

玛仕度肽获批，推进新一代“IO+ADC”

核心观点

公司玛仕度肽于 6 月 27 日获批上市，后续商业化在即。在此前的 III 期减重研究中，玛仕度肽展现优异的减重效果，32 周安慰剂校正后体重降低 13.14%，同时还可以明显降低肝脏脂肪、血压、血脂和血尿酸等指标，为肥胖人群带来全身综合获益，随着产品后续即将商业化，众多肥胖人群有望受益于玛仕度肽。同时，公司在上海举办的肿瘤研发日中提出“双重升级”，即新一代“IO+ADC”的研发策略，创新管线竞争力强，其中 IBI363 作为 FIC，产品不仅有望突破冷肿瘤和 IO 耐药患者，更有望超越现有 IO 药物，为全球肿瘤患者带来更好的治疗方案。

事件

6 月 27 日，根据 NMPA 官网显示，信达生物的玛仕度肽获批上市，用于在控制饮食和增加体力活动基础上对成人患者的长期体重控制，初始体重指数（BMI）为：BMI $\geq$ 28 kg/m²（肥胖）；或 BMI $\geq$ 24 kg/m²（超重），并伴有至少一种体重相关的合并症（例如高血糖、高血压、血脂异常、脂肪肝、阻塞性睡眠呼吸暂停综合征等）。

6 月 28 日，信达生物在上海成功举办“健康中国 2030 肿瘤科技创新高峰论坛—暨信达生物肿瘤研发日”

点评

玛仕度肽减重数据优异，同时可带来多重身体获益

玛仕度肽减重数据优异，安全性良好。GLORY-1 是一项在超重或肥胖受试者中评估玛仕度肽有效性和安全性的 III 期临床研究，临床试验总共入组 610 例受试者，随机分配至 4mg、6mg 和安慰剂组。在给药 32 周时，6mg 组受试者体重降低 13.38%，安慰剂组受试者体重降低-0.24%，安慰剂校正后 6mg 组受试者体重降低 13.14%，疗效优异。同时整个研究最常报告的治疗期不良事件包括恶心、腹泻和呕吐，大多为轻度或中度，且未见心血管风险增加的安全性信号，安全性良好。

除减重效果外，玛仕度肽可为受试者带来全身综合获益。玛仕度肽可有效降低患者肝脏脂肪，带来更多获益。在基线肝脏脂肪含量 $\geq$ 5%的受试者中，第 48 周时，玛仕度肽 4 mg、6 mg 和安慰剂组受试者全肝平均脂肪含量相对基线的百分比变化均值分别为-63.26%、-73.18%和+8.20%。在此基础上，玛仕度肽还可以降低血压、血脂（甘油三酯、总胆固醇和低密度脂蛋白胆固醇）和血尿酸等指标，同时还

信达生物(1801.HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

发布日期： 2025 年 06 月 30 日

当前股价： 78.40 港元

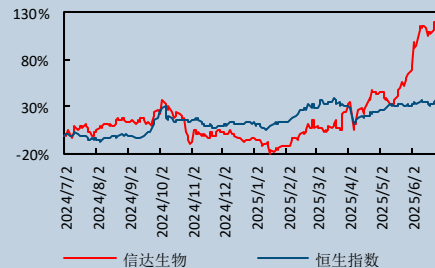
目标价格 6 个月： 124.99 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
26.55/23.19	69.70/66.94	113.04/77.18
12 月最高/最低价（港元）		82.40/30.00
总股本（万股）		165,158.60
流通 H 股（万股）		165,158.60
总市值（亿港元）		1,284.34
流通市值（亿港元）		1,284.34
近 3 月日均成交量（万）		2647.18
主要股东		
俞德超		5.82%

股价表现



可降低患者腰围 11cm 和颈维 3cm，为受试者带来全身多重获益

GLP1 领域多重布局，后续产品值得期待

除玛仕度肽外，信达生物在 GLP1 赛道领域布局多款药物，后续值得期待。在 GLP1 赛道，信达生物目前布局了 IBI3030（PCSK9-GGG）、IBI3012（GLP1/GIP/GCG）和 IBI3032（GLP1 口服小分子），三款药物均具备创新性。我们认为，减重赛道后续竞争要素将围绕肌肉保持、肝脏健康等综合获益展开，除玛仕度肽外，信达生物进行了全面深入的布局，为公司成为代谢领域领军公司奠定了坚实基础。

表 1:信达生物布局的 GLP1 早期资产

产品	靶点	给药方式	减重进度	糖尿病进度
IBI3030	PCSK9-GGG	皮下	临床前	临床前
IBI3012	GLP1/GIP/GCGR	皮下	临床前	临床前
IBI3032	GLP1（小分子）	口服	临床前	临床前

资料来源: Insight, 中信建投证券

公司肿瘤研发日圆满举办，新一代 IO+新一代 ADC 持续推进

6 月 28 日公司举办肿瘤研发日，会上重点突出其新一代 IO+新一代 ADC 的研发策略。

IO 层面，公司主要将 PD1 与细胞因子（IL2、IL12）进行升级，从而在一代 PD1 的基础上提升疗效。目前，公司的核心产品 IBI363（PD1/IL2 α ）已在 NSCLC、黑色素瘤和结直肠癌展现优异疗效。从现有数据看，IBI363 作为全球 FIC 的药物，不仅有望突破冷肿瘤以及 IO 耐药患者，同时也有机会超越现有 IO 疗法，为全球肿瘤患者带来临床获益以及更长生存时间。同时，IBI363 的副作用管理已形成系统性管理方案。公司非常注重在临床早期阶段发现问题，对于在后线临床试验暴露出来的关节痛、皮疹等副反应，已有系统性的管理方案。在后线临床试验期间发现，关节痛患者大多服用非甾体等方式可以有效控制，及时发现及处理，以避免发展成为 3 级不良反应。极个别患者可以使用激素或托珠单抗进行管理。IBI363 正在进行一线 MSS 结直肠癌、一线肺癌的随机对照临床试验，预计 2026 年读出 POC 数据。并且一线患者基线情况好于后线，且医生已有一定副反应处理经验。公司也会持续推进肺癌、肠癌以及其他适应症在海外的研究。

ADC 层面，公司主要立足于双抗 ADC 以及双载荷 ADC。布局众多管线，涵盖 IBI3001（EGFR/B7H3 ADC）、IBI3005（EGFR/HER3 ADC）、IBI3014（PDL1/TROP2 ADC）、IBI3020（CEACAM5 双载荷 ADC）等药物。众多双抗以及双 Payload ADC 不仅有望填补单抗 ADC 耐药后的市场，同时也有望在现有疗法基础上进一步提升疗效，后续临床数据值得期待。

启动全球创新，打造国际一流生物制药企业

打造国际一流生物制药企业是信达生物的重要目标。出海需合作伙伴，也需要建设自身能力。我们预计，公司既关注自身海外开发能力建设，同时也注重海外合作伙伴的能力和投入。基于此，IBI363 合作伙伴的要求是要有肿瘤业务基础，以及有意愿、有能力、有资源，来共同实现 IBI363 产品价值最大化。

表 2:公司 2025 年研发催化剂整理

产品	事件	预计时间
替妥尤单抗（IGF1R）	启动 1L TED 临床	2025
玛仕度肽	降糖适应症获批	2025H2

港股公司简评报告

玛仕度肽	头对头司美、9mg 减重数据读出	2025H2
玛仕度肽	9mg 减重适应症申报上市	2025H2
玛仕度肽	更高剂量及新适应症 POC 读出	2025
IBI363 (PD-1/IL2 α)	启动 1L CRC 和 1L NSCLC 临床	2025Q2-Q3
IBI363 (PD-1/IL2 α)	潜在启动 sqNSCLC 3 期临床	2025H2
IBI363 (PD-1/IL2 α)	潜在启动 3L MSSCRC 3 期临床	2025H2
IBI363 (PD-1/IL2 α)	免疫初治黑色素瘤 POC 数据读出	2025H2
匹康奇拜单抗 (IL23p19)	银屑病获批上市	2025Q4
匹康奇拜单抗 (IL23p19)	启动 IL17 耐药后银屑病三期临床	2025
Tigulixostat	高尿酸适应症 POC 数据读出/潜在 III 期	2025
IBI3002 (IL4/TSLP)	哮喘适应症 POC 数据读出	2025
IBI356 (OX40L)	特应性皮炎 POC 数据读出	2025
IBI3016 (AGT siRNA)	高血压 POC 数据读出	2025
IBI3001 (EGFR/B7H3 ADC)	实体瘤 POC 数据读出	2025H2
IBI3003 (BCMA/GPRC5D/CD3)	血液肿瘤 POC 数据读出	2025

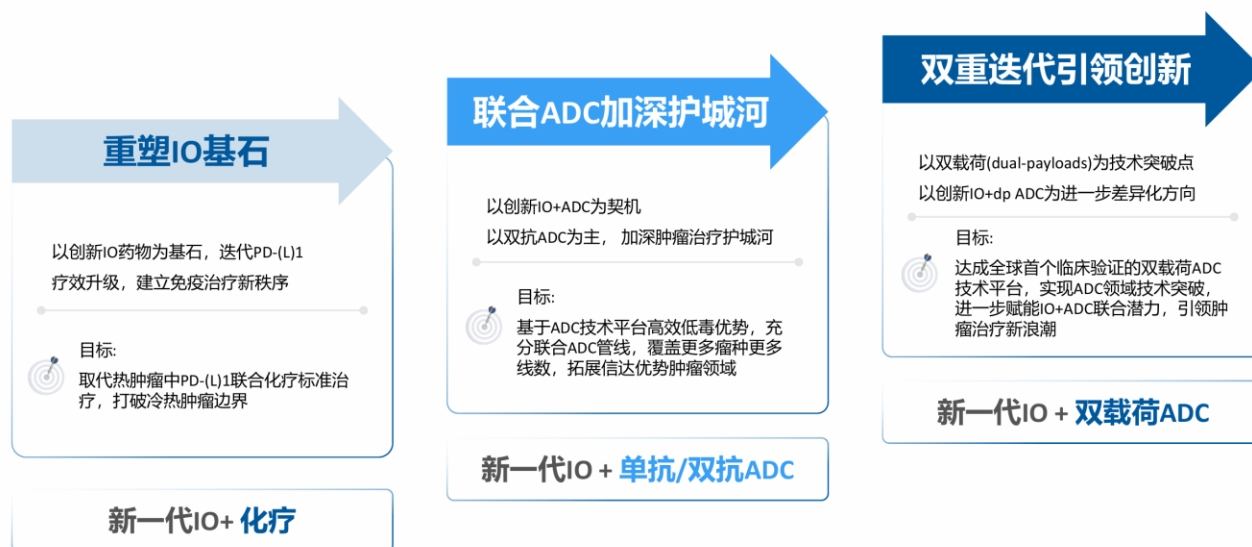
资料来源：公司公告，中信建投证券

图 1:公司 2025 年肿瘤管线下半年催化剂指引

新III期/关键临床计划 (2025 H2)	IBI363 (PD-1/IL-2α-bias) 免疫耐药 野生型肺鳞癌 III期准备中	IBI363 (PD-1/IL-2α-bias) 三线微卫星稳定 结直肠癌 III期准备中	IBI343 (CLDN18.2 ADC) 后线胰腺癌 III期准备中
新PoC研究进行中 (2025 H2)	IBI363 (PD-1/IL-2α-bias) 一线肺癌 临床Ib/II期研究进行中	IBI363 (PD-1/IL-2α-bias) 一线微卫星稳定 结直肠癌 临床Ib/II期研究进行中	IBI363 (PD-1/IL-2α-bias) 泛癌种 (肝癌、胃癌、卵巢癌、肾癌等) 临床Ib期研究进行中
数据读出和大会投稿 (2025 H2)	IBI363 (PD-1/IL-2α-bias) 免疫初治 黑色素瘤 PoC研究数据更新	IBI3001 (EGFR/B7H3 ADC) 实体瘤 临床I期研究	IBI3003 (GPRC5D/BCMA/CD3) 血液瘤 临床I期研究

