



信达生物 (01801.HK)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

与 Lilly 达成第七次合作，出海战略大步迈进

事件简评

2 月 9 日，公司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。本次协议为双方第七次合作，加速了公司创新研发管线的全球化开发进程。

经营分析

布局端到端合作模式，早期资产即可带来丰厚收益。1) 根据协议，信达生物将依托自身成熟的抗体技术平台及高效的临床能力，并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。2) 为此，信达生物将获得 3.5 亿美元首付款；在达成后续特定里程碑事件后，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。此外，信达生物有权就各产品在大中华区以外的净销售额获得梯度的销售分成。

推进三款高潜管线进入全球多中心 III 期阶段，市场空间超过 600 亿美元。1) 25 年 10 月，公司与跨国药企武田达成 BD 合作，共同推进 IBI363 全球临床。目前该药已经推进至全球 III 期临床，潜在覆盖二线/10 经治非小细胞肺癌（公司预测潜在市场规模约 140 亿美金，下同）、一线非小细胞肺癌（潜在市场规模约 230 亿美金）、一线结直肠癌（潜在市场规模约 90 亿美金）；2) 另一款与武田合作药物 IBI343 也在推进全球 III 期临床，目标适应症涵盖一线胃癌及胰腺癌（潜在市场规模约 80 亿美金）；3) IBI324 则是与 olin 合作，目前推进至全球 III 期临床，涵盖年龄相关性黄斑变性（AMD）、糖尿病黄斑水肿（DME）两大适应症（潜在市场规模约 150 亿美金）。

双轮驱动保持强劲增长势能，27 年有望达成 200 亿元销售目标。

1) 公司最新预告其 2025 年产品销售约为 119 亿元，同比增长 45%。强劲的收入背后是公司近些年不断有新产品上市，截至目前公司已经 18 款创新药在内国内获批上市，其中在 25 年即上市 7 款创新药。2) 在创新药不断上市的基础上，我们看好公司到 2027 年达到 200 亿元产品收入目标（绝大部分由创新药贡献）。

盈利预测、估值与评级

我们预测公司的 26/27 年仅基于商业化收入、暂不考虑近期合作首付款、里程碑付款确认，预计 2025/26/27 年公司实现营业收入 127.00/160.66/200.20 亿元，归母净利润 8.80/13.52/24.19 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

竞争加剧风险、临床试验结果不及预期风险、临床时间及资金成本超预期风险、BD 不及预期风险、上市进度不及预期风险。

国金证券研究所

分析师：甘坛煥（执业 S1130525060003）

gantanhuan@gjzq.com.cn

分析师：赵海春（执业 S1130514100001）

zhaohc@gjzq.com.cn

联系人：刘创

liuchuang@gjzq.com.cn

市价（港币）：85.400 元

相关报告：

1.《信达生物公司点评：肿瘤慢病双轮驱动，PD-1/IL-2α 迈入...》，2025.10.31

2.《信达生物公司点评：收入盈利大幅提升，领航管线加速开发》，2025.8.28

3.《信达生物港股公司点评：新一代“IO+ADC”双重升级，创新步...》，2025.6.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,206	9,422	12,700	16,066	20,020
营业收入增长率	36.21%	51.82%	34.79%	26.50%	24.61%
归母净利润(百万元)	-1,028	-95	880	1,352	2,419
归母净利润增长率	52.83%	90.79%	1029.45%	53.66%	78.98%
摊薄每股收益(元)	-0.59	-0.05	0.51	0.78	1.39
每股经营性现金流净额	0.09	0.79	0.55	1.18	1.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	-8.21%	-0.72%	6.29%	8.82%	13.64%
P/E	-72.16	-671.11	168.48	109.64	61.26
P/B	5.53	4.57	10.59	9.67	8.35

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,556	6,206	9,422	12,700	16,066	20,020
增长率	6.7%	36.2%	51.8%	34.8%	26.5%	24.6%
主营业务成本	931	1,136	1,510	1,778	1,607	1,602
%销售收入	20.4%	18.3%	16.0%	14.0%	10.0%	8.0%
毛利	3,625	5,070	7,912	10,922	14,459	18,418
%销售收入	79.6%	81.7%	84.0%	86.0%	90.0%	92.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	2,591	3,101	4,347	5,842	7,149	8,509
%销售收入	56.9%	50.0%	46.1%	46.0%	44.5%	42.5%
管理费用	835	750	738	953	1,205	1,502
%销售收入	18.3%	12.1%	7.8%	7.5%	7.5%	7.5%
研发费用	2,871	2,228	2,681	3,302	4,820	6,006
%销售收入	63.0%	35.9%	28.5%	26.0%	30.0%	30.0%
息税前利润 (EBIT)	-2,069	-1,046	-11	950	1,443	2,599
%销售收入	-45.4%	-16.9%	-0.1%	7.5%	9.0%	13.0%
财务费用	102	99	68	-29	-62	-95
%销售收入	2.2%	1.6%	0.7%	-0.2%	-0.4%	-0.5%
投资收益	0	0	-41	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	52.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-3,123	-1,679	-756	826	1,285	2,402
营业利润率	-68.5%	-27.1%	-8.0%	6.5%	8.0%	12.0%
营业外收支						
税前利润	-2,170	-1,144	-79	979	1,505	2,693
利润率	-47.6%	-18.4%	-0.8%	7.7%	9.4%	13.5%
所得税	9	-116	16	100	153	274
所得税率	-0.4%	10.2%	-20.4%	10.2%	10.2%	10.2%
净利润	-2,179	-1,028	-95	880	1,352	2,419
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-2,179	-1,028	-95	880	1,352	2,419
净利率	n.a	n.a	n.a	6.9%	8.4%	12.1%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-2,179	-1,028	-95	880	1,352	2,419
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	-369	387	558	-108	-141	-180
非经营收益						
营运资金变动	310	403	404	183	840	884
经营活动现金净流	-1,919	148	1,287	954	2,050	3,123
资本开支	-1,382	-1,383	-1,705	-520	-625	-630
投资	-306	-170	-970	-257	75	-777
其他	252	555	1,510	1,485	157	196
投资活动现金净流	-1,435	-999	-1,165	708	-393	-1,211
股权募资	2,131	2,237	84	0	0	0
债权募资	687	387	-730	0	0	0
其他	74	-37	39	-16	-16	-16
筹资活动现金净流	2,892	2,587	-607	-16	-16	-16
现金净流量	-343	1,730	-472	1,636	1,632	1,886

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,016	2,746	2,273	3,910	5,541	7,427
应收账款	908	1,487	1,292	2,198	2,781	3,465
存货	1,429	968	822	1,515	1,369	1,365
其他流动资产	8,154	8,227	5,885	6,130	6,377	6,632
流动资产	11,507	13,428	10,273	13,752	16,068	18,889
%总资产	65.4%	65.1%	47.6%	56.2%	59.2%	60.6%
长期投资	0	0	859	859	859	859
固定资产	3,411	4,290	5,280	5,780	6,380	6,980
%总资产	19.4%	20.8%	24.4%	23.6%	23.5%	22.4%
无形资产	1,317	1,361	1,381	1,401	1,426	1,456
非流动资产	6,082	7,199	11,330	10,739	11,089	12,296
%总资产	34.6%	34.9%	52.4%	43.8%	40.8%	39.4%
资产总计	17,589	20,627	21,603	24,492	27,157	31,185
短期借款	888	1,195	405	405	405	405
应付款项	326	373	358	583	527	525
其他流动负债	2,286	2,909	3,606	5,207	6,587	8,208
流动负债	3,499	4,477	4,369	6,195	7,519	9,138
长期贷款	2,215	2,327	2,412	2,412	2,412	2,412
其他长期负债	1,144	1,296	1,704	1,897	1,897	1,897
负债	6,859	8,100	8,485	10,504	11,828	13,448
普通股股东权益	10,730	12,528	13,118	13,987	15,329	17,738
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	10,748	12,548	13,155	14,024	15,366	17,775
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	17,589	20,627	21,603	24,492	27,157	31,185

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-1.46	-0.66	-0.06	0.51	0.78	1.39
每股净资产	6.99	7.72	8.01	8.06	8.83	10.22
每股经营现金净流	-1.25	0.09	0.79	0.55	1.18	1.80
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-20.31%	-8.21%	-0.72%	6.29%	8.82%	13.64%
总资产收益率	-12.39%	-4.98%	-0.44%	3.59%	4.98%	7.76%
投入资本收益率	-15.02%	-5.85%	-0.08%	5.08%	7.14%	11.36%
增长率						
主营业务收入增长率	6.71%	36.21%	51.82%	34.79%	26.50%	24.61%
EBIT 增长率	30.78%	49.45%	98.95%	8756.54%	51.87%	80.12%
净利润增长率	30.55%	52.83%	90.79%	1029.45%	53.66%	78.98%
总资产增长率	8.28%	17.28%	4.73%	13.37%	10.88%	14.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.0	45.9	41.8	46.0	52.2	52.6
存货周转天数	536.7	379.7	213.4	236.6	323.1	307.2
应付账款周转天数	100.7	110.6	87.0	95.2	124.3	118.2
固定资产周转天数	241.2	223.4	182.8	156.7	136.2	120.1
偿债能力						
净负债/股东权益	30.12%	16.54%	17.14%	5.75%	-5.40%	-15.29%
EBIT 利息保障倍数	-20.3	-10.6	-0.2	58.6	89.0	160.4
资产负债率	39.00%	39.27%	39.28%	42.89%	43.55%	43.12%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	3	4	5	36
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究