

香港股市 | 医药

信达生物 (1801 HK)

海外授权交易快速推进，全球化进程不断加速

公司成功与美国礼来再次缔结授权协议，重磅海外授权交易顺利推进

公司成功与美国礼来 (LLY US) 再次缔结授权协议，将携手推进肿瘤及免疫领域创新药物的全球研发。公司将主导相关项目从药物发现至中国临床概念验证 (二期临床试验完成) 的研发工作。礼来将获得相关项目在大中华区以外的全球独家开发与商业化许可，公司保留相关项目在大中华区的全部权利。根据协议，公司将获得 3.5 亿美元的首付款，未来还有望获得最高 85 亿美元的里程碑付款及根据各产品在大中华区以外的净销售额的销售分成。本次为公司与礼来的第七次合作，礼来非常认可公司研发能力。

此外，公司表示 2025 年 10 月与日本武田药品工业 (4502 JP) 的授权协议已正式生效，预计 12 亿美元的首付款将于未来 4-5 年内分批入账。

公司预计 2025 年产品销售收入将快速增加

公司日前公布，2025 年的产品销售收入将同比增加约 45% 至 119 亿元 (人民币，下同)，其中第四季度同比增加超 60% 至 33 亿元，大致符合预期。根据礼来 (LLY US) 年报，肿瘤领域核心产品达伯舒的 2025 年收入稳健增长约 5%，公司表示其他核心产品也稳健增长，近年新上市的信尔美 (玛仕度肽注射液)、信必乐 (托莱西单抗注射液) 和信必敏 (替妥尤单抗 N01 注射液) 快速放量，推动产品销售收入快速增加。

三款重磅产品的全球多中心 III 期研究有望快速推进

公司表示研发管线中多款产品 2026 年将有望数据读出，其中市场重点关注的肺癌与肠癌药物 IBI363、胰腺癌与胃癌药物 IBI343、眼科黄斑病变药物 IBI324 正在或即将进行全球多中心 III 期临床试验，我们认为如研发进展顺利有望成为股价催化剂。

目标价上调至 136.00 港元，重申“买入”评级

我们根据 2025 年第四季度的产品销售情况微调 2025-27E 的产品销售收入预测，并将礼来与武田的首付款纳入收入预测，因此将 2025-27E 的收入预测分别上调 0.3%、16.4% 与 9.7%，并将 2025-27E 股东净利润预测分别上调至 9.8 亿、35.5 亿、27.5 亿元。根据调整后 DCF 模型，目标价上调至 136.00 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 2026 年 2 月 9 日)

年结:12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	6,206	9,422	12,790	19,594	20,932
增长率 (%)	36.2	51.8	35.7	53.2	6.8
股东净利润	(1,028)	(95)	983	3,552	2,751
增长率 (%)	(52.8)	(90.8)	扭亏为盈	261.3	(22.6)
每股盈利 (人民币)	(0.66)	(0.06)	0.59	2.10	1.62
市盈率 (倍)	不适用	不适用	128.0	36.0	46.5
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	10.98	13.15	14.83
市净率 (倍)	9.8	9.4	6.9	5.7	5.1

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

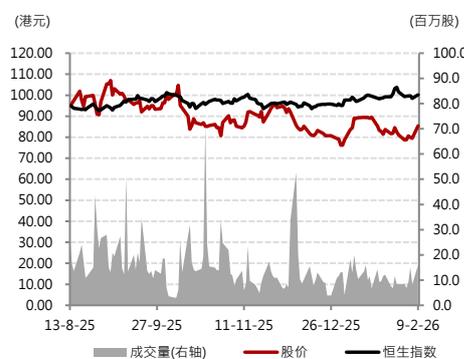
目标价：136.00 港元

股票资料 (更新至 2026 年 2 月 9 日)

收市价	85.40 港元
总市值	148,184.89 百万港元
流通股比例	84.12%
已发行总股本	1,735.19 百万
52 周价格区间	34.65-109.1 港元
3 个月日均成交额	1,008.11 百万港元
主要股东	淡马锡 (占 7.48%)

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

20251107：信达生物 (1801 HK)：三季度销售收入快速增加

2025082907：信达生物 (1801 HK)：一玛仕度肽将快速放量，研发管线前景广阔

分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: 公司预计 2026 年将有多项研发进展



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 2: 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	5,581	3,934	4,725	6,253	8,302	10,624	12,218	14,169	16,011	17,531
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	(1,896)	(1,046)	(1,171)	(1,407)	(1,305)	(1,670)	(1,921)	(2,228)	(2,518)	(2,756)
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	279	(1,306)	(523)	(656)	(763)	(900)	(1,035)	(1,191)	(1,345)	(1,467)
自由现金流	2,536	3,375	3,283	4,890	7,219	9,402	10,982	12,862	14,650	16,135
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	8.4%									
永续增长	6%									
股权价值 (百万港币)	233,074									
每股内涵价值 (港币)	136.00									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 3: 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%
7.6%	144.28	169.71	211.34	291.91	513.95
8.0%	123.40	140.62	166.60	210.28	299.08
WACC 8.4%	106.99	118.98	136.00	162.04	206.84
8.8%	94.40	103.07	114.82	131.68	157.86
9.2%	84.04	90.40	98.71	110.05	126.44

来源: 中泰国际研究部预测

图表 4: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 百万人民币)

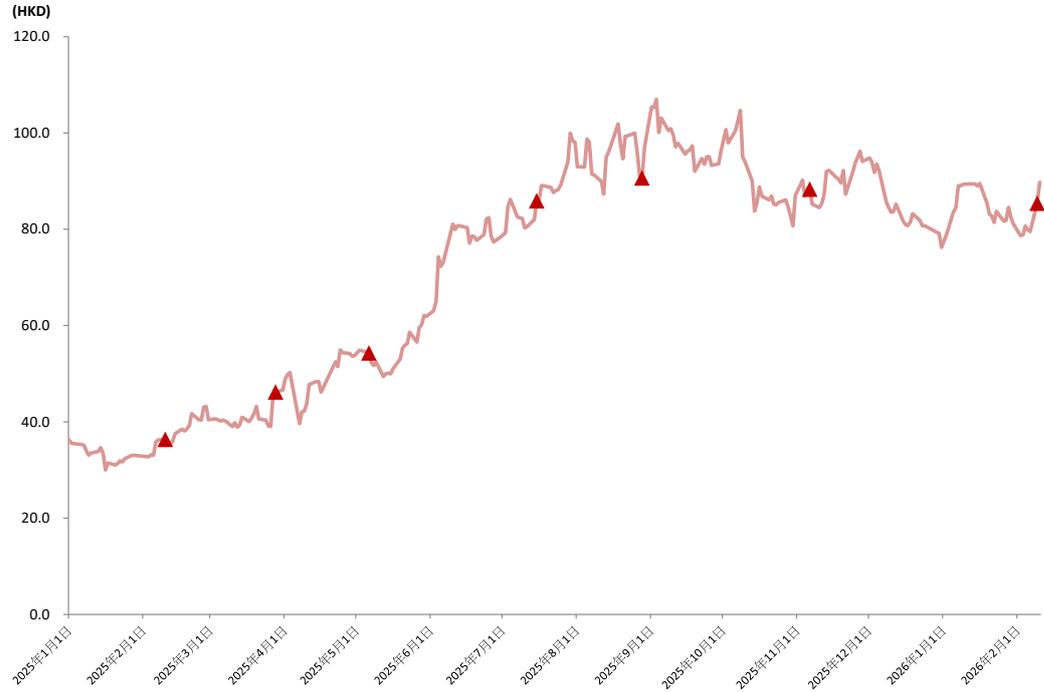
损益表						现金流量表					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,206	9,422	12,790	19,594	20,932	税前利润	(1,144)	(79)	1,108	5,448	3,797
授权费收入	447	1,100	766	4,315	1,908	折旧及摊销	385	420	466	537	604
医药产品销售收入	5,728	8,228	11,895	15,137	18,868	营运资金变动	403	404	(877)	279	(1,306)
研发服务费收入	30	94	129	142	157	已付利息	93	64	101	146	137
销售成本	(1,136)	(1,510)	(1,871)	(2,341)	(2,885)	已付所得税	(30)	(0)	(124)	(1,896)	(1,046)
毛利	5,070	7,912	10,918	17,254	18,047	其他	441	478	(257)	(316)	(271)
其他收入与收益	634	786	483	348	307	经营业务现金净额	148	1,287	416	4,199	1,913
研发开支	(2,228)	(2,681)	(2,741)	(3,330)	(4,151)	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)	(5,506)	(6,585)	(7,825)	其他	121	(200)	313	283	238
行政开支	(750)	(738)	(942)	(1,211)	(1,509)	投资活动现金净额	(999)	(1,165)	(1,069)	(1,126)	(1,184)
特许权使用款项及其他相关付款	(671)	(902)	(948)	(852)	(895)	发行股份	2,179	0	3,893	0	0
经营溢利	(1,046)	30	1,266	5,624	3,974	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)	1,108	5,448	3,797	融资活动现金净额	2,587	(607)	5,121	735	503
所得税	116	(16)	(124)	(1,896)	(1,046)	年初现金	1,016	2,746	2,273	6,742	10,550
年内溢利	(1,028)	(95)	983	3,552	2,751	现金增加净额	1,736	(485)	4,468	3,808	1,232
非控股权益	0	0	0	0	0	汇率变动之影响净额	(7)	13	0	0	0
股东净利润	(1,028)	(95)	983	3,552	2,751	年末现金	2,746	2,273	6,742	10,550	11,782
EBIT	(1,046)	(11)	1,219	5,581	3,934						
EBITDA	(661)	409	1,685	6,119	4,537						

资产负债表						重要指标					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	968	822	1,396	1,379	2,041	增长率 (%)					
应收账款	1,006	1,184	1,789	1,730	2,656	收入	36.2	51.8	35.7	53.2	6.8
银行结余及现金	10,052	7,508	11,976	15,785	17,017	毛利	39.8	56.1	38.0	58.0	4.6
其他	1,402	758	758	758	758	股东净利润	(52.8)	(90.8)	扭亏为盈	261.3	(22.6)
流动资产	13,428	10,273	15,919	19,652	22,472	盈利能力 (%)					
物业、厂房及设备	4,290	5,280	6,302	7,276	8,194	毛利率	81.7	84.0	85.4	88.1	86.2
无形资产及商誉	1,270	1,283	1,121	1,050	984	经营利率	亏损	0.3	9.9	28.7	19.0
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	7.7	18.1	18.8
非流动资产	7,199	11,330	12,189	13,093	13,945	EBIT 利润率	亏损	亏损	9.5	28.5	21.7
总资产	20,627	21,603	28,108	32,745	36,417	EBITDA 利润率	亏损	4.3	13.2	31.2	21.7
贸易应付款项	373	358	567	585	831	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	3,698	3,883	3,919	ROAE (%)	(8.8)	(0.7)	6.3	18.0	12.0
流动负债	4,477	4,369	4,792	5,152	5,640	ROAA (%)	(5.4)	(0.4)	4.0	11.7	8.0
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	10,114	11,198	12,120						
股东权益	12,528	13,118	17,994	21,547	24,297						
非控股权益	0	0	0	0	0						
总权益	12,528	13,118	17,994	21,547	24,297						
净现金	6,530	4,691	7,831	10,758	11,350						

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	2025-2-11	HK\$36.35	买入（维持）	HK\$43.85
2	2025-3-31	HK\$46.20	买入（维持）	HK\$55.80
3	2025-5-7	HK\$54.30	增持（下调）	HK\$60.00
4	2025-7-16	HK\$85.90	增持（维持）	HK\$97.25
5	2025-8-28	HK\$90.65	买入（上调）	HK\$113.75
6	2025-11-7	HK\$88.30	买入（维持）	HK\$116.60
7	2026-2-10	HK\$85.40	买入（维持）	HK\$136.00

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