数据来源：公司公告，中信建投证券

图 2:肿瘤赛道研发策略



数据来源：公司公告，中信建投证券

盈利预测及投资建议

公司在肿瘤赛道的广泛布局已初具规模，高价值的临床产品有望将公司肿瘤赛道的收入进一步提升并让边际成本持续下降；非肿瘤赛道中，公司已在代谢、自免和眼科领域进行广泛布局，已上市与在研产品兼具竞争力强和进度领先。我们预计信达生物 2025-2027 年收入为 118.56 亿元、156.13 亿元和 214.79 亿元，采用 DCF 估值，公司合理市值为 2047 亿港元，上调目标价至 124.99 港元。维持“买入”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,206.07	9,421.89	11,856.37	15,613.12	21,479.37
YoY(%)	36.21	51.82	25.84	31.69	37.57
净利润（百万元）	-1,027.91	-94.63	554.25	2,462.12	5,878.21
YoY(%)	52.83	90.79	685.70	344.22	138.75
毛利率(%)	81.69	83.97	87.55	88.58	88.58
净利率(%)	-16.56	-1.00	4.67	15.77	27.37
ROE(%)	-8.21	-0.72	4.05	15.26	26.70
EPS(摊薄/元)	-0.62	-0.06	0.34	1.49	3.56
P/E(倍)	-82.92	-900.67	153.78	34.62	14.50
P/B(倍)	6.80	6.50	6.23	5.28	3.87

资料来源：iFind，中信建投

风险分析

新药研发不确定性风险。新药研发作为技术创新，具有研发周期长、投入大、风险高、成功率低的特点，从实验室研究到新药获批上市，要经过临床前研究、临床试验、新药注册上市和售后监督等诸多复杂环节，每

一环节都有可能面临失败风险。现有产品或治疗方式也有被新疗法和新技术替代的风险。

商业化风险。医保控费超预期，导致创新药定价不达预期；尽管公司有独家品种处于放量阶段，但 PD1 及生物类似药市场竞争激烈，可能导致销售份额不及预期或销售费用率高于预期的风险。

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,427.99	10,272.84	18,248.94	23,970.82	32,898.75
现金	3,595.54	2,406.79	1,129.04	1,583.53	2,099.98
应收票据及应收账款合计	1,005.89	1,184.41	1,636.36	2,154.85	2,964.48
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	281.90	93.98	427.24	562.62	774.01
其他流动资产	8,544.66	6,587.65	15,056.29	19,669.83	27,060.28
非流动资产	7,199.38	11,329.77	10,227.59	9,125.41	8,023.23
长期投资	0.00	858.99	858.99	858.99	858.99
固定资产	4,289.73	5,279.61	4,452.47	3,625.33	2,798.19
无形资产	1,636.92	1,650.23	1,375.20	1,100.16	825.12
其他非流动资产	1,272.72	3,540.93	3,540.93	3,540.93	3,540.93
资产总计	20,627.36	21,602.60	28,476.52	33,096.23	40,921.98
流动负债	4,476.82	4,368.87	9,337.74	11,436.69	13,384.23
短期借款	1,195.16	405.10	3,791.82	4,283.45	3,658.12
应付票据及应付账款合计	372.55	357.68	449.96	543.51	747.71
其他流动负债	2,909.11	3,606.09	5,095.96	6,609.73	8,978.39
非流动负债	3,622.96	4,116.00	5,466.81	5,525.44	5,525.44
长期借款	2,326.78	2,412.35	3,763.16	3,821.79	3,821.79
其他非流动负债	1,296.19	1,703.65	1,703.65	1,703.65	1,703.65
负债合计	8,099.78	8,484.87	14,804.54	16,962.12	18,909.66
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	0.11	0.11	1,000.11	2,000.11	3,000.11
资本公积	12,527.47	13,117.62	12,117.62	11,117.62	10,117.62
留存收益	0.00	0.00	554.25	3,016.38	8,894.59
归属母公司股东权益	12,527.58	13,117.73	13,671.98	16,134.10	22,012.31
负债和股东权益	20,627.36	21,602.60	28,476.52	33,096.23	40,921.98

