



中国创新药：出海重塑价值，兑现决定分化

——恢复覆盖九家公司，首选科伦博泰、百济神州、复宏汉霖

- 我们恢复覆盖中国创新药板块。全球化方向未改并持续向纵深推进。国内单一市场的回报约束仍在，跨国药企对外部创新资产的需求亦未减弱。2009年以来，中国总部药企发起的肿瘤临床试验全球份额已从约2%提升至2024年的39%；2026年一季度，中国创新药对外授权交易达50起，首付款近34亿美元，披露总金额约596亿美元，单季规模已超过2024年全年。我们认为，供需两端仍将推动优质中国资产通过多元路径嵌入全球产业链。
- 全球治疗范式的持续演进有望推动需求侧的扩容。治疗线前移推动IO、ADC、双抗等由后线向一线乃至围手术期拓展，同时扩大可治疗患者池并改善单客用药周期；泛瘤种开发则将可及市场的测算基础由单一器官发病率，延伸至跨瘤种生物标志物阳性人群；疾病慢病化进一步延长患者在治疗体系内的留存时间，推动存量用药需求持续积累。我们认为，NSCLC早线及围手术期、血液瘤TCE、自身免疫、肾病与代谢慢病等领域具备较为清晰的市场扩容基础。
- 具备出海价值的资产集中在全球需求扩容与中国供给优势的交叉区域。供给侧看，中国企业正依托工程化平台能力构筑差异化的壁垒：ADC的竞争重点已从靶点布局转向治疗窗、安全性与联用兼容性；PD-1/VEGF双抗作为下一代IO骨架，正进入全球临床与产业验证阶段；TCE与细胞治疗则持续推动T细胞重定向疗法向更早治疗线和更广适应症拓展。我们更看好核心管线处于需求扩容赛道、具备明确临床差异化，部分已取得头对头优效证据，并获得海外交易或全球临床验证的公司。此类资产在国内具备更强的定价韧性，同时可通过海外授权、联合开发或自建商业化放大峰值销售与长期回报空间。
- 政策风险不会改变创新药出海的长期方向，但可能影响交易节奏、结构与定价。BINSa法案（H.R.9102）仍处于立法阶段，最终适用范围、实施细则及过渡安排尚未明确。我们判断，现阶段其影响更多体现为抬升未来跨境交易的不确定性溢价。此外，我们认为深度共研、平台授权、共有IP及NewCo股权等结构涉及更广泛的技术、数据与权益安排，潜在审查风险相对较高；自建海外商业化、成熟资产授权分成及成品药出口的政策敏感度相对较低。
- 配置上优先选择现金流可见、海外权益清晰且风险折价相对可控的标的。我们首选推荐科伦博泰、百济神州与复宏汉霖，分别对应ADC出海权益进入兑现窗口、全球商业化平台盈利释放，以及生物类似药出海。我们亦看好康诺亚、康方与荣昌在自免、PD-1/VEGF和肾病等扩容赛道中的增量兑现空间；恒瑞、信达与和黄医药基本面已进入兑现阶段，但后续表现仍需业绩、临床或海外合作催化进一步支撑。
- 主要风险：港股生物科技板块风险偏好持续低迷；出海授权或国际化进度不及预期；关键临床数据、注册审评或商业化放量低于预期；地缘政治因素可能提高生物技术相关交易的审查不确定性。

季昶阳

首席医药分析师

Joule_ji@spdbi.com

(852) 2808 6434

2026年7月10日

科伦博泰 (6990.HK)

目标价 (HKD)

买入

611.6

潜在升幅

+19%

百济神州 (6160.HK)

目标价 (HKD)

买入

228.5

潜在升幅

+24%

复宏汉霖 (2696.HK)

目标价 (HKD)

买入

95.1

潜在升幅

+41%

康诺亚 (2162.HK)

目标价 (HKD)

买入

105.0

潜在升幅

+24%

康方生物 (9926.HK)

目标价 (HKD)

买入

150.4

潜在升幅

+54%

荣昌生物 (9995.HK)

目标价 (HKD)

买入

106.1

潜在升幅

+30%

恒瑞医药 (1276.HK)

目标价 (HKD)

持有

66.7

潜在升幅

+12%

信达生物 (1801.HK)

目标价 (HKD)

持有

100.0

潜在升幅

+15%

和黄医药 (0013.HK)

目标价 (HKD)

持有

20.6

潜在升幅

+16%

注：数据截至2026年7月7日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际

行业研究

中国创新药：出海重塑价值，兑现决定分化

目录

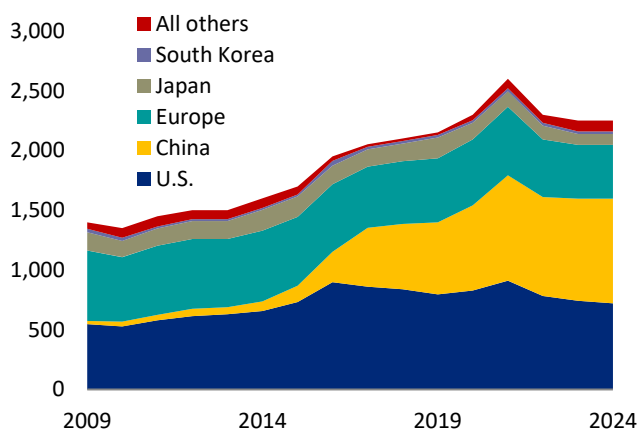
中国创新药出海从事件催化走向结构性验证.....	3
中国创新药的结构化出海与全球的创新药产业链再平衡	5
需求侧：治疗范式的转换将持续推动市场扩容	8
治疗线前移：TAM 和 DoT 乘数驱动的市场扩容	8
靶点拓圈与泛瘤种开发：TAM 从单一适应症走向跨瘤种扩容	13
未满足需求与平台外溢：全球市场下的中国差异化机会	15
供给侧：工程化能力构筑现实护城河，向源头创新稳步拔高	20
ADC 2.0：跨越同质化折价，以“宽治疗窗与高安全性”构建核心壁垒	20
IO 2.0 BACKBONE：PD-1/VEGF 双抗进入全球临床与产业验证期	22
TCE 与细胞治疗：T 细胞重定向疗法的格局重构	28
从产业判断到股价：定价、兑现与风险	30
政策风险：从 BIOSECURE、COINS 到 BINSAs	30
公司分析：恢复覆盖九家公司	31
科伦博泰（6990.HK）：SAC-TMT 全球分成进入兑现窗口	33
百济神州（ONC.US/6160.HK/688235.CH）：全球商业化持续兑现，经营杠杆进一步释放	38
复宏汉霖（2696.HK）：生物类似药全球化进入收获期，创新管线提供弹性	43
康方生物（9926.HK）：商业化造血能力改善，依沃西海外进展贡献估值弹性	48
荣昌生物（9995.HK）：基本面改善已确认，RC148 海外兑现打开上行空间	53
康诺亚（2162.HK）：自免放量与海外权益兑现并行	57
恒瑞医药（600276.CH/1276.HK）：创新转型进入兑现期，全球化价值仍待释放	62
信达生物（1801.HK）：国内商业化盈利兑现，全球合作进入新阶段	67
和黄医药（HCM.US/13.HK）：海外分成进入兑现期，估值仍具修复空间	72

中国创新药出海从事件催化走向结构性验证

在医医保控费常态化、商业健康险增量资金仍处培育期的背景下，国内单一市场对创新药承接能力仍有约束。我们认为跨境 BD 正从阶段性融资工具，升级为中国创新药企业接入全球支付体系、获取非稀释性现金流并延长研发 Runway 的一条重要路径。

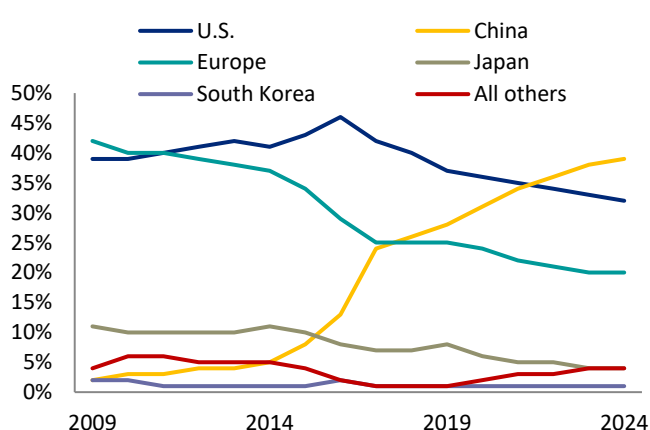
中国资产成为 MNC 标准的外部创新来源。2009-2024 年，总部位于中国的药企发起的肿瘤临床试验全球份额出现指数级攀升，从初期的仅 2% 大幅飙升至 2024 年的 39%。伴随产业景气度的持续高涨，中国不仅贡献了全球绝大部分的增量规模，更在份额格局上全面反超美国（32%）与欧洲（20%），跃居全球第一。

图表 1: 2009-2024 年按公司总部所在地划分的肿瘤临床试验启动数量



资料来源：IQVIA、浦银国际

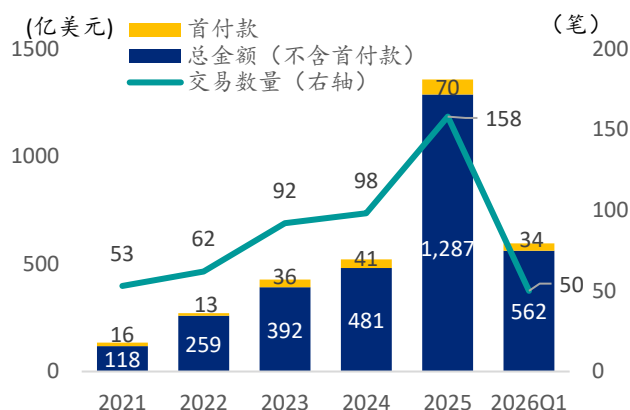
图表 2: 2009-2024 年按公司总部所在地划分的肿瘤临床试验启动占比 (%)



