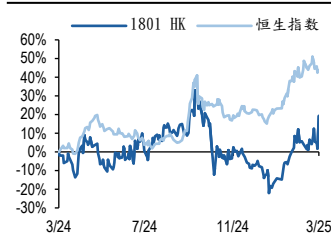
百万人民币	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	11,782	10,940	7.7%	14,231	13,195	7.9%	17,071		
毛利润	9,953	9,113	9.2%	12,092	11,057	9.4%	14,591		
毛利率	84.5%	83.3%	1.2ppt	85.0%	83.8%	1.2ppt	85.5%		
IFRS 归母净利润	751	358	109.7%	1,803	2,042	-11.7%	3,242		
净利率	6.4%	3.3%	3.1ppt	12.7%	15.5%	-2.8ppt	19.0%		

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

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)	51.15
52 周低位 (港元)	30.00
市值 (百万港元)	75,111.01
日均成交量 (百万)	57.29
年初至今变化 (%)	25.27
200 天平均价 (港元)	39.07

资料来源：FactSet

丁政宁

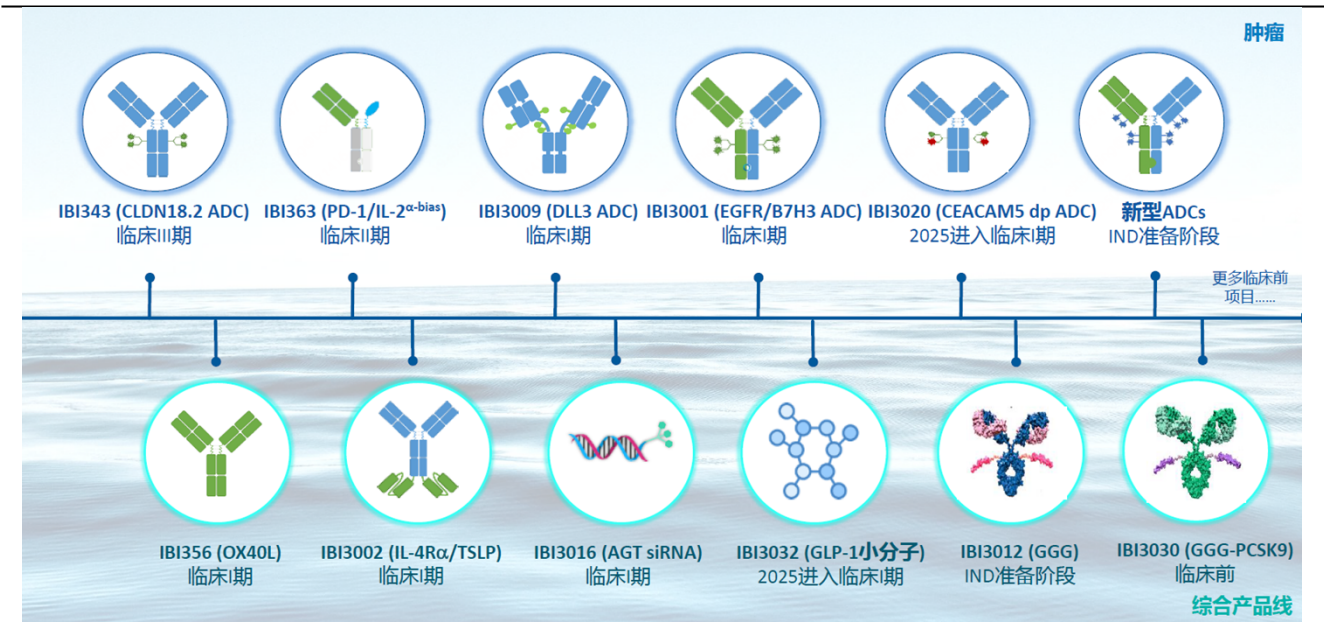
Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

信达国清院积极布局，到 2030 年有望贡献 5 个全球 III 期阶段分子

图表 1: 目标 2030 年实现 5 款创新管线进入全球 III 期临床研究



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 多套差异化的连接子技术，产出新一代同类最佳或全球首创的 ADC 候选药物



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 3: 信达生物 2025 年重要数据发布计划

肿瘤				综合产品线			
已接收				计划中			
8个创新分子的临床前数据,包括 IAR037 (CD40/PD-L1), IBI3026 (PD-1/IL-12) 等				美国癌症研究协会 (AACR) 年会			
计划中							
IBI363	PD-1/IL-2 α -bias	IIb期 & III期	黑色素瘤, 肺癌, 肠癌	IBI362	GCG/GLP-1	III期 DREAMS-1	2型糖尿病 (初治人群) 全文期刊发布、大会发表
IBI343	CLDN18.2 ADC	IIb期 & III期	胰腺癌; 三线胃癌 (TIP)			III期 DREAMS-2	2型糖尿病 (OAD失效人群) 全文期刊发布、大会发表
信迪利单抗	PD-1	III期	经典霍奇金淋巴瘤			III期 GLORY-2	肥胖 (9mg) 25年底-26年初数据读出
IBI354	HER2 ADC	I期 & IIb期	卵巢癌, 乳腺癌, 肠癌			III期 DREAMS-3	2型糖尿病合并肥胖 (头对头司美) 25年底-26年初数据读出
IBI130	TROP2 ADC	I期	三阴乳腺癌	IBI128	XOI	II期 (中国)	高尿酸血症 数据读出
IBI3020	CEACAM5 dp ADC	I期	TIP	IBI311	IGF-1R	III期	甲状腺眼病 全文期刊发布、大会发表
IBI3001	EGFR/B7H3 ADC	I期	实体瘤	IBI112	IL-23p19	III期	银屑病 (III期)及生物制剂转药 (II期) 全文期刊发布
IBI3003	GPRC5D/BCMA/CD3	I期	血液瘤	IBI355	CD40L	I期	干燥综合征
				IBI356	OX40L	I期	特应性皮炎 初步数据读出
				IBI3002	IL-4R α /TSLP	I期	哮喘

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 4: 信达生物：DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E																				
收入	11,782	14,231	17,071	19,131	21,176	23,057	24,520	25,676	26,625																				
EBIT	592	1,826	3,423	4,841	6,471	8,046	9,098	10,074	10,853																				
EBIT * (1-t)	503	1,552	2,909	4,115	5,500	6,839	7,733	8,563	9,225																				
加：折旧摊销	478	498	494	482	471	462	454	448	443																				
减: 营运资金增加/（减少）	(230)	(240)	(200)	(154)	(195)	(76)	(149)	(89)	(32)																				
减: 资本开支	(764)	(467)	(280)	(291)	(300)	(309)	(318)	(323)	(328)																				
自由现金流	(13)	1,343	2,923	4,151	5,476	6,916	7,719	8,599	9,308																				
永续增长率	2%	<table><tr><th colspan="2">WACC</th></tr><tr><td>无风险利率</td><td>4.0%</td></tr><tr><td>市场风险溢价</td><td>7.0%</td></tr><tr><td>贝塔</td><td>1.1</td></tr><tr><td>股权成本</td><td>11.4%</td></tr><tr><td>税前债务成本</td><td>5.0%</td></tr><tr><td>税后债务成本</td><td>4.3%</td></tr><tr><td>预期债权比例</td><td>20.0%</td></tr><tr><td>有效税率</td><td>15.0%</td></tr><tr><td>WACC</td><td>9.9%</td></tr></table>								WACC		无风险利率	4.0%	市场风险溢价	7.0%	贝塔	1.1	股权成本	11.4%	税前债务成本	5.0%	税后债务成本	4.3%	预期债权比例	20.0%	有效税率	15.0%	WACC	9.9%
WACC																													
无风险利率	4.0%																												
市场风险溢价	7.0%																												
贝塔	1.1																												
股权成本	11.4%																												
税前债务成本	5.0%																												
税后债务成本	4.3%																												
预期债权比例	20.0%																												
有效税率	15.0%																												
WACC	9.9%																												
自由现金流现值	27,981																												
终值现值	56,138																												
企业价值	84,119																												
净现金	5,235																												
少数股东权益	0																												
股权价值（百万人民币）	89,353																												
股权价值（百万港元）	98,289																												
股份数量（百万）	1,638																												
每股价值（港元）	60.00																												

资料来源: 交银国际预测

图表 5: 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 6: 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
1952 HK	云顶新耀	买入	53.90	65.00	20.6%	2025 年 03 月 27 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	44.80	57.00	27.2%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	3.84	6.60	71.9%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	34.67	72.00	107.7%	2025 年 03 月 12 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	159.60	208.80	30.8%	2025 年 03 月 03 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	24.10	44.00	82.6%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	70.95	87.00	22.6%	2024 年 10 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	45.85	60.00	30.9%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	22.25	24.00	7.9%	2024 年 08 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.46	28.75	130.8%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	7.39	5.00	-32.3%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	44.50	51.00	14.6%	2025 年 03 月 25 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	27.75	25.00	-9.9%	2025 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.44	24.50	69.7%	2024 年 09 月 02 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	72.72	93.30	28.3%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	59.21	33.10	-44.1%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	7.94	11.20	41.0%	2025 年 03 月 25 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	22.15	24.60	11.0%	2025 年 03 月 24 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	31.69	42.50	34.1%	2024 年 08 月 30 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.65	4.80	31.6%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.72	14.00	81.4%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	4.92	5.80	17.8%	2024 年 11 月 18 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	48.39	45.00	-7.0%	2024 年 10 月 28 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	34.95	42.00	20.2%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.09	3.05	-1.4%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 3 月 27 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,206	9,422	11,782	14,231	17,071
主营业务成本	(1,136)	(1,510)	(1,830)	(2,139)	(2,480)
毛利	5,070	7,912	9,953	12,092	14,591
销售及管理费用	(3,851)	(5,085)	(5,655)	(6,119)	(6,692)
研发费用	(2,228)	(2,681)	(2,710)	(2,988)	(3,158)
其他经营净收入/费用	(671)	(902)	(995)	(1,158)	(1,318)
经营利润	(1,679)	(756)	592	1,826	3,423
财务成本净额	80	334	149	84	129
其他非经营净收入/费用	454	343	50	50	50
税前利润	(1,144)	(79)	790	1,960	3,602
税费	116	(16)	(40)	(157)	(360)
净利润	(1,028)	(95)	751	1,803	3,242
作每股收益计算的净利润	(1,028)	(95)	751	1,803	3,242

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,746	7,508	8,109	10,021	12,908
应收账款及票据	1,006	1,184	1,463	1,501	1,773
存货	968	822	982	1,127	1,251
其他流动资产	8,708	758	804	854	908
总流动资产	13,428	10,273	11,357	13,502	16,841
物业、厂房及设备	4,290	5,280	5,573	5,543	5,396
无形资产	1,270	1,283	1,347	1,414	1,414
其他长期资产	1,639	4,768	4,845	4,926	5,010
总长期资产	7,199	11,330	11,764	11,883	11,820
总资产	20,627	21,603	23,122	25,385	28,661
短期贷款	1,195	405	413	421	337
应付账款	373	358	555	488	680
其他短期负债	2,909	3,606	3,645	3,684	3,723
总流动负债	4,477	4,369	4,612	4,593	4,741
长期贷款	2,327	2,412	2,461	2,510	2,008
其他长期负债	1,296	1,704	1,715	1,727	1,738
总长期负债	3,623	4,116	4,176	4,236	3,746
总负债	8,100	8,485	8,788	8,830	8,487
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	12,527	13,118	14,333	16,556	20,174
股东权益	12,528	13,118	14,334	16,556	20,174
总权益	12,528	13,118	14,334	16,556	20,174

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(1,144)	(79)	790	1,960	3,602
折旧及摊销	350	289	407	429	427
营运资本变动	404	885	(230)	(240)	(200)
利息调整	(354)	(329)	(149)	(84)	(129)
税费	114	129	(40)	(157)	(360)
其他经营活动现金流	777	874	526	477	433
经营活动现金流	148	1,769	1,305	2,386	3,773
资本开支	(1,383)	(772)	(824)	(527)	(340)
投资活动	(1,001)	(2,565)	(86)	(87)	(89)
其他投资活动现金流	1,386	9,895	225	162	200
投资活动现金流	(999)	6,558	(684)	(452)	(229)
负债净变动	387	(736)	56	57	(586)
权益净变动	2,161	(18)	0	0	0
其他融资活动现金流	39	(2,810)	(77)	(78)	(71)
融资活动现金流	2,587	(3,564)	(20)	(21)	(657)
汇率收益/损失	(7)	0	0	0	0
年初现金	1,016	2,746	7,508	8,109	10,021
年末现金	2,746	7,508	8,109	10,021	12,908

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(0.660)	(0.058)	0.458	1.101	1.979
全面摊薄每股收益	(0.660)	(0.058)	0.458	1.101	1.979
每股账面值	7.743	8.008	8.750	10.106	12.315
利润率分析(%)					
毛利率	81.7	84.0	84.5	85.0	85.5
EBITDA利润率	(22.1)	(4.1)	9.1	16.3	22.9
EBIT利润率	(27.1)	(8.0)	5.0	12.8	20.0
净利率	(16.6)	(1.0)	6.4	12.7	19.0
盈利能力(%)					
ROA	(5.0)	(0.4)	3.2	7.1	11.3
ROE	(8.2)	(0.7)	5.2	10.9	16.1
ROIC	(6.4)	(0.6)	4.4	9.3	14.4
其他					
净负债权益比(%)	6.2	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	3.0	2.4	2.5	2.9	3.6
存货周转天数	311.0	198.7	196.0	192.3	184.1
应收账款周转天数	59.2	45.9	45.3	38.5	37.9
应付账款周转天数	119.7	86.4	110.6	83.3	100.1

交銀國際

香港中環德輔道中 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**

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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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，而并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。