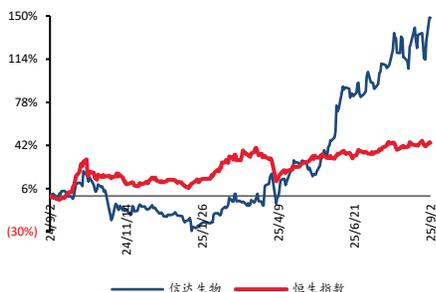


## 业绩高增长，25H2 关注 IBI363 全球临床开发及自免管线数据

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	17.13/17.13
总市值/流通(亿港元)	1,803.5/1,803.5
12个月内最高/最低价(港元)	108.5/28.65

### 相关研究报告

<<IBI363 后线 CRC 和免疫耐药非小数据超预期>>--2025-06-06

<<深度报告-肿瘤、代谢、自免、眼科四象并驱的全球化 Biopharma>>--2025-04-14

### 证券分析师: 周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com  
分析师登记编号: S1190523060002

### 证券分析师: 戎晓婕

E-MAIL: rongxj@tpyzq.com  
分析师登记编号: S1190525070001

### 事件:

近日公司发布 2025 年半年度业绩公告。

### 观点:

**营收利润高增长，实现扭亏为盈。**2025 年上半年，公司营业收入 59.5 亿元（同比+50.6%），其中产品销售收入为 52.3 亿元（同比+37.3%），授权费收入为 6.66 亿元（主要来自与罗氏合作的首付款）。公司毛利率提升至 86.8%，同比上升 2.7 个百分点；销售费用为 23.75 亿元，同比增加 26.38%；研发费用为 10.09 亿元，同比下降 27.91%。公司 Non-IFRS 净利润 12.13 亿元，Non-IFRS EBITDA 为 14.13 亿元，实现扭亏为盈。截至 2025 年 7 月 31 日，公司账上现金及现金等价物超 20 亿美元。

**商业化矩阵日益丰富，25H2 产品收入有望保持强劲增长。**截止目前，公司商业化产品扩充至 16 款，包括 12 款肿瘤产品和 4 款综合管线产品。其中，2025H1 公司新增 5 款上市产品，肿瘤领域为他雷替尼（ROS1）、利厄替尼（EGFR TKI）和匹妥布替尼（BTK），综合管线领域为玛仕度肽（GCG/GLP-1）和替妥尤单抗（IGF-1R）。2025 年下半年，随着信迪利单抗的适应症扩展、玛仕度肽 T2DM 新适应症获批、匹康奇拜单抗（IL-23p19）银屑病适应症获批等，公司产品收入有望保持强劲增长。

**IBI363 启动 IO 耐药肺鳞癌首个全球多中心 3 期研究，多项早研阶段产品有望持续读出数据。**公司自主研发 PD-1/IL-2 $\alpha$ -bias 双抗 IBI363 于 2025 ASCO 上披露了用于免疫耐药鳞状 NSCLC 优异疗效数据，3mg/kg 剂量组中，cORR 为 36.7%，mPFS 为 9.3 个月，12 个月 OS 率为 70.9%。公司已启动了 IBI363 针对该适应症的首个国际多区域临床试验（MRCT）3 期研究。此外，IBI343（CLDN18.2 ADC）首个 3L 胃癌 MRCT 3 期研究积极推进。早研产品中，多项下一代肿瘤及综合产品管线进入临床 1 期，将持续读出数据。肿瘤领域包括 IBI3001（EGFR/B7H3 ADC）、IBI3005（EGFR/HER3 ADC）、IBI3020（CEACAM5 双载荷 ADC）以及 IBI3003（GPCR5D/BCMA/CD3）等，综合管线包括 IBI355（CD40L）、IBI356（OX40L）、IBI3002（TSLP/IL-4 $\alpha$ ）、IBI3016（AGT siRNA）及 IBI3032（口服 GLP-1）等。

**公司 2025H2 催化剂丰富。**1) IBI363 陆续开出注册临床（3LMSS 肠癌 3 期计划中），并探索联合疗法及拓宽适应症；2) 玛仕度肽：T2DM 适应症获批，中重度肥胖（9mg）及 T2DM 合并肥胖（H2H 司美）临床 3 期结果读出；3) 匹康奇拜单抗（IL23p19）银屑病适应症获批；4) 数据读出：IBI128（XOI）中国高尿酸血症 2 期，IBI356（OX40L）特异性皮炎 1 期，IBI3002（TSLP/IL-4R $\alpha$ ）哮喘 1 期，多项肿瘤管线早期临床数据。

### 投资建议:

DCF 法和 NPV 法进行估值并取二者平均数，测算出目标市值为 2119 亿港元（汇率 0.91），对应股价为 123.69 港元，维持“买入”评级。

风险提示：研发或销售不及预期风险，行业政策风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	94.22	123.67	160.84	211.88
营业收入增长率(%)	51.82%	31.26%	30.06%	31.73%
归母净利（亿元）	-0.95	8.77	20.22	37.56
净利润增长率(%)	—	—	131%	86%
摊薄每股收益（元）	-0.06	0.51	1.18	2.19
市盈率（PE）	—	188.11	81.58	43.91

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (亿)				
	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	102.73	142.10	183.46	247.13
现金	22.73	57.51	90.45	142.73
应收账款及票据	11.84	15.55	20.22	26.63
存货	8.22	8.37	11.16	14.83
其他	59.93	60.68	61.63	62.94
非流动资产	113.30	94.96	88.97	83.57
固定资产	52.80	47.52	42.76	38.49
无形资产	13.81	12.43	11.18	10.07
其他	46.69	35.02	35.02	35.02
资产总计	216.03	237.07	272.43	330.71
流动负债	43.69	54.03	69.17	89.89
短期借款	4.05	4.05	4.05	4.05
应付账款及票据	3.58	3.64	4.86	6.45
其他	36.06	46.34	60.27	79.39
非流动负债	41.16	43.09	43.09	43.09
长期债务	24.12	24.12	24.12	24.12
其他	17.04	18.97	18.97	18.97
负债合计	84.85	97.12	112.26	132.98
普通股股本	0.00	0.00	0.00	0.00
储备	131.55	140.32	160.54	198.10
归属母公司股东权益	131.18	139.95	160.17	197.73
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	131.18	139.95	160.17	197.73
负债和股东权益	216.03	237.07	272.43	330.71

现金流量表 (亿)				
	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	12.87	21.77	33.54	52.89
投资性现金流	-11.65	13.61	0.00	0.00
融资性现金流	-6.07	-0.60	-0.60	-0.60
现金增加额	-4.72	34.77	32.94	52.29

利润表 (亿)				
	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	94.22	123.67	160.84	211.88
其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	15.10	15.37	20.50	27.24
销售费用	43.47	54.34	65.20	78.24
管理费用	7.38	9.23	11.07	13.28
研发费用	26.81	21.45	23.59	27.13
财务费用	0.68	0.60	0.60	0.60
除税前溢利	-0.79	10.32	23.79	44.19
所得税	0.16	1.55	3.57	6.63
净利润	-0.95	8.77	20.22	37.56
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-0.95	8.77	20.22	37.56
EBIT	-0.11	10.92	24.39	44.79
EBITDA	4.09	17.58	30.39	50.19
EPS (元)	-0.06	0.51	1.18	2.19

预测指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	51.82%	31.26%	30.06%	31.73%
归母净利润增长率	90.79%	1026.64%	130.58%	85.77%
毛利率	83.97%	87.57%	87.25%	87.15%
销售净利率	-1.00%	7.09%	12.57%	17.73%
ROE	-0.72%	6.27%	12.62%	19.00%
ROIC	-0.08%	5.52%	11.01%	16.85%
资产负债率	39.28%	40.97%	41.21%	40.21%
净负债比率	4.15%	-20.96%	-38.88%	-57.94%
流动比率	235.14%	263.01%	265.22%	274.93%
速动比率	213.26%	244.28%	245.80%	255.10%
P/E	—	188.11	81.58	43.91
P/B	4.18	11.79	10.30	8.34
EV/EBITDA	135.47	92.16	52.24	30.58

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；  
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；  
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；  
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。