

香港股市 | 医药

信达生物（1801 HK）

三季度产品销售收入快速增加

2025 年第三季度产品销售收入快速增加

公司第三季度的产品销售收入同比增加 40%以上至超 33 亿元人民币，略超预期。虽然肿瘤药达伯舒的第三季度销售额同比减少 5.6%至 1.4 亿美元（约 10.4 亿人民币），但是由于新产品信尔美（玛仕度肽注射液）、信必乐与信必敏快速放量，除达伯舒以外的其他产品销售收入同比增加约八成。

武田加盟将夯实公司在 IO 与 ADC 领域研发能力

公司日前与武田药品（4502 JP）达成海外授权协议，将共同致力于肿瘤免疫疗法（IO）及抗体偶联物（ADC）的研发。合作范围涵盖两款后期在研药物 IBI363（PD-1/IL-2α-bias）、IBI343（CLDN18.2 ADC）及早期研发项目 IBI3001（EGFR/B7H3 ADC）的选择权。公司将获 12 亿美元的首付款，包括以认购方式获得的 1 亿美元战略股权投资，认购价较股份发行协议日前三十个交易日的股份加权平均收市价溢价 20%。此外，公司还有权获得最多 102 亿美元的潜在里程碑付款及海外销售分成。

根据我们的了解，公司目前尚在检讨武田的首付款入账方面的具体安排，但武田是日本最大的药企，年收入多年名列全球前十，全球享有盛誉，因此我们认为武田的加盟对产品的研发推进与未来上市后的销售都有利。

目标价上调至 116.60 港元，重申“买入”评级

由于武田首付款的入账时间未定，我们暂不调整授权费收入预测，但根据第三季度的情况上调产品销售收入的预测，并将 2025-27E 收入预测分别上调 2.7%、4.3%、4.7%，股东净利润预测分别上调 1.3%、6.4%、6.3%，目标价从 113.75 港元上调至 116.60 港元，重申“买入”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 11 月 6 日）

结:12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	6,206	9,422	12,756	15,408	19,084
增长率 (%)	36.2	51.8	35.4	20.8	23.9
股东净利润	(1,028)	(95)	949	1,030	1,782
增长率 (%)	(52.8)	(90.8)	扭亏为盈	8.5	73.1
每股盈利 (人民币)	(0.66)	(0.06)	0.57	0.61	1.05
市盈率 (倍)	不适用	不适用	141.8	132.8	76.8
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)	7.72	8.01	10.96	11.59	12.68
市净率 (倍)	10.5	10.1	7.4	7.0	6.4

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

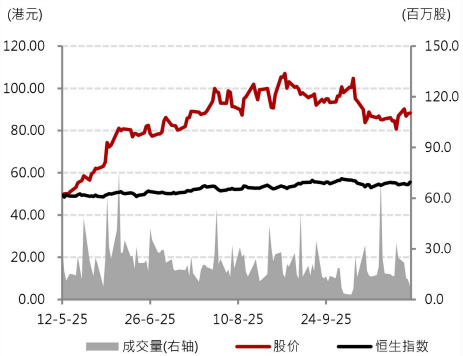
目标价：116.60 港元

股票资料（更新至 2025 年 11 月 6 日）

收市价	88.30 港元
总市值	151,303.82 百万港元
流通股比例	82.80%
已发行总股本	1,713.52 百万
52 周价格区间	28.65-109.1 港元
3 个月日均成交额	1,856.21 百万港元
主要股东	淡马锡（占 7.58%）

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

20250829: 信达生物（1801 HK）：上半年业绩大超预期，收入将快速增长

20250716: 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

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	1,410	2,304	3,525	5,658	8,410	10,435	12,000	13,918	15,727	16,985
加：折旧及摊销	537	604	700	912	1,014	1,133	1,267	1,379	1,493	1,610
减：税费	(246)	(386)	(575)	(901)	(1,322)	(1,640)	(1,886)	(2,187)	(2,471)	(2,669)
资本开支	(1,409)	(1,423)	(1,494)	(1,524)	(1,554)	(1,585)	(1,617)	(1,649)	(1,682)	(1,716)
营运资本变动	90	(1,054)	339	400	470	533	562	646	730	788
自由现金流	202	2,154	1,817	3,745	6,078	7,810	9,203	10,814	12,336	13,421
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）	199,834									
每股内涵价值（港币）	116.60									

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（%）				
		5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%
	7.4%	122.24	147.16	190.24	282.66	622.95
	7.8%	103.30	119.87	145.85	192.43	300.22
WACC	8.2%	88.60	99.98	116.60	143.18	192.48
	8.6%	77.44	85.58	96.87	113.60	140.93
	9.0%	68.34	74.25	82.14	93.17	109.69

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）

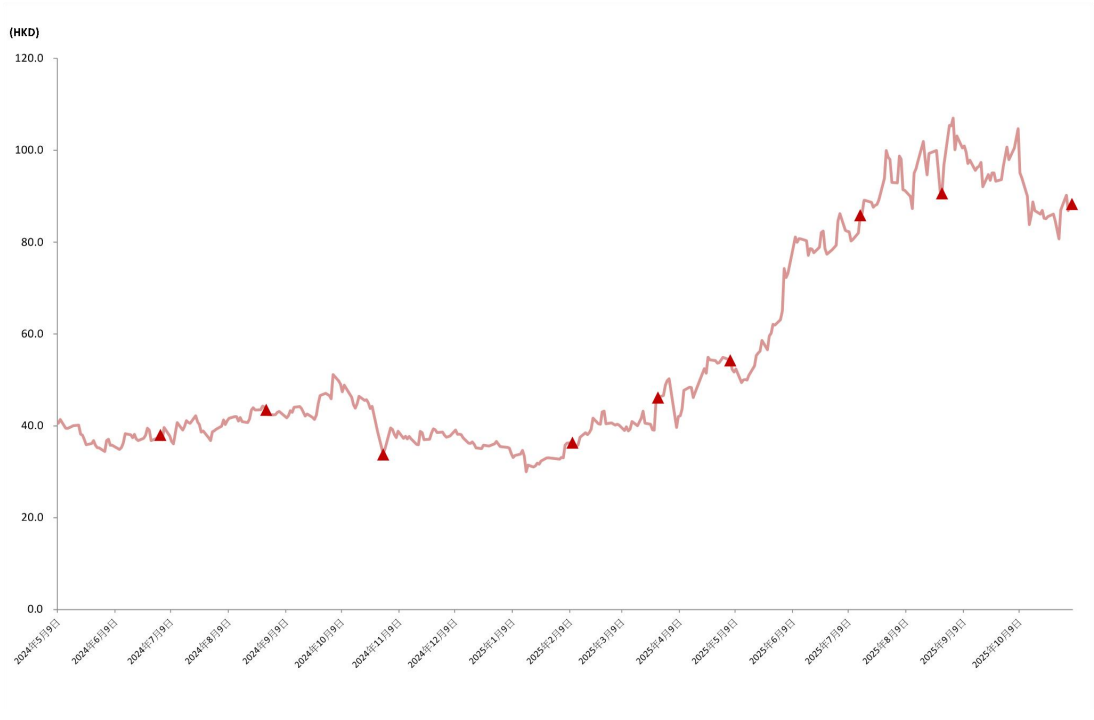
损益表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,206	9,422	12,756	15,408	19,084	税前利润	(1,144)	(79)	1,067	1,276	2,168
授权费收入	447	1,100	766	220	242	折旧及摊销	385	420	466	537	604
医药产品销售收入	5,728	8,228	11,861	15,045	18,685	营运资金变动	403	404	(867)	90	(1,054)
研发服务费收入	30	94	129	142	157	已付利息	93	64	101	146	137
销售成本	(1,136)	(1,510)	(1,866)	(2,327)	(2,728)	已付所得税	(30)	(0)	(118)	(246)	(386)
毛利	5,070	7,912	10,890	13,081	16,356	其他	441	478	(236)	(288)	(244)
其他收入与收益	634	786	463	321	279	经营业务现金净额	148	1,287	413	1,515	1,225
研发开支	(2,228)	(2,681)	(2,732)	(3,310)	(4,111)	购买厂房及设备	(1,119)	(966)	(1,381)	(1,409)	(1,423)
销售及推广开支	(3,101)	(4,347)	(5,490)	(6,545)	(7,749)	其他	121	(200)	292	256	211
行政开支	(750)	(738)	(939)	(1,204)	(1,495)	投资活动现金净额	(999)	(1,165)	(1,089)	(1,153)	(1,212)
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	1,226	1,452	2,345	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
应占联营公司业绩	0	(41)	(47)	(42)	(40)	其他	(11)	98	(101)	(146)	(137)
除税前盈利	(1,144)	(79)	1,067	1,276	2,168	融资活动现金净额	2,587	(607)	5,121	735	503
所得税	116	(16)	(118)	(246)	(386)	年初现金	1,016	2,746	2,273	6,718	7,815
年内溢利	(1,028)	(95)	949	1,030	1,782	现金增加净额	1,736	(485)	4,444	1,097	516
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)	949	1,030	1,782	年末现金	2,746	2,273	6,718	7,815	8,331
EBIT	(1,046)	(11)	1,179	1,410	2,304						
EBITDA	(661)	409	1,645	1,947	2,908						

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	重要指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	968	822	1,390	1,368	1,866	增长率 (%)					
应收账款	1,006	1,184	1,781	1,801	2,636	收入	36.2	51.8	35.4	20.8	23.9
银行结余及现金	10,052	7,508	11,953	13,050	13,566	毛利	39.8	56.1	37.6	20.1	25.0
其他	1,402	758	758	758	758	股东净亏损	(52.8)	(90.8)	扭亏为盈	8.5	73.1
流动资产	13,428	10,273	15,882	16,977	18,826						
物业、厂房及设备	4,290	5,280	6,302	7,276	8,194	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	85.4	84.9	85.7
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	9.6	9.4	12.3
非流动资产	7,199	11,330	12,189	13,093	13,945	净利润率	亏损	亏损	7.4	6.7	12.1
总资产	20,627	21,603	28,071	30,070	32,771	EBIT 利润率	亏损	亏损	9.2	9.1	15.2
贸易应付款项	373	358	565	580	759	EBITDA 利润率	亏损	4.3	12.9	12.6	15.2
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	3,697	3,769	3,869						
流动负债	4,477	4,369	4,788	5,034	5,518	其他					
长期借款	2,327	2,412	3,619	4,342	4,776	ROAE (%)	(8.8)	(0.7)	6.1	5.6	9.0
其他非流动负债	1,296	1,704	1,704	1,704	1,704	ROAA (%)	(5.4)	(0.4)	3.8	3.5	5.7
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	10,111	11,080	11,998	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	17,960	18,990	20,773	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	17,960	18,990	20,773						
净现金	6,530	4,691	7,807	8,023	7,900						

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	2024-7-4	HK\$38.05	买入（维持）	HK\$51.05
2	2024-8-30	HK\$43.50	买入（维持）	HK\$55.40
3	2024-11-1	HK\$33.80	买入（维持）	HK\$42.45
4	2025-2-11	HK\$36.35	买入（维持）	HK\$43.85
5	2025-3-31	HK\$46.20	买入（维持）	HK\$55.80
6	2025-5-7	HK\$54.30	增持（下调）	HK\$60.00
7	2025-7-16	HK\$85.90	增持（维持）	HK\$97.25
8	2025-8-29	HK\$90.65	买入（上调）	HK\$113.75
9	2025-11-7	HK\$88.30	买入（维持）	HK\$116.60

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 19 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805