

上海谊众（688091.SH） 紫杉醇胶束快速放量，PD-1 三抗打开成长空间

2025 年 10 月 13 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

余汝意（分析师）

余克清（分析师）

聂媛媛（联系人）

yuruyi@kysec.cn

yukeqing@kysec.cn

nieyuanyuan@kysec.cn

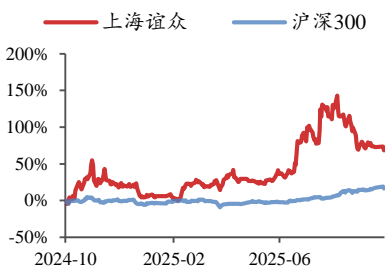
证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790525010002

证书编号：S0790124050002

日期	2025/10/10
当前股价(元)	56.60
一年最高最低(元)	83.60/31.60
总市值(亿元)	116.99
流通市值(亿元)	116.99
总股本(亿股)	2.07
流通股本(亿股)	2.07
近 3 个月换手率(%)	155.8

股价走势图



数据来源：聚源

● 纳米药物递送技术全球领先，前瞻布局多抗平台

上海谊众成立于 2009 年 9 月，其核心自主研发的国家 2.2 类新药紫杉醇聚合物纳米胶束于 2021 年获批上市，2024 年进入医保目录。此外，公司前瞻布局小分子靶向药及多功能抗体研发平台，在研药物包括 YXC-001（PD-1/VEGF/IL-2 三抗）和 YXC-002（第四代高脑渗透性 EGFR-TKI），分别有望于 2025 年底和 2026 年上半年申报 IND。我们看好公司核心产品医保后持续放量，以及公司早研管线推进带来的潜在成长性。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.02/1.31/1.84 亿元，EPS 为 0.49/0.64/0.89 元，当前股价对应 PE 为 114.7/89.0/63.7 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 紫杉醇胶束：兼具疗效+依从性+先发优势，医保后快速放量

核心产品紫杉醇聚合物胶束是公司该平台首个获批上市的全新一代紫杉醇类创新剂型，也是我国首个作为 2.2 类创新药批准上市的紫杉醇胶束类产品。非头对头对比不同剂型紫杉醇在非小细胞肺癌的关键临床数据，公司紫杉醇聚合物胶束兼具疗效及患者依从性优势，公司核心产品是唯一获批且进入医保的胶束制剂，未来放量可期。

● PD-1/VEGF/IL-2 三抗：二代 IO 升级迭代，有望为患者 OS 加码

在 PD-(L)1 迭代研发浪潮的推动下，PD-(L)1/VEGF 双抗及三抗成为了突破单抗瓶颈的焦点。PD-(L)1/VEGF 双抗 PFS 获益显著，但总生存期获益仍需进一步确认，三抗在 IO 2.0 疗法上进一步升级迭代，有望为患者总生存期加码。截至 2025 年 9 月，全球共有 38 款处于临床及临床前 PD-(L)1 三抗（项目状态积极），其中 16 款为 PD-(L)1/VEGF 三抗药物。其中，PD-(L)1/VEGF/IL-2 是将两个已证明与 PD-(L)1 具有明确协同效应的靶点同时整合的三抗药物，据 Insight 数据显示，目前仅有一款（上海谊众 YXC-001）处于临床前阶段。YXC-001 有望于 2025 年底同时于中美申报 IND。

● 风险提示：政策变化风险、市场竞争加剧风险、研发进展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	360	174	417	732	1,068
YOY(%)	52.7	-51.8	140.3	75.6	45.9
归母净利润(百万元)	162	7	102	131	184
YOY(%)	13.1	-95.7	1362.4	28.8	39.7
毛利率(%)	93.5	92.3	83.0	83.0	83.0
净利率(%)	44.8	4.0	24.5	17.9	17.2
ROE(%)	11.0	0.5	6.8	8.2	10.5
EPS(摊薄/元)	0.78	0.03	0.49	0.64	0.89
P/E(倍)	72.4	1677.3	114.7	89.0	63.7
P/B(倍)	8.0	8.3	7.8	7.3	6.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、上海谊众:纳米药物递送技术全球领先，前瞻布局多抗平台	3
1.1、核心产品国内首发上市，前瞻布局多抗平台	3
1.2、公司营收重回高增速，持续加大研发投入	3
2、紫杉醇胶束:兼具疗效+患者依从性+先发优势	5
2.1、NDDS 平台：纳米药物递送技术全球领先	5
2.2、紫杉醇胶束:兼具疗效+依从性+先发优势，医保后快速放量	6
2.2.1、紫杉醇制剂剂型持续升级，紫杉醇胶束兼具疗效及患者依从性优势	6
2.2.2、我国紫杉醇市场规模大，紫晟是我国目前唯一获批的紫杉醇胶束仍	8
3、PD-1 三抗：二代 IO 升级迭代，有望为患者 OS 加码	10
3.1、YXC-001：全球唯一 PD-1/VEGF/IL-2 三抗，先发优势明确	10
3.2、PD-1/VEGF/IL-2 三靶点联合有望展现更优协同治疗效果	12
4、盈利预测与投资建议	14
5、风险提示	15
附：财务预测摘要	16

图表目录

图 1：核心产品紫晟已于 2021 年在中国获批上市	3
图 2：2025H1 紫杉醇胶束销售收入重回高增速（亿元）	4
图 3：公司持续加大研发投入（百万元）	4
图 4：2025H1 公司整体销售毛利率略有下降（单位：%）	4
图 5：自 1960 年纳米载体技术发展迅速	5
图 6：经过修饰的聚合物胶束具有主动靶向作用，增强药物疗效	5
图 7：紫杉醇聚合物胶束是我国首个批准上市的紫杉醇胶束类产品	6
图 8：紫杉醇制剂剂型持续升级	7
图 9：紫杉醇市场剂型迭代趋势明确，白蛋白剂型占据市场主导地位	8
图 10：公司紫杉醇胶束已进入医保目录，未来放量可期	9
图 11：帕博利珠单抗在 PD-(L)1 全球市场占主导地位（单位：亿美元）	10
图 12：依沃西头对头帕博利珠单抗获得显著阳性结果	12
图 13：IBI363 在鳞状 NSCLC 中疗效优异	13
图 14：IBI363 在肺腺癌患者中疗效优异	13
图 15：IBI363 单药治疗效果惊艳	13
图 16：IBI363 联合贝伐珠单抗或疗效更优	13
表 1：紫杉醇胶束疗效具有明显优势	7
表 2：紫杉醇胶束进一步提升患者依从性	7
表 3：公司紫杉醇胶束具有明确先发优势	9
表 4：全球多款 PD-1/VEGF 双抗进入临床阶段（截至 2025 年 9 月）	11
表 5：截至 2025 年 9 月，PD-(L)1/VEGF 三抗管线占 PD-(L)1 三抗产品半数，已有 6 款进入临床阶段	11
表 6：基于关键假设预计公司收入有望快速增长	14
表 7：公司多管线处于早期研发阶段，估值涵盖创新药管线，因此公司 PE 估值具备一定合理性	14

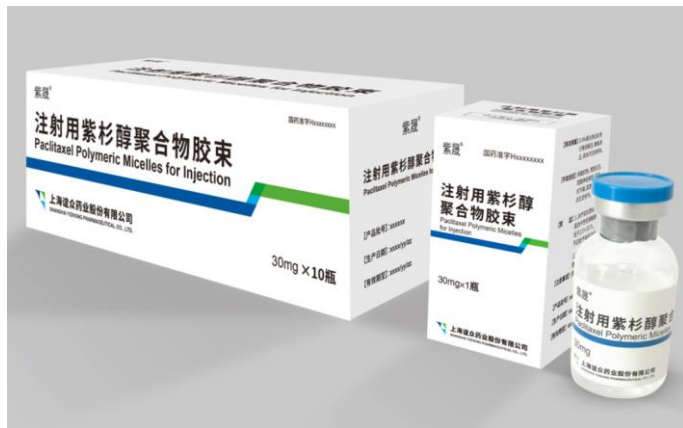
1、上海谊众:纳米药物递送技术全球领先，前瞻布局多抗平台

1.1、核心产品国内首发上市，前瞻布局多抗平台

上海谊众成立于 2009 年 9 月，是一家集研发、生产、商业化为一体的高科技制药企业。公司致力于抗肿瘤创新药及相关产品的开发，拥有高分子材料、药物制剂、生物学等背景的高科技人才，且具备独立自主的药品研发能力与完整的药品生产系统。公司拥有独特的纳米颗粒药物递送系统（NDDS）研发平台、小分子靶向药研发平台及多功能抗体研发平台，正开发多款创新型药物。

纳米颗粒药物递送系统研发平台：NDDS 研发平台利用纳米技术和药用高分子辅料合成的核心关键技术将已临床应用的经典药物进行剂型改良，大幅提升其安全性和有效性，赋予经典药物新的价值和生命力。公司的核心产品紫杉醇聚合物纳米胶束已在中国获批上市，属于国家 2.2 类新药。

图1：核心产品紫杉醇已于 2021 年在中国获批上市



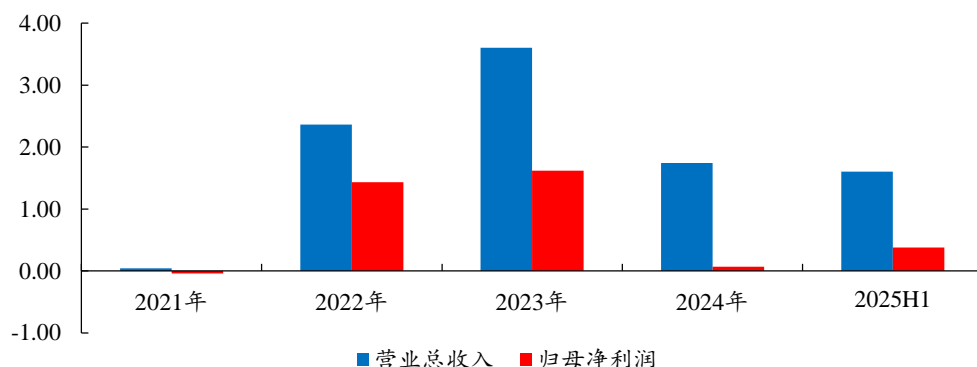
资料来源：公司官网

小分子靶向药及多功能抗体研发平台：公司成立的全资子公司上海佑希创医药科技有限公司，搭建了多功能抗体和小分子靶向药研发平台，组建以博士为主的具有丰富药物研发经验的优秀研发团队，全力开发最前沿抗肿瘤药物。目前在研药物包括 YXC-001(PD-1/VEGF/IL-2 三抗)和 YXC-002（第四代高脑渗透性 EGFR-TKI），分别有望于 2025 年底和 2026 年上半年申报 IND。

1.2、公司营收重回高增速，持续加大研发投入

公司核心产品紫杉醇胶束于 2021 年 10 月在中国首次获批上市，2022 年和 2023 年分别实现销售收入 2.36 亿元和 3.60 亿元（同比+52.68%）。2024 年公司紫杉醇胶束首次进入医保目录，2025H1 紫杉醇胶束销售收入重回高增速。根据公司 2025 年半年报，公司实现营收 1.6 亿元，同比增长 31.45%；实现归母净利润 0.38 亿元，同比增长 10.13%。

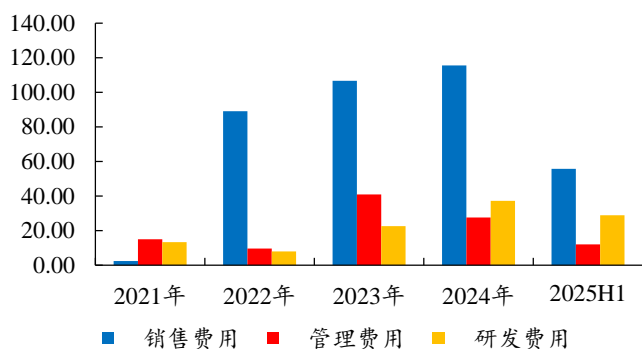
图2：2025H1 紫杉醇胶束销售收入重回高增速（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

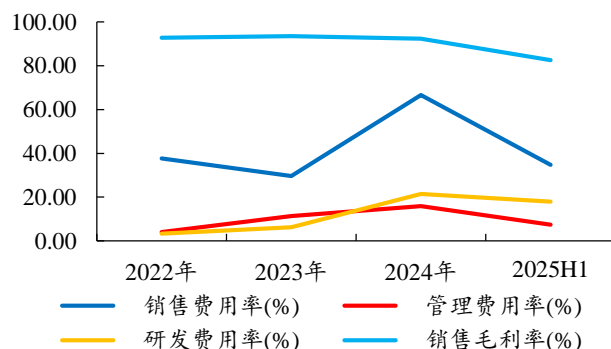
公司持续加大研发投入，组建优秀研发团队，全力开发最前沿抗肿瘤药物。受核心品种紫杉醇胶束医保谈判降价影响，2025H1 公司整体销售毛利率略有下降。自2022 年以来，公司持续加大研发投入，全力开发最前沿抗肿瘤药物，已筛选出多个具有潜力的候选药物，首个创新管线有望于2025 年底前申报 IND。

图3：公司持续加大研发投入（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2025H1 公司整体销售毛利率略有下降（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司两条现有产线的生产能力为年产 150 万 30mg 支紫杉醇胶束，均可开展商业化生产经营活动。公司两条产线分别于 2021 年和 2023 年开始投产，合计产能为年产 150 万 30mg 支紫杉醇胶束。除原有产线外，公司募投项目“年产 500 万支注射用紫杉醇聚合物胶束及配套设施建设项目”于 2024 年 2 月取得建筑工程许可后立即启动施工。截至 2025 年半年报，新产能厂房主体结构建设已全面完成，并同步启动生产设备的有序引进，有望于 2025 年完成后续生产线的安装调试，2026 年上半年通过 GMP 认证。

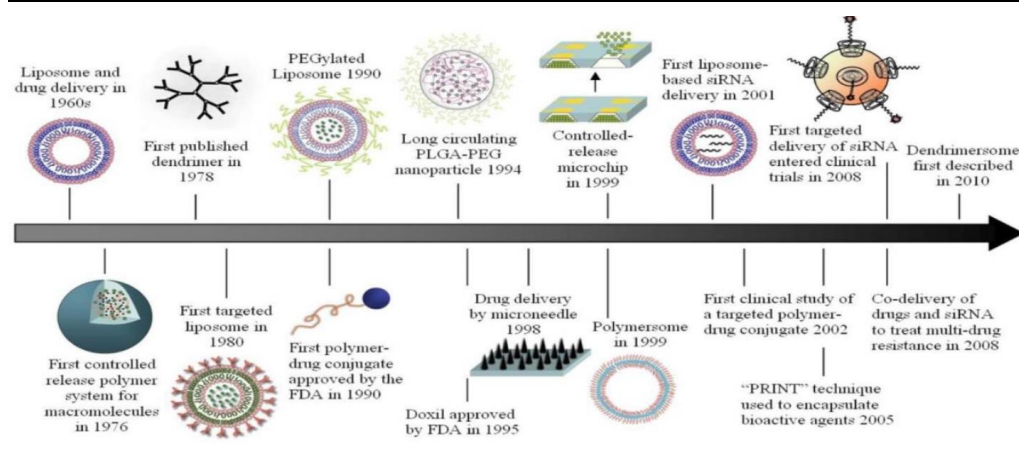
2、紫杉醇胶束:兼具疗效+患者依从性+先发优势

2.1、NDDS 平台：纳米药物递送技术全球领先

纳米载体技术是被广泛应用于对肿瘤药物的改良优化，实现高靶向性及安全性。纳米药物载体是一类粒径在 10-1,000nm 之间的新型载体，由于其粒径远远小于毛细血管通路，可以用于药物的靶向输送。纳米药物可以延长抗肿瘤药物的半衰期，提高制剂的载药量，且可以通过高渗透长滞留效应（EPR 效应）促进其在肿瘤组织中的渗透与滞留。

其中，聚合物纳米载药体系具有长循环、靶向、缓控释的特点，可克服现有药物制剂生物利用率低、稳定性差、药物作用时间短、不良反应严重等缺陷。

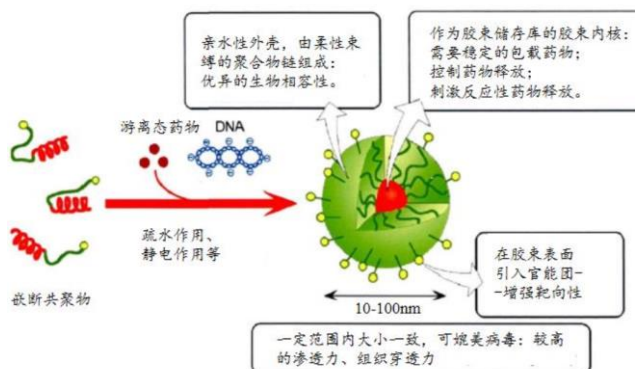
图5：自 1960 年纳米载体技术发展迅速



资料来源：公司招股书

聚合物胶束的核心技术是药用辅料的精准筛选。要针对药物特性，选择合适分子量大小、精确的亲水亲油两嵌段比例的辅料。在胶束制备过程中，双亲嵌段共聚物溶解于水的过程中会自动组装形成胶束，胶束的结构和稳定性主要受两嵌段比例影响。如果聚合物辅料具有理想的亲水亲油比例，则聚合物既具有良好的水溶性，可充分调整链段取向形成完善的胶束结构，同时疏水链段可以和难溶性的药物充分作用，形成稳定的胶束内核。因此，影响胶束制备的核心问题是聚合物辅料两嵌段比例的精确控制。

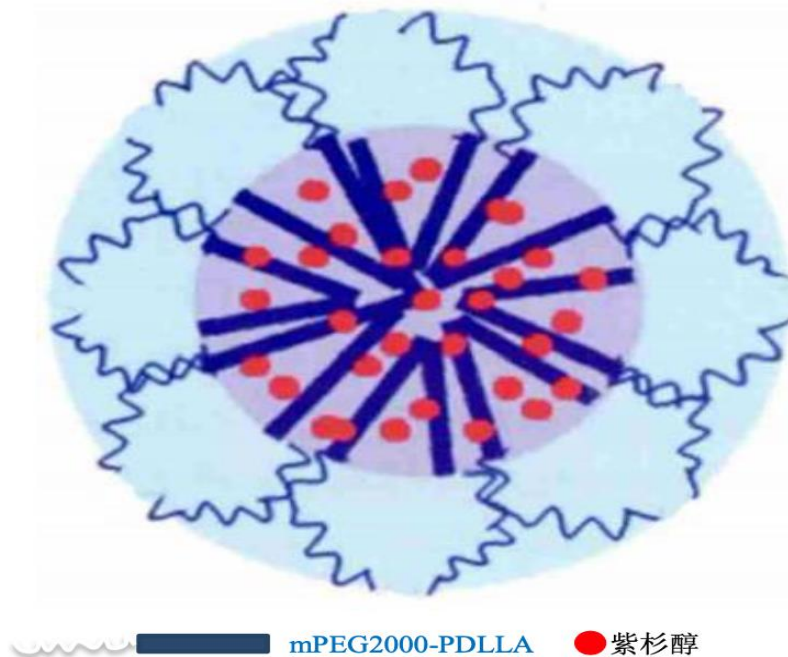
图6：经过修饰的聚合物胶束具有主动靶向作用，增强药物疗效



资料来源：公司招股书

核心产品紫杉醇聚合物胶束是公司该平台首个获批上市的全新一代紫杉醇类创新剂型，也是我国首个作为 2.2 类创新药批准上市的紫杉醇胶束类产品。截至 2025 年半年报，注射用紫杉醇聚合物胶束先后成功列入《中华医学会肺癌诊疗指南（2022 年版）》（I 类推荐证据）、《IV 期原发性肺癌中国治疗指南（2023 年版）》，以及《中国临床肿瘤学会（CSCO）非小细胞肺癌诊疗指南（2023）》（I 级推荐 1A 类证据）。2023 年 5 月，注射用紫杉醇聚合物胶束成功列入《2022 年度上海市生物医药“新优药械”产品目录》。2024 年 11 月，紫杉醇胶束顺利被纳入国家医保目录。

图7：紫杉醇聚合物胶束是我国首个批准上市的紫杉醇胶束类产品




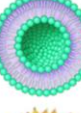


资料来源：公司招股书

2.2、紫杉醇胶束:兼具疗效+依从性+先发优势，医保后快速放量

2.2.1、紫杉醇制剂剂型持续升级，紫杉醇胶束兼具疗效及患者依从性优势

紫杉醇制剂剂型持续升级，胶束制剂可进一步提高药物的生物利用度及抗肿瘤效果。自 1992 年全球首个获批上市的紫杉醇注射液 Taxol 上市以来，紫杉醇制剂剂型持续升级，耐受量不断提升，适应症范围也不断扩大，一直是国内抗肿瘤化疗药物中的超大品种。从最初的紫杉醇注射液，到以卵磷脂、胆固醇作为增溶剂的紫杉醇脂质体上市，再到白蛋白紫杉醇，逐步解决了紫杉醇溶解性问题且疗效明显提高。紫杉醇胶束作为新一代剂型，不仅进一步提高了药物的生物利用度，还同时实现被动靶向和主动靶向的抗肿瘤效果。

图8：紫杉醇制剂剂型持续升级

产品	平均粒径	辅料	最大用药剂量 (mg/m ²)	建议用药剂量 (mg/m ²)
泰素® 紫杉醇注射液 美国BMS		聚氧乙烯蓖麻油、乙醇	240	175
力扑素® 注射用紫杉醇脂质体 绿叶制药	 400 nm	卵磷脂和胆固醇	—	175
Abraxane® 注射用紫杉醇（白蛋白结合型） 新基（石药、恒瑞、齐鲁）	 130nm	人血清白蛋白	300	260
紫晟® 紫杉醇聚合物胶束 上海谊众	 20 nm	甲基基聚乙二醇2000、聚丙交酯	390	300

资料来源：公司招股书

紫杉醇胶束的药物疗效明显优于前三代。对比不同剂型紫杉醇在非小细胞肺癌的关键临床数据（非头对头试验），紫杉醇胶束患者组的客观缓解率（ORR）、无进展生存期（mPFS）及总生存期（OS）都得到了明显改善，mPFS HR 达到了 0.63，OS HR 为 0.84；而白蛋白紫杉醇相较于紫杉醇注射液，疗效并未得到显著提高。

表1：紫杉醇胶束疗效具有明显优势

	白蛋白紫杉醇（百济神州/新基医药）	紫杉醇胶束（上海谊众）
治疗方案	nab-PC (n=521) VS sb-PC (n=531)	pm-Pac+Cis (n=300) VS sb-Pac+Cis (n=148)
ORR	33 % VS 25 %	50 % VS 26%
HR	HR=1.313	-
mPFS	6.3 月 VS 5.8 月	6.4 月 VS 5.3 月
HR	HR=0.902	HR=0.63
mOS	12.1 月 VS 11.2 月	18.0 月 VS 16.4 月
HR	HR=0.922	HR=0.84
TRAE (Serious)	-	9% vs 18%

资料来源：Insight、开源证券研究所（注：nab-PC：白蛋白紫杉醇联合卡铂方案；sb-PC：紫杉醇注射液联合卡铂方案；pm-Pac+Cis：紫杉醇胶束联合顺铂方案；sb-Pac+Cis：紫杉醇注射液联合顺铂方案。）

紫杉醇胶束进一步提高患者依从性。普通紫杉醇和紫杉醇脂质体给药流程复杂且用时较长，患者依从性较差；白蛋白紫杉醇可将注射时长可以缩短至半小时，但患者给药频次由每三周一次缩短至每周一次；紫杉醇胶束同样不需要抗过敏预处理，且维持了每三周给药一次的频率，束进一步提高患者依从性。

表2：紫杉醇胶束进一步提升患者依从性

类型	紫杉醇胶束	白蛋白紫杉醇	紫杉醇脂质体	普通紫杉醇
商品名	紫晟	凯素（克艾力、艾越、齐鲁锐贝）	力扑素	泰素等
制造商	上海谊众	新基（石药、恒瑞、齐鲁仿制）	绿叶制药	百时美施贵宝
最早上市时间	2021 年	2010 年	2003 年	1992 年（美）

类型	紫杉醇胶束	白蛋白紫杉醇	紫杉醇脂质体	普通紫杉醇
国内获批适应症	非小细胞肺癌	乳腺癌	乳腺癌、卵巢癌、非小细胞肺癌	乳腺癌、卵巢癌、非小细胞肺癌、卡氏肉瘤
规格	30mg	100mg	30mg	30mg; 60mg; 100mg
常用剂量(mg/m ²)	300	260	135-175	135-175
滴注时间	≥3h	≥30min	≥3h	≥3h
是否需要超敏处理	不需要	不需要	需要	需要
是否需要特殊输液器或装置	否	否	专用振荡器	含过滤器, 不含聚氯乙烯
3/4 级中性粒细胞减少发生率	68.67%	47%	47%	37.95%
严重神经毒性发生率	2%	2%	6%	3.08%
注射频率	Q3W, 一次一疗程	QW, 三次一疗程	Q3W, 一次一疗程	Q3W, 一次一疗程

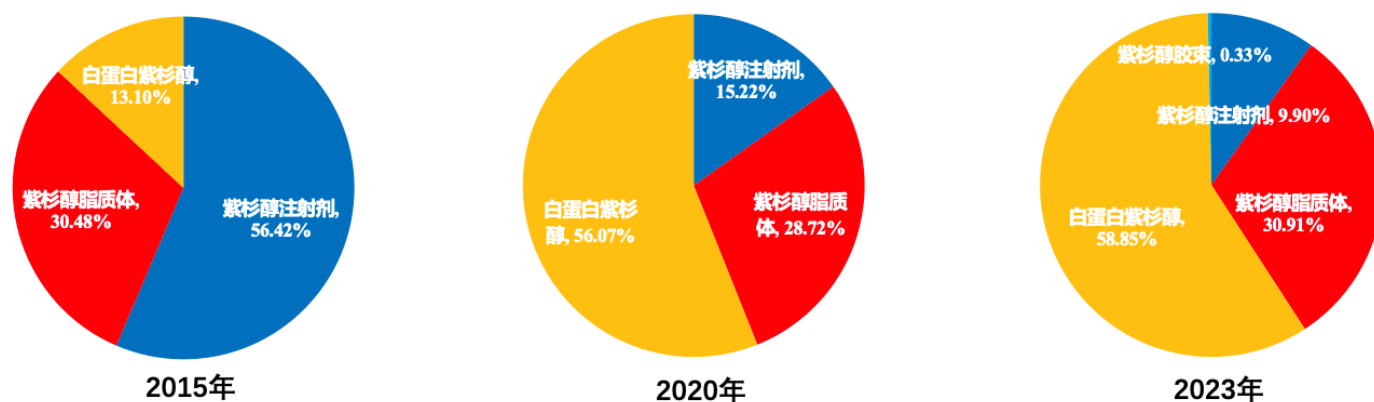
资料来源：公司招股书、开源证券研究所

公司紫杉醇胶束除 NSCLC 适应症，胰腺癌和乳腺癌适应症也有望于近两年递交 NDA。公司紫杉醇胶束联合吉西他滨一线治疗晚期/转移期胰腺癌患者的 III 期临床有望于今年完成患者入组工作，并于 2026H2 递交 NDA 申请；单药后线治疗 HR 阳性或三阴性乳腺癌患者的两项 III 期临床有望于 2027 年完成并递交 NDA。

2.2.2、我国紫杉醇市场规模大，紫晟是我国目前唯一获批的紫杉醇胶束仍

我国紫杉醇市场规模较大，且剂型迭代趋势明确。从紫杉醇制剂近 30 年的发展历程看，剂型改良使紫杉醇制剂产品的生命周期逐步延长，且紫杉醇制剂升级换代的趋势明显。2018 年前，紫杉醇脂质体占据我国主要市场份额；2018 年后，白蛋白紫杉醇仿制药上市销售（石药集团、恒瑞医药等），白蛋白剂型市场规模不断扩大，市场份额快速上升。根据 PDB 数据，白蛋白紫杉醇从 2015 年的 13.1% 提升到了 2023 年的 58.85%，白蛋白剂型占据市场主导地位。

图9：紫杉醇市场剂型迭代趋势明确，白蛋白剂型占据市场主导地位



数据来源：PDB、开源证券研究所

公司核心产品是唯一获批且进入医保的胶束制剂，未来放量可期。2024 年公司紫杉醇胶束首次进入医保目录，2025 年 1 月实行医保价格，2025H1 紫杉醇胶束销售收入 1.6 亿元（同比+31.45%），销量重回高增长。紫杉醇胶束进入医保目录后，患者可及性大大提高，未来有望迎来新一轮增长。

图10：公司紫杉醇胶束已进入医保目录，未来放量可期



数据来源：PDB、开源证券研究所

公司紫杉醇胶束是我国目前唯一获批的胶束制剂，具有明确先发优势。公司紫杉醇聚合物胶束于2021年获批用于治疗非小细胞肺癌，是我国目前唯一获批的胶束制剂。众生药业、海正药业、丽珠医药的紫杉醇胶束产品皆在临床I期阶段，公司具有明确先发优势。

表3：公司紫杉醇胶束具有明确先发优势

药品成分	药品成分英文名	研发机构	项目中国内地最高状态	项目中国内地最高状态时间	项目境外最高状态	项目境外最高状态时间
紫杉醇胶束	Paclitaxel micellar	上海谊众	批准上市	2021-10-26	-	-
紫杉醇胶束	Paclitaxel micellar	丽珠医药/无锡紫杉药业	临床I期	2020-07-03	-	-
紫杉醇胶束	Paclitaxel micellar	海正药业	临床I期	2021-01-26	-	-
紫杉醇胶束-ZSYY001	Paclitaxel micellar-ZSYY001	众生药业	临床I期	2021-03-08	-	-
PLZ4 包被的紫杉醇胶束	PLZ4-coated paclitaxel-loaded micelles	VA Office of Research and Development	-	-	临床I期	2022-08-29
紫杉醇胶束	Paclitaxel micellar	山西康宝生物	批准临床	2024-02-18	-	-
紫杉醇胶束	Paclitaxel micellar	山东华铂凯盛	批准临床	2025-01-26	-	-

资料来源：Insight、开源证券研究所

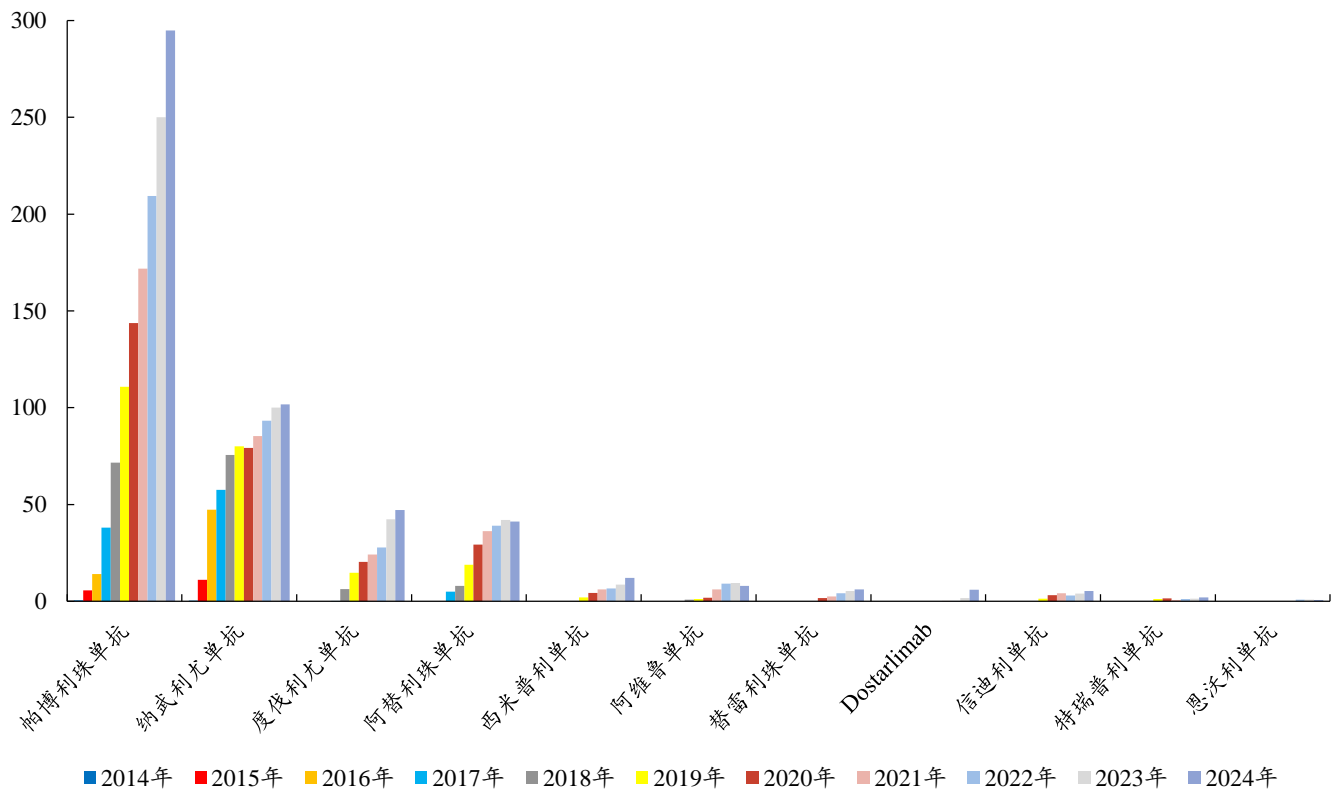
3、PD-1 三抗：二代 IO 升级迭代，有望为患者 OS 加码

公司全资子公司上海佑希创搭建了多功能抗体和小分子靶向药研发平台，全力开发最前沿抗肿瘤药物。目前在研药物包括 YXC-001（PD-1/VEGF/IL-2 三抗）和 YXC-002（第四代高脑渗透性 EGFR-TKI），分别有望于 2025 年底和 2026 年上半年申报 IND。

3.1、YXC-001：全球唯一 PD-1/VEGF/IL-2 三抗，先发优势明确

PD-(L)1 抑制剂作为肿瘤免疫治疗领域的基石用药，单抗市场已进入成熟期，2024 年全球市场规模 525 亿美元。根据已在各公司历年财报中披露的 PD-(L)1 单抗药物销售额计算，全球 PD-(L)1 市场规模于 2024 年达 525 亿美金，同比 2023 年增长 12.3%。其中，默沙东的帕博利珠单抗（K 药）以 2024 年 294.8 亿美元销售额占据 56% 的全球市场份额，稳居全球市场主导地位；百时美施贵宝的纳武利尤单抗（O 药）以 102 亿美元位居第二，全球市占率 19%。头部四款产品（K 药、O 药、度伐利尤单抗及阿替利珠单抗）合计全球市占率超 90%。

图11：帕博利珠单抗在 PD-(L)1 全球市场占主导地位（单位：亿美元）



数据来源：Insight、各公司财报、开源证券研究所

在 PD-(L)1 迭代研发浪潮的推动下，兼具增效与减副潜力的“双靶点免疫疗法”PD-(L)1/VEGF 双抗成为了突破单抗瓶颈的焦点；同时更多公司已经在 IO 2.0 疗法上进一步升级迭代，前瞻布局 PD-(L)1 三抗。

截至 2025 年 9 月，全球共有 14 款 PD-(L)1/VEGF 双抗进入临床阶段，多为国产创新药，且有多款药物已经以重磅交易 BD 出海。其中康方生物的依沃西单抗率先于 2024 年 5 月在中国获批，也是目前唯一获批的 PD-1/VEGFA 双抗。两款进入临床 III 期，分别是 PM8002（BMS/BioNTech/普米斯）和 SSGJ-707（辉瑞/三生制药）。

表4：全球多款 PD-1/VEGF 双抗进入临床阶段（截至 2025 年 9 月）

药品成分	研发机构	靶点	中国内地最高状态	中国内地最高状态时间	境外最高状态	境外最高状态时间
依沃西单抗	康方生物/Summit	PD-1 VEGFA	批准上市	2024/5/21	临床 III 期	2021-11-26
PM8002 /BNT327	BMS/BioNTech/普米斯	PD-L1 VEGFA	临床 III 期	2024/5/14	临床 III 期	2024-11-26
SSGJ-707	辉瑞/三生制药	PD-1 VEGF	临床 III 期	2025/5/16	批准临床	
SCTB14	神州细胞	PD-1 VEGF	临床 II/III 期	2025/3/15	临床 I/II 期	2024-03-12
MHB039A	明慧医药	PD-1 VEGF	临床 II 期	2025/8/7	-	
JS207	君实生物	PD-1 VEGF	临床 II 期	2025/3/7	批准临床	2025-01-01
B1962	天士力	PD-L1 VEGF	临床 II 期	2024/11/7	临床 I 期	2024-12-06
RC148	荣昌生物	PD-1 VEGF	临床 II 期	2024/9/30	-	
珀维拉芙普 α	宜明昂科/Instil Bio	PD-L1 VEGFA	临床 II 期	2024/12/18	临床 I 期	2025-09-08
Sotiburafusp alfa	华海生物	PD-L1 VEGF	临床 II 期	2022/11/4	临床 I 期	2020-12-17
AI-081	OncoC4/昂科免疫	PD-1 VEGF	临床 I/II 期	2025/8/15	临床 I/II 期	2024-10-08
LM-299	礼新医药（中国生物）/默沙东	PD-1 VEGF	临床 I/II 期	2024/9/14	临床 I/II 期	2024/9/14
CVL006	甫康健康	PD-L1 VEGF	临床 I/II 期	2025/9/2	-	
SG1408	尚健生物	PD-L1 VEGF	临床 I 期	2022/11/2	-	

资料来源：Insight、开源证券研究所

PD-(L)1/VEGF 双抗 PFS 获益显著，但总生存期获益仍需进一步确认，三抗在 IO 2.0 疗法上进一步升级迭代，有望为患者总生存期加码。

截至 2025 年 9 月，全球共有 38 款处于临床及临床前 PD-(L)1 三抗（项目状态积极），其中 16 款为 PD-(L)1/VEGF 三抗药物。在多种 PD-(L)1/VEGF 三抗中，PD-(L)1/VEGF/TGF β 三抗及 PD-(L)1/VEGF/CTLA-4 三抗是最早进入临床阶段的两类三抗。除这两类布局较早的三抗，PD-(L)1/VEGF/IL-2 是将两个已证明与 PD-(L)1 具有明确协同效应的靶点同时整合的三抗药物，据 Insight 数据显示，目前仅有一款（上海谊众）处于临床前阶段。

表5：截至 2025 年 9 月，PD-(L)1/VEGF 三抗管线占 PD-(L)1 三抗产品半数， 已有 6 款进入临床阶段

分类	药物	公司	靶点成分	中国临床进展	海外临床进展
PD-(L)1/VEGF /TGF B	DR30206	华东医药/道尔生物	PD-L1/TGF B /VEGF	临床 I/II 期	-
	PM8003	普米斯	PD-L1/TGF B /VEGF	临床 I/II 期	-
	SCTB41	神州细胞	PD-1/TGF B /VEGF	临床 I/II 期	-
	Q-1806	启愈生物	PD-L1/TGF B /VEGF	临床前	-
PD-(L)1/VEGF /CTLA4	GB268	嘉和生物	CTLA4/PD-1/VEGF	临床 I 期	-
	CS2009	基石药业	CTLA4/PD-1/VEGFA	临床 I 期	临床 I 期
	HC010	宏成药业	CTLA4/PD-1/VEGF	临床 I 期	-
	HH160	华辉安健	CTLA4/PD-1/VEGFA	临床前	-
	CT111	Chantibody Therapeutics	CTLA4/PD-1/VEGF	-	临床前
	OGB23501	Onogene Biotechnology	CTLA4/PD-1/VEGF	-	临床前
IL2/PD-1/	YXC-001	上海谊众/	IL2/PD-1/VEGF	临床前	-

分类	药物	公司	靶点成分	中国临床进展	海外临床进展
VEGF		上海佑希创			
	抗 PD-L1/VEGF/CCR8 三抗	泽璟生物	CCR8/PD-L1/VEGF	临床前	-
其他	抗 VEGF/PD-L1/ GARP-TGF-β complex 三抗	贝达药业	GAR PTGF-β 1 complex/PD-L1/VEGF	临床前	-
	OGB23503	Onegene Biotechnology	PD-1/TIGIT/VEGF	-	临床前
	OGB23502	Onegene Biotechnology	LAG3/PD-1/VEGF	-	临床前
	PB203	Panolos Bioscience	PD-L1/PLGF/VEGF	-	临床前

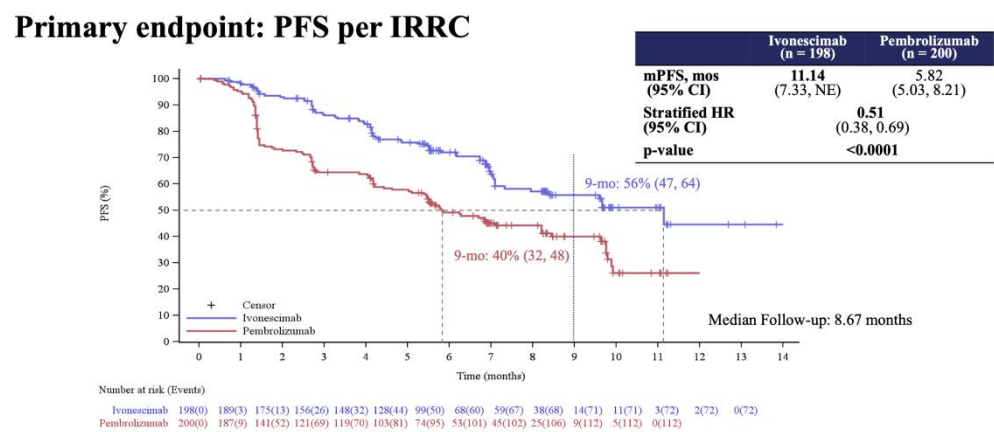
资料来源：Insight、开源证券研究所

3.2、PD-1/VEGF/IL-2 三靶点联合有望展现更优协同治疗效果

PD-(L)1/VEGF 双抗和 PD-(L)1/IL-2 双抗的显著进展验证了 PD-(L)1 与 VEGF 和 IL-2 的疗效协同性，PD-(L)1/VEGF/IL-2 是将这两个具有明确协同效应的靶点同时整合的三抗药物，据 Insight 数据显示，目前仅有一款（上海谊众）处于临床前阶段。

依沃西单抗（PD-1/VEGF 双抗）已在一线 PD-L1 阳性 NSCLC 的注册 III 期临床中证明其疗效优于帕博利珠单抗，并已于 2025 年 4 月在中国获批该适应症。根据 HARMONi-2 试验，依沃西单抗对照帕博利珠单抗组的 ORR、mPFS 分别为 50.0% vs 38.5%、11.14m vs 5.82m（HR 0.51）；在 39%成熟度时进行的总生存期（OS）的期中分析结果显示，依沃西对比帕博利珠单抗具有显著的临床生存获益，HR=0.777，降低死亡风险 22.3%。以依沃西单抗为代表的依沃西单抗明确验证了 PD-(L)1 与 VEGF 的协同效应。

图12：依沃西头对头帕博利珠单抗获得显著阳性结果

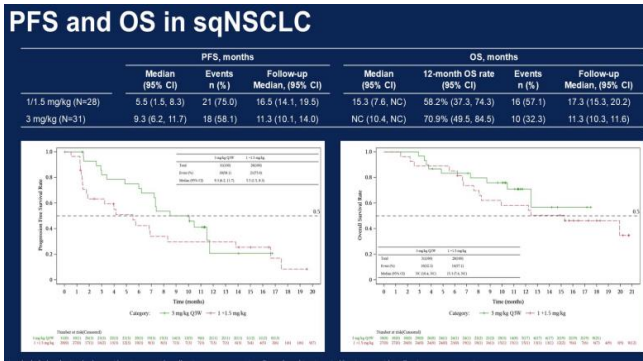


资料来源：2024 WCLC

IBI363（PD-1/IL-2 双抗）已在多瘤种中证明优于现有标准疗法。IBI363 在 2025 ASCO 大会的三项口头报告分别披露了在黑色素瘤、结直肠癌及非小细胞肺癌患者治疗中展现出突破性的治疗效果。截止随访时间 2025 年 4 月 7 日，共 136 例 NSCLC 受试者接受了 IBI363 单药治疗（2 μg/kg QW~4mg/kg Q3W），其中在 3 mg/kg Q3W 剂量组（免疫耐药鳞状 NSCLC 患者）观察到十分优异的 ORR(36.7%)、DCR(90.0%)、PFS（mPFS 9.3 个月）及 OS 趋势（中位 OS 未达到、12 个月 OS 率 70.9%）；3 mg/kg 剂量组（免疫耐药肺腺癌患者）观察到 ORR（24.0%）、DCR（76.0%）、PFS（中位 PFS 5.6 个月）及 OS 趋势（中位 OS 未达到、12 个月 OS 率 71.6%）。IBI363 早期十

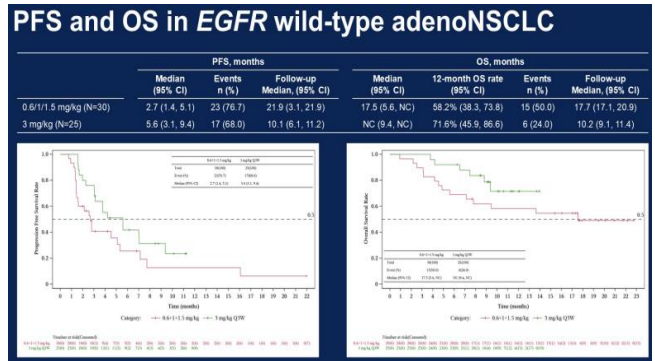
分惊艳的疗效数据证明了 PD-(L)1 与 IL-2 的协同效应。

图13: IBI363 在鳞状 NSCLC 中疗效优异



资料来源: 2025 ASCO

图14: IBI363 在肺腺癌患者中疗效优异

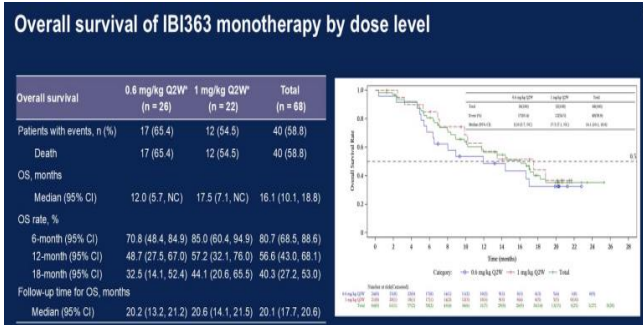


资料来源: 2025 ASCO

IBI363(PD-1/IL-2 双抗)早期临床数据显示 PD-1/IL-2 双抗联合 VEGF 抗体(贝伐珠单抗) 治疗有望使晚期结直肠癌患者获得更明确的生存获益。根据 2025 ASCO 数据, IBI363 后线单药或联合贝伐珠单抗治疗晚期 CRC 患者的 ORR 分别为 10.3% 和 15.1%, 联合治疗明显提高 CRC 患者群体的客观缓解率; 单药治疗 mOS 为 16.1 个月, 联合贝伐珠单抗治疗 mOS 尚未成熟(随访时间 9.4 个月), 仅观察到 13 例事件(17.8%)。IBI363 (PD-1/IL-2 双抗) 联合贝伐珠单抗 (VEGF) 有望使晚期结直肠癌患者获得更明确的生存获益。

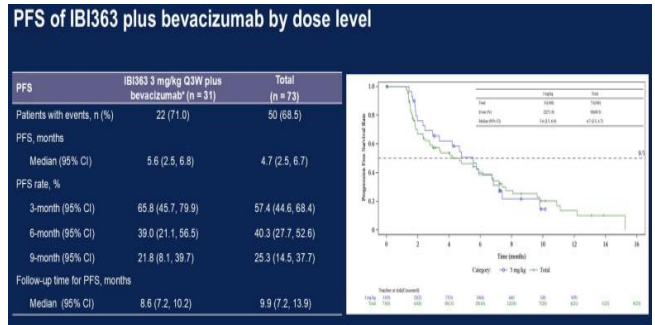
信达生物已于 2025 年 8 月 1 日开展一项 IBI363 联合贝伐珠单抗治疗晚期非小细胞肺癌/铂耐药卵巢癌受试者的 II 期临床研究, 有望在更多瘤种中探索三靶点联合治疗的协同性。

图15: IBI363 单药治疗效果惊艳



资料来源: 2025 ASCO

图16: IBI363 联合贝伐珠单抗或疗效更佳



资料来源: 2025 ASCO

YXC-001 是上海谊众全资子公司佑希创医药自主研发的 PD-1/VEGF/IL-2 三特异性抗体, 实现“免疫激活+血管抑制+T 细胞扩增”的三重作用机制协同治疗。YXC-001 临床前初步药效试验显示, 该多功能抗体能够多靶点协同发挥作用, 对比帕博利珠单抗等单抗及双抗类药物, 具有抑制肿瘤优势。公司有望于 2025 年内完成 YXC-001 的国内与国际的 IND 同步申报。

4、盈利预测与投资建议

随着公司核心产品紫杉醇胶束进入医保目录后，有望带来销售额的快速提升，

我们假设：基于公司紫杉醇胶束患者可及性的提升、产品升级迭代的优势等方面分析，我们预计 2025-2027 年公司紫杉醇胶束销售收入增速分别为 140.3%/75.6%/45.9%。

表6：基于关键假设预计公司收入有望快速增长

上海谊众（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（紫杉醇胶束）	174	417	732	1068
YOY	-51.8%	140.3%	75.6%	45.9%
毛利率	92.3%	83.0%	83.0%	83.0%
归属母公司股东的净利润	7	102	131	184
YOY	-95.7%	1096.5%	14.0%	35.9%

数据来源：公司年报、开源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.02/1.31/1.84 亿元，EPS 为 0.49/0.64/0.89 元，当前股价对应 PE 为 114.7/89.0/63.7 倍。我们选取了部分创新药公司（已有产品进入商业化阶段）作为可比公司，对应的 2025E、2026E、2027E 的 PE 平均值分别为 38.8X、101.1X、45.3X（剔除异常值）。公司多管线处于早期研发阶段，估值涵盖创新药管线，因此与可比公司的 PE 平均值相比，公司 PE 估值具备一定合理性。鉴于公司核心管线进入医保后有望迎来持续放量，以及多条早研管线即进入临床阶段，我们看好公司的长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：公司多管线处于早期研发阶段，估值涵盖创新药管线，因此公司 PE 估值具备一定合理性

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS				PE(倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600276.SH	恒瑞医药	68.20	0.99	1.27	1.45	1.70	68.7	53.7	47.1	40.0
9926.HK	康方生物	128.00	-0.60	-0.23	0.54	1.67	-	-	237.0	76.6
1093.HK	石药集团	9.53	0.40	0.40	0.50	0.50	23.8	23.8	19.1	19.1
	平均值		0.26	0.48	0.83	1.29	46.2	38.8	101.1	45.3
688091.SH	上海谊众	56.60	0.03	0.49	0.64	0.89	1,674.6	114.7	89.0	63.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2025.10.10，上海谊众和石药集团为开源证券研究所预测数据，其他使用 Wind 一致预期预测数据）

5、风险提示

药物临床研究失败：创新药研发具有较大不确定性，II 期临床、III 期临床以及 NDA 申报阶段都有失败的风险；

药物安全性风险：药物本身可能存在潜在不良反应，部分安全性问题无法通过临床试验观测到，可能会在药品上市多年后才出现；

核心成员流失：创新药研发是一类高风险、高投入的项目，比较依赖核心研发管理团队的能力，存在核心成员流失的风险。

行业竞争格局恶化：自免类疾病已有多款创新药获批上市，在研管线数量众多，未来可能会出现疗效与安全性更好的竞品。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1413	776	760	773	1166
现金	915	644	123	0	0
应收票据及应收账款	143	47	246	377	443
其他应收款	0	5	7	15	18
预付账款	1	2	6	8	12
存货	28	45	346	341	661
其他流动资产	326	32	32	32	32
非流动资产	160	672	775	978	1153
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	115	110	222	391	550
无形资产	9	8	8	8	7
其他非流动资产	36	554	545	579	596
资产总计	1573	1448	1535	1751	2319
流动负债	104	39	25	140	564
短期借款	44	0	0	118	528
应付票据及应付账款	38	28	0	0	0
其他流动负债	22	12	25	23	36
非流动负债	5	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	4	4	4	4
负债合计	109	43	28	144	568
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	158	207	207	207	207
资本公积	1072	1043	1043	1043	1043
留存收益	235	193	279	386	540
归属母公司股东权益	1465	1405	1507	1607	1751
负债和股东权益	1573	1448	1535	1751	2319

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	87	39	-422	17	-139
净利润	162	7	102	131	184
折旧摊销	8	12	14	25	38
财务费用	-27	-17	-10	8	26
投资损失	-7	-7	-7	-8	-7
营运资金变动	-50	51	-520	-145	-379
其他经营现金流	1	-6	-1	6	0
投资活动现金流	116	-193	-109	-218	-206
资本支出	9	80	117	227	213
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	125	-113	8	9	8
筹资活动现金流	1	-112	10	-39	-65
短期借款	44	-44	0	118	410
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	14	48	0	0	0
资本公积增加	13	-29	0	0	0
其他筹资现金流	-71	-88	10	-157	-475
现金净增加额	204	-265	-522	-240	-410

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	360	174	417	732	1068
营业成本	24	13	71	124	182
营业税金及附加	2	1	2	4	5
营业费用	107	115	146	234	310
管理费用	41	28	32	48	69
研发费用	22	37	75	190	310
财务费用	-27	-17	-10	8	26
资产减值损失	-0	-0	0	0	0
其他收益	1	1	5	5	3
公允价值变动收益	0	0	1	1	1
投资净收益	7	7	7	8	7
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	195	10	114	130	177
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	9	5	4	5	5
利润总额	187	5	110	125	171
所得税	25	-2	8	-6	-12
净利润	162	7	102	131	184
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	162	7	102	131	184
EBITDA	170	-3	113	152	230
EPS(元)	0.78	0.03	0.4935	0.6357	0.8880

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	52.7	-51.8	140.3	75.6	45.9
营业利润(%)	28.9	-95.1	1096.5	14.0	35.9
归属于母公司净利润(%)	13.1	-95.7	1362.4	28.8	39.7
获利能力					
毛利率(%)	93.5	92.3	83.0	83.0	83.0
净利率(%)	44.8	4.0	24.5	17.9	17.2
ROE(%)	11.0	0.5	6.8	8.2	10.5
ROIC(%)	9.3	-1.5	6.1	7.8	9.0
偿债能力					
资产负债率(%)	6.9	3.0	1.8	8.2	24.5
净负债比率(%)	-59.3	-45.8	-8.1	7.4	30.2
流动比率	13.6	19.7	30.6	5.5	2.1
速动比率	13.3	17.7	15.2	2.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.1	0.3	0.4	0.5
应收账款周转率	3.9	1.8	2.9	2.4	2.6
应付账款周转率	0.8	0.4	5.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.03	0.49	0.64	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.19	-2.04	0.08	-0.67
每股净资产(最新摊薄)	7.09	6.80	7.29	7.77	8.47
估值比率					
P/E	72.4	1677.3	114.7	89.0	63.7
P/B	8.0	8.3	7.8	7.3	6.7
EV/EBITDA	61.6	-4163.5	102.3	77.5	53.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn