



信达生物 (01801.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

新一代“IO+ADC”双重升级，创新步入新纪元事件

2025 年 6 月 28 日，公司在上海召开了信达生物肿瘤创新研发日，全面展示了公司在下一代免疫治疗 (IO) 与下一代抗体偶联药物 (ADC) 领域的“双重升级”战略。本次活动有超过 500 名行业意见领袖 (KOL)、研究者、分析师及全球投资者现场参会。

点评

重磅创新 IBI363，新一代免疫疗法，突破现有 IO 治疗局限。(1) IBI363 为全球首创 PD-1(程序性细胞死亡因子受体-1)/IL-2 α -bias (白介素 2- α 受体偏向性) 双特异性抗体融合蛋白。(2) 该分子，能显著激活 T 细胞功能并扩增肿瘤特异性 T 细胞 (TSTs)。最新临床数据显示其“双免疫激活”，展现出强劲、持久的免疫拖尾效应。①免疫耐药非小细胞肺癌 (鳞癌+腺癌)：显著提高的肿瘤响应率和无进展生存期，提示免疫激活效力；1.5mg 剂量组中位生存期 (mOS) 达 17.5 个月，3mg 剂量组 12 个月 OS 率超 70%，且疗效不依赖 PD-L1 表达。②末线结直肠癌：单药 mOS 为 16.1 个月；与贝伐珠单抗联合疗法随访时间 9.4 个月发生 OS 事件仅 17.8%。③免疫耐药黑色素瘤亚型 (黏膜/肢端型)：确认的客观缓解率 (cORR) 达 23%，中位缓解持续时间 (mDoR) 14 个月，中位 OS14.7 个月。(3) IBI363 已获得 NMPA (中国药监局) 药审中心两项突破性疗法认定 (BTD)、FDA (美国食药监局) 两项快速通道资格 (FTD)。目前，IBI363 已启动头对头帕博利珠单抗治疗 IO 初治黑色素瘤的关键临床研究，并准备陆续开出免疫经治肺鳞癌和三线 MSS 肠癌两项注册临床，并拓展至一线瘤种治疗及其他实体瘤领域的临床 PoC (概念验证) 验证。

全球创新蓝图确定，2030 年至少 5 个管线产品推进 MRCT (全球多中心临床试验) 临床 3 期。此次会议上，公司明确了成为国际化大药企的目标。部分候选产品包括：TOP01i CLDN18.2 (密接蛋白 18.2) ADC (抗体偶联药物)、DLL3 (delta 样配体 3) ADC、三特异性 T 细胞连接器、EGFR/B7H3 双抗 ADC 以及全球首个进入临床的 CEACAM5 双载荷 ADC 等。

盈利预测、估值与评级

根据公司近期玛氏度肽等新药获批及创新数据所带来 BD 潜力及临床推进等情况，我们上调盈利预测，将公司 2025/26 年营收上调 13%/8%至 119/152 亿元，将公司 2025/26 年归母净利润分别调整 178%/-15%至 4/9 亿元，预计公司 2027 年营收与归母净利润分别为 195/17 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

新药研发进展、产品上市时间、产品销售不达预期等风险。

医药组

分析师：赵海春 (执业 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

分析师：甘坛焕 (执业 S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

市价 (港币)：77.350 元

相关报告：

1.《信达生物港股公司点评：收入高增近半，诸多创新兑现，减重突破可...》，2024.8.29



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,206	9,422	11,872	15,196	19,450
营业收入增长率	36.21%	51.82%	26.00%	28.00%	28.00%
归母净利润(百万元)	-1,028	-95	416	933	1,727
归母净利润增长率	n.a.	n.a.	n.a.	124.22%	85.13%
摊薄每股收益(元)	-0.62	-0.06	0.25	0.56	1.05
每股经营性现金流净额	0.09	0.79	-0.79	0.50	0.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	-8.21%	-0.72%	3.07%	6.44%	10.64%
P/E	-68.69	-638.78	307.13	136.98	73.99
P/B	5.53	4.57	9.43	8.82	7.87

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,556	6,206	9,422	11,872	15,196	19,450
增长率	6.7%	36.2%	51.8%	26.0%	28.0%	28.0%
主营业务成本	931	1,136	1,510	1,903	2,431	3,112
%销售收入	20.4%	18.3%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
毛利	3,625	5,070	7,912	9,969	12,764	16,338
%销售收入	79.6%	81.7%	84.0%	84.0%	84.0%	84.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	2,591	3,101	4,347	5,758	7,011	8,974
%销售收入	56.9%	50.0%	46.1%	48.5%	46.1%	46.1%
管理费用	0	0	0	515	1,210	1,548
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	8.0%	8.0%
研发费用	2,871	2,228	2,681	3,378	3,647	4,085
%销售收入	63.0%	35.9%	28.5%	28.5%	24.0%	21.0%
息税前利润 (EBIT)	-2,258	-1,499	-11	434	1,046	1,922
%销售收入	-49.6%	-24.1%	-0.1%	3.7%	6.9%	9.9%
财务费用	-88	-354	68	-29	8	0
%销售收入	-1.9%	-5.7%	0.7%	-0.2%	0.1%	0.0%
投资收益	0	0	-41	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	52.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-3,122	-1,679	-756	317	897	1,732
营业利润率	-68.5%	-27.1%	-8.0%	2.7%	5.9%	8.9%
营业外收支						
税前利润	-2,170	-1,144	-79	463	1,038	1,922
利润率	-47.6%	-18.4%	-0.8%	3.9%	6.8%	9.9%
所得税	9	-116	16	47	106	196
所得税率	-0.4%	10.2%	-20.4%	10.2%	10.2%	10.2%
净利润	-2,179	-1,028	-95	416	933	1,727
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-2,179	-1,028	-95	416	933	1,727
净利率	n.a	n.a	n.a	3.5%	6.1%	8.9%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-2,179	-1,028	-95	416	933	1,727
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	-369	387	558	-100	-133	-174
非经营收益						
营运资金变动	310	403	404	-1,620	29	35
经营活动现金净流	-1,919	148	1,287	-1,304	829	1,587
资本开支	-1,382	-1,383	-1,705	-400	-400	-400
投资	-306	-170	-970	-257	-200	-200
其他	252	555	1,510	116	149	191
投资活动现金净流	-1,435	-999	-1,165	-540	-451	-409
股权募资	2,131	2,237	84	0	0	0
债权募资	687	387	-730	0	0	0
其他	74	-37	39	-16	-16	-16
筹资活动现金净流	2,892	2,587	-607	-16	-16	-16
现金净流量	-343	1,730	-472	-1,848	375	1,174

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,016	2,746	2,273	426	800	1,975
应收账款	908	1,487	1,292	2,845	3,642	4,662
存货	1,429	968	822	1,621	2,071	2,651
其他流动资产	8,154	8,227	5,885	7,578	8,233	9,015
流动资产	11,507	13,428	10,273	12,470	14,746	18,303
%总资产	65.4%	65.1%	47.6%	51.4%	54.8%	59.3%
长期投资	0	0	859	859	859	859
固定资产	3,411	4,290	5,280	5,580	5,880	6,180
%总资产	19.4%	20.8%	24.4%	23.0%	21.8%	20.0%
无形资产	1,317	1,361	1,381	1,481	1,581	1,681
非流动资产	6,082	7,199	11,330	11,786	12,186	12,586
%总资产	34.6%	34.9%	52.4%	48.6%	45.2%	40.7%
资产总计	17,589	20,627	21,603	24,256	26,933	30,890
短期借款	888	1,195	405	405	405	405
应付款项	326	373	358	624	797	1,020
其他流动负债	2,286	2,909	3,606	5,565	7,123	9,117
流动负债	3,499	4,477	4,369	6,594	8,325	10,543
长期贷款	2,215	2,327	2,412	2,412	2,412	2,412
其他长期负债	1,144	1,296	1,704	1,704	1,704	1,704
负债	6,859	8,100	8,485	10,710	12,441	14,659
普通股股东权益	10,730	12,528	13,118	13,546	14,492	16,231
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	10,748	12,548	13,155	13,583	14,529	16,268
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	17,589	20,627	21,603	24,256	26,933	30,890

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-1.46	-0.66	-0.06	0.25	0.56	1.05
每股净资产	6.99	7.72	8.01	8.20	8.77	9.83
每股经营现金净流	-1.25	0.09	0.79	-0.79	0.50	0.96
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-20.31%	-8.21%	-0.72%	3.07%	6.44%	10.64%
总资产收益率	-12.39%	-4.98%	-0.44%	1.71%	3.46%	5.59%
投入资本收益率	-16.39%	-8.39%	-0.08%	2.38%	5.43%	9.06%
增长率						
主营业务收入增长率	6.71%	36.21%	51.82%	26.00%	28.00%	28.00%
EBIT 增长率	28.09%	33.64%	99.27%	4053.20%	141.12%	83.78%
净利润增长率	30.55%	52.83%	90.79%	539.55%	124.22%	85.13%
总资产增长率	8.28%	17.28%	4.73%	12.28%	11.04%	14.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.0	45.9	41.8	47.1	52.0	52.0
存货周转天数	536.7	379.7	213.4	231.1	273.4	273.2
应付账款周转天数	100.7	110.6	87.0	92.9	105.2	105.1
固定资产周转天数	241.2	223.4	182.8	164.7	135.7	111.6
偿债能力						
净负债/股东权益	30.12%	16.54%	17.14%	30.23%	25.68%	15.69%
EBIT 利息保障倍数	-22.2	-15.2	-0.2	26.8	64.6	118.6
资产负债率	39.00%	39.27%	39.28%	44.15%	46.19%	47.46%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究