

香港股市 | 医药

信达生物 (1801)

上半年业绩大超预期，收入将快速增长

2025 年上半年盈利大超预期

公司上半年收入同比增加 50.6% 至 59.5 亿元（人民币，下同），毛利同比增加 56.3% 至 51.2 亿元，成功扭亏并实现 8.3 亿元盈利（去年同期为 3.9 亿亏损）。主要产品中肿瘤药达伯舒销售收入同比增加 16.0% 至约 2.7 亿美元（约 19.6 亿元），其他产品的收入同比增加 54.5% 至约 32.6 亿元人民币，公司收入略超预期。公司的毛利率同比提升 3.9 个百分点，研发费同比下降三成，销售与管理费用占产品销售收入的比例同比下降 3.9 个百分点，导致股东净利润大幅超越市场及我们的预测。

预计 2025-27E 销售收入将快速增长，利润将明显超越预期

我们预计 2025-27E 公司的产品销售收入将快速增长，主因：1) 达伯舒上半年销售收入略超预期，结肠癌与二线肾癌适应症的上市申请均已获受理，产品适应症还有拓展空间。2) 2025 年获批的信必敏和玛仕度肽信必敏和玛仕度肽将快速上量。信必敏主要治疗甲状腺眼病，国内甲状腺眼病发病率在上升，信必敏临床数据优异。玛仕度肽的减重效果很好。公司表示两款产品上市后销售表现亮眼，预计收入将快速增加。

利润层面，公司表示下半年将加大研发投入，全年研发投入将超 3 亿美元，下半年也将加大对玛仕度肽的销售推广，预计下半年的股东净利润将显著低于上半年，但仍将大超预期。考虑到收入的增长及毛利率提高等，预计 2026-27E 股东净利润也将超预期。

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 目前正在进行 II 期临床，临床数据表明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。IBI343 为全球首个在“癌王”晚期胰腺癌治疗中表现除较好疗效的 ADC 药物，正在进行 III 期临床，我们看好这两项产品的需求空间。

目标价上调至 113.75 港元，评级上调至“买入”

我们将 2025-27E 收入预测分别上调 4.9%、5.4%、6.8%。2025E 的股东净利润预测从 2.6 亿元上调至 9.4 亿元。2026-27E 股东净利润预测分别上调 37.2%、20.4%。根据调整后 DCF 模型，目标价升至 113.75 港元，评级上调至“买入”。

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 8 月 28 日）

年结:12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	6,206	9,422	12,425	14,770	18,226
增长率 (%)	36.2	51.8	31.9	18.9	23.4
股东净利润	(1,028)	(95)	937	968	1,677
增长率 (%)	(52.8)	(90.8)	扭亏为盈	3.3	73.2
每股盈利 (人民币)	(0.66)	(0.06)	0.56	0.57	0.99
市盈率 (倍)	不适用	不适用	147.3	144.9	83.7
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	10.96	11.55	12.57
市净率 (倍)	11.2	10.3	7.6	7.2	6.6

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

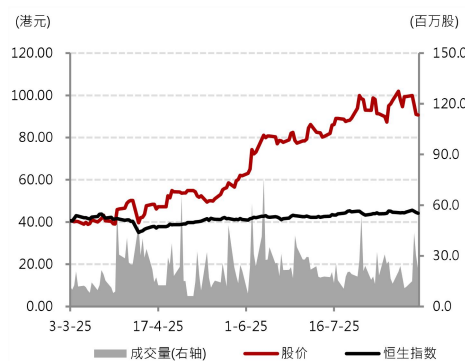
目标价：113.75 港元

股票资料（更新至 2025 年 8 月 28 日）

收市价	90.65 港元
总市值	155,260.32 百万港元
流通股比例	82.79%
已发行总股本	1,712.75 百万
52 周价格区间	28.65-106 港元
3 个月日均成交额	2,045.35 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: DCF 模型

年结: 12 月 31 日 百万人民币	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	1,337	2,181	3,354	5,372	8,011	9,324	11,210	13,172	14,489	15,358
加: 折旧及摊销	529	593	693	800	956	1,051	1,200	1,304	1,410	1,518
减: 税费	(236)	(367)	(549)	(859)	(1,262)	(1,468)	(1,766)	(2,074)	(2,282)	(2,419)
资本开支	(1,382)	(1,396)	(1,438)	(1,466)	(1,496)	(1,526)	(1,556)	(1,587)	(1,619)	(1,651)
营运资本变动	73	(982)	323	381	449	509	536	617	678	719
自由现金流	176	1,993	1,737	3,465	5,761	6,873	8,552	10,197	11,320	12,087
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)	194,825									
每股内涵价值 (港币)	113.75									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 2: 每股股权价格敏感性分析

港元	永续增长率 (%)					
	7.4%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%
		117.91	142.19	184.18	274.30	606.49
	7.8%	100.01	116.27	141.77	187.50	293.38
WACC	8.2%	86.06	97.31	113.75	140.04	188.82
	8.6%	75.44	83.54	94.79	111.46	138.70
	9.0%	66.73	72.67	80.59	91.66	108.26

来源: 中泰国际研究部预测

图表 3: 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	12,425	14,770	18,226	税前利润	(1,144)	(79)	1,053	1,204	2,044
授权费收入	447	1,100	766	220	242	折旧及摊销	385	420	466	529	593
医药产品销售收入	5,728	8,228	11,530	14,408	17,828	营运资金变动	403	404	(764)	73	(982)
研发服务费收入	30	94	129	142	157	已付利息	93	64	101	146	137
销售成本	(1,136)	(1,510)	(1,817)	(2,232)	(2,607)	已付所得税	(30)	(0)	(116)	(236)	(367)
毛利	5,070	7,912	10,608	12,538	15,619	其他	441	478	(238)	(290)	(244)
其他收入与收益	634	786	464	322	280	经营业务现金净额	148	1,287	502	1,427	1,181
研发开支	(2,228)	(2,681)	(2,646)	(3,170)	(3,922)	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)	(5,334)	(6,268)	(7,394)	其他	121	(200)	293	257	212
行政开支	(750)	(738)	(914)	(1,153)	(1,426)	投资活动现金净额	(999)	(1,165)	(1,075)	(1,125)	(1,184)
特许权使用款项及其他相关付款	(671)	(902)	(966)	(891)	(936)	发行股份	2,179	0	3,893	0	0
经营溢利	(1,046)	30	1,212	1,380	2,221	净新增借款	418	(704)	1,328	882	640
融资成本	(99)	(68)	(112)	(133)	(137)	股息分派	0	0	0	0	0
应占联营业绩	0	(41)	(47)	(42)	(40)	其他	(11)	98	(101)	(146)	(137)
除税前盈利	(1,144)	(79)	1,053	1,204	2,044	融资活动现金净额	2,587	(607)	5,121	735	503
所得税	116	(16)	(116)	(236)	(367)	年初现金	1,016	2,746	2,273	6,821	7,859
年内溢利	(1,028)	(95)	937	968	1,677	现金增加净额	1,736	(485)	4,548	1,037	500
非控股权益	0	0	0	0	0	汇率变动影响净额	(7)	13	0	0	0
股东净利润	(1,028)	(95)	937	968	1,677	年末现金	2,746	2,273	6,821	7,859	8,358
EBIT	(1,046)	(11)	1,165	1,337	2,181						
EBITDA	(661)	409	1,631	1,866	2,774						

资产负债表						重要指标					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	968	822	1,332	1,314	1,777	增长率 (%)					
应收账款	1,006	1,184	1,704	1,730	2,507	收入	36.2	51.8	31.9	18.9	23.4
银行结余及现金	10,052	7,508	12,056	13,093	13,593	毛利	39.8	56.1	34.1	18.2	24.6
其他	1,402	758	758	758	758	股东净亏损	(52.8)	(90.8)	扭亏为盈	3.3	73.2
流动资产	13,428	10,273	15,850	16,895	18,635	盈利能力 (%)					
物业厂房设备	4,290	5,280	6,289	7,245	8,146	毛利率	81.7	84.0	85.4	84.9	85.7
无形资产及商誉	1,270	1,283	1,121	1,050	984	经营利率	亏损	0.3	9.8	9.3	12.2
其他非流动资产	1,639	4,768	4,766	4,766	4,766	净利润率	亏损	亏损	7.5	6.6	12.0
非流动资产	7,199	11,330	12,176	13,062	13,897	EBIT 利润率	亏损	亏损	9.4	9.1	15.2
总资产	20,627	21,603	28,026	29,957	32,532	EBITDA 利润率	亏损	4.3	13.1	12.6	15.2
贸易应付款项	373	358	541	558	723	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
短期借款	1,195	405	527	685	890	其他					
其他流动负债	2,909	3,606	3,688	3,752	3,846	ROAE (%)	(8.8)	(0.7)	6.0	5.3	8.5
流动负债	4,477	4,369	4,756	4,995	5,458	ROAA (%)	(5.4)	(0.4)	3.8	3.3	5.4
长期借款	2,327	2,412	3,619	4,342	4,776	存货周转率 (天)	385.0	216.3	216.3	216.3	216.3
其他非流动负债	1,296	1,704	1,704	1,704	1,704	应收帐周转率 (天)	46.5	42.4	42.4	42.4	42.4
非流动负债	3,623	4,116	5,322	6,046	6,480	应付帐周转率 (天)	112.1	88.2	88.2	88.2	88.2
总负债	8,100	8,485	10,078	11,041	11,938						
股东权益	12,528	13,118	17,948	18,917	20,594						
非控股权益	0	0	0	0	0						
总权益	12,528	13,118	17,948	18,917	20,594						
净现金	6,530	4,691	7,911	8,066	7,927						

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
9	2025-8-28	HK\$90.65	买入 (上调)	HK\$113.75

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提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