

与礼来达成第七项战略合作，信达主导前期研发

信达生物(1801.HK)

核心观点

依托自身成熟的抗体技术平台及高效的临床能力，信达生物与礼来达成 2015 年以来的第七次合作，携手推进肿瘤及免疫领域创新药物的全球研发。本次合作将由信达生物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。由于合作发生在项目的非常早期阶段，我们认为此项交易体现出信达生物具备强大研发能力愈发得到 MNC 认可，实现源头阶段协同的积极趋势。同时，我们也预计本次交易将对信达生物产生比较积极的财务回报。

事件

2月8日，信达生物宣布与礼来制药达成战略合作，携手推进肿瘤及免疫领域创新药物的全球研发。由信达生物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。

点评

3.5 亿美元首付款 88.5 亿美元总包，与礼来携手推进肿瘤及免疫领域创新药物的全球研发

根据合作协议，信达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，信达生物保留相关项目在大中华区的全部权利。根据协议条款，在达成特定里程碑事件后，信达生物还有资格获得总额最高约 85 亿美元的研发、监管及商业化里程碑付款，以及各产品在大中华区以外的净销售额获得梯度的销售分成。

由于相关合作项目仍处于早期阶段，具体分子情况尚未披露。我们预计涉及几个免疫及肿瘤领域的早研分子，而通常单个分子的早研成本不超过人民币 5,000 万元，临床概念验证成本不超过 2,000 万元。因此，我们预计交易本身即实现非常好的财务回报。同时，考虑到信达将主导相关项目从药物发现至中国临床概念验证的研发工作，预计将有可观的里程碑和比较高的销售分成比例。

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

沈毅

shenyibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525080005

成雨佳

chengyujia@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120003

余梦珂

yumengke@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120002

赵旭

zhaoxul@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070003

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026 年 02 月 08 日

当前股价：80.65 港元

目标价格 6 个月：136.12 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.35/0.42	-10.59/-13.22	146.26/113.47
12 月最高/最低价 (港元)		107.00/33.05
总股本 (万股)		173,462.35
流通 H 股 (万股)		173,462.35
总市值 (亿港元)		1,398.97
流通市值 (亿港元)		1,398.97
近 3 月日均成交量 (万)		1170.70
主要股东		6.60%

本次交易说明，信达生物在肿瘤、免疫的早期研发能力和概念验证能力得到跨国药企礼来制药的高度认可。礼来在肿瘤、免疫的布局深厚，具备匹妥布替尼、Lebrikizumab、Mirikizumab 等明星品种。与信达生物在肿瘤、免疫领域的合作值得期待。

未来里程碑展望

商业化保持强劲，众多创新管线持续推进。目前，公司已经有 17 款商业化药物，同时还有 1 个品种在 NMPA 审评中，4 个新药分子进入 III 期或关键性临床研究，另外还有 15 个新品种已进入临床研究。

表 1:公司 2026 核心研发催化剂整理

产品	事件	预计时间
IBI363 (PD-1/IL2 α)	1L CRC POC 数据读出	2026
IBI363 (PD-1/IL2 α)	1L NSCLC POC 数据读出	2026
IBI3002 (IL4/TSLP)	哮喘适应症 1 期数据读出	2026
IBI3001 (EGFR/B7H3 ADC)	实体瘤 1 期数据读出	2026
IBI3032 (口服小分子 GLP-1R 激动剂)	减重 1 期数据读出	2026
IBI3014 (PDL1/TROP2 ADC)	实体瘤 1 期数据读出	2026
IBI3003 (BCMA/CD3/GPRC5D)	后线 MM 长随访期数据更新	2026
IBI3026 (PD1/IL12)	实体瘤 I 期数据潜在更新	2026H2