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	147.81	1287.024	-5115.67	989.13	2340.46
净利润	-1,027.91	-94.63	554.25	2,462.12	5,878.21
折旧摊销	385.10	419.77	1,102.18	1,102.18	1,102.18
财务费用	98.62	67.65	234.85	354.83	351.64
其他经营现金流	692.00	894.24	-7,006.95	-2,930.00	-4,991.57
投资活动现金流	-998.66	-1,165.41	-664.75	-730.08	-847.04
资本支出	1,231.54	1,297.95	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-2,230.20	-2,463.36	-664.75	-730.08	-847.04
筹资活动现金流	2,587.26	-606.63	4,502.67	195.43	-976.97
短期借款	307.16	-790.06	3,386.72	491.63	-625.33
长期借款	111.34	85.58	1,350.80	58.63	0.00
其他筹资现金流	2,168.76	97.85	-234.85	-354.83	-351.64
现金净增加额	1,736.41	-485.02	-1,277.75	454.48	516.45

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,206.07	9,421.89	11,856.37	15,613.12	21,479.37
营业成本	1,136.27	1,510.21	1,476.12	1,783.02	2,452.94
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	3,100.69	4,346.89	4,100.46	5,646.03	6,929.63
管理费用与研发费用	2,227.56	2,681.07	3,161.99	3,438.51	3,740.70
财务费用	98.62	67.65	80.00	80.00	80.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	-41.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	-357.07	775.06	1,184.25	3,086.52	6,502.61
其他非经营损益	-787.34	-853.68	-624.40	-624.40	-624.40
利润总额	-1,144.41	-78.62	554.25	2,462.12	5,878.21
所得税	-116.50	16.01	0.00	0.00	0.00
净利润	-1,027.91	-94.63	554.25	2,462.12	5,878.21
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-1,027.91	-94.63	554.25	2,462.12	5,878.21
EBITDA	-660.68	408.79	1,891.28	3,919.13	7,332.03
EPS（元）	-0.62	-0.06	0.34	1.49	3.56

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	36.21	51.82	25.84	31.69	37.57
净利润(%)	52.83	90.79	685.70	344.22	138.75
获利能力					
毛利率(%)	81.69	83.97	87.55	88.58	88.58
净利率(%)	-16.56	-1.00	4.67	15.77	27.37
ROE(%)	-8.21	-0.72	4.05	15.26	26.70
ROIC(%)	-1.23	6.43	9.82	16.27	28.35
偿债能力					
资产负债率(%)	39.27	39.28	51.99	51.25	46.21
净负债比率(%)	-0.59	3.13	47.00	40.42	24.44
流动比率	3.00	2.35	1.95	2.10	2.46
速动比率	1.09	0.84	0.34	0.38	0.44
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.44	0.42	0.47	0.52
应收账款周转率	6.17	7.95	7.25	7.25	7.25
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	-0.62	-0.06	0.34	1.49	3.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.78	-3.10	0.60	1.42
每股净资产(最新摊薄)	7.59	7.95	8.29	9.78	13.34
估值比率					
P/E	-82.92	-900.67	153.78	34.62	14.50
P/B	6.80	6.50	6.23	5.28	3.87
EV/EBITDA	-0.84	3.32	31.32	28.43	22.16

数据来源: Ifind, 中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

研究助理

余梦珂

yumengke@csc.com.cn

赵旭

zhaoxul@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk