

医药生物

2025年09月01日

信达生物

(01801)

——中报业绩超预期，创新管线持续拓展

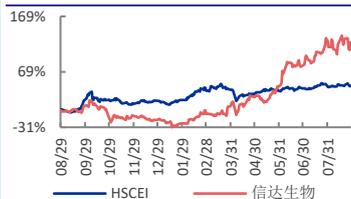
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025年08月29日

收盘价 (港币)	96.85
恒生中国企业指数	8947.79
52周最高/最低 (港币)	106.00/28.65
H股市值 (亿港元)	1,658.79
流通H股 (百万股)	1,712.74
汇率 (人民币/港币)	1.0970

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

周文远 A0230518110003  
zhouwy@swsresearch.com

研究支持

胡梦婷 A0230524060004  
humt@swsresearch.com

联系人

胡梦婷  
(8621)23297818x  
humt@swsresearch.com

投资要点：

信达生物 2025 年上半年收入同比增长 50.6%，达到 59.5 亿元，净利润为 8.34 亿元（上年同期净亏损为 3.93 亿元）。公司经调整净利润为 12.1 亿元，高于我们的预期。2025 年上半年，公司研发费用同比下降 27.9%至 10.1 亿元，研发费用率为 17.0%。公司销售费用同比增长 26.4%至 23.8 亿元，销售费用率同比下降 7.7 个百分点至 40.0%。此外，上半年公司综合毛利率同比提升 3.1 个百分点至 86.0%。截至 2025 年 7 月底，公司在手现金超过 20 亿美元。

**商业化产品组合扩大，产品销售爬坡超预期。**2025 年上半年，随着肿瘤板块销售爬坡，以及 CVM 板块贡献提升，公司产品销售同比增长 37.3%至 52.3 亿元，授权收入同比增长 474.2%至 6.66 亿元。目前，公司拥有 16 款商业化产品，上半年 5 款新产品获批上市，包括 ROS1、EGFR TKI、BTK、IGF-1R 和玛仕度肽 (GCG/GLP-1)。随着管线的持续拓展，公司预计 2027 年将拥有 20 款商业化产品，产品收入有望达到 200 亿元，2030 年将有至少 5 个管线进入全球多中心三期临床。

**加速新一代 IO 和 ADC 管线开发。**核心管线方面，公司计划针对 IBI363 (PD-1/IL-2 $\alpha$ -bias) 开展三项注册研究，包括黑色素瘤关键临床二期研究，以及两项分别针对 MSS CRC 和鳞状 NSCLC 的临床研究。其中，针对鳞状 NSCLC 的全球多中心三期临床即将启动。同时，公司已启动 IBI363 (PD-1/IL-2) 针对一线 NSCLC 和一线 CRC 的 Ib/II 期 PoC 研究。此外，公司预计将进一步探索联合疗法和其他适应症，包括 EGFR 突变 NSCLC、PROC，以及非鳞状 NSCLC 的新辅助治疗。此外，CLDN18.2 ADC (IBI343) 正在中国和日本开展针对三线 GC 的三期临床试验。同时，公司已于今年 8 月启动针对三线及以上 PDAC 的三期临床试验，以及正在计划针对二线及以上 PDAC 的全球三期临床试验。此外，公司新一代 ADC 管线已进入一期临床阶段，例如 IBI3001 (EGFR/B7H3 ADC)、IBI3005 (EGFR/HER3 ADC)、IBI3020 (CEACAM5 双载荷 ADC)。

**综合管线进一步拓展。**公司综合管线涵盖 CVM、皮肤科和风湿科，以及眼科。作为 CVM 领域的旗舰产品，玛仕度肽 (GLP-1R/GCGR) 已于 2025 年 6 月获得 NMPA 针对肥胖和超重的上市批准。同时，玛仕度肽 T2D 适应症正在 NMPA 审评中，有望于 2025 年下半年获批。此外，公司预计将于下半年启动针对 IBI3032 (口服 GLP-1) 的一期临床试验。此外，公司预计将于 2025 年底获得 NMPA 关于 IBI112 (匹康奇单抗, IL-23p19) 针对银屑病的上市批准，进一步丰富其综合管线。此外，公司拥有丰富的非肿瘤在研产品，包含 IBI128 (XOI)、IBI355 (CD40L)、IBI356 (OX40L)、IBI3002 (TSLP/IL-4 $\alpha$ )、IBI3016 (AGT siRNA) 等。

**维持买入评级。**考虑肿瘤产品的销售放量，以及 CVM 板块贡献提升，我们将 25 年的每股盈利预测从 0.16 元上调至 0.58 元，将 26 年预测从 0.88 元上调至 0.89 元，新增 27 年预测为 1.52 元。我们将目标价从 59.6 港币上调至 117.7 港币，对应 22%的上涨空间，维持买入评级。

**风险提示：**核心管线产品研发失败；核心管线产品竞争加剧；销售放量低于预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	6,206	9,422	12,061	14,033	18,365
同比增长率 (%)	36.21	51.82	28.01	16.36	30.87
归母净利润 (百万元)	(1,028)	(95)	985	1,522	2,603
同比增长率 (%)	-	-	-	0.54	0.71
每股收益 (元/股)	(0.66)	(0.06)	0.58	0.89	1.52
净资产收益率 (%)	(8.21)	(0.72)	6.99	6.74	5.84
市盈率	-	-	154.92	100.28	58.64
市净率	11.09	11.05	10.82	9.77	8.37

注：“每股收益”为归母净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

Innovent reported 1H25 revenue of Rmb5.95bn (+50.6% YoY) and net profit of Rmb834m (vs net losses of Rm393m in 1H24). Its adjusted net profit reached Rmb1.21bn, beating our expectation. Its R&D expenses reached Rmb1.01bn (-27.9% YoY) in 1H25, with R&D expenses ratio of 17.0%. Its selling expenses reached Rmb2.38bn (+26.4% YoY), with selling expenses ratio down 7.7 ppts to 40.0% in 1H25. In addition, its gross profit margin increased 3.1 ppts to 86.0% in 1H25. As the end of July 2025, the company has cash balance of over c.US\$2.0bn.

**Strong product sales ramp-up with expansion of commercialized product portfolio.** In 1H25, its product sales reached Rmb5.23bn (+37.3% YoY) with the sales ramp-up of oncology sector and rising contribution from CVM sector, and license revenue reached Rmb666m (+474.2% YoY). Currently, the company has 16 commercialized products, with five new products launched in 1H25, including ROS1, EGFR TKI, BTK, IGF-1R and mazdutide (GCG/GLP-1). With the expansion of its pipelines, the company expects to have 20 commercialized products, with the total product revenue of Rmb20.0bn in 2027E, and at least five pipelines in global MRCT Phase 3 in 2030E.

**Accelerate the development of next-generation IO and ADC pipelines.** As for the key pipeline, the company planned three registration studies for IBI363 (PD-1/IL-2 $\alpha$ -bias), including Phase 2 pivotal clinical trial in melanoma, and two clinical trials in MSS CRC and squamous NSCLC. Among which, the global multi-regional clinical trial (MRCT) Phase 3 trial for sqNSCLC is expected to initiated soon. Meanwhile, the company has launched Phase 1b/2 PoC studies of IBI363 (PD-1/IL-2) in 1L NSCLC and 1L CRC. In addition, the company plans to further explore combo therapies and other indications, including EGFRmu NSCLC, PROC, and neoadjuvant therapy for nsqNSCLC. In addition, the CLDN18.2 ADC (IBI343) is currently under phase III trial for 3L GC in China and Japan. Meanwhile, the company has initiated phase III trial for 3L+ PDAC in this August and is planning for the global phase III trial for 2L+ PDAC. In addition, its next-generation ADCs are entering Phase 1 trials, such as IBI3001 (EGFR/B7H3 ADC), IBI3005 (EGFR/HER3 ADC), IBI3020 (CEACAM5 dual-payload ADC).

**Further expansion of general biomedicine franchise.** Its general biomedicine pipelines cover CVM, dermatology and rheumatology, and ophthalmology. As the flagship product of its CVM field, mazdutide (GLP-1R/GCGR) has received NMPA's approval for obesity or overweight in June 2025. Meanwhile, mazdutide for treatment T2D is under NMPA's review, which is expected to receive the approval in 2H25E. In addition, the company expects to launch the phase I trial for IBI3032 (oral GLP-1) in 2H25E. Additionally, the company expects to receive NMPA's approvals for IBI112 (picankibart, IL-23p19) for the psoriasis at the end of 2025E, which will further enrich its general biomedicine portfolio. In addition, the company has fruitful non-oncology candidates, including IBI128 (XOI), IBI355 (CD40L)、IBI356 (OX40L)、IBI3002 (TSLP/IL-4 $\alpha$ )、IBI3016 (AGT siRNA), etc.

**Maintain BUY.** Considering the sales ramp-up of oncology sector and rising contribution from CVM sector, we raise our EPS forecast from Rmb0.16 to Rmb0.58 in 25E, from Rmb0.88 to Rmb0.89 in 26E and forecast Rmb1.52 in 27E. We raise our target price from HK\$59.6 to HK\$117.7. With 22% upside, we maintain our BUY rating.

**Risks:** R&D failure of key pipeline; rising competitions of key pipeline; lower-than-expected sales ramp-up.

## 合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,206	9,422	12,061	14,033	18,365
销售成本	(1,136)	(1,510)	(1,686)	(1,824)	(2,204)
毛利	5,070	7,912	10,359	12,209	16,161
其他收入	552	536	480	480	480
销售、行政及管理费用	(3,851)	(5,085)	(5,812)	(6,580)	(8,097)
税息折旧及摊销前利润	(624)	565	2,306	2,949	4,301
息税前利润	(1,009)	146	1,887	2,530	3,881
财务费用	(48)	(30)	(30)	(59)	(59)
税前利润	(1,144)	(79)	1,159	1,790	3,062
所得税开支	116	(16)	(174)	(269)	(459)
非控股权益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	(1,028)	(95)	985	1,522	2,603

资料来源：信达生物 2023 和 2024 年报，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。