



携手辉瑞，加速创新肿瘤药物开发

投资要点

- **事件:** 5月29日，信达生物与辉瑞达成全球战略合作，加速创新肿瘤药物开发。
- **信达生物与辉瑞达成全球战略合作，加速创新肿瘤药物开发。** 信达生物与辉瑞达成全球战略合作，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，信达保留在大中华区地区的权利；根据协议的财务条款，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。对于“共同开发、共同商业化”的项目，双方将在美国及欧洲共享利润。
- **IBI363 多项III期临床快速推进中，一线治疗 NSCLC 展现优异的疗效信号。** IBI363 (PD-1/IL-2) 正在全球范围内开展一系列临床试验，包括一项针对免疫耐药鳞状非小细胞肺癌的全球多区域III期试验，和一项针对中国未经治疗的肢端型和粘膜型黑色素瘤的关键II期研究。同时，多项Ib/II期试验正在进行中，评估IBI363用于非小细胞肺癌和结直肠癌（包括一线及后线治疗）以及其他瘤种的治疗。在2026ASCO上，信达生物公布了IBI363一线治疗晚期NSCLC的临床I期PoC研究初步结果。在剂量优化阶段，3→1.5 mg/kg组 (n=22) 展现出86.4%的客观缓解率 (ORR)，其中经确认的缓解率 (cORR) 为81.8%，疾病控制率 (DCR) 达100%。该疗效在鳞癌 (ORR 85.7%, n=14) 与非鳞癌 (ORR 87.5%, n=8) 亚组中表现一致。
- **冲刺全球化，深化商业化，验证高潜力早期资产。** 2026年是公司全球化冲刺及商业化深化的关键之年。公司将有序推进后期资产的研发进程，重点推动IBI363、IBI343及IBI324的全球化开发。同时，公司将验证高潜力早期资产，完成IBI3003(GPRC5D/BCMA/CD3)、新一代ADC管线、IBI3032(口服GLP-1)及IBI3002(TSLP/IL-4Rα)等的PoC及早期I期临床数据交付，并推动新一代分子进入临床阶段。
- **盈利预测:** 公司研发及商业化实力强劲，我们预计公司2026-2028年营业收入分别为178.5、211.8和251.7亿元。
- **风险提示:** 研发进展或不及预期风险、核心品种商业化进展或不及预期风险、海外合作或不及预期风险、政策风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	13041.52	17853.84	21183.59	25172.46
增长率	38.42%	36.90%	18.65%	18.83%
归属母公司净利润 (百万元)	813.56	2436.52	3524.98	5137.40
增长率	959.72%	199.49%	44.67%	45.74%
每股收益EPS (元)	0.47	1.40	2.03	2.96
净资产收益率ROE	4.20%	11.18%	13.92%	16.87%
PE	146.56	48.94	33.83	23.21

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

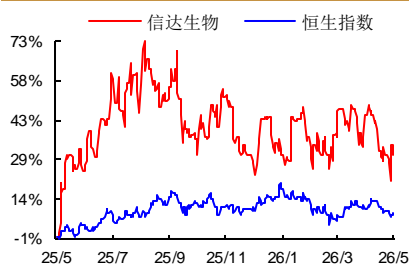
分析师: 汤泰萌

执业证号: S1250522120001

电话: 021-68416017

邮箱: ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	63.1-107.0
3个月平均成交量(百万)	12.97
流通股数(亿)	17.38
市值(亿)	1,370.60

相关研究

1. 信达生物 (1801.HK): 携手武田, 加速新一代IO及ADC疗法推向全球市场 (2025-10-23)
2. 信达生物 (1801.HK): 业绩超预期, 双轮驱动顺利起航 (2025-08-29)

盈利预测

关键假设：

假设 1：达伯舒持续拓展适应症，佩米替尼、奥雷巴替尼、雷莫西尤单抗、塞普替尼、氟泽雷塞、匹妥布替尼等新药逐步放量，假设 2026-2028 年医药产品销售收入同比增速分别为 40%、20%、20%。

假设 2：公司管线丰富，多款 ADC 及双抗产品未来授权预期高，假设授权收入 2026-2028 年均为 10 亿元。

假设 3：假设研发服务费收入 2026-2028 年维持稳定，均为 2 亿元。

假设 4：假设毛利率 2026-2028 分别为 87%、87%、87%。

综上，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 178.5、211.8 和 251.7 亿元。

表：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
医药产品销售收入	收入	119	166.5	199.8	239.7
	增速	44.6%	40%	20%	20%
授权收入	收入	9.6	10	10	10
	增速	-13%	4.2%	0	0
研发服务费收入	收入	1.9	2	2	2
	增速	100.8%	5.3%	0	0
合计	收入	130.4	178.5	211.8	251.7
	增速	38.4%	36.9%	18.7%	18.8%
	毛利率	87%	87%	87%	87%

数据来源：wind，西南证券

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	10423.01	9703.08	12648.53	16900.40	营业额	13041.52	17853.84	21183.59	25172.46
应收账款	1713.83	2494.80	2960.08	3517.46	销售成本	1756.02	2321.00	2753.87	3272.42
预付款项、按金及其他应收款项	360.27	494.09	586.24	696.63	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	5712.91	7677.15	8897.11	10320.71
存货	1301.75	1653.87	1962.31	2331.82	管理及研发费用	3551.20	4284.92	4872.23	5286.22
其他流动资产	8214.48	11245.62	13342.93	15855.41	财务费用	79.60	78.44	57.38	44.79
流动资产总计	22013.34	25591.46	31500.09	39301.71	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	762.20	762.20	762.20	762.20	投资收益	-96.79	0.00	0.00	0.00
固定资产	5061.24	4585.48	4109.72	3633.97	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	1845.01	3492.33	4603.01	6248.33
无形资产	1914.51	1595.42	1276.34	957.25	其他非经营损益	-1006.09	-1006.09	-1006.09	-1006.09
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	838.92	2486.24	3596.92	5242.24
其他非流动资产	7596.56	7592.86	7589.17	7585.48	所得税	25.36	49.72	71.94	104.84
非流动资产合计	15334.50	14535.97	13737.44	12938.90	税后利润	813.56	2436.52	3524.98	5137.40
资产总计	37347.84	40127.43	45237.53	52240.61	归属于非控股股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	494.59	654.80	776.92	923.22	归属于母公司股东利润	813.56	2436.52	3524.98	5137.40
其他流动负债	7102.81	8074.84	9537.83	11257.22	EBITDA	1519.84	3363.21	4452.83	6085.56
流动负债合计	8386.57	8729.64	10314.76	12180.44	NOPLAT	1899.25	3519.48	4587.30	6187.37
长期借款	1989.60	1989.60	1989.60	1989.60	EPS(元)	0.47	1.40	2.03	2.96
其他非流动负债	7615.43	7615.43	7615.43	7615.43					
非流动负债合计	9605.03	9605.03	9605.03	9605.03	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
负债合计	17991.60	18334.67	19919.79	21785.47	成长能力				
股本	0.12	0.12	0.12	0.12	营收额增长率	38.4%	36.9%	18.7%	18.8%
归属于母公司股东权益	19356.24	21792.76	25317.74	30455.14	EBIT 增长率	8470.0%	179.2%	42.5%	44.7%
归属于非控股股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	271.8%	121.3%	32.4%	36.7%
权益合计	19356.24	21792.76	25317.74	30455.14	税后利润增长率	959.7%	199.5%	44.7%	45.7%
负债和权益合计	37347.84	40127.43	45237.53	52240.61	盈利能力				
					毛利率	86.54%	87.00%	87.00%	87.00%
					净利率	6.24%	13.65%	16.64%	20.41%
					ROE	4.20%	11.18%	13.92%	16.87%
					ROA	2.18%	6.07%	7.79%	9.83%
					ROIC	13.48%	28.17%	30.28%	38.84%
					估值倍数				
					P/E	146.56	48.94	33.83	23.21
					P/S	9.14	6.68	5.63	4.74
					P/B	6.16	5.47	4.71	3.92
					股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBIT	-7.46	-2.59	-2.57	-2.53
					EV/EBITDA	-4.51	-1.97	-2.11	-2.20
					EV/NOPLAT	-3.61	-1.88	-2.04	-2.16
现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E					
税后经营利润	1883.10	3422.48	4510.95	6123.36					
折旧与摊销	601.32	798.53	798.53	798.53					
财务费用	79.60	78.44	57.38	44.79					
其他经营资金	7436.99	-3165.81	-1378.07	-1684.06					
经营性现金净流量	10001.01	1133.65	3988.79	5282.62					
投资性现金净流量	-6511.54	-985.97	-985.97	-985.97					
筹资性现金净流量	4728.47	-867.61	-57.38	-44.79					
现金流量净额	8217.94	-719.93	2945.45	4251.87					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
