

出海景气延续：三笔 BD 同日披露，交易结构各有侧重

季昶阳

首席医药分析师

joule_ji@spdbi.com

(852) 2808 6434

2026 年 7 月 15 日

浦銀國際

行业追踪

出海景气延续：三笔 BD 同日披露，交易结构各有侧重

- 创新药出海景气度持续。**2026 年 7 月 14 日，迪哲医药 (688192.SH) 与信达生物 (1801.HK) 分别披露对外授权交易；翰森制药 (3692.HK) 则在 Avere 与 NextCure 公布拟合并交易时，同步披露此前签署的资产授权及战略投资安排。按首付款加潜在里程碑、不含销售分成的口径，迪哲、信达及翰森三笔交易的已披露对价上限分别为 15.0 亿美元、约 10.85 亿美元及 23.0 亿美元，对应首付款占比分别为 40.0%、约 3.2% 及 5.2%。由于三笔交易在资产阶段、授权范围、买方属性、关联关系及股权安排等方面存在较大差异，首付款比例不宜作简单横向比较。
- 阿斯利康以 6.0 亿美元约定首付款取得舒沃替尼全球独家开发及商业化权利。**迪哲医药的舒沃替尼已在中国和美国获批，用于 EGFR exon20ins 突变局部晚期或转移性 NSCLC 的含铂化疗经治患者。全球一线 III 期 WU-KONG28 显示，舒沃替尼相较含铂化疗将中位 PFS 由 7.5 个月延长至 10.3 个月 (HR 0.65)，确认 ORR 为 58.9% vs 31.1%；目前 OS 数据尚未成熟。相关一线适应症申请已递交中国监管机构。交易预计于 2026 年下半年完成交割，截至报告日，6.0 亿美元仍为约定首付款，尚未确认到账。迪哲是由阿斯利康与国投创新于 2017 年共同设立，整合了阿斯利康中国创新中心的科研与技术能力。
- 翰森制药的合作同时涉及资产授权，可转债投资，及 Avere 与 NextCure 拟合并，整体结构相对复杂。**许可协议下，翰森将获得 1.2 亿美元首付款、最高 21.8 亿美元开发及销售里程碑，以及中个位数至低双位数销售分成。与此同时，翰森通过认购 Avere 可转换票据参与私募。若拟合并交易完成，相关票据将转换为合并后实体股权，翰森预计在全面摊薄基础上持有合并后实体高于 30%、低于 40% 的股权。该股权来自另行投资，并非许可协议项下的许可对价。拟合并交易预计于 2026 年下半年完成，合并后公司拟更名为 Avere Therapeutics，并以 “AVRX” 为股票代码在纳斯达克交易。
- 信达生物通过本笔交易进一步拓展了公司自免管线的海外开发。**Spero Therapeutics (SPRO.US) 获得 IBI355 (Spero 代码 SP001) 在大中华区以外的研发、生产及商业化权益，并将支付 3,500 万美元首付款 (Spero 披露) 及最高约 10.5 亿美元开发、注册和商业化里程碑，另附高个位数至十几个百分点中段的阶梯式销售分成。IBI355 为第三代、人源化、Fc 沉默型 IgG1 抗 CD40L 单抗，已完成两项健康受试者 I 期研究及一项干燥综合征患者 Ib 期研究，具备进入 II 期开发的条件。信达计划于 2027 年初之前在中国启动干燥综合征 II 期研究，Spero 计划于 2027 年第二季度启动 IgG4 相关性疾病 II 期研究。Spero 同期完成的 1.05 亿美元融资，提高了 IBI355 海外开发计划的近端可见度。
- 创新药出海景气度持续，看好相关的标的。**我们首选推荐科伦博泰 (6990.HK)、百济神州 (ONC.US / 6160.HK / 688235.CH) 及复宏汉霖 (2696.HK)；同时建议关注康方生物 (9926.HK)、康诺亚 (2162.HK)、荣昌生物 (9995.HK)、恒瑞医药 (600276.CH / 1276.HK)、信达生物 (1801.HK) 及和黄医药 (HCM.US / 0013.HK)。
- 投资风险：**关键临床数据或注册进度不及预期；合作方开发优先级变化；交易交割条件未满足；早期临床数据的跨试验比较存在偏差；股权投资面临估值、稀释及流动性风险。



扫码关注

浦銀國際研究

图表 1：2026 年 7 月 14 日披露的三笔创新药 BD 交易条款总结

项目	迪哲医药 (688192.CH)	信达生物 (1801.HK)	翰森制药 (3692.HK)
资产	舒沃替尼 / Zegfrovy, EGFR-TKI	IBI355 / SP001, 抗 CD40L 单抗	HS-20118 / AVR-001, 口服环肽 IL-23R 拮抗剂
资产阶段	已在中美获批；一线 EGFR exon20ins NSCLC 全球 III 期阳性	已完成 I 期及 Ib 期，具备 II 期开发条件	已完成斑块状银屑病 Ib 期
合作方	阿斯利康	Spero Therapeutics (SPRO.US)	Avere Therapeutics
授权范围	全球	大中华区以外	中国内地及港澳台以外
约定首付款	6.00 亿美元	0.35 亿美元	1.20 亿美元
潜在里程碑	最高 9.00 亿美元	最高约 10.50 亿美元	最高 21.80 亿美元
已披露交易对价上限	15.00 亿美元	约 10.85 亿美元	23.00 亿美元
首付款 / 对价上限	40.00%	约 3.2%	约 5.2%
销售分成	全球销售额阶梯式分成	高个位数至十几个百分点中段	中个位数至低双位数
其他安排	构成关联交易；预计 2026 年下半年交割	Spero 同期完成 1.05 亿美元无追索权、非稀释性特许权融资	翰森另行认购 Avere 可转债；合并后预计持股高于 30%、低于 40%
核心观察点	交割进度、一线适应症审批及全球商业化推进	Spero 开发执行力、IgG4-RD II 期进度及融资消耗	合并交割、海外 IIb 期数据及股权稀释

资料来源：公司资料、浦银国际整理

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

