

香港股市 | 医药

信达生物（1801 HK）

玛仕度肽将快速放量，研发管线产品前景广阔

预计玛仕度肽销售收入将快速增加

公司日前公布全球首个 GCG/GLP-1 药物玛仕度肽已于 7 月上旬在国内正式发售，目前获批的为减重适应症。公司又于 7 月 14 日与京东健康（6618 HK）就该产品达成合作，京东显示 7 日内可发货，预计产品销量有望快速增加，因此分别上调玛仕度肽 2025-27E 收入预测至约 7.2 亿元（人民币，下同）、19.8 亿元与 29.8 亿元，基于：1）通常来说药品获批到放量略需时间，但京东加入将加快进程。2）GLP-1 受体激动剂已在全球与中国广为认可。最著名的司美格鲁肽与替尔伯肽的销售收入 2022-24E CAGR 分别达 64.5%与 389.1%。司美格鲁肽 2021 年中国获批后收入迅速扩张，2025 年 1 季度中国收入达 22.0 亿丹麦克朗（约 24.6 亿元人民币），其中去年底发售的减重剂型达 6.86 亿丹麦克朗（7.7 亿元人民币），表明此类产品需求强大。3）玛仕度肽与这两种产品的减重效果差异不大。

上调公司收入与盈利预测

我们将 2025-27E 收入预测分别上调 1.0%-3.5%，反映玛仕度肽收入的上调。京东加入有助缩减玛仕度肽的市场推广成本，股东净利润预测分别上调 25.9%-28.9%。我们预计玛仕度肽在 2028-34E 收入仍将较快增长，因此也上调 2028-34E 盈利预测。

长远看 IBI363 与 IBI343 等在研产品有望注入新亮点

截止 6 月底公司共有 21 项在研产品，涵盖多个市场关注的肿瘤免疫疗法药物（IO）与抗体偶联物（ADC），其中 IO 领域的 IBI363 与 ADC 领域的 IBI343 已分别进行到 II 期与 III 期阶段，我们认为这两项产品未来如能获批前景广阔。IBI363 为全球首创 PD-1/IL-2 双特异性融合蛋白，兼具阻断 PD-1/PD-L1 通路与激活白介素 2（IL-2）通路的作用。PD-1 抗体目前已被用于多种肿瘤，IL-2 又能促进免疫细胞增殖，因此 IBI363 能显著延长难治的免疫耐药肺鳞癌、肺腺癌、黑色素瘤、末线 MSS 结直肠癌的无进展生存期。胰腺癌被称为“癌王”，IBI343 为全球首个在晚期胰腺癌治疗中表现除较好疗效的 ADC 药物，我们看好这两项产品的需求空间。

目标价上调至 97.25 港元，维持“增持”评级

根据调整后 DCF 模型，目标价升至 97.25 港元，反映盈利预测上调，维持“增持”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。

主要财务数据（百万人民币）（估值更新至 2025 年 7 月 15 日）

年结:12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	6,206	9,422	11,841	14,016	17,071
增长率 (%)	36.2	51.8	25.7	18.4	21.8
股东净利润	(1,028)	(95)	261	706	1,393
增长率 (%)	(52.8)	(90.8)	扭亏为盈	170.1	97.4
每股盈利 (人民币)	(0.66)	(0.06)	0.16	0.42	0.82
市盈率 (倍)	不适用	不适用	499.8	188.2	95.3
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)	7.40	8.01	10.54	10.97	11.83
市净率 (倍)	10.6	9.8	7.4	7.1	6.6

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

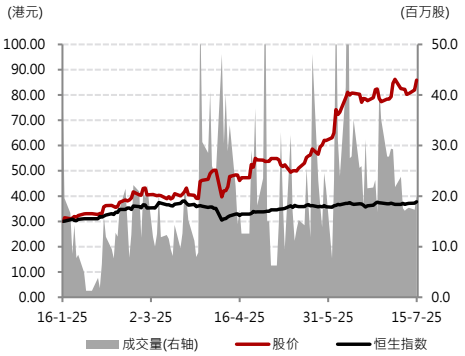
评级：增持

目标价：97.25 港元

股票资料（更新至 2025 年 7 月 15 日）

收市价	85.90 港元
总市值	146,840.14 百万港元
流通股比例	82.76%
已发行总股本	1,709.43 百万
52 周价格区间	28.65-88.55 港元
3 个月日均成交额	1,664.60 百万港元
主要股东	淡马锡（占 7.60%）
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

20250507：信达生物（1801 HK）：一季度产品销售表现亮眼，收入将维持快速增长

20250331：信达生物（1801 HK）：预计收入将继续快速增长

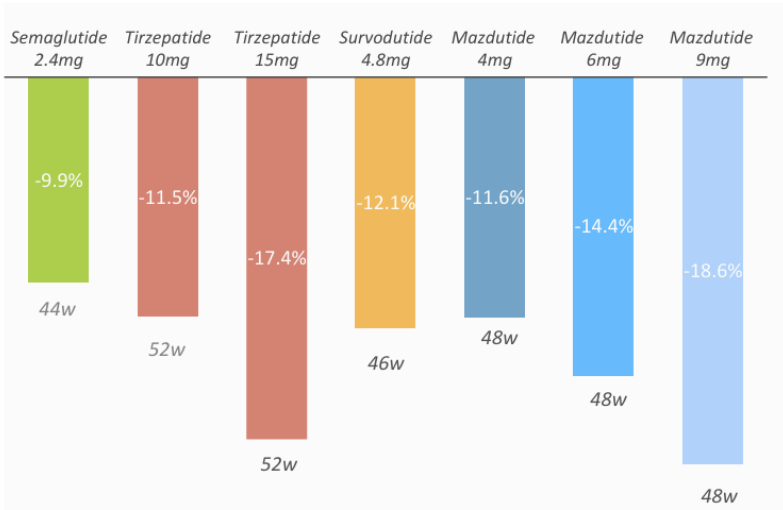
分析师

施佳丽（Scarlett Shi）

+852 2359 1854

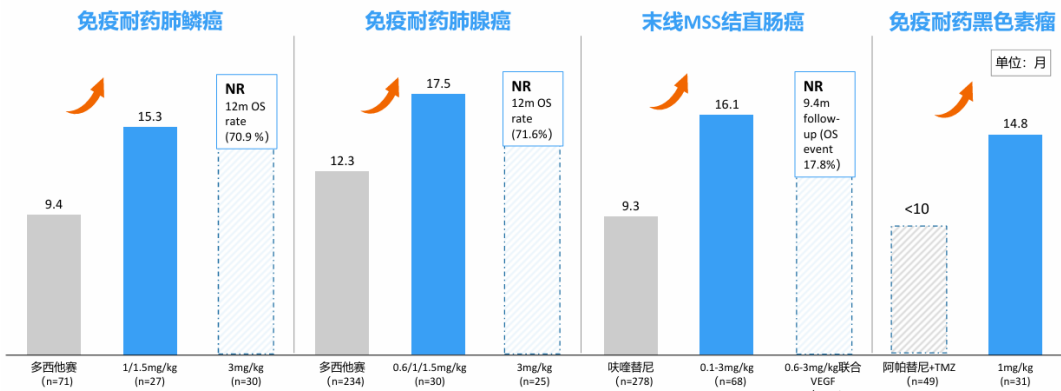
Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1：玛仕度肽与主要竞争对手减重效果对比



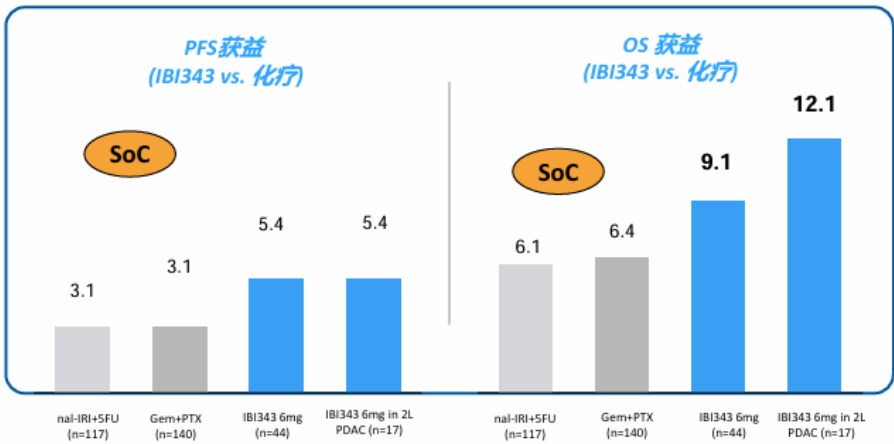
来源：公司资料，中泰国际研究部^Semaglutide 为司美格鲁肽，Surdutide 为司韦度肽，Tirzepatide 为替尔伯肽，Mazdutide 为玛仕度肽

图表 2：IBI363 针对部分肿瘤的无进展生存期（PFS）临床数据



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 3：IBI343 胰腺癌方面的无进展生存期（PFS）与总生存期（OS）临床数据



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 4：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	698	1,046	1,866	2,931	4,695	7,118	8,703	10,464	12,295	13,770
加：折旧及摊销	466	529	593	693	800	956	1,051	1,200	1,304	1,410
减：税费	(336)	(207)	(337)	(504)	(777)	(1,150)	(1,406)	(1,690)	(1,986)	(2,225)
资本开支	(1,368)	(1,382)	(1,396)	(1,438)	(1,466)	(1,496)	(1,526)	(1,556)	(1,587)	(1,619)
营运资本变动	(652)	(43)	(779)	302	356	419	475	500	576	645
自由现金流	111	29	1,506	1,380	2,895	5,009	6,348	7,917	9,450	10,692
税后债务成本	3.0%									
无风险利率	2.4%									
风险溢价	8.0%									
贝塔系数	1.1									
权益成本	11.2%									
WACC	8.2%									
永续增长	6%									
股权价值（百万港币）	166,247									
每股内涵价值（港币）	97.25									

来源：中泰国际研究部预测

图表 5：每股股价敏感性分析

港元		永续增长率（%）					
		5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%	
	7.4%	101.26	122.89	160.32	240.81	539.45	
	7.8%	85.22	99.65	122.29	162.94	257.32	
WACC	8.2%	72.77	82.71	97.25	120.52	163.76	
	8.6%	63.32	70.46	80.38	95.07	119.11	
	9.0%	55.62	60.83	67.78	77.51	92.09	

来源：中泰国际研究部预测

图表 6：财务摘要（年结：12 月 31 日；百万人民币）

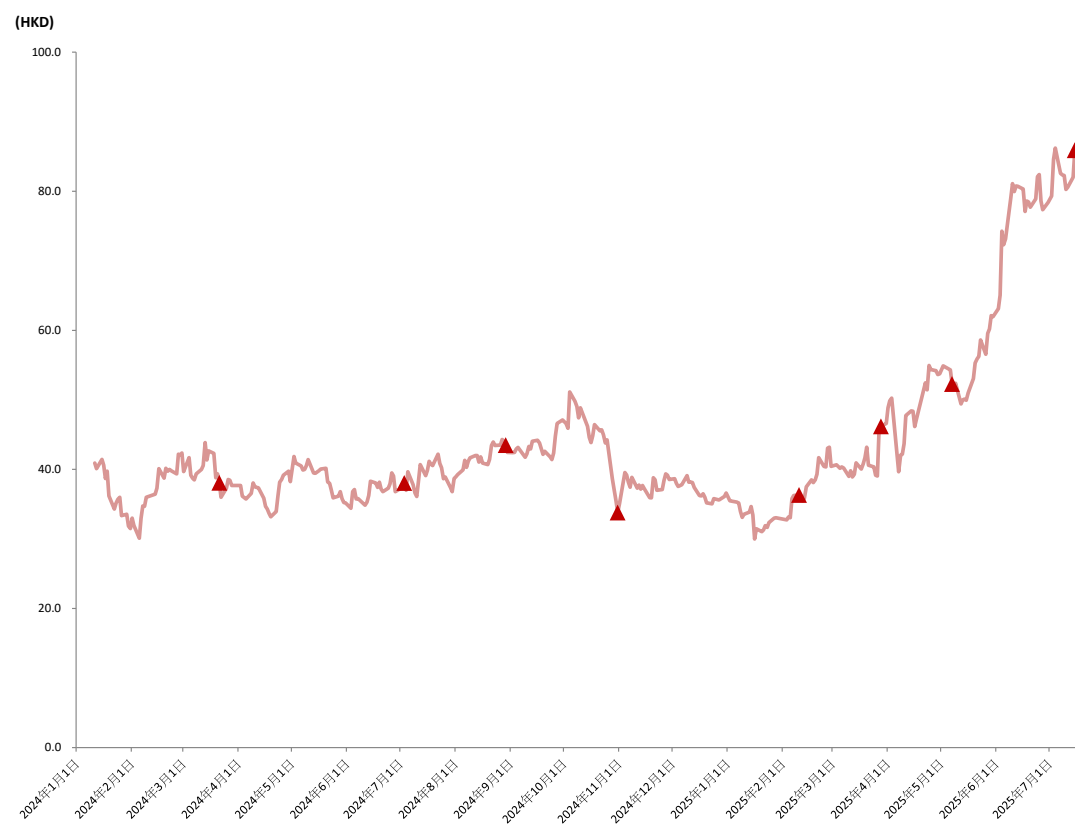
损益表						现金流量表					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,206	9,422	11,841	14,016	17,071	税前利润	(1,144)	(79)	598	913	1,730
授权费收入	447	1,100	838	281	309	折旧及摊销	385	420	466	529	593
医药产品销售收入	5,728	8,228	10,900	13,622	16,638	营运资金变动	403	404	(652)	(43)	(779)
研发服务费收入	30	94	103	113	125	已付利息	93	64	101	146	137
销售成本	(1,136)	(1,510)	(1,828)	(2,275)	(2,637)	已付所得税	(30)	(0)	(336)	(207)	(337)
毛利	5,070	7,912	10,013	11,741	14,434	其他	441	478	(163)	(275)	(235)
其他收入与收益	634	786	479	505	468	经营业务现金净额	148	1,287	13	1,063	1,109
研发开支	(2,228)	(2,681)	(2,834)	(3,160)	(3,860)	购买厂房及设备	(1,119)	(966)	(1,368)	(1,382)	(1,396)
销售及推广开支	(3,101)	(4,347)	(5,226)	(6,027)	(6,900)	其他	121	(200)	219	242	202
行政开支	(750)	(738)	(854)	(1,067)	(1,303)	投资活动现金净额	(999)	(1,165)	(1,149)	(1,140)	(1,193)
特许权使用款项及其他相关付款	(671)	(902)	(850)	(918)	(946)						
经营溢利	(1,046)	30	729	1,074	1,893	发行股份	2,179	0	3,893	0	0
融资成本	(99)	(68)	(101)	(133)	(137)	净新增借款	418	(704)	1,328	882	640
应占联营公司业绩	0	(41)	(31)	(28)	(26)	股息分派	0	0	0	0	0
除税前盈利	(1,144)	(79)	598	913	1,730	其他	(11)	98	(101)	(146)	(137)
所得税	116	(16)	(336)	(207)	(337)	融资活动现金净额	2,587	(607)	5,121	735	503
年内溢利	(1,028)	(95)	261	706	1,393	年初现金	1,016	2,746	2,273	6,258	6,917
非控股权益	0	0	0	0	0	现金增加净额	1,736	(485)	3,984	659	418
股东净利润	(1,028)	(95)	261	706	1,393	汇率变动影响净额	(7)	13	0	0	0
EBIT	(1,046)	(11)	698	1,046	1,866	年末现金	2,746	2,273	6,258	6,917	7,335
EBITDA	(661)	409	1,164	1,575	2,459						

资产负债表						重要指标					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	968	822	1,344	1,352	1,774	增长率 (%)					
应收账款	1,006	1,184	1,568	1,690	2,278	收入	36.2	51.8	25.7	18.4	21.8
银行结余及现金	10,052	7,508	11,493	12,152	12,570	毛利	39.8	56.1	26.6	17.3	22.9
其他	1,402	758	758	758	758	股东净亏损	(52.8)	(90.8)	扭亏为盈	170.1	97.4
流动资产	13,428	10,273	15,163	15,952	17,380						
物业、厂房及设备	4,290	5,280	6,289	7,245	8,146	盈利能力 (%)					
无形资产及商誉	1,270	1,283	1,121	1,050	984	毛利率	81.7	84.0	84.6	83.8	84.6
其他非流动资产	1,639	4,768	4,766	4,766	4,766	经营利率	亏损	0.3	6.2	7.7	11.1
非流动资产	7,199	11,330	12,176	13,062	13,897	净利润率	亏损	亏损	2.2	5.0	10.9
总资产	20,627	21,603	27,340	29,014	31,278	EBIT 利润率	亏损	亏损	5.9	7.5	14.4
应付款项	373	358	546	574	721	EBITDA 利润率	亏损	4.3	9.8	11.2	14.4
短期借款	1,195	405	527	685	890	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	2,909	3,606	3,672	3,731	3,814						
流动负债	4,477	4,369	4,745	4,990	5,426	其他					
长期借款	2,327	2,412	3,619	4,342	4,776	ROAE (%)	不适用	不适用	1.7	4.0	7.5
其他非流动负债	1,296	1,704	1,704	1,704	1,704	ROAA (%)	不适用	不适用	1.1	2.5	4.6
非流动负债	3,623	4,116	5,322	6,046	6,480	存货周转率（天）	385.0	216.3	216.3	216.3	216.3
总负债	8,100	8,485	10,067	11,036	11,906	应收帐周转率（天）	46.5	42.4	42.4	42.4	42.4
股东权益	12,528	13,118	17,273	17,978	19,372	应付帐周转率（天）	112.1	88.2	88.2	88.2	88.2
非控股权益	0	0	0	0	0						
总权益	12,528	13,118	17,273	17,978	19,372						
净现金	6,530	4,691	7,347	7,125	6,904						

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

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	2025-2-11	HK\$36.35	买入（维持）	HK\$43.85
6	2025-3-31	HK\$46.20	买入（维持）	HK\$55.80
7	2025-5-7	HK\$54.30	增持（下调）	HK\$60.00
8	2025-7-16	HK\$85.90	增持（维持）	HK\$97.25

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建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