资料来源：公司公告，Insight，中信建投证券

四、盈利预测及投资建议

公司在肿瘤赛道广泛布局，高价值的临床产品有望将公司肿瘤领域的收入进一步提升并让边际成本持续下降。非肿瘤赛道中，公司已在代谢、自免和眼科领域进行广泛布局，已上市与在研产品兼具竞争力强和进度领先。此外，2025 年 10 月，信达生物与武田达成全球战略合作，加速新一代 IO 及 ADC 疗法推向全球市场，总交易金额高达 114 亿美元。我们认为，信达生物国际化将借此机会扬帆起航。信达生物在此合作中，保留了 IBI363 的 40% 美国权益，也为打磨自身的国际化研发、临床和商业化团队留足空间，对信达生物走向国际化具有重大战略意义。我们预计信达生物 2025-2027 年收入为 119.68 亿元、228.04 亿元和 265.72 亿元，净利润为 8.86 亿元、66.79 亿元、80.04 亿元。采用 DCF 估值，公司合理市值为 2,327 亿港元，给予目标价至 136.12 港元。维持“买入”评级。

表 2:信达利润表预测 (百万元)

利润表(单位:百万元, CNY)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	4,556.4	6,206.1	9,421.9	11,967.9	22,803.8	26,571.6
增长率 %	7%	36%	52%	27%	91%	17%
营业成本	-931.0	-1,136.3	-1,510.2	-1,675.50	-2,052.34	-2,391.45
毛利	3,625.4	5,069.8	7,911.7	10,292.4	20,751.4	24,180.2
增长率 %	-2%	40%	56%	30%	102%	17%
毛利率 %	80%	82%	84%	86%	91%	91%
其他收入	279.7	552.4	535.9	311.93	368.18	517.74
其他收益及亏损	774.3	81.2	250.0	-	-	-
研发费用	-2871.2	-2,227.6	-2,681.1	-2,453.42	-4,788.79	-5,580.04
研发费用率 %	63%	36%	28%	21%	21%	21%
管理费用	-835.5	-750.3	-738.0	-837.75	-912.15	-1,062.87
管理费用率 %	18%	12%	8%	7.0%	4.0%	4.0%
销售费用	-2,590.8	-3,100.7	-4,346.9	-5,026.51	-6,157.01	-7,174.34
销售费用率 %	56.9%	50.0%	46.1%	42.0%	27.0%	27.0%
特许权使用费及佣金	-450.8	-670.6	-901.5	-1,196.8	-1,368.2	-1,434.9
占收入比重 %	10%	11%	10%	10.0%	6.0%	5.4%
融资成本	(101.7)	(98.6)	(67.6)	(47.0)	(36.0)	(29.5)
上市费用	0.00	0.00	0.00	-	-	-
应占联营公司损益	0.00	0.00	-41.01	-	-	-
税前利润	(2,170.5)	(1,144.4)	(78.6)	1,042.9	7,857.4	9,416.3
所得税(开支)/抵免	(8.8)	116.5	(16.0)	(156.4)	(1,178.6)	(1,412.4)
所得税率 %	n.m.	n.m.	n.m.	15%	15%	15%
净利润	(2,179.3)	(1,027.9)	(94.6)	886.4	6,678.8	8,003.8
净利率 %	-48%	-17%	-1%	7%	29%	30%
增长率 %	n.m.	n.m.	n.m.	-1037%	653%	20%

数据来源: 公司官网, 中信建投证券

风险分析

新药研发不确定性风险。 新药研发作为技术创新, 具有研发周期长、投入大、风险高、成功率低的特点, 从实验室研究到新药获批上市, 要经过临床前研究、临床试验、新药注册上市和售后监督等诸多复杂环节, 每一环节都有可能面临失败风险。现有产品或治疗方式也有被新疗法和新技术替代的风险。

商业化风险。 医保控费超预期, 导致创新药定价不达预期; 尽管公司有独家品种处于放量阶段, 但 PD1 及生物类似药市场竞争激烈, 可能导致销售份额不及预期或销售费用率高于预期的风险。

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,428	10,273	9,815	15,780	23,009
现金	10,052	7,508	6,924	12,339	18,824
应收票据及应收账款合计	1,006	1,184	1,215	1,615	2,248
其他应收款	484	383	383	383	383
预付账款	-	-	-	-	-
存货	968	822	918	1,068	1,179
其他流动资产	918	376	376	376	376
非流动资产	7,199	11,330	11,684	12,080	12,529
长期投资	576	3,901	3,901	3,901	3,901
固定资产	4,290	5,280	5,571	5,909	6,302
无形资产	1,637	1,650	1,713	1,772	1,827
其他非流动资产	697	499	499	499	499
资产总计	20,627	21,603	21,499	27,860	35,538
流动负债	4,477	4,369	4,178	4,261	4,335
短期借款	1,195	405	205	205	205
应付票据及应付账款合计	373	358	367	450	524
其他流动负债	2,909	3,606	3,606	3,606	3,606
非流动负债	3,623	4,116	3,316	2,916	2,516
长期借款	2,327	2,412	1,612	1,212	812
其他非流动负债	1,296	1,704	1,704	1,704	1,704
负债合计	8,100	8,485	7,494	7,177	6,851
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
资本公积	27,325	27,723	27,723	27,723	27,723
留存收益	-15,768	-15,906	-15,020	-8,341	-337
其他储备	971	1,302	1,302	1,302	1,302
归属母公司股东权益	12,528	13,118	14,004	20,683	28,687
负债和股东权益	20,627	21,603	21,499	27,860	35,538

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	148	1,287	1,281	6,751	7,906
净利润	-1,144	-79	1,043	7,857	9,416
折旧摊销	385	420	511	540	572
财务费用	-99	-68	-47	-36	-30
其他经营现金流	1,006	1,014	-227	-1,610	-2,053
投资活动现金流	-999	-1,165	-865	-937	-1,020
资本支出	-1,383	-1,705	-865	-937	-1,020
其他投资现金流	385	540	-	-	-
筹资活动现金流	2,587	-607	-1,000	-400	-400
短期借款	307	-790	-200	-	-
长期借款	111	86	-800	-400	-400
其他筹资现金流	2,169	98	-	-	-
现金净增加额	1,736	-485	-584	5,415	6,486

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6206	9422	11968	22804	26572
营业成本	-1136	-1510	-1676	-2052	-2391
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	-3771	-5248	-6223	-7525	-8609
管理费用	-750	-738	-838	-912	-1063
研发费用	-2228	-2681	-2453	-4789	-5580
财务费用	-99	-68	-47	-36	-30
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他经营收益	552	536	312	368	518
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	-1226	-288	1043	7857	9416
其他非经营损益	81	209	0	0	0
利润总额	-1144	-79	1043	7857	9416
所得税	116	-16	-156	-1179	-1412
净利润	-1028	-95	886	6679	8004
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-1028	-95	886	6679	8004
EBITDA	-1195	-265	1289	8065	9500
EPS（元）	-0.6	-0.1	0.5	3.9	4.7

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	36%	52%	27%	91%	17%
净利润(%)	n.m.	n.m.	-1037%	653%	20%
获利能力					
毛利率(%)	82%	84%	86%	91%	91%
净利率(%)	-17%	-1%	7%	29%	30%
ROE(%)	-8%	-1%	6%	32%	28%
ROIC(%)	-24%	-8%	7%	62%	66%
偿债能力					
资产负债率(%)	39%	39%	35%	26%	19%
净负债比率(%)	-59%	-39%	-36%	-53%	-62%
流动比率	3.00	2.35	2.35	3.70	5.31
速动比率	2.78	2.16	2.13	3.45	5.04
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.45	0.56	0.92	0.84
应收账款周转率	0.54	0.16	0.03	0.28	0.33
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	-0.60	-0.06	0.52	3.91	4.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.75	0.75	3.95	4.62
每股净资产(最新摊薄)	7.33	7.67	8.19	12.10	16.78
估值比率					
P/E	-131	-1423	152	20	17
P/B	11	10	10	7	5
EV/EBITDA	-113	-512	105	17	14

数据来源: Ifind, 中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

沈毅

制药及生物科技组联席首席分析师，香港中文大学硕士，6 年产业经验，曾任职于恒瑞医药及阿斯利康，2021 年进入二级市场，主要进行创新药及仿制药相关研究。

成雨佳

研究生毕业于约翰霍普金斯大学。具有境内外买方、卖方从业经验，目前从事医药行业研究。

余梦珂

制药及生物科技组研究员，浙江大学生物医学工程本科，香港大学金融学硕士，曾任职于华夏基金、正心谷资本，2025 年加入中信建投证券研究发展部。

赵旭

制药及生物科技

贺菊颖

中信建投证券研究发展部联席负责人，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk