

# 信达生物携手辉瑞，全球化再升级

信达生物(1801.HK)

## 核心观点

信达生物与辉瑞达成全球战略合作，信达生物将获得首付款 6.5 亿美元，并有资格获得最高可达 98.5 亿美元的研发、监管与商业化里程碑付款，交易总额达 105 亿美元。此外，对于每一款获批准上市的项目，信达生物将获得最高达双位数比例的销售分成。协议涵盖多种合作模式，包括许可、共同开发及共同商业化 (Co-Co)。本次合作，结合了信达生物在新药发现及早期临床开发方面的创新实力，与辉瑞在全球研发与商业化上的综合能力。并通过对核心项目的全球共同开发及美国欧洲共同商业化，进一步拓展信达生物的全球布局。这是信达继与武田、礼来达成战略合作之后，全球化的又一重大里程碑，通过 Co-Co 切入欧美高利润市场，借力造船出海全球化路径清晰。

## 事件

2026 年 5 月 29 日，信达与辉瑞达成全球战略合作，信达生物将获得首付款 6.5 亿美元，并有资格获得最高可达 98.5 亿美元的研发、监管与商业化里程碑付款，交易总额达 105 亿美元。此外，对于每一款获批准上市的项目，信达生物将获得最高达双位数比例的销售分成。协议涵盖多种合作模式，包括许可、共同开发及共同商业化 (Co-Co)。合作覆盖多款具有新型差异化载荷的抗体偶联药物 (ADC)，及具备差异化免疫调节特性和独特结构设计的多特异性抗体。由 12 个项目构成，包括 8 个信达生物的早期管线，及 4 个将由辉瑞提议的全新 (de novo) 项目。

## 点评

信达生物与辉瑞达成战略合作，Co-Co 模式切入欧美市场

合作总包高达 105 亿美元，涵盖许可、共同开发及共同商业化多种合作模式。信达与辉瑞达成全球战略合作，信达生物将获得首付款 6.5 亿美元，并有资格获得最高可达 98.5 亿美元的研发、监管与商业化里程碑付款，交易总额达 105 亿美元。此外，对于每一款获批准上市的项目，信达生物将获得最高达双位数比例的销售分成。协议涵盖多种合作模式，包括许可、共同开发及共同商业化 (Co-Co)。是信达继与武田、礼来达成战略合作之后，全球化的又一重大里程碑。

维持

买入

袁清慧

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

沈毅

010-56135343

SAC 编号:S1440525080005

成雨佳

SAC 编号:S1440525120003

SFC 编号:BIQ365

余梦珂

SAC 编号:S1440525120002

赵旭

010-56135339

SAC 编号:S1440525070003

贺菊颖

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026 年 05 月 30 日

当前股价：83.35 港元

目标价格 6 个月：147.70 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
-10.41/-6.87	-12.04/-5.94	25.69/18.75
12 月最高/最低价 (港元)		107.00/60.20
总股本 (万股)		173,823.72
流通 H 股 (万股)		173,823.72
总市值 (亿港元)		1,448.82
流通市值 (亿港元)		1,448.82
近 3 月日均成交量 (万)		1244.54
主要股东		
俞德超		6.29%

单击此处输入文字。

合作资产组合覆盖 ADC 和多抗，充分发挥双方能力与资源的互补优势。本次合作覆盖多款具有新型差异化载荷的抗体偶联药物（ADC），及具备差异化免疫调节特性和独特结构设计的多特异性抗体。由 12 个项目构成，包括 8 个信达生物的早期管线，及 4 个将由辉瑞提议的全新（de novo）项目。其中，

- ①信达与辉瑞将在全球范围内共同开发 4 个关键项目，并共同承担开发成本。同时，双方将在美国及欧洲就其共同商业化，并共享利润。同时，信达保留在大中华地区的权利；
- ②信达授予辉瑞 4 个项目于大中华区以外地区的独家许可权，辉瑞将承担大部分开发成本；
- ③信达授予辉瑞 4 个项目的全球独家许可权，辉瑞将承担全球开发成本。

辉瑞与信达生物的合作，采用了辉瑞极少使用的联合开发（Co-Co）模式，是对信达生物研发能力信任的充分体现。近年辉瑞开展大型交易时，更倾向直接收购资产或买断权益，深度共研合作十分罕见。此次选择联合开发，充分体现辉瑞对信达肿瘤管线、研发实力的认可；信达也依托辉瑞的全球平台，加速管线走向国际市场。双方研发、商业化能力优势互补，打破了传统授权合作的边界，印证双方对彼此综合实力、管线潜力以及长期协同价值均抱有充足信心。

**表 1:辉瑞近年大型 BD 交易梳理**

交易时间	卖方	买方	首付款 /亿美元	总金额/ 亿美元	合作内容	合作形式
2026-05	信达生物	辉瑞	6.5	105	12 个肿瘤项目（ADC、多特异性抗体，其中 8 个信达早期管线+ 4 个辉瑞提议的全新项目）	4 个 Co-Co（全球共研+欧美共商） +4 个海外授权 +4 个全球授权
2026-02	先为达生物	辉瑞	未披露	4.95	埃诺格鲁肽 （GLP-1，糖尿病 / 减重）	中国 独家商业化授权
2025-12	复星医药 / 药友制药	辉瑞	1.5	20.85	YP05002 （口服 GLP-1R 激动剂）	全球独家管线授权
2025-11	Metsera	辉瑞	70	92	GLP-1/ 胰淀素减重类管线 （MET-097i、MET-233i 等）	100% 全资收购
2025-05	三生制药 / 三生国健	辉瑞	12.5（另附加 1 亿股股权投资）	60.5	SSGJ-707（PD-1/VEGF 双抗）	海外独家授权 + 1 亿 美元股权投资
2023-08	Seagen	辉瑞	430	430	4 款商业化 ADC 药物 + ADC 技术平台	100% 全资收购
2022-10	Biohaven	辉瑞	116	116	NURTEC® ODT、Zavegepant （偏头痛药物）	100% 全资收购
2022-10	GlobalBlood Therapeutics	辉瑞	54	54	Oxbryta 及血液罕见病管线	100% 全资收购
2022-03	Arena Pharmaceuticals	辉瑞	67	67	Etrasimod（口服 S1P，溃疡性 结肠炎 / 自免疾病）	100% 全资收购

资料来源：公司公告，中信建投证券

Co-Co 模式下，信达生物有望进一步切入欧美高利润市场。本次战略合作将信达生物在肿瘤创新领域的科学发现与临床开发能力，与辉瑞在科学研究、全球临床开发、监管事务和商业化规模方面的深厚积累

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

有机结合，双方在核心领域高度互补，形成协同创新合力。尤其是在全球范围内共同开发并在欧美共同商业化的 4 个关键项目，是继 IBI363 和武田全球共同开发和美国共同商业化合作之后，再次为信达生物带来切入欧美高利润市场的长期全球化发展机遇，和打磨提升自身全球化团队能力的试炼平台，打破传统授权模式的价值天花板。

**信达生物构建全球化创新合作生态，借力造船出海全球化路径清晰。**本次合作落地后，信达生物已构建起全球化创新合作生态。截至目前，信达已与礼来、武田、罗氏、辉瑞四大全球顶级跨国药企达成深度合作，累计落地 5 个 Co-Co 核心项目（IBI363、本次辉瑞 4 个项目）和 20 余项全球合作管线，形成了覆盖源头创新、全球临床开发、全球商业化的协同生态，信达生物迈向全球化的发展路径清晰可见。

**表 2:信达近年与 MNC BD 交易梳理**

交易时间	合作方	首付款 /亿美元	总金额 /亿美元	合作内容	合作形式
2026-05	辉瑞	6.5	105	12 个肿瘤项目（ADC、多特异性抗体，其中 8 个信达早期管线+ 4 个辉瑞提议的全新项目）	4 个 Co-Co（全球共研+欧美共商） +4 个海外授权 +4 个全球授权
2026-02	礼来	3.5	88.5	多款肿瘤、免疫领域 早期创新管线	海外独家授权
2025-10	武田	12（含 1 亿美元股权投资）	114	IBI363（PD-1/IL-2 $\alpha$ 双抗）、 IBI343（CLDN18.2 ADC）、 IBI3001（EGFR/B7H3 ADC）	IBI363 全球共研 + 美国共商； IBI343 海外独家授权 IBI3001 海外独家选择权
2025-01	罗氏	0.8	10.8	IBI3009（DLL3 ADC）	全球独家授权
2020-08	礼来	2.0	10.25	信迪利单抗（PD-1 单抗）	海外独家授权

资料来源：公司公告，中信建投证券

### 信达生物创新管线持续推进，IBI363 展现优异的一线和后线 NSCLC 数据

公司创新管线持续推进，未来可期，预计到 2030 年至少推动 5 个分子进入全球 MRCT III 期临床研究。目前，公司三款核心资产 IBI363（PD1/IL2 $\alpha$ ）、IBI343（CLDN18.2 ADC）和 IBI324（VEGF/ANG-2）均已在开展或即将开展多个国内外 III 期临床研究。在心血管及代谢、自免领域也已经涌现出高潜力大单品及丰富的下一代创新管线组合。IBI3032（GLP1 口服小分子）、IBI3042（GLP1 口服周制剂）和 IBI3002（IL4/TSLP）等多个早期管线也在持续推进。

**IBI363 在 ASCO 大会中展现出优异的一线和后线 NSCLC 数据，未来可期。**IBI363 在一线 NSCLC 患者中展现出优异的 ORR 以及 DCR 数据，尤其是 3-1.5mg/kg 组（n=22）：ORR 86.4%，cORR 81.8%。同时药物的安全性良好，3-1.5mg/kg 组 $\geq 3$  级 TEAEs 发生率 65.2%，关节痛和皮疹等副作用可控。IBI363（PD1/IL2 $\alpha$ ）联合化疗一线肺癌数据超预期，安全性良好。整体看，IBI363 单药在后线 NSCLC 患者中具备强大的 OS 获益，单药 OS 获益强大，远超多西他赛的 10-12 个月 OS 获益水平。安全性上，药物导致的患者死亡发生率不超过 1%，安全性可控，且 TEAEs 导致的治疗暂停率为 8.1%，安全性优异。目前，针对 IO 耐药的鳞状 NSCLC，IBI363 已开展 MRCT 临床 III 期，对照多西他赛。考虑到 IBI363 当前 OS 数据远超多西他赛，我们认为该临床 III 期成功率极高。此外，针对 IO 耐药的鳞状 NSCLC 计划于 2026 年内启动 MRCT 临床 III 期，考虑到 IBI363 在非鳞 NSCLC 抽烟人群中 OS

数据突出，而欧美 EGFR 野生型腺癌患者的吸烟占比超 80%，我们也认为该临床成功概率较高。

**表 3:公司 2026 重点催化剂整理**

产品	事件	预计时间
IBI363 (PD-1/IL2 $\alpha$ )	1L CRC POC 数据读出	2026
IBI363 (PD-1/IL2 $\alpha$ )	1L NSCLC 初步数据读出	2026 ASCO
IBI363 (PD-1/IL2 $\alpha$ )	2L NSCLC 完整数据读出	2026 ASCO
IBI363 (PD-1/IL2 $\alpha$ )	IO 耐药的 nsqNSCLC MRCT III 期启动	2026
IBI363 (PD-1/IL2 $\alpha$ )	1L NSCLC 剂量爬坡及优化数据发布	2026
IBI363 (PD-1/IL2 $\alpha$ )	1L 胃癌、1LSCLC 概念验证数据发布	2026
IBI363 (PD-1/IL2 $\alpha$ )	IO 初治黑色素瘤关键临床数据读出	2026H2
IBI343 (CLDN18.2 ADC)	三期 GC 数据中期分析结果读出	2026
IBI324 (VEGF/ANG-2)	启动 wAMD 和 DME 的国际三期	2026H2
IBI302 (VEGF/补体)	提交 wAMD 中国上市申请	2026H1
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)	2L-5L MM 关键临床启动	2026
IBI3026 (PD1/IL12)	实体瘤 I 期数据潜在更新	2026H2
信必敏 (IGF-1R)	非活动 TED 临床 III 期读出	2026

资料来源：公司公告，Insight，中信建投证券

### 盈利预测及投资建议

信达生物已进入肿瘤和非肿瘤业务板块双轮驱动和全球化创新的新阶段。公司在肿瘤赛道广泛布局，已形成领先的肿瘤品牌，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。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，慢病品牌也在崛起中，已上市与在研产品兼具竞争力强和进度领先。我们预计信达生物 2026-2028 年收入为 180.2 亿元、243.3 亿元和 285.8 亿元，净利润为 22.1 亿元、38.2 亿元、50.1 亿元。采用 DCF 估值，公司合理市值为 2,562.6 亿港元，上调目标价至 147.7 港元。维持“买入”评级。

**表 4:信达利润表预测 (百万元)**

利润表(单位:百万元,CNY)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>收入</b>	<b>4,269.7</b>	<b>4,556.4</b>	<b>6,206.1</b>	<b>9,421.9</b>	<b>13,041.5</b>	<b>18,018.0</b>	<b>24,329.2</b>	<b>28,583.9</b>
增长率 %	11%	7%	36%	52%	38%	38%	35%	17%
营业成本	-573.0	-931.0	-1136.3	-1510.2	-1,756.02	-1,801.80	-2,432.92	-2,715.47
<b>毛利</b>	<b>3,696.7</b>	<b>3,625.4</b>	<b>5,069.8</b>	<b>7,911.7</b>	<b>11,285.5</b>	<b>16,216.2</b>	<b>21,896.3</b>	<b>25,868.4</b>
增长率 %	7%	-2%	40%	56%	43%	44%	35%	18%
毛利率 %	87%	80%	82%	84.0%	86.5%	90%	90%	91%
其他收入	196.9	279.7	552.4	535.9	560.1	546.4	498.7	459.9
其他收益及亏损	-72.8	774.3	81.2	250.0	-246.8	-	-	-
<b>研发费用</b>	<b>-2478.1</b>	<b>-2871.2</b>	<b>-2227.6</b>	<b>-2681.1</b>	<b>-2,624.2</b>	<b>-3,603.6</b>	<b>-4,622.6</b>	<b>-6,002.6</b>
研发费用率 %	58%	63%	36%	28%	20%	20%	19%	21%
<b>管理费用</b>	<b>-884.0</b>	<b>-835.5</b>	<b>-750.3</b>	<b>-738.0</b>	<b>-927.0</b>	<b>-1,171.2</b>	<b>-1,459.8</b>	<b>-1,429.2</b>
管理费用率 %	21%	18%	12%	7.8%	7.1%	6.5%	6.0%	5.0%
<b>销售费用</b>	<b>-2,728.2</b>	<b>-2,590.8</b>	<b>-3,100.7</b>	<b>-4,346.9</b>	<b>-5,712.9</b>	<b>-7,592.7</b>	<b>-9,514.7</b>	<b>-10,359.6</b>
销售费用率 %	63.9%	56.9%	50.0%	46.1%	43.8%	42.1%	39.1%	36.2%
<b>特许权使用费及佣金</b>	<b>-719.1</b>	<b>-450.8</b>	<b>-670.6</b>	<b>-901.5</b>	<b>-1,319.3</b>	<b>-1,711.7</b>	<b>-2,238.3</b>	<b>-2,572.5</b>
占收入比重 %	17%	10%	11%	10%	10%	9.5%	9.2%	9.0%
融资成本/财务费用	(62.5)	(101.7)	(98.6)	(67.6)	(79.6)	(77.8)	(70.1)	(67.6)
上市费用	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-
应占联营公司损益	0.00	0.00	0.00	-41.0	-96.8	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>(3,051.0)</b>	<b>(2,170.5)</b>	<b>(1,144.4)</b>	<b>(78.6)</b>	<b>838.9</b>	<b>2,605.7</b>	<b>4,489.6</b>	<b>5,896.8</b>
所得税(开支)/抵免	(87.0)	(8.8)	116.5	(16.0)	(25.4)	(390.9)	(673.4)	(884.5)
所得税率 %	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.2%	15%	15%	15%
<b>净利润</b>	<b>(3,138.1)</b>	<b>(2,179.3)</b>	<b>(1,027.9)</b>	<b>(94.6)</b>	<b>813.6</b>	<b>2,214.8</b>	<b>3,816.2</b>	<b>5,012.3</b>
净利率 %	-73%	-48%	-17%	-1%	6%	12%	16%	18%
增长率 %	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-960%	172%	72%	31%

数据来源: 公司公告, Wind, 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。

## 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

中信建投制药及生物科技联席首席分析师，香港中文大学硕士，超过 10 年产业+行研经验，曾任职于恒瑞医药及阿斯利康，获总裁奖。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

制药及生物科技组分析师，香港大学硕士，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/或其附属机构(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