

医药	收盘价 港元 90.65	目标价 港元 105.00个	潜在涨幅 +15.8%
----	-----------------	-------------------	----------------

2025 年 8 月 29 日

信达生物 (1801 HK)

上市产品销售延续强势，管线全球开发进入关键阶段；上调目标价

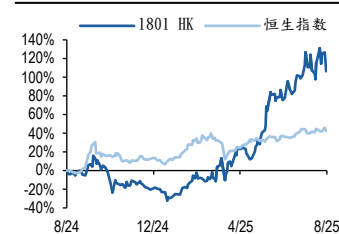
公司产品收入强劲增长，再次验证公司优异的商业化管理能力和产品临床价值。进入 2H25-2026 年，公司有诸多研发催化剂值得期待，包括多个国际多中心关键临床的推进、玛仕度肽两项重磅 III 期数据读出。公司的全球化、多治疗领域管线布局正在逐步成型，长期行业龙头地位稳固，上调目标价。

- ⊕ **强劲商业化表现，重申中长期目标：**1H25 产品收入同比增长 37%至 52 亿元（人民币，下同），主要得益于现有品种持续销售放量及多款新品种的上市（年初至今上市 5 款新产品，商业化组合扩展至 16 款产品）；授权费收入大幅增至 6.7 亿元，主要来自罗氏 DLL3 ADC 合作的 8,000 万美元首付款。净利润 8.3 亿元，同比扭亏的同时，环比 2H24 利润规模进一步扩大；SG&A 费用率下降 8.3ppts，但考虑到多款新产品（包括玛仕度肽的减重适应症）上市，2H25 或有小幅提升；研发费用同比降 28%，但 2H PD-1/IL2 和 CLDN18.2 ADC 全球 III 期启动后将环比增加。整体来看，管理层预计 2H25 净利润和 EBITDA 将继续同比提升。管理层继续指引 2027 年产品收入超 200 亿元、商业化品种数量超 20 款，到 2030 年至少 5 个管线药物进入全球多中心 III 期研究。
- ⊕ **国际多中心 III 期即将启动，全球化开发渐入佳境：**PD-1/IL2 双抗已获 FDA 和 NMPA 批准开展治疗 I/O 耐药的 sq-NSCLC，计划全球多地入组约 600 名患者，同时冷肿瘤（包括 I/O 初治粘膜及肢端型黑色素瘤和 3L+ MSS 结直肠癌）的中国关键临床已经或者计划启动中。CLDN18.2 ADC 治疗 2L+胰腺癌 III 期研究的监管沟通也将在 2H25 启动。此外，多款拥有新机制的候选药物正处于全球同步早期开发，包括 EGFR/B7-H3 双靶 ADC、CEACAM5 双载荷 ADC、GPCR5D/BCMA/CD3 三抗等。非肿瘤领域，2H25 重点关注玛仕度肽两项 III 期数据读出：糖尿病合并肥胖（头对头司美）及高剂量减重。
- ⊕ **上调目标价：**我们基于 1H25 业绩和管理层指引上调 2025-27 年收入预测约 2%，并基于优异的费用率改善上调净利润预测。我们将 DCF 模型起始预测年份滚动至 2026 年，上调目标价至 105 港元（原 85 港元），对应 3.8 倍收入达峰时市销率，与其他行业龙头估值倍数相当，维持**买入**评级。

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)	101.90
52周低位 (港元)	30.00
市值 (百万港元)	155,259.88
日均成交量 (百万)	22.64
年初至今变化 (%)	147.68
200天平均价 (港元)	64.61

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

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	11,953	11,782	1.5%	14,473	14,231	1.7%	17,348	17,071	1.6%
毛利润	10,157	9,953	2.1%	12,370	12,092	2.3%	14,915	14,591	2.2%
毛利率	85.0%	84.5%	0.5ppts	85.5%	85.0%	0.5ppts	86.0%	85.5%	0.5ppts
归母净利润	1,094	751	45.7%	2,230	1,803	23.6%	3,774	3,242	16.4%
净利率	9.2%	6.4%	2.8ppts	15.4%	12.7%	2.7ppts	21.8%	19.0%	2.8ppts

资料来源: FactSet, 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 信达生物：DCF 估值模型

(百万人民币)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	11,953	14,473	17,348	20,458	24,408	27,880	31,157	34,362	37,381	40,517	43,491
EBIT	953	2,282	3,998	5,867	8,382	10,703	12,868	14,986	17,145	19,148	21,128
EBIT * (1-t)	810	1,940	3,398	4,987	7,125	9,097	10,937	12,738	14,573	16,276	17,959
加：折旧摊销	478	498	494	482	471	462	454	448	443	438	435
减：营运资金增加/（减少）	(252)	(228)	(210)	(234)	(150)	(177)	(136)	(129)	(137)	(138)	(144)
减：资本开支	(764)	(467)	(280)	(291)	(300)	(309)	(318)	(323)	(328)	(333)	(338)
自由现金流	272	1,743	3,402	4,944	7,146	9,073	10,937	12,734	14,551	16,243	17,912
永续增长率	2%										
自由现金流现值	57,305										
终值现值	98,272										
企业价值	155,577										
净现金	7,917										
少数股东权益	0										
股权价值（百万人民币）	163,494										
股权价值（百万港元）	179,843										
股份数量（百万）	1,713										
每股价值（港元）	105.00										

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%

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 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 3: 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
1801 HK	信达生物	买入	90.65	105.00	15.8%	2025 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	66.50	78.00	17.3%	2025 年 08 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	152.20	183.00	20.2%	2025 年 08 月 27 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	5.50	8.80	60.0%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	88.00	103.00	17.1%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	454.00	507.00	11.7%	2025 年 08 月 21 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	34.72	74.00	113.1%	2025 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	23.38	37.60	60.8%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	177.20	225.00	27.0%	2025 年 08 月 07 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	27.64	33.00	19.4%	2025 年 07 月 28 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	67.30	72.50	7.7%	2025 年 07 月 02 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	9.14	5.00	-45.3%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	53.55	70.00	30.7%	2025 年 08 月 20 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	16.98	28.75	69.3%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	31.04	34.00	9.5%	2025 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.48	18.00	24.3%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	79.93	93.30	16.7%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	47.63	33.10	-30.5%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	13.28	16.40	23.5%	2025 年 08 月 22 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	35.72	48.00	34.4%	2025 年 08 月 19 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	7.74	9.10	17.6%	2025 年 08 月 19 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.34	14.00	67.9%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	9.44	9.30	-1.5%	2025 年 08 月 25 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	72.65	70.40	-3.1%	2025 年 08 月 22 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	36.49	40.20	10.2%	2025 年 06 月 19 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	31.06	42.00	35.2%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	2.93	3.30	12.6%	2025 年 08 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 8 月 28 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	11,953	14,473	17,348
主营业务成本	(1,136)	(1,510)	(1,796)	(2,103)	(2,434)
毛利	5,070	7,912	10,157	12,370	14,915
销售及管理费用	(3,851)	(5,085)	(5,797)	(6,296)	(6,887)
研发费用	(2,228)	(2,681)	(2,391)	(2,605)	(2,689)
其他经营净收入/费用	(671)	(902)	(1,016)	(1,187)	(1,341)
经营利润	(1,679)	(756)	953	2,282	3,998
财务成本净额	80	334	149	91	146
其他非经营净收入/费用	454	343	50	50	50
税前利润	(1,144)	(79)	1,152	2,424	4,194
税费	116	(16)	(58)	(194)	(419)
净利润	(1,028)	(95)	1,094	2,230	3,774
作每股收益计算的净利润	(1,028)	(95)	1,094	2,230	3,774

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	2,273	3,231	5,614	9,052
应收账款及票据	1,006	1,184	1,501	1,513	1,815
存货	968	822	950	1,124	1,210
其他流动资产	8,708	5,993	6,039	6,088	6,143
总流动资产	13,428	10,273	11,720	14,339	18,218
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	23,484	26,222	30,039
短期贷款	1,195	405	413	421	337
应付账款	373	358	538	487	660
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	4,596	4,592	4,720
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	8,772	8,829	8,466
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	12,527	13,118	14,712	17,393	21,573
股东权益	12,528	13,118	14,713	17,393	21,573
总权益	12,528	13,118	14,713	17,393	21,573

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)	1,152	2,424	4,194
折旧及摊销	350	388	407	429	427
营运资本变动	404	393	(252)	(228)	(210)
利息调整	(354)	(356)	(149)	(91)	(146)
税费	114	(0)	(58)	(194)	(419)
其他经营活动现金流	777	941	562	509	462
经营活动现金流	148	1,287	1,662	2,849	4,308
资本开支	(1,383)	(1,705)	(824)	(527)	(340)
投资活动	(1,001)	(2,848)	(86)	(87)	(89)
其他投资活动现金流	1,386	3,388	225	169	217
投资活动现金流	(999)	(1,165)	(684)	(445)	(212)
负债净变动	387	(730)	56	57	(586)
权益净变动	2,161	0	0	0	0
其他融资活动现金流	39	124	(77)	(78)	(71)
融资活动现金流	2,587	(607)	(20)	(21)	(657)
汇率收益/损失	(7)	13	0	0	0
年初现金	1,016	2,746	2,273	3,231	5,614
年末现金	2,746	2,273	3,231	5,614	9,052

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)	0.653	1.302	2.204
全面摊薄每股收益	(0.660)	(0.058)	0.653	1.302	2.204
每股账面值	7.743	8.008	8.590	10.155	12.596
利润率分析 (%)					
毛利率	81.7	84.0	85.0	85.5	86.0
EBITDA利润率	(22.1)	(4.6)	12.0	19.2	25.9
EBIT利润率	(27.1)	(8.0)	8.0	15.8	23.0
净利率	(16.6)	(1.0)	9.2	15.4	21.8
盈利能力 (%)					
ROA	(5.0)	(0.4)	4.7	8.5	12.6
ROE	(8.2)	(0.7)	7.4	12.8	17.5
ROIC	(6.4)	(0.6)	6.2	11.0	15.8
其他					
净负债权益比 (%)	6.2	4.1	净现金	净现金	净现金
流动比率	3.0	2.4	2.6	3.1	3.9
存货周转天数	311.0	198.7	192.9	195.2	181.4
应收账款周转天数	59.2	45.9	45.8	38.1	38.2
应付账款周转天数	119.7	86.4	109.3	84.6	98.9

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 9 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、武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、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团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，而非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。