

超预期率先盈利，加速全球化布局

——信达生物 2024 年年报业绩点评

2025 年 3 月 30 日

核心观点

- 事件：**2025 年 3 月 26 日，信达生物发布 2024 年年度报告，2024 全年公司营业收入 94.22 亿元(+51.8%)，其中产品收入 82.28 亿元 (+43.6%)，授权收入 11 亿元；净亏损 0.95 亿元，亏损同比收窄 90.79%，Non-IFRS 净利润 3.32 亿元，Non-IFRS EBITDA 4.12 亿元，实现 Non-IFRS 扭亏为盈。毛利率 84.0% (+2.3pct)，销售费用率 46.1% (-3.9pct)；研发投入 26.81 亿元，在手现金 102.21 亿元。
- 商业化产品组合持续扩大，24 年率先实现 Non-IFRS 盈利。**2024 年公司营业收入增长 51.8%，产品收入增长 43.6%，收入快速增长主要得益于核心产品信迪利单抗销售表现强劲及其他新产品上市后商业化放量，全年共有三款肺癌靶向药达伯特（KRAS G12C）、达伯乐（ROS1）、奥壹新（EGFR），全球首款非共价 BTK 抑制剂捷帕力，以及国内首款 IGF-1 单抗信必敏获批上市，商业化产品扩大至 15 款，且产品组合协同价值持续提升。2024 年公司实现 Non-IFRS 净利润和 EBITDA 转正，率先实现盈利里程碑；随着产品销售放量和生产效率持续提升，2027 年公司产品组合收入有望达到 200 亿元，并于 2030 年推动 5 项管线进入全球多中心 III 期临床研究。
- 肿瘤领域开发差异化管线，加速全球化布局。**公司在肿瘤领域研发能力持续提升，其中 IBI363（PD-1/IL-2α）已启动黑色素瘤头对头 K 药研究，计划启动 IO 经治肺鳞癌和 MSS 结直肠癌 III 期临床，并探索联合用药推进至一线治疗。IBI343（CLDN18.2 ADC）已在中国和日本开展三线胃癌全球多中心 III 期临床，二线胰腺癌正在中国和美国进行 I 期 POC 研究。IBI3009（DLL3 ADC）全球多中心 I 期临床正在进行，2025 年初授权罗氏全球开发，具备同类最佳潜质。早期研发方面，2024 年国清院将 8 款新分子推进至临床阶段，并持续拓展技术平台。
- 综合管线全面兑现，打造公司第二增长极，玛仕度肽有望成为重磅产品。**公司综合管线多个大单品正陆续上市，其中替妥尤单抗治疗甲状腺眼病已获批，成为中国 TED 治疗领域 70 年来首款新药；玛仕度肽用于肥胖和 II 型糖尿病、匹康奇拜单抗用于中重度斑块状银屑病已递交 NDA，预于 2025 年内获批。在研管线方面，IBI356（OX40L）、IBI3002（IL-4Rα/TSLP）启动中国和澳洲全球多中心 I 期临床，IBI3016（AGT siRNA）I 期研究进行中，有望解决高血压长期治疗的耐药问题。
- 投资建议：**信达生物已成为国内领先的集创新药研发、生产、商业化为一体的 Biopharma，其中肿瘤领域龙头地位稳固，持续引领增长；综合管线领域突破第二增长曲线，为公司中长期发展提供想象空间。我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 108.18、143.06、200.22 亿元；归母净利润分别为 1.87、15.17、41.06 亿元，根据 DCF 估值模型测算，公司的合理市值区间为 929.56-1232.13 亿元，经汇率换算后得到合理市值区间为 1007.41-1335.31 亿港元，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**研发管线进展不及预期的风险；产品商业化不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；政策变动的风险。

信达生物（股票代码：1801）

推荐 维持

分析师

程培

☎：021-2025-7805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

研究助理 闫晓松

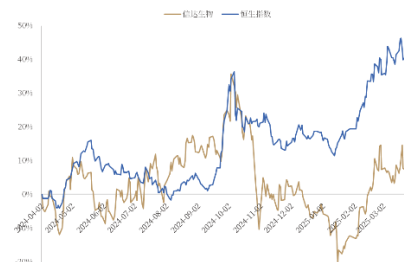
市场数据

2025-03-30

股票代码	1801
H 股收盘价（港元）	46.20
恒生指数	23426.60
流通市值（亿港元）	756.84

相对恒生指数表现图

2024-03-30



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河医药】公司深度报告_信达生物(01801.HK)_管线持续成长，聚焦全球创新

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9422	10818	14306	20022
收入增长率	52%	15%	32%	40%
归母净利润 (百万元)	-95	187	1517	4106
利润增速	91%	298%	709%	171%
EPS	-0.06	0.11	0.93	2.51
PE	-	403.78	49.89	18.43

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,273	11,511	14,098	20,544
现金	7,508	7,915	9,806	14,745
应收账款及票据	1,184	751	993	1,335
存货	822	1,712	1,921	2,687
其他	758	1,133	1,377	1,777
非流动资产	11,330	12,056	12,745	13,401
固定资产	5,280	5,796	6,286	6,752
无形资产	1,650	1,860	2,060	2,249
其他	4,400	4,400	4,400	4,400
资产总计	21,603	23,567	26,843	33,945
流动负债	4,369	6,146	7,905	10,901
短期借款	405	405	405	405
应付账款及票据	358	548	633	885
其他	3,606	5,193	6,867	9,610
非流动负债	4,116	4,116	4,116	4,116
长期债务	2,412	2,412	2,412	2,412
其他	1,704	1,704	1,704	1,704
负债合计	8,485	10,262	12,021	15,017
普通股股本	0	0	0	0
储备	13,118	13,305	14,822	18,928
归属母公司股东权益	13,118	13,305	14,822	18,928
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	13,118	13,305	14,822	18,928
负债和股东权益	21,603	23,567	26,843	33,945

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	0	1,493	2,943	5,933
净利润	-95	187	1,517	4,106
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	0	374	410	445
营运资金变动及其他	95	931	1,016	1,382
投资活动现金流	0	-957	-922	-865
资本支出	0	-1,100	-1,100	-1,100
其他投资	0	143	178	235
筹资活动现金流	0	-130	-130	-130
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-130	-130	-130
其他	0	0	0	0
现金净增加额	0	406	1,892	4,939

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,422	10,818	14,306	20,022
其他收入	0	0	0	0
营业成本	1,510	1,761	2,034	2,845
销售费用	4,347	5,409	6,581	8,209
管理费用	0	0	0	0
研发费用	2,681	3,678	4,292	4,805
财务费用	68	-96	-108	-165
除税前溢利	-79	208	1,686	4,562
所得税	16	21	169	456
净利润	-95	187	1,517	4,106
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-95	187	1,517	4,106
EBIT	-11	113	1,578	4,398
EBITDA	-11	487	1,988	4,842
EPS（元）	-0.06	0.11	0.93	2.51

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	51.82%	14.82%	32.24%	39.95%
归属母公司净利润	90.79%	298.07%	709.41%	170.64%
获利能力				
毛利率	83.97%	83.72%	85.78%	85.79%
销售净利率	-1.00%	1.73%	10.60%	20.51%
ROE	-0.72%	1.41%	10.24%	21.69%
ROIC	-8.39%	-3.59%	1.05%	5.62%
偿债能力				
资产负债率	39.28%	43.54%	44.78%	44.24%
净负债比率	-35.76%	-38.31%	-47.15%	-63.02%
流动比率	2.35	1.87	1.78	1.88
速动比率	2.16	1.59	1.54	1.64
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.48	0.57	0.66
应收账款周转率	8.60	11.18	16.40	17.20
应付账款周转率	4.14	3.89	3.44	3.75
每股指标（元）				
每股收益	-0.06	0.11	0.93	2.51
每股经营现金流	0.00	0.91	1.80	3.62
每股净资产	8.01	8.12	9.05	11.55
估值比率				
P/E	-	403.78	49.89	18.43
P/B	4.57	5.69	5.11	4.00
EV/EBITDA	-5,036.04	145.06	34.55	13.17

表1: 核心参数假设

参数	数值
所得税税率（考虑科创企业税收优惠、研发费用税前加计扣除）	10.0%
债务资本比（参考历史资本结构、考虑未来加大研发投入）	15.5%
β系数（公司相对于 A 股市场的风险系数）	1.1
Rf（无风险收益率，参考 10 年期国债的平均收益率）	1.8%
Rm（市场预期收益率，参考沪深 300 综合收益率）	8.2%
Ke（权益资本成本，根据 CAPM 模型计算得出）	8.8%
Kd（债务资本成本，参考贷款基准利率）	4.6%
WACC（根据上述参数计算得出）	8.1%
g（永续增长率，在研管线即将密集兑现）	2.0%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表2: DCF 估值模型（百万元）

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	112.62	1,577.87	4,397.61	5,575.07	6,617.22	8,218.82	8,772.17	8,911.13	9,597.94	9,627.11
所得税税率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
息前税后利润(NOPAT)	101.36	1,420.09	3,957.85	5,017.56	5,955.49	7,396.93	7,894.95	8,020.02	8,638.15	8,664.40
加：非现金调整	373.99	410.29	444.78	477.54	508.66	538.23	566.32	593.00	618.35	642.43
减：营运资金的增加	-944.93	-1,064.44	-1,488.10	-719.47	-694.44	-629.92	-121.55	-115.84	-126.34	-32.56
减：资本性投资	-1,100.00	-1,100.00	-1,100.00	-1,100.00	-1,100.00	-1,100.00	-1,100.00	-1,100.00	-1,100.00	-1,100.00
公司自由现金流量 FCFE	320.29	1,794.82	4,790.72	5,114.57	6,058.60	7,465.08	7,482.82	7,628.87	8,282.84	8,239.39
永续增长率	2.0%									
折现率	8.1%									
公司估值（亿元）	1056.67									

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表3: 每股权益价值敏感性分析（亿元）

WACC		6.62%	7.12%	7.62%	8.12%	8.62%	9.12%	9.62%
永续增长率	0.50%	1,169.99	1,074.52	992.70	921.84	859.91	805.34	756.92
	1.00%	1,238.77	1,130.59	1,038.99	960.47	892.45	832.98	780.57
	1.50%	1,321.00	1,196.65	1,092.85	1,004.94	929.56	864.25	807.14
	2.00%	1,421.04	1,275.61	1,156.29	1,056.67	972.29	899.92	837.20
	2.50%	1,545.37	1,371.67	1,232.13	1,117.62	1,021.99	940.98	871.48
	3.00%	1,704.07	1,491.06	1,324.39	1,190.47	1,080.55	988.74	910.94
	3.50%	1,913.66	1,643.45	1,439.05	1,279.10	1,150.55	1,045.01	956.85

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，医药行业首席分析师。上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn