

医药	收盘价 港元 86.90	目标价 港元 105.00	潜在涨幅 +20.8%	2025年10月22日
----	-----------------	------------------	----------------	-------------

信达生物 (1801 HK)

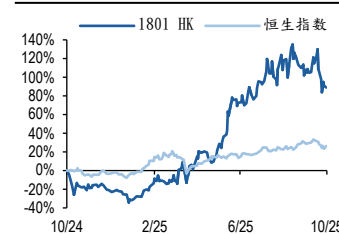
达成超百亿美元 BD，协同效应显著、国际化突飞猛进；重申买入

- 超重磅 BD 交易达成，再次引入海外大药企股东：**信达生物宣布与武田制药达成全球战略合作，涉及两款临床后期候选药物 IBI363 (PD-1/IL-2 α -bias) 和 IBI343 (CLDN18.2 ADC)，以及一款早期研发项目 IBI3001 (EGFR/B7H3 ADC) 的选择权。具体条约包括：**1) IBI363：**双方将在全球范围内共同开发，开发成本按 40/60 比例（信达生物/武田制药，下同）共担，并在美国共同商业化，按 40/60 比例分配美国市场利润/损失。武田将主导共研与共商业化落地，信达则授予武田除大中华区及美国以外地区的商业化权益，下一步的研发终点将聚焦在一线 CRC、NSCLC 及其他 IO 耐药/不响应瘤种。**2) IBI343：**授予武田大中华区以外地区 IBI343 的独家开发、生产与商业化权益，武田将重点推进其在一线胃癌、一线胰腺癌领域的全球临床拓展；**3) IBI3001：**授予武田在大中华区以外地区权益的独家选择权；**4) 信达生物将获得 12 亿美元的首付款（包括 1 亿美元战略股权投资），及最高 102 亿美元的潜在里程碑付款，交易总金额最高可达 114 亿美元。**此外，公司还将获得两候选药物在大中华区以外、最高可达高十几（high teens）百分比的梯度销售分成（除 IBI363 美国市场外）。
- 协同效应显著，维持目标价和买入评级：**本次合作交易总金额刷新了国产创新药 BD 出海交易纪录，在全球范围内，仅次于第一三共和默沙东于 2023 年就三款 ADC 达成的交易。我们认为，这一方面再次验证了信达生物研发实力与管线价值，并彰显其坚定国际化的决心，与国际大药企的深度合作也有助于公司在海外团队建设上积累经验。**武田在消化系统和消化道肿瘤领域有深厚的布局**（2025 财年，消化系统为其收入最大贡献的疾病领域，最大单品、用于治疗溃疡性结肠炎的 ENTYVIO® 全球年销售约 60 亿美元），而**消化道肿瘤也是 IBI363 和 IBI343 的后续重点开发方向。因此，我们认为，本次合作有助于最大化两款产品在全球范围内的长期商业化前景。**基于本次交易的贡献，我们对公司 2025-27 年及长期盈利预测进行调整（图表 1），维持 105 港元目标价和买入评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	107.00
52周低位 (港元)	30.00
市值 (百万港元)	148,904.89
日均成交量 (百万)	19.32
年初至今变化 (%)	137.43
200天平均价 (港元)	79.80

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	6,206	9,422	19,873	14,563	17,558
同比增长 (%)	36.2	51.8	110.9	-26.7	20.6
净利润 (百万人民币)	(1,028)	(95)	8,714	2,542	4,150
每股盈利 (人民币)	(0.66)	(0.06)	5.20	1.48	2.42
同比增长 (%)	-54.8	-91.2	ns	-71.5	63.3
前EPS预测值 (人民币)			0.65	1.30	2.20
调整幅度 (%)			696.4	13.9	9.9
市盈率 (倍)	ns	ns	15.3	53.7	32.9

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 信达生物：财务预测变动

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	19,873	11,953	66.3%	14,563	14,473	0.6%	17,558	17,348	1.2%
毛利润	18,165	10,157	78.8%	12,511	12,370	1.1%	15,156	14,915	1.6%
毛利率	91.4%	85.0%	6.4ppts	85.9%	85.5%	0.4ppts	86.3%	86.0%	0.3ppts
归母净利润	8,714	1,094	696.6%	2,542	2,230	14.0%	4,150	3,774	10.0%
净利率	43.8%	9.2%	34.7ppts	17.5%	15.4%	2.0ppts	23.6%	21.8%	1.9ppts

资料来源: 交银国际预测

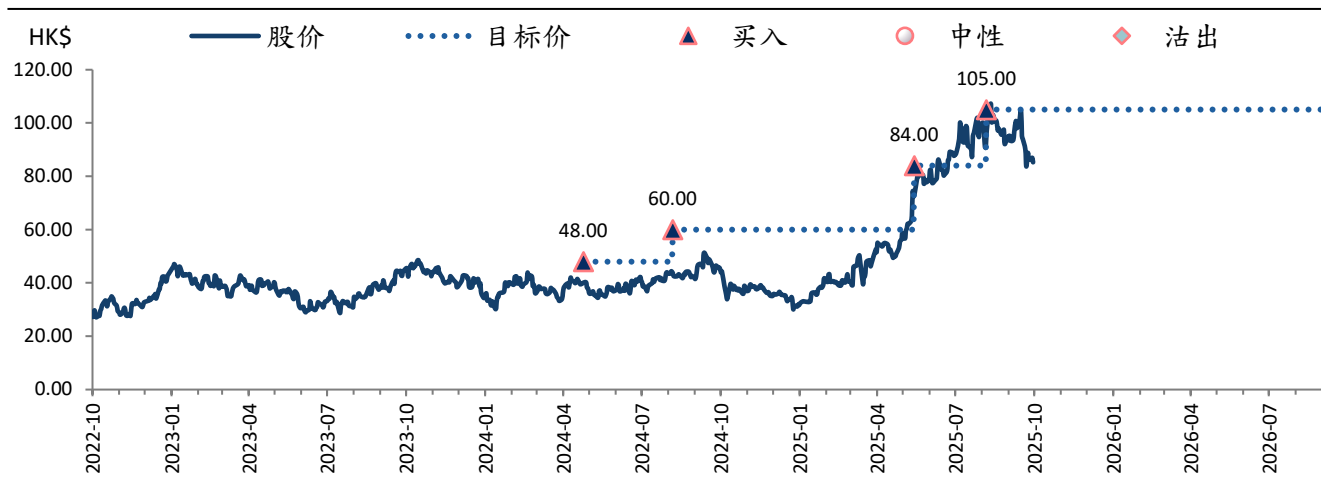
图表 2: 信达生物：DCF 估值模型

人民币，百万元	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	19,873	14,563	17,558	20,693	23,993	27,531	30,446	33,137	35,612	38,207	40,799
EBIT	8,974	2,469	4,257	6,190	8,203	10,646	12,712	14,482	16,258	18,029	19,819
EBIT * (1-t)	7,628	2,099	3,619	5,262	6,973	9,049	10,805	12,310	13,819	15,324	16,846
加：折旧摊销	478	498	494	482	471	462	454	448	443	438	435
减：营运资金增加/（减少）	(246)	(261)	(279)	(296)	(306)	(204)	(260)	(163)	(258)	(183)	(156)
减：资本开支	(764)	(467)	(280)	(291)	(300)	(309)	(318)	(323)	(328)	(333)	(338)
自由现金流	7,096	1,868	3,554	5,156	6,837	8,998	10,681	12,272	13,676	15,246	16,788
永续增长率	2%										
自由现金流现值	55,641										
终值现值	92,102										
企业价值	147,743										
净现金	15,822										
少数股东权益	0										
股权价值（百万人民币）	163,565										
股权价值（百万港元）	179,921										
股份数量（百万）	1,714										
每股价值（港元）	105.00										

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.1
股权成本	11.4%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	9.9%

资料来源: 交银国际预测

图表 3: 信达生物 (1801 HK) 评级及目标价



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际医疗行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
6990 HK	科伦博泰生物	买入	453.40	549.00	21.1%	2025 年 10 月 22 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	91.95	109.00	18.5%	2025 年 10 月 21 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	27.56	35.00	27.0%	2025 年 09 月 01 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	49.92	84.00	68.3%	2025 年 09 月 01 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	85.20	105.00	23.2%	2025 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	62.30	78.00	25.2%	2025 年 08 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	116.50	183.00	57.1%	2025 年 08 月 27 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	5.06	8.80	73.9%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	32.86	74.00	125.2%	2025 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	23.82	37.60	57.8%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	185.50	225.00	21.3%	2025 年 08 月 07 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	13.05	5.00	-61.7%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	67.85	70.00	3.2%	2025 年 08 月 20 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	16.07	28.75	78.9%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	35.82	34.00	-5.1%	2025 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	13.38	18.00	34.5%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	83.22	93.30	12.1%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	44.54	33.10	-25.7%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	12.83	16.40	27.8%	2025 年 08 月 22 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	34.98	48.00	37.2%	2025 年 08 月 19 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	7.20	9.10	26.4%	2025 年 08 月 19 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.79	14.00	59.3%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	8.46	9.30	9.9%	2025 年 08 月 25 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	78.05	70.40	-9.8%	2025 年 08 月 22 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	35.89	40.20	12.0%	2025 年 06 月 19 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	30.14	42.00	39.3%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	2.50	3.30	32.0%	2025 年 08 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测 截至 2025 年 10 月 22 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	6,206	9,422	19,873	14,563	17,558
主营业务成本	(1,136)	(1,510)	(1,709)	(2,052)	(2,403)
毛利	5,070	7,912	18,165	12,511	15,156
销售及管理费用	(3,851)	(5,085)	(5,787)	(6,313)	(6,903)
研发费用	(2,228)	(2,681)	(2,388)	(2,542)	(2,655)
其他经营净收入/费用	(671)	(902)	(1,016)	(1,187)	(1,341)
经营利润	(1,679)	(756)	8,974	2,469	4,257
财务成本净额	80	334	149	244	304
其他非经营净收入/费用	454	343	50	50	50
税前利润	(1,144)	(79)	9,173	2,763	4,611
税费	116	(16)	(459)	(221)	(461)
净利润	(1,028)	(95)	8,714	2,542	4,150
作每股收益计算的净利润	(1,028)	(95)	8,714	2,542	4,150

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,746	2,273	10,857	13,519	17,264
应收账款及票据	1,006	1,184	1,538	1,893	2,244
存货	968	822	863	913	970
其他流动资产	8,708	5,993	6,039	6,088	6,143
总流动资产	13,428	10,273	19,296	22,414	26,620
物业、厂房及设备	4,290	5,280	5,573	5,543	5,396
无形资产	1,270	1,283	1,347	1,414	1,414
其他长期资产	1,639	4,768	4,845	4,926	5,010
总长期资产	7,199	11,330	11,764	11,883	11,820
总资产	20,627	21,603	31,060	34,297	38,440
短期贷款	1,195	405	413	421	337
应付账款	373	358	494	630	753
其他短期负债	2,909	3,606	3,645	3,684	3,723
总流动负债	4,477	4,369	4,552	4,735	4,813
长期贷款	2,327	2,412	2,461	2,510	2,008
其他长期负债	1,296	1,704	1,715	1,727	1,738
总长期负债	3,623	4,116	4,176	4,236	3,746
总负债	8,100	8,485	8,728	8,971	8,559
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	12,527	13,118	22,333	25,325	29,881
股东权益	12,528	13,118	22,333	25,325	29,881
总权益	12,528	13,118	22,333	25,325	29,881

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(1,144)	(79)	9,173	2,763	4,611
折旧及摊销	350	388	407	429	427
营运资本变动	404	393	(246)	(261)	(279)
利息调整	(354)	(356)	(149)	(244)	(304)
税费	114	(0)	(459)	(221)	(461)
其他经营活动现金流	777	941	562	509	462
经营活动现金流	148	1,287	9,288	2,976	4,456
资本开支	(1,383)	(1,705)	(824)	(527)	(340)
投资活动	(1,001)	(2,848)	(86)	(87)	(89)
其他投资活动现金流	1,386	3,388	225	322	375
投资活动现金流	(999)	(1,165)	(684)	(293)	(54)
负债净变动	387	(730)	56	57	(586)
权益净变动	2,161	0	0	0	0
其他融资活动现金流	39	124	(77)	(78)	(71)
融资活动现金流	2,587	(607)	(20)	(21)	(657)
汇率收益/损失	(7)	13	0	0	0
年初现金	1,016	2,746	2,273	10,857	13,519
年末现金	2,746	2,273	10,857	13,519	17,264

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	(0.660)	(0.058)	5.200	1.483	2.422
全面摊薄每股收益	(0.660)	(0.058)	5.200	1.483	2.422
每股账面值	7.743	8.008	13.033	14.780	17.438
利润率分析 (%)					
毛利率	81.7	84.0	91.4	85.9	86.3
EBITDA利润率	(22.1)	(4.6)	47.6	20.4	27.1
EBIT利润率	(27.1)	(8.0)	45.2	17.0	24.2
净利率	(16.6)	(1.0)	43.8	17.5	23.6
盈利能力 (%)					
ROA	(5.0)	(0.4)	28.1	7.4	10.8
ROE	(8.2)	(0.7)	39.0	10.0	13.9
ROIC	(6.4)	(0.6)	34.6	9.0	12.9
其他					
净负债权益比 (%)	6.2	4.1	净现金	净现金	净现金
流动比率	3.0	2.4	4.2	4.7	5.5
存货周转天数	311.0	198.7	184.4	162.5	147.3
应收账款周转天数	59.2	45.9	28.2	47.5	46.6
应付账款周转天数	119.7	86.4	105.6	112.1	114.3

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025年10月22日

信达生物 (1801 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司以及上海森亿医疗科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。