资料来源：IQVIA、浦银国际

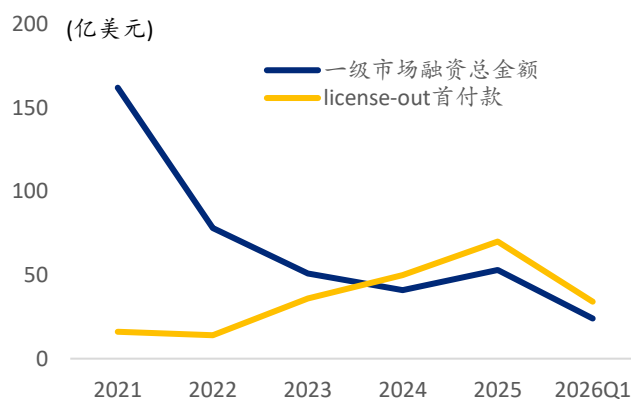
1Q26 中国创新药对外授权（License-out）交易总额已超 2024 全年，多元出海路径进入验证期。1Q26 中国创新药企业 License-out 交易达 50 起，首付款近 34 亿美元，总金额为 596 亿美元。首付款规模已超过同期一级市场融资额，成为产业融资环境收缩期的重要外部现金来源。

图表 3：中国相关 License-out 交易金额及数量



资料来源：医药魔方、浦银国际

图表 4：中国 License-out 交易首付款与一级市场融资金额对比



资料来源：医药魔方、浦银国际

2026 年前四个月，平台型 License-out、战略合作、NewCo M&A 退出和本土 Pharma/Biotech 已逐步嵌入 MNC 全球外部创新资产池。依托国内较高的临床执行效率、工程化迭代能力和相对较低的早期试错成本，中国企业在 ADC、双抗、多肽/小核酸、代谢病等赛道中，能够以较高资本效率推进 PoC 验证。基于全球产业链重塑视角，我们构建中国创新药结构性出海的四因素 Push-Pull 框架：国内支付端控费与管线拥挤形成推力，美国侧 LOE 缺口、政策控费压力及跨市场资本成本差异形成拉力。

图表 5：中国创新药出海的四个因素

中国创新药出海：四因素推-拉框架



资料来源：浦银国际

● 中国创新药的结构性出海与全球的创新药产业链再平衡

本土 Pharma/Biotech 已逐步嵌入 MNC 全球外部创新资产池，出海正从阶段性融资工具，升级为接入全球支付体系、获取非稀释性现金流的结构性路径。依托较高的临床执行效率、工程化迭代能力与较低的早期试错成本，中国企业在 ADC、双抗、多肽/小核酸、代谢病等赛道以较高资本效率推进 PoC 验证。我们以四因素 Push-Pull 框架刻画这一进程：国内支付端控费与管线拥挤构成推力，美国侧 LOE 缺口、控费压力与跨市场资本成本差异构成拉力。

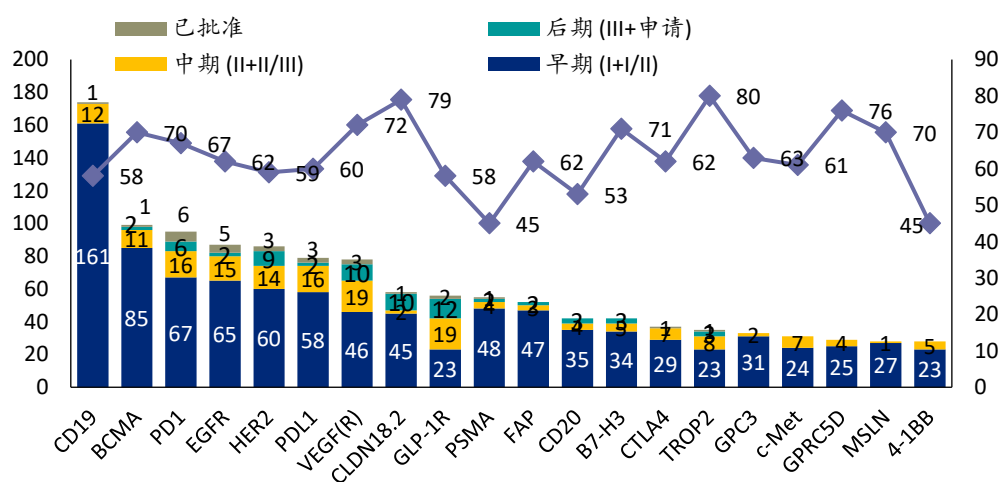
推力一：支付端控费压低国内净价天花板，FIC/BIC 的峰值销售上限被压缩。

NRDL 常态化谈判下创新药首发纳入降幅已稳定在 60%–70%，叠加 DRG/DIP 院内支付刚性，单一本土市场难以兑现高额创新溢价。即便是临床价值领先的 FIC/BIC 资产，其回报上限仍需通过海外授权、联合开发或区域权益拆分放大。

推力二：核心靶点管线高度拥挤，海外去化已成为同质化供给的必然出口。

2018–2025 年中国首入临床的原研管线覆盖 843 个靶点，其中 TOP20 靶点聚集 1,028 款产品、集中度 26.7%，显著高于全球同口径的 18.2%。在 TROP2(80%)、CLDN18.2(79%)、B7-H3(71%)等核心赛道，中国在研管线占全球比重已突破 70%。考虑到创新药市场普遍呈寡头格局——PD-1 前两大品种全球占比约 75%、GLP-1 约 85%——尾部同质化管线难以在国内单一市场消化，对外授权已实质成为去化路径。同期 TOP20 靶点每年新进临床产品数由 2018 年的 100 项增至 2025 年的 252 项(CAGR 约 14%)，立项跟随周期已压缩至 12–18 个月。

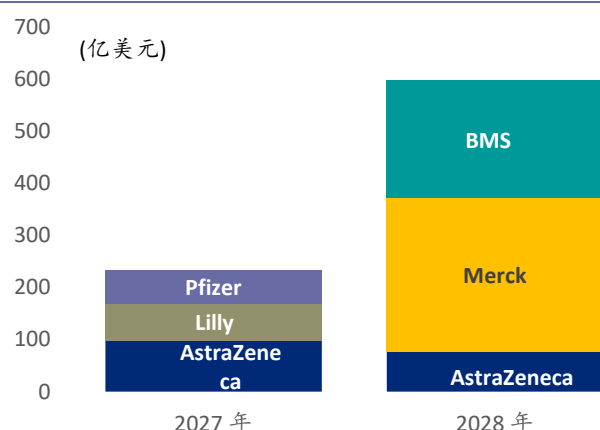
图表 6：中国 TOP20 靶点：临床阶段分布+中国管线在全球占比



资料来源：医药魔方、浦银国际

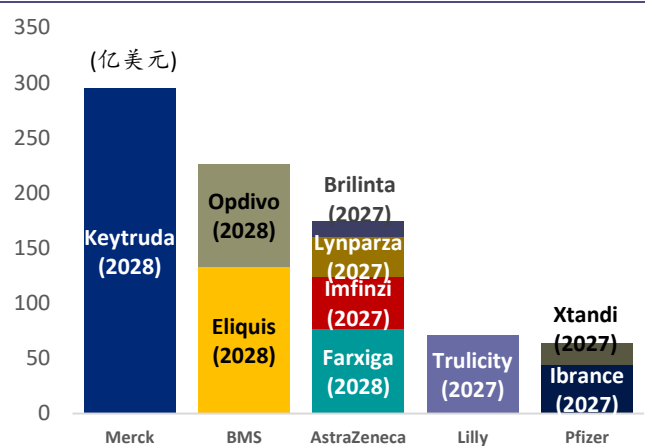
拉力一：MNC 专利悬崖形成清晰的收入缺口，放大对外部创新的需求。据 IQVIA，在 10 大发达市场 2025–2029 年因专利到期被侵蚀的品牌药价值约 2,200 亿美元(小分子约 1,770 亿美元、生物药约 430 亿美元)。我们看到，仅在 2027-2028 两年，5 家 MNC 有至少 10 款核心资产面临专利悬崖压力，其 2024 年合计销售额约 830 亿美元。Merck (Keytruda)、Regeneron (Eylea) 与 BMS (Eliquis、Opdivo) 集中风险最高，这三家 MNC 也成为近年中国资产的核心买方。

图表 7：2027-2028 面临仿制药冲击的 MNC 的核心产品销售（药品销售按 2024 年计）



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 8：2027 和 2028 MNC 面临仿制药冲击对的药品（药品销售按 2024 年计）



资料来源：公司资料、浦银国际

拉力二：美国控费压低在美净价中枢，叠加一级融资收缩，共同抬升外部 BD 的性价比。以《通胀削减法案》（Inflation Reduction Act, IRA）为核心，叠加 MFN、阶梯疗法与 PBM 处方集调整，美国支付体系正系统性下调大单品净价中枢 (IRA 首批 10 款药品折扣达 38%–79%，强生估算其 Part D 改革单年冲击约 20 亿美元)，推动 MNC 以外外部 BD 补充中长期增长曲线。与此同时，一级市场融资收缩，放大了早期资产的流动性折价：MNC 往往以相对较低的近端现金锁定中国 I/II 期或已完成 PoC 资产的海外权益，临床、注册与商业化的不确定性则通过里程碑与销售分成继续与卖方分担。

图表 9：美国医疗支付端核心政策工具之时序与传导路径

政策工具	生效时点	对 MNC 在美净价的传导路径与实质影响
IRA Part D redesign & Round 1	2025-01 / 2026-01	Part D redesign 自 2025 年起重设受益结构，引入 Manufacturer Discount Program，厂家在初始覆盖阶段通常承担 10% 折扣、灾难阶段通常承担 20% 折扣； Round 1 MFP 自 2026 年 1 月生效，10 款 Part D 药品 MFP 较 2023 年标价折扣 38%–79%。
IRA Round 2	2027-01	15 款重磅（含 Ozempic/Wegovy/Xtandi、Trelegy、Pomalyst、Ibrance 等）已就 MFP 达成一致、2027-01 生效；按 CMS 计入 Coverage Gap Discount Program 的口径，聚合净支出预计下降约 36%（约 85 亿美元）；不计该项支出的口径为约 44%（约 120 亿美元）。
IRA Round 3	2028-01	15 款，控费首次拓展至 Part B——医生给药/输注类生物制剂（含肿瘤大分子）首次纳入谈判范围；2026-03 已确认全部相关厂商参与。
MFN 行政令（EO 14297）	2025-05 签署	EO 14297 要求推动美国患者获得 most-favored-nation 价格。实际路径包括自愿 MFN 协议、TrumpRx.gov DTC 平台、Medicaid 方向 GENEROUS 模型；截至 2026 年 6 月已与 17 家主要 MNC 达成 MFN 协议（覆盖约 86% 品牌药市场）。
Step therapy + ICER 阈值	持续执行	Step therapy 要求优先使用低价备选；ICER 成本效果基准（约 10–15 万美元/QALY）经 PBM 报销谈判间接影响新药准入与净价。注：美国无 NICE 式法定 QALY 门槛，IRA 亦明文禁止在医保谈判中使用 QALY。
PBM 排除机制	2025 年起	PBM 通过处方集排除、优先自有或指定 biosimilar、压低品牌药净价来重塑竞争格局。Humira 是典型案例，CVS Caremark 已自 2024 年 4 月起将 Humira 从主要全国商业模板处方集中移除并转向 biosimilar；Stelara 则同时面对 IRA MFP、biosimilar 低价竞争和 PBM 处方集调整，形成品牌药净价与份额的双重挤压。

资料来源：Johnson & Johnson、CMS 官方公告及 IRA 法案原文 (42 U.S.C. 1320f)、Executive Order on Most Favored Nation Pricing (May 12, 2025)、CVS Health / Caremark Formulary Updates (2025)、浦银国际

需求侧：治疗范式的转换将持续推动市场扩容

复盘近年来全球肿瘤、代谢及自身免疫等疾病领域 SOC(标准治疗)路径的演进,我们发现其正在深度重塑创新药的市场商业化格局。尽管各细分赛道标准疗法的迭代路径高度分散,但底层需求侧驱动市场扩容的逻辑却高度趋同。我们将其归纳为四条核心机制:治疗线前移(患者基数 $\times$ 用药周期双击)、靶点拓圈/泛瘤种拓展(TAM 分母从器官发病率切换为标志物携带率)、用药周期慢病化延伸(存量患者逐年叠加)、以及未满足的需求释放与平台外溢(首药激活休眠市场、成熟平台向多器官扩张)。其中,治疗线前移与靶点拓圈是确定性最高、且在肿瘤领域共振最强的两大投资主线;慢病化与平台外溢则更多在时间久期与跨适应症层面提供结构性支撑。

主线一:治疗线数前移催化“患者基数 $\times$ DOT”的同向放大。推动高价值创新疗法(如 IO、ADC、双抗及细胞治疗等)从末线小众群体加速向一线、维持治疗及围手术期渗透,实现目标患者规模与单客用药周期的双重提升。

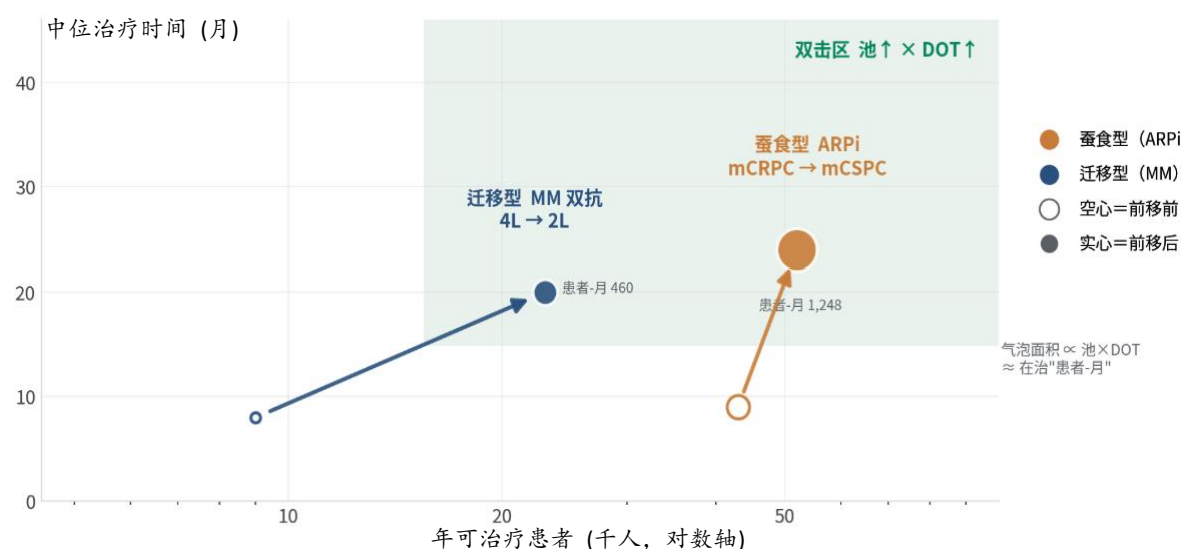
主线二:泛瘤种拓圈重塑潜在可及市场(TAM)测算逻辑。ADC 与分子靶向药物的适应症拓展,打破了传统以单一器官发病率为分母的 TAM 测算框架,将其升级为更为广阔的“跨瘤种生物标志物阳性率”逻辑。

● 治疗线前移: TAM 和 DoT 乘数驱动的市场扩容

治疗线前移是驱动药物峰值销售上修最强的需求侧机制之一。将药物的应用场景从末线(患者状态差、治疗窗口短、人群基数小)推向一线、维持或围手术期的治愈性场景。相较末线患者体能状态差、治疗窗口短、可治疗人群基数有限,早线场景通常对应更大的可及患者池、更高的治疗完成率和更长的管理周期,从而形成 TAM 与 DOT 的乘数效应。

治疗线前移通过以下三个层次实现需求侧的深度放大。第一,患者池扩容:越靠前线,患者体能状态(PS 评分)与器官功能越完整,真实可治疗池显著大于末线人群;第二,净 DOT 改善:早线或维持治疗通常对应更长生存、更连续用药和更低脱落率,单客 LTV 往往高于末线短周期治疗;第三,治疗路径粘性:一旦进入一线或围手术期 SOC,药物会成为疾病管理路径的一部分,后续联合、维持和序贯治疗均可围绕该基石药物展开,进一步提升商业化确定性与峰值销售上限。

图表 10：治疗线前移如何重塑市场



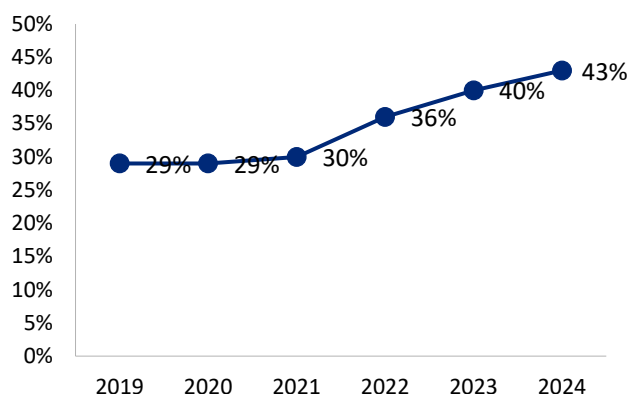
资料来源：NCCN、浦银国际

NSCLC：IO/双抗从晚期向一线与围手术期推进，早中期高危池进入 IO 治疗

NSCLC 是治疗线前移最典型的疾病场景。过去十年，IO 主要在晚期一线及后线市场确立了其系统性治疗的基石地位；而步入 2025–2026 年，临床标准疗法演进的核心焦点，已从晚期后线的解救治疗，实质性地向前端推进至“早中期患者围手术期（新辅助/辅助）的系统性干预”。高价值的 IO 及 IO 双抗等创新资产，其需求侧测算分母正在从传统的晚期转移性群体，向 IB–IIIA 期及部分可切除的高危人群大幅扩张。

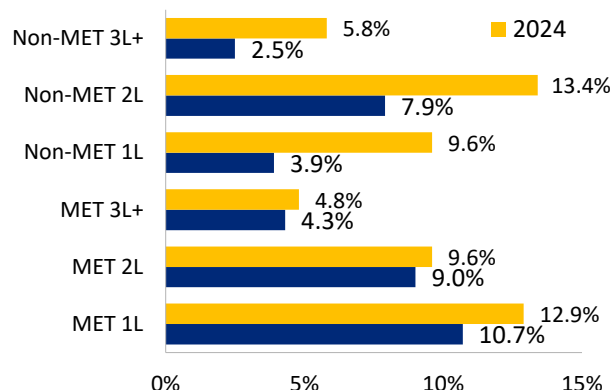
围手术期治疗的收入模型与末线治疗存在显著差异。末线患者受限于体能状态、进展速度和治疗失败后的快速脱落，真实 DOT 往往短于标签周期；而围手术期或辅助治疗面向更早期、基线状态更好的患者，治疗目标从疾病控制进一步前移至降低复发风险，医生端干预意愿更强，支付端也更容易围绕长期获益、疗程长度和价格可负担性形成评估框架。这一场景的核心价值在于扩大可及患者池、提高治疗完成率，并在部分方案中提升用药周期的确定性，从而带来 TAM 扩容与 DOT 改善的共同作用。

图表 11: PD-1/PD-L1 非转移性份额 (2019-2024)



资料来源: IQVIA、浦银国际

图表 12: PD-1/PD-L1 药物份额 (2019 vs 2024, 非转移性各线大增)



资料来源: IQVIA、浦银国际

长期看,在 PD-1/VEGF 靶点组合上,中国核心创新管线的增长点不是晚期单一适应症的存量替代,而是对实体瘤早线治疗格局的系统性重构。依沃西、RC148、BNT327 等中国资产若能在 NSCLC 一线或更早线场景中验证相对现有 IO backbone 的临床优势,其需求侧想象空间将远大于单一后线替代。NSCLC 是治疗线前移的路径下,患者池足够大、治疗路径足够清晰、中国资产有明确路标的核心主战场。

血液瘤: 治疗前移改善患者的给药率, 驱动存量市场向慢病化演进

MM/淋巴瘤治疗线的前移将复杂高价疗法从患者状态最差、流失率最高的末线,推向体能更好、治疗完成率更高的二线或三线。

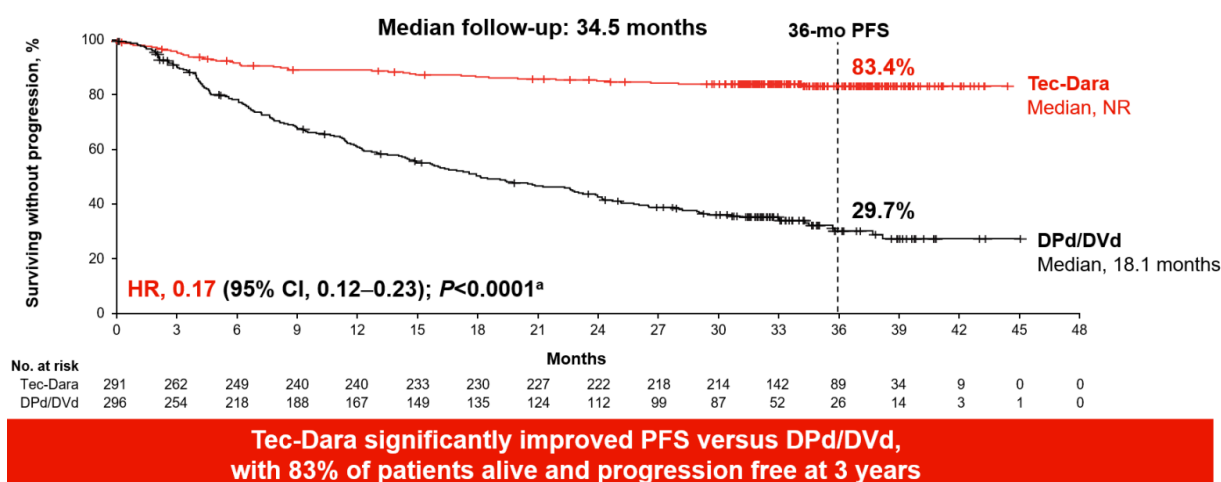
DLBCL: CAR-T 前移修复给药漏斗, 兑现复杂疗法真实渗透率。以弥漫大 B 细胞淋巴瘤 (DLBCL) 为例, CAR-T 疗法向二线 (2L) 的拓展标志着高价值细胞治疗从未线被动解救场景,向具备高确定性的临床干预节点迁移。细胞治疗在末线场景商业化受掣肘的原因之一,是患者极易在细胞单采、定制化制备、桥接治疗至最终回输的复杂流转中脱落。随着治疗线数前移,二线患者在体能状态 (PS 评分)、骨髓储备及疾病控制窗口期上均具备显著优势。较低的肿瘤负荷与合并症风险,有效对冲了制备周期带来的时间折损,提升了终端临床中心全流程交付的成功率。因此, CAR-T 治疗前移的核心意义更在于系统性提高了复杂疗法的真实给药转化率。

MM: 治疗前移与 DOT 延长共振, 重塑慢病化序贯逻辑。

多发性骨髓瘤 (MM) 患者的标准病程呈现典型的“诱导、巩固、维持、复发再治疗”的多轮循环。而双抗、CAR-T 与四联方案的出现进一步拉长这一路径——每一次机制更新都可能新增一个治疗节点,使患者在治疗系统内停留更久。其商业化增量并非单一的患者用药时长的线性平移,而是治疗网络内患者的存量叠加带来的长期现金流,进而抬升了相关资产的单客生命周期价值 (LTV)。

MM 领域双特异性抗体从四线及后线 (4L+) 向三线、二线 (3L/2L) 的推进，典型地演绎了治疗线数前移与 DOT 慢病化的深度耦合。在传统后线干预中，MM 患者历经多轮治疗失败，普遍面临高肿瘤负荷与免疫衰竭。受限于过短的临床窗口期，即使新型机制疗法具备较高的客观缓解率 (ORR)，其真实世界中的单客用药时长依然受制于疾病的快速进展与耐受性瓶颈。随着双抗药物向早线拓展，目标客群切入至预期生存期更长、临床序贯选择更丰富、且药物经济学价值更为明确的阶段。

图表 13: Tec-Dara 已前移至 RRMM 早线治疗场景，并显著改善 PFS



资料来源：67th ASH 2025、浦银国际

血液瘤中治疗线前移的演进对药物销售的影响不仅是患者基数扩张的简单线性外推，还会深刻影响后续的治疗网络。前线干预在赋予多发性骨髓瘤患者更长无进展生存期的同时，并未透支其后续的临床选择；患者生存期的系统性延长，直接拓宽了后续序贯 CAR-T、其他机制双抗、ADC 以及传统蛋白酶体抑制剂/免疫调节剂 (PI/IMiD) 组合的治疗窗口，进而构筑起高度网状化的多线干预格局。换言之，双抗疗法的前移不仅改变了临床的 SoC，也驱动了 MM 高价值创新药市场的慢病化。

但也有一些例外的案例。以维奈克拉 (venetoclax) 为基础的固定疗程方案联合方案 (venetoclax + obinutuzumab) 正在部分场景中替代 BTK 抑制剂长期用药，治疗周期可能被压缩至约 12–15 个月，而 BTK 抑制剂长期用药逻辑则可持续多年。也就是说，前移可能扩大患者池，但同时缩短单客治疗时长，最终收入增量取决于 TAM 扩容与 DOT 缩短之间的净效应。

图表 14：全球核心疾病标准疗法（SoC）前移和影响

核心适应症与临床场景	SoC 演进路径	核心商业逻辑与财务模型重构	本土创新管线卡位与资产映射
非小细胞肺癌（NSCLC）	免疫治疗由晚期一线向可切除早中期围手术期拓展，包括新辅助、辅助及新辅助—辅助一体化方案	早中期高危患者进入系统性免疫治疗路径，扩大可治疗患者池并提高疗程完成度与收入可见性；DOT 的净变化取决于具体固定疗程与晚期持续治疗时长	当前围手术期 SoC 主要由 PD-1/PD-L1 单抗确立；依沃西等 PD-1/VEGF 双抗已进入围手术期临床探索，BNT327、RC148 等主要仍处晚期实体瘤开发阶段，属于潜在早线拓展资产
血液瘤（MM / 淋巴瘤）	DLBCL 中 CAR-T 已进入特定二线患者；MM 中 BCMA CAR-T 及部分 TCE 已由四线及以后前移至二线及以后；淋巴瘤 TCE 当前仍主要集中于三线及以后	更早线患者通常具有更好的体能状态、骨髓储备和治疗窗口，有望提高复杂疗法的适用率与交付完成率；在 MM 中，前移同时扩展多线序贯空间并延长患者处于治疗体系内的时间	信达生物布局 BCMA CAR-T FUCASO 及 GPRC5D×BCMA×CD3 TCE IBI3003；康诺亚 CM336 为 BCMA×CD3 TCE，已覆盖 MM 并向自身免疫疾病拓展
前列腺癌（mCSPC / mCRPC）	原先主要在 mCRPC 应用的强化治疗机制逐步向 mCSPC 前移：ADT 单药向 ADT+ARPI 双联及部分三联方案演进；PARP+ARPI 已进入 BRCA2 突变 mCSPC，PSMA RLT 当前获批场景仍主要为 mCRPC	治疗前移延长患者处于高价值系统治疗阶段的时间，并提高部分持续用药方案的单客生命周期价值；实际 DOT 受疾病负荷、治疗方式、毒性及耐药进展影响	中国在 ARPI、PARP 组合及 PSMA RLT 方向已有布局，但全球后期临床、核药供应体系和商业化验证相对有限，整体仍处跟随阶段
小细胞肺癌（SCLC）	一线化疗+IO 后的维持治疗持续强化，并新增 lurbinectedin+atezolizumab 维持方案；铂类治疗后 DLL3 TCE 已成为新的后线治疗选择	临床路由单纯短周期化疗，扩展为“一线诱导—维持—后线新机制”的多节点治疗体系，有望延长部分患者的疾病控制和治疗持续时间，但 SCLC 整体仍具有高复发和高流失特征	中国管线主要集中于 DLL3 TCE/ADC 及 PD-(L)1/VEGF 探索；BNT327 等已进入一线 ES-SCLC 全球 III 期

资料来源：NCCN、浦银国际

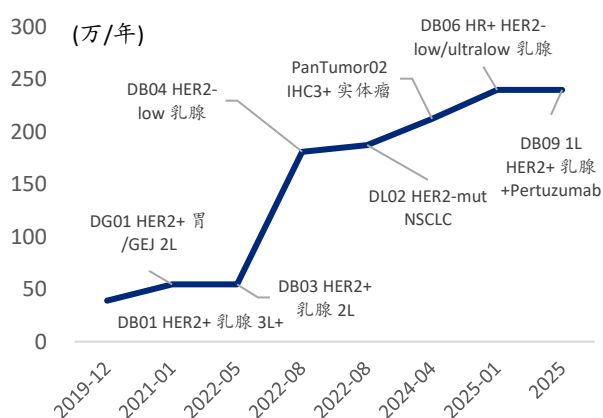
● 靶点拓圈与泛瘤种开发：TAM 从单一适应症走向跨瘤种扩容

泛瘤种药物通过疾病的生物标志物划分患者池，从而突破了瘤种和适应症的边界。这本质上是 TAM 的范式切换，传统肿瘤药 TAM 测算通常从器官发病率出发，向下逐级赋予治疗线数、可及率、渗透率与用药周期等折现参数。但在 HER2 ADC、TROP2 ADC、B7-H3 ADC、DLL3 TCE、Menin 抑制剂和 NRG1 融合等场景中，决定商业天花板的因素变成了这个标志物是否横跨多个瘤种、检测是否普及、医生是否愿意按分子标签，而非器官标签处方。

ADC 泛瘤种拓展：HER2 确立范式，TROP2 与 B7-H3 成为中国 ADC 变现主战场

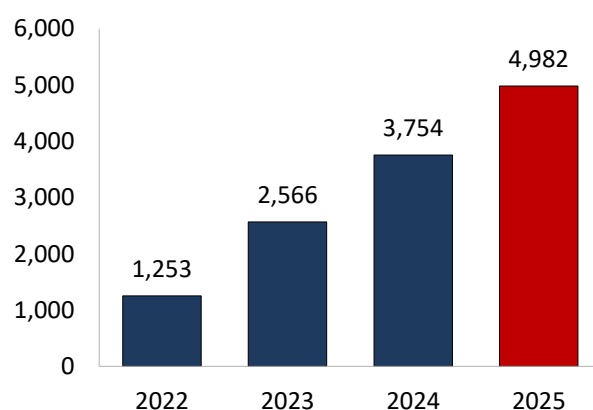
长期以来，HER2 主要被视作乳腺癌与胃癌分子标志物，其市场规模测算亦长期围绕这两个疾病场景展开。然而，随着新一代 HER2 ADC（提升了对 HER2 低表达的癌症的杀伤效果）在结直肠癌（CRC）、妇科肿瘤、胆道肿瘤、壶腹腺癌以及 HER2 突变非小细胞肺癌（NSCLC）等领域的临床获益不断被证实，HER2 已经实质成为跨瘤种的分子标签。与之对应，其销售峰值的测算逻辑也从传统的“单一大适应症的存量争夺”，切换为“核心大适应症作为基本盘+跨瘤种多领域长尾适应症的增量拼图”。其中 CRC 是 HER2 ADC 拓圈中最重要的领域之一。CRC 患者群体大，但 HER2 阳性占比不高，尤其 HER2 IHC 3+ mCRC 仅占小比例人群。新一代的 HER2 ADC 可能通过 payload 递送、旁观者效应和更强细胞毒杀伤，降低既往 HER2 靶向治疗对部分分子背景的依赖，使一部分此前治疗价值有限的 HER2 表达或 HER2 异常患者重新进入高价值治疗路径。

图表 15: Enhertu 适应症拓展的新增 HER2 可及池（按瘤种×HER2 亚组，全球口径）



资料来源：GLOBOCAN 2022、FDA、ToGA、Bryant JAMA Oncol 2025、浦银国际测算

图表 16: Enhertu 合并销售（百万美元）



资料来源：公司资料、浦银国际

HER2 ADC，特别是 Enhertu 的成功，证明靶向泛瘤种生物标志物的 ADC 为重磅炸弹的路径。中国 ADC 供给侧密度较高，TROP2、B7-H3、CLDN18.2、HER2 等方向均有较密集管线；科伦博泰、映恩生物，翰森、百利天恒、康宁杰瑞等公司也在 ADC 赛道有较深的创新资产积累。从靶点的角度，CDH17 等新兴靶点的 ADC 也值得关注。

Site-Agnostic Approval 的模式转变：从器官适应症切换为分子适应症

泛瘤种（Tumor/ Site-Agnostic）模式是指打破传统的“按原发器官”划分边界，将药物获批与临床使用的基准从解剖学维度的器官切换为底层的分子生物标志物的全新研发及监管范式。泛瘤种模式标志着肿瘤药研发、监管路径与商业估值的范式转移。与之相应的，在临床试验设计上，篮子试验（Basket Trials）成为主流：药企无需再为单一罕见癌种开展独立临床，而是将具备相同标志物靶点（如 NSCLC、CRC、胆管癌等）的患者装入同一个篮子开展临床试验。只要数据展现出极高的客观缓解率（ORR）和持久性，即可冲击跨癌种加速获批。在 MSI-H、TMB-H、NTRK、BRAF V600E 等标志物场景中，药物不再只服务某一个癌种，而是有机会跨越 NSCLC、CRC、胆道、胰腺、妇科、肉瘤等在多个器官系统使用。对 TAM 测算而言，这意味着收入分母不再是单一器官发病率，而是多个癌种中标志物阳性患者的累加。

药物的理论市场仍需经过“检测率、医生转化率和支付可及性”的转化漏斗才能转化为真实的患者池。对已纳入常规检测流程的高频标志物，检测率可能在获批后较快爬坡；而对低频融合、罕见突变或需要 RNA/NGS 才能识别的标志物，检测率爬坡可能受检测可及性、报销覆盖、样本质量、医生认知和中心层级限制。

考虑到伴随诊断的壁垒，在泛表达管线中，市场的热度在向 TROP2 ADC 与 DLL3（含 TCE 与 ADC）为代表的“低诊断摩擦（Low CDx Friction）”创新管线倾斜。此类资产因为较高的靶点表达率，在部分癌种中可以绕过伴随诊断（CDx）的筛选屏障。TROP2 在上皮源性肿瘤中广谱高表达，免除了排他性的 CDx 筛查，大幅缩短了从确诊到用药的决策链条。同理，Padcev（Nectin-4 ADC）在获批尿路上皮癌（UC）一、二线适应症时，FDA 完全豁免了伴随诊断的要求。宫颈癌高表达的 TF 靶点（Tivdak）亦实现了脱离 CDx 的处方落地。而正处于研发爆发期的广谱靶点 B7-H3，在 SCLC 与前列腺癌中同样呈现泛表达特征，未来极大概率复刻“组织学直接获批”路线，进一步印证低诊断摩擦机制在加速商业化转化中的爆发力。

图表 17：创新肿瘤药 TAM 扩张范式

大类	子类型	核心逻辑	代表方向	中国资产映射
标志物定义患者池	表达阈值驱动	通过 IHC/表达水平定义阳性患者，在核心癌种基础上向长尾癌种拓展；并非所有同靶点资产都强依赖 CDx	HER2、CLDN18.2、FRα	HER2/CLDN18.2/FRα 相关 ADC 或抗体方向
标志物定义患者池	组织无关型泛瘤种	通过基因突变、融合或修复缺陷跨癌种定义患者	MSI-H/dMMR、NTRK、BRAF V600E	中国相关的标的较少
低筛查摩擦扩容	高表达/病理富集靶点	不强依赖 CDx，按病理类型或治疗线切入更大患者池	TROP2、Nectin-4、B7-H3、DLL3 为 SCLC/神经内分泌肿瘤富集靶点	科伦博泰（TROP2）、迈威（Nectin-4）、翰森（B7-H3）ADC。以及，复宏汉霖、信达等 DLL3 为靶点的资产。

资料来源：FDA、NMPA、公司公告及官网、ClinicalTrials.gov、浦银国际整理

慢病化：从新发流量到存量患者池，DOT 拉长重塑收入久期

突破性疗法正在将部分既往进展快、预后差、治疗窗口较短的疾病，逐步转化为可长期管理的疾病状态。随着患者生存期延长、可及治疗线增加，以及序贯和维持治疗机会丰富，慢病化在推动原本按发病率测算的市场，逐步切换为按患病率和治疗持续时间叠加的慢病患者池。

前列腺癌是一个比较典型的患者池增长的案例。PSMA RLT 与 PARP/AR 组合把部分 mCRPC 后线患者从“快速流失”推向“可持续管理”，治疗时长从数月延伸至更长周期。慢病化逻辑也适用于非肿瘤市场：只要诊断率提升与长期用药同时发生，疾病就可能从低治疗率市场转化为长期特药支付池。AD 即是代表方向之一，随着诊断门槛下降和长期维持治疗路径逐步建立，其潜在市场更接近“起量平缓、久期较长”的慢病支付模型。

但慢病化并不等于药物销售峰值的单向上修，真实净 DOT 仍需打折。支付准入、毒性累积、依从性和医疗资源约束，都会压缩真实世界治疗时长；竞争格局变化也可能使后续疗法缩短前代药物的用药周期。因此，慢病化市场的核心不是简单看患者池有多大，而是看患者能否被持续诊断、持续治疗、持续支付。

● 未满足需求与平台外溢：全球市场下的中国差异化机会

突破性疗法进入长期未满足需求领域后，需求侧 TAM 往往会出现非线性扩张。过去两年，MASH、GLP-1、罕见肾病与自免领域的共同变化，是原本分散在体检、慢病随访、支持治疗或广谱免疫抑制中的患者，开始被重新组织进可诊断、可处方、可随访、可支付的标准化治疗路径。

这类变化大致对应两条线索。1) MASH 与 IgAN/补体相关罕见肾病，更接近“首药激活未满足需求”：潜在患者长期存在，只是缺乏明确药物、诊断分层和支付路径，商业市场没有打通。2) GLP-1 与自免则体现为成熟慢病平台的持续外溢：既有药物已经建立大规模临床与商业基础，新的终点、新的人群分层和新的专科入口，继续抬高平台价值。

对中国创新药而言，全球大市场本身并不等同于可兑现空间。Novo、Lilly、Sanofi、AbbVie、J&J 等先发者已经依靠临床数据、指南地位、医生教育和商业网络在主适应症中建立壁垒。中国后来者如果继续在成熟赛道中做同质化 fast follow，往往会较早面临疗效比较、价格竞争和商业化资源约束。我们认为，更值得跟踪的窗口，是围绕成熟平台寻找新的差异化入口，例如 GLP-1 的身体成分管理、自免重症人群的免疫重置，以及 IgAN/补体罕见肾病中由替代终点前置带来的注册与商业化窗口。

MASH：未满足需求被首药验证，GLP-1 平台外溢抬高竞争门槛

MASH 是近年最典型的未满足需求释放案例。Rezdiffra 获批前，MASH 患者长期沉淀在脂肪肝、糖尿病、肥胖和肝酶异常人群中。由于缺乏获批药物、诊断链条复杂、纤维化分层不足、支付路径不清，潜在流行病学人群并未转化为真实处方市场。THR- β 激动剂 Rezdiffra 的意义，在于把非肝硬化、伴中重度纤维化的 MASH 患者，从“观察与生活方式干预”推入可处方、可随访、可支付的治疗路径。

Rezdiffra 首个完整销售年（2025 年）净销售额接近 10 亿美元，验证了 MASH 的商业化可行性。更重要的是，它带动了无创检测、纤维化分层和肝病转诊路径建设。过去体检或内分泌科发现脂肪肝后，多数患者仍停留在生活方式管理；Rezdiffra 获批后，高纤维化风险人群开始被系统性识别，并进入真正意义上的药物治疗路径。

MASH 的竞争格局随后进一步扩展。2025 年司美格鲁肽（Semaglutide）切入 MASH 后，THR- β 与 GLP-1 开始面向部分重叠的中重度纤维化患者池，竞争重点从“首药能否激活市场”，逐步延伸至“谁掌握患者入口”。Rezdiffra 更偏肝病专科，适合不依赖减重或不耐受 GLP-1 的患者；GLP-1 凭借减重、糖尿病、心血管和肾脏多重获益，天然嵌入内分泌、肥胖和全科慢病管理网络。

Semaglutide 进入 MASH 之后，MASH 的处方入口和定价逻辑也随之变化。其市场逐渐从肝病专科内部的纤维化治疗，延伸至代谢综合征管理的一部分。未来患者识别不只发生在肝病科，也可能更早发生在肥胖、糖尿病、心血管风险和肝脏纤维化的交叉管理场景中。

对中国 MASH 资产而言，正面进入肝病专科主战场并不容易。Rezdiffra 已经建立首发优势，并推动诊断和转诊网络成形；GLP-1 平台外溢又提高了疗效、终点和商业化门槛。相比 ADC、双抗等中国优势更明确的工程化赛道，中国企业在 THR- β 、FGF21 等 MASH 专属机制上尚未形成全球领先数据或商业卡位。更现实的路径，可能是通过多靶点代谢分子、长效制剂、制剂工程和 CMC 能力，间接参与 MASLD/MASH 慢病管理。

GLP-1：超级慢病平台外溢，中国资产寻找减重主战场之外的配套机会

GLP-1 是当前确定性最高的慢病平台之一。其价值从糖尿和体重管理，向由心血管、肾脏、睡眠呼吸、肝病等多个领域拓展。Wegovy 借心血管适应症完成从“减重工具”到“心血管风险管理工具”的升维；Zepbound 借 OSA 切入呼吸睡眠中心；Semaglutide 又借 MASH 进入肝病专科。GLP-1 的平台价值，来自同一代谢风险人群在多个器官系统和多个支付场景中的重复映射，单客生命周期价值与支付方说服力同步上升。

GLP-1 主战场的竞争门槛也在同步提高。注射端，Semaglutide 与 Tirzepatide 已确立疗效、品牌和商业化标准，Retatrutide 等更高减重幅度分子仍在推进；口服端，Orforglipron 已经获批并占据了先发优势。在国内市场，减重 GLP-1 创新药与 Semaglutide 仿制版密集进入后期。2026 年 NRDL 中，替尔泊肽和司美格鲁肽已大幅降价，市场已经进入价格竞争阶段。

我们认为，中国创新药产业 GLP-1 机会更适合放在配套层和边缘创新层中观察。其中，减脂增肌是最值得跟踪的早期方向。GLP-1/GIP 快速减重通常伴随一定程度的去脂体重下降；尽管这并不等同于单纯肌肉流失，但在老年人、肌少症风险人群和长期维持治疗中，体重下降的质量与肌肉功能保留将成为重要问题。随着临床和支付方从“减了多少体重”进一步关注“减掉的是脂肪还是肌肉”，身体成分管理有望成为 GLP-1 平台的新增价值层。Bimagrumab 联合 Semaglutide 的 BELIEVE 研究，以及再生元（Regeneron）Trevogrumab 联合 Semaglutide 的 COURAGE 研究，均提示 Myostatin/Activin 方向有望改善减重质量。其商业定位更接近 GLP-1 的配套分子，围绕身体成分管理和长期治疗质量改善提供增量价值。潜在落点包括 Myostatin/Activin 抗体、多肽组合、长效制剂和 CMC 产能，也更接近中国企业可参与的工程化迭代方向。

补体与罕见肾病：替代终点前置打开注册窗口，中国资产已进入早期卡位

IgAN、C3 肾小球病等疾病正在从支持治疗走向机制精准干预。过去这类疾病主要依赖 RAS 抑制剂、SGLT2、激素和广泛免疫抑制。随着 APRIL/BAFF 抑制剂、内皮素 A 受体拮抗剂、补体抑制剂密集获批或读出，肾病领域从“延缓恶化”转向“按机制治疗”。

这一轮慢性肾病赛道催化的关键，是监管终点前置。蛋白尿下降作为加速批准替代终点，使肾病新药可在长期 eGFR 获益完全确认前进入商业化，显著压缩研发与回报周期，产业意义类似肿瘤领域以 ORR/PFS 支撑加速批准。亚洲 IgAN 发病率较高，中国具备较大样本池与入组效率；荣昌生物 Telitacicept 作为 BAFF/APRIL 双靶融合蛋白，已在 IgAN 方向形成临床卡位，康诺亚等公司亦在相关免疫肾病方向推进。

自免：全球慢病大市场，中国机会不在广谱跟随，而在重症重置

自免是全球需求侧重估强度仅次于 GLP-1 的慢病平台。Humira、Stelara 专利悬崖后，MNC 通过 IL-23、TYK2、TL1A、OX40/OX40L 等新机制，叠加口服化、长效化剂型，重建 IBD、银屑病、特应性皮炎、哮喘与鼻窦炎的长期用药池。其慢病属性与 GLP-1 相近：患者基数大、DOT 长、跨器官炎症轴可复用，同一机制有机会在皮肤、肠道、呼吸系统多适应症拓展。

但常规单抗与口服小分子市场，跨国药企已深耕多年。Dupixent、Skyrizi、Rinvoq、Deucravacitinib 已确立疗效、安全性与商业化优势，J&J 口服 IL-23 受体拮抗剂 Icatrokinra 进一步抬高便利性门槛。中国公司若仅在 IL-4R α 、TSLP、IL-23、TYK2 等成熟方向做 me-better，缺乏全球多区域数据与商业化能力，出海确定性有限。

在中国自免管线出海的叙事中，重症难治人群的免疫重置是当下重要的差异化与破局方向。现行治疗框架下，系统性红斑狼疮（SLE）、重症肌无力（gMG）、系统性硬化症（SSc）及皮炎等重症疾病长期依赖激素与广谱免疫抑制剂，未能彻底破解“疗效瓶颈、频繁复发与长期毒性”的死结。而靶向 B 细胞耗竭的 CAR-T 与 CD19/CD3 双抗等前沿疗法，试图通过深度清除致病性 B 细胞并重塑免疫耐受，使部分难治性患者实现无药缓解。这一底层逻辑宣告了自免治疗正从长期压制炎症向深度免疫重置发生范式跃迁。

这一范式跃迁的技术交叉点——涵盖细胞治疗的制造成本控制、重症患者的高效入组与临床执行、以及 CD3 双抗的工程化改造——恰是中国创新药企的相对优势能力圈。然而，该路径的商业模型与传统慢病药物截然相反：单次或短疗程（Short-course）给药在极大地抬升了单客价值的同时，也彻底压缩了治疗持续时间（DOT）。其收入结构由传统的“长期维持型流水”转变为“高客单价脉冲型”。因此，这类创新疗法的商业化放量，将深度依赖于给药中心的覆盖网络、重症住院监测能力以及创新支付模式的支撑。

此外，尽管 CAR-T 与双抗疗法展现出了极高的临床响应率，但其引发的急性细胞毒性（CRS、ICANS）以及机制相关的远期风险（如长期 B 细胞耗竭与重症继发感染），仍需更长维度的临床随访来验证其安全性边界。这不仅关乎患者的最终生存质量，更是决定此类“重型武器”未来能否突破后线难治人群、向更广泛的前线治疗（Front-line）推进的核心变量。

净价：扩容机制的最终收口

上述机制共同勾勒出需求侧市场持续扩容的图景，但商业收入的最终兑现，最终还是要考虑净价的因素。真实市场规模本质上是患者池、用药时长、渗透率与净价四者的乘积。在各种疾病患者池扩容机制下，患者池、用药时长、渗透率带来的扩张红利能否实质落地，最终受制于净价这一核心变量是否会遭到支付端的系统性压制。在中国单一市场中，这种净价折现效应显得尤为陡峭：国家医保目录首发谈判平均降幅长期处于约 60%（区间约 50% - 70%），叠加 DRG/DIP 支付方式改革对院内高价药物形成的全局成本约束，导致临床指南所推动的市场扩容与企业端的真实商业变现之间，始终横亘着一道难以逾越的系统性鸿沟。

更重要的是，同等规模的市场扩容，转化为企业实质收入的效率因机制而异，其分水岭在于资产能否守住净价。在中国市场，这一点取决于资产的创新度与可替代性、放量后基金支出是否顶破续约阈值，以及能否打开基本医保以外的支付通道；治疗线位置本身并不构成定价权来源——围手术期与维持治疗带来的基数台阶式扩张，反而把基金支出做大、最易触发更高续约降幅乃至重新谈判。脱离净价支撑、仅以患者数量堆砌的 TAM 叙事，会系统性地高估国内市场真实可兑现的收入规模。

而这一国内净价天花板，恰是出海逻辑在支付端的起点。同一份“降低复发风险”的临床价值，在按价值/QALY 阈值定价的海外体系中倾向于获得相对刚性的净价，在总额约束、基金支出挂钩续约的国内体系中则被系统性压缩，这种“同一临床价值、两套定价机制”的不对称，构成中国创新药产业需经由海外兑现的底层原因之一。

图表 18：创新药物国内和海外的价格体系对照

维度	中国基本医保体系	英国 NHS/NICE 体系	美国体系
准入与支付基准	综合评估临床价值、患者获益、药物经济性 & 医保基金承受能力；纳入目录后，协议期内支付标准与实际药品费用、预算偏差及适应症扩展挂钩	NICE 以临床获益和成本效果评估为核心；自 2026 年 4 月 2 日起，标准成本效果区间提高至£25,000 - £35,000/QALY，最终准入还可结合商业协议及保密折扣	无全国统一 QALY 或 ICER 准入阈值；厂家确定首发目录价，商业保险、PBM 及医疗计划通过返点、处方集和利用管理形成净价，部分 Medicare 高支出药物纳入 IRA 直接谈判
新准入价格调整	2024 年共有 89 种目录外药品谈判/竞价成功，平均降价 63%；近年来新准入谈判药品平均降幅总体约 60%	NICE 阈值是成本效果判断标准，不直接等同于药品定价；为达到可接受 ICER，企业常通过患者准入计划或商业协议提供折扣	首发价格通常不存在全国统一强制降幅；实际净价取决于保险覆盖、PBM 返点、处方集地位及公共支付政策
后续价格调整	简易续约要求实际发生的纳入支付范围药品费用不超过预算的 200%、未来两年预算增幅原则上不超过 100%；支付标准降幅与预算偏离、费用规模及新增支付范围挂钩。2024 年近 80% 的简易续约药品原价续约，平均降幅 1.2%	不存在全国统一的“放量即按固定公式降价”机制，但药品可通过合同续签、商业协议、保密折扣及整体药品支出控制机制持续调整实际支付价格	商业合同及返点通常定期重谈；IRA 对符合年限、支出及竞争条件的部分高支出单一来源药物开展 MFP 谈判，不适用于所有新药
医疗机构使用约束	DRG/DIP 对住院病例形成打包支付约束；2024 年底所有统筹地区均已开展改革，2025 年底目标为覆盖所有符合条件的住院医疗机构，病种和住院医保基金支出覆盖目标原则上分别为 90% 和 70%。符合条件的创新药病例可通过特例单议、暂不纳入 DRG/DIP 或地方单独支付缓解约束；双通道主要解决院外供应与报销	NICE 推荐后通常由 NHS 按规定提供资金，但医院仍受 NHS 预算、采购和委托管理约束；成本效果阈值不等同于医院支付豁免	医院及医生端药物同时受到 Medicare 支付规则、商业保险事前授权、step therapy 及院内采购体系约束
“降低复发风险”等临床价值的价格转化	临床获益可进入医保价值评估，但最终支付标准仍受基金承受能力、目标患者规模及预算影响约束；治疗线前移或适应症扩展可能扩大患者池，并在后续续约中增加费用压力	降低复发风险可通过延长生存和改善生活质量进入 QALY 及 ICER 测算，但实际净价仍取决于比较治疗、模型假设及商业折扣	临床价值影响 FDA 标签、指南、保险覆盖和处方集地位，但不存在统一的 QALY 定价规则；净价同时受到 PBM 谈判、医保计划和 IRA 等机制影响

资料来源：国家医保局（2024-11-28 目录调整新闻发布会：简易续约规则）、医药魔方/PharmCube、浦银国际

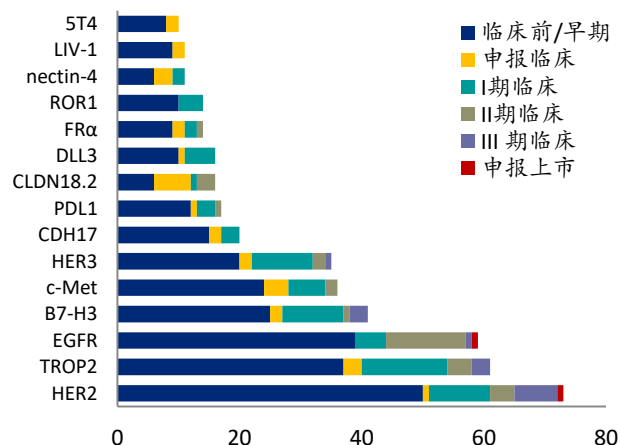
供给侧：工程化能力构筑现实护城河，向源头创新稳步拔高

我们认为中国创新药产业的优势主要在疾病靶点分子机制 Derisked 之后的高效率工程转化和落地。中国创新药企业拥有具备快速迭代、快速入组、快速完成 PoC，并把资产推向全球开发体系的能力。ADC、PD-1/VEGF、双抗/TCE 与细胞治疗、GLP-1/多肽平台，以及支撑这些方向的研发制造基础设施，是当前中国创新药产业的强势区。

● ADC 2.0: 跨越同质化折价，以“宽治疗窗与高安全性”构建核心壁垒

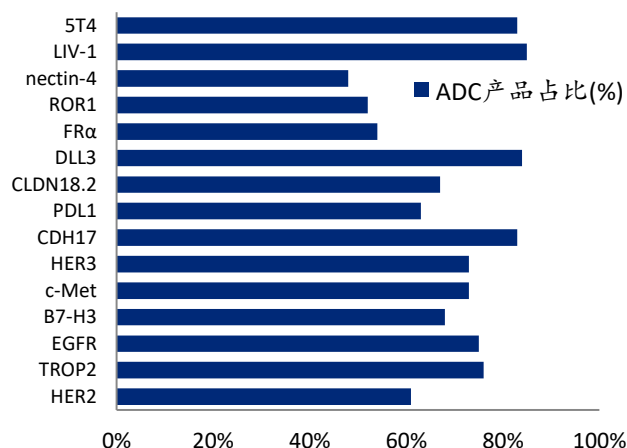
ADC 是中国创新药当前最具全球竞争力的工程化 Modality 之一，但行业竞争焦点正在从早期缩小肿瘤能力切换为疗效/安全性的平衡和总体的生存获益。中国企业在连接子/有效载荷(linker/payload)、偶联工艺、剂量探索、适应症选择和临床执行效率上形成了较强积累，围绕 TROP2、B7-H3、CLDN18.2 等方向已具备较高的全球管线密度和临床推进速度；在 HER2、MSLN、CDH17 等方向，则更多体现为围绕成熟或新兴靶点的差异化跟随与快速响应。我们认为，ADC 仍是中国创新药出海最清晰的供给侧强势区之一，但后续的竞争核心在安全性和 PFS-OS 的转化能力。

图表 19：中国企业靶点研发热度（按研发阶段，管线数量）



资料来源：医药魔方、浦银国际

图表 20：中国企业开发的 ADC 产品数量占比



资料来源：医药魔方、浦银国际

我们倾向于从临床需求而非分子形态理解下一代 ADC。过去一两年，多毒素 ADC、双抗 ADC、双载荷 ADC 等方向初步形成产业热潮，但分子形态本身并不构成独立价值主轴。ADC 的本质可理解为细胞毒小分子的 PK modifier：通过抗体靶向递送、linker 控制释放和偶联工艺优化，重塑 payload 在肿瘤组织与系统循环中的暴露分布，从而扩大治疗窗口。换言之，ADC 是对传统化疗药的替代与升级；双抗、双载荷、多毒素等形态创新，只有在改善肿瘤富集、降低正常组织暴露、提升剂量强度或增加联合治疗兼容性时，才具备真实临床价值。

这一框架的产业延伸，是 ADC 平台可能带来细胞毒小分子的二次开发。我们预计，随着 payload 工具箱扩展，部分被搁置的窄窗毒素分子有望以 ADC 形态重新进入临床。这一逻辑也为具备 payload/linker 工程能力的平台型企业提供了持续的资产再生通道：平台价值不只来自单一靶点，而来自持续把“不可用毒素”转化为“可用药物”的工程化能力。

因此，PK 优化是 ADC 的核心壁垒，其中高肿瘤富集与低系统暴露是主要的优化方向。这一目标依赖靶点、linker 与偶联工艺的协同优化。靶点端决定肿瘤选择性、内化效率；linker 端决定循环稳定性、释放位置和脱载控制；偶联端决定 DAR 均一性、药物抗体比、批间一致性和生产可放大性。靶点—linker—偶联三者一起决定了 ADC 药物的治疗窗口。

部分在研 ADC 在早期、小样本或生物标志物富集队列中显示出较强缩瘤能力，但 ORR 并不一定可以转化为生存获益。ADC 的临床价值最终仍取决于缓解持续时间、PFS/OS 转化、剂量强度、停药率以及低频高危毒性的可管理性。安全性不足会增加临床管理难度、诱导患者脱落，并压缩 ADC 与化疗、IO 或靶向药联用的空间，进而侵蚀 ORR 向 OS 的转化。TROP2 ADC Dato-DXd 是一个典型样本：TROPION-Lung01 显示其相对 Docetaxel 在 PFS 上取得统计学改善，但 ITT 人群 OS 未达统计学显著，且 ILD 等安全性问题成为临床使用和监管评估的重要变量。我们认为，这一落差说明 ADC 不能只看短期 ORR 或 PFS，还要看组织学分层、缓解持续性、剂量强度、后续治疗以及 ILD 等低频高危毒性对长期获益的影响。

由此，我们认为，下一代 ADC 的竞争重心将从单纯追求缩瘤强度，转向治疗窗、安全性和联用兼容性的综合平衡。Dato-DXd 的案例提示，若 ORR/PFS 等早期疗效信号难以转化为明确生存获益，同时伴随 ILD 等低频但高风险毒性，资产的临床定位和商业化空间都可能受到压缩。随着 ADC 从后线治疗逐步进入一线、维持和围手术期等更早线场景，目标患者基线状态更好、用药周期更长，医生和支付方对严重毒性的容忍度也相应下降。在这一背景下，安全性不再只是“可管理性”问题，而是决定 ADC 能否前移、能否长期用药、能否与 IO 或化疗联合的关键准入变量。我们据此将治疗窗、安全性和联用兼容性，作为判断下一代 ADC 全球竞争力的核心维度。

我们预计，基于 ADC 平台的小分子二次开发可能在自身免疫和功能分子 ADC 方向孕育新的大单品。传统 ADC 主要服务于肿瘤细胞杀伤，但随着 payload 类型、靶点选择和释放机制的扩展，ADC 有机会从“递送毒素”走向“递送功能分子”，包括免疫调节、局部炎症控制或组织选择性药物暴露。这类方向的商业潜力不应过早外推，但其意义在于打开 ADC 平台的第二增长曲线：从肿瘤后线缩瘤工具，逐步演进为跨疾病、跨 payload 的递送平台。

因此，后续 ADC 资产筛选的优先级不应是靶点热度或分子形态新颖，而应是治疗窗证据、联用潜力与平台可复制性。我们建议重点关注三类资产标签：第一，具备更宽治疗指数证据，包括更高可给剂量、更低停药率、更可控的 ILD、骨髓抑制或神经毒性；第二，具备可前移和可联合潜力，尤其是在与 IO、化疗或靶向药联用时不显著牺牲安全性；第三，治疗窗改善来自可复制的平台能力，而非单个适应症中的偶然小样本信号。换言之，ADC 的下一阶段竞争将从“谁拥有热门靶点”转向“谁能系统性地把 payload 做安全、把剂量打上去、把联合做出来”。这也是中国 ADC 平台能否穿越同质化折价、进入全球价值链核心位置的关键。

● IO 2.0 Backbone: PD-1/VEGF 双抗进入全球临床与产业验证期

从 PD-1 单抗基础治疗走向 IO 联合新底座

以 PD-(L)1/VEGF 为代表的 IO2.0 backbone 是当前中国创新药最重要的叙事之一。过去十年，PD-1/PD-L1 单抗构成多个实体瘤的一线治疗基础；如果 PD-1/VEGF 能在关键瘤种持续证明相对现有 IO backbone 的疗效优势，并维持可接受安全性，其价值将从后线补充方案上升为下一代联合治疗底座。下一阶段 IO 竞争的核心，不再只是“能否激活免疫”，而是能否在维持安全窗口的同时，重塑肿瘤微环境，并为 ADC、化疗、TKI 及其他靶向疗法提供更适合长期联合的治疗底座。

PD-1/VEGF 的机制包含了免疫抑制解除与血管微环境调节的双重作用。VEGF 不仅是血管生成因子，也参与肿瘤免疫抑制、T 细胞浸润不足和异常血管结构维持。将 PD-1/PD-L1 阻断与 VEGF 抑制整合在同一分子中，理论上有望提高肿瘤局部协同效应，并降低传统双药联合在剂量、给药和安全性管理上的复杂度。

依沃西（Ivonescimab/AK112，康方生物）是目前该方向中成熟度最高的中国资产。研究显示，依沃西为 Fc 工程化四价 PD-1/VEGF 双抗，可同时结合 PD-1 与 VEGF，并表现出协同结合（cooperative binding）的特征。在 VEGF 富集的肿瘤微环境中，其四价结构可能带来不同于传统单抗的亲合力与解离动力学变化，我们倾向于将其理解为“肿瘤微环境条件下的亲合力增强”。这种机制可以提高肿瘤组织局部的 PD-1 抑制效率，同时降低全身系统的毒性。

此外,依沃西单次给药半衰期仅 5.0–7.3 天,显著短于贝伐珠单抗的约 20 天,压缩 VEGF 相关毒性暴露。短半衰期使血清游离 VEGF 在每个给药周期后段部分回升,从而压缩持续 VEGF 信号抑制相关的毒性暴露。AK112-102 中 VEGF 靶点相关≥3 级 TRAE 仅为高血压 5.1%、蛋白尿 3.4%、深静脉血栓 1.7%,且无≥3 级出血;同期贝伐标签中对应事件发生率均显著更高。

临床验证: 中国 OS 数据已经证明 IO 基石的潜力, 全球一致性有待验证

2026 ASCO HARMONi-6 中期 OS 数据的读出, 在 1L 晚期鳞状 NSCLC 中, 依沃西+化疗头对头替雷利珠+化疗, mOS 27.89 vs 23.69 个月, mOS HR 0.66, 死亡风险下降 34%。该结果显著提高了依沃西作为下一代 IO backbone 的可信度。

与历史的 Anti-VEGF + IO combo 的临床试验对比, HARMONi-6 的结果进一步提示 Ivonesimab 的 MoA 区别于传统的 Anti-VEGF + IO combo。此前多项 Anti-VEGF 与 Anti-PD-1/PD-L1 联合方案在 1L NSCLC 中能带来一定 PFS 改善, 但 OS 传递并不稳定。例如 LEAP-006 中, 仑伐替尼+帕博利珠单抗+化疗较对照提升 PFS, 但未带来 OS 获益; LEAP-007 中, 仑伐替尼+帕博利珠单抗同样未转化为 OS 改善。相比之下, HARMONi-6 在随机三期临床中同时观察到 PFS 与 OS 同向改善, 是 PD-1/VEGF 区别于既往联合给药方案的重要证据。

图表 21: 依沃西与 IO+抗 VEGF 联合方案的 PFS–OS 传导对比

类型	方案 / 试验 (1L NSCLC)	VEGF 成分	PFS HR	OS HR	ΔmPFS (月)	ΔmOS (月)	传递率 ΔOS/ΔPFS
单分子双 抗	HARMONi-6: 依沃西+化疗 Vs. 替雷+化疗	PD-1/VEGF 双抗	0.60	0.66 (显著)	+4.2	+4.2	~1.0
联合给药	LEAP-006: 仑伐+帕博+化疗 Vs. 帕博+化疗	仑伐替尼 TKI	0.88 (ns)	1.05 (ns)	+2.6	-0.3	<0
联合给药	LEAP-007: 仑伐+帕博 Vs. 帕博	仑伐替尼 TKI	0.78	~1.1 (futility)	+2.4	-2.3	<0

注: 上述为跨试验历史对照框架, 非头对头比较; 不同研究的人群、对照、后线治疗、随访成熟度和统计设计均存在差异, 不宜直接进行数值横比。

资料来源: 医药魔方、浦银国际

考虑到 HARMONi-6 仍是中国单区域的临床试验, 我们认为中国头对头 OS 有效数据增强了依沃西全球临床的确定性。但是, 全球人群 OS 传递(HARMONi-3)、区域一致性和 FDA 审评结果仍是依沃西全球价值定价点。

安全性决定了 IO 2.0 的组合窗口

IO 2.0 主要包括 PD-(L)1/VEGF、PD-1/IL-2、PD-(L)1/4-1BB、PD-1/CTLA-4 等方向，共同点是在 PD-1/PD-L1 基础上叠加第二机制，以提升免疫治疗的疗效上限。IO 2.0 的安全性差异，本质在于第二靶点是否继续激活免疫。VEGF 属于非免疫激活靶点，PD-(L)1/VEGF 引入的是相对独立、可管理的 VEGF 型毒性（包括蛋白尿、高血压和出血等）；而 IL-2、4-1BB、CTLA-4 等免疫激活第二靶点在放大效力的同时，往往伴随细胞因子相关毒性、肝毒性或更高免疫相关不良事件风险。这种毒性类型差异，是 PD-(L)1/VEGF 更适合作为联合 backbone 的原因之一。

在 HARMONI-6 此前分析中，依沃西 VEGF 相关 AE 更高，多数为 1-2 级；≥3 级出血比例较低。更重要的是，依沃西在鳞癌中未观察到传统抗 VEGF 治疗的高比例严重出血信号，这给予了依沃西在鳞癌应用中更大等安全治疗窗口。

图表 22：代表性 IO2.0 药物的临床数据

机制	代表资产（设置）	第二靶点性质	毒性谱	G3+ TRAE/TEAE	停药
PD-1/VEGF	依沃西（1L NSCLC 单药）	非免疫（抗血管）	VEGF 型：蛋白尿、高血压、出血（多 G1-2）；免疫毒性≈PD-1 基线	29.4%	1.5%
PD-L1/VEGF	BNT327（1L NSCLC+化疗）	非免疫（抗血管）	同 VEGF 型；irAE 37.2% / G3+ 4.7%	48.8%	9.3%
PD-1/IL-2	IBI363（IO 耐药 NSCLC 单药）	免疫激活（细胞因子）	关节痛 52.2%、皮疹 39%（G3+ 8.8%）、甲状腺、贫血——细胞因子/免疫型	48.5%（剂量依赖 30.6%→64.9%）	6.0%
PD-(L)1/4-1BB	LBL-024（实体瘤单药）	免疫共刺激	转氨酶升高（AST 30.9% / ALT 25.3%）——肝毒性型	21.0%	4.0%

注：上述为跨试验历史对照框架，非头对头比较。

资料来源：医药魔方、浦银国际

这一安全性在“IO 2.0+ADC”框架下尤为关键。ADC 本身已带有骨髓抑制、间质性肺病、胃肠道反应、肝毒性或 payload 相关毒性；若 IO backbone 进一步叠加强免疫激活相关不良反应，组合剂量、给药持续性和长期治疗窗口都可能受到压缩。PD-1/VEGF 的潜在优势在于，VEGF 型毒性与 ADC 的主要毒性谱相对独立，也不直接叠加细胞因子或自免相关毒性，因此更有机会在 ADC 时代成为 MNC 重新设计联合治疗方案的基础底座。

产业端：IO2.0 作为下一代肿瘤药物基石已是全球趋势

PD-(L)1/VEGF 的产业意义，已经从单一品种数据读出，升级为全球药企围绕下一代 IO backbone 的赛跑。对全球药企而言，Keytruda 后周期的核心问题不是简单补一个 IO 管线，而是寻找能够承接既有 IO 商业体系、延长生命周期管理，并与 ADC 等新疗法形成组合闭环的新底座。PD-(L)1/VEGF 是当前少数同时具备临床信号、工程化可解释性和大瘤种适应症空间的方向之一。

多家全球药企围绕中国来源 PD-(L)1/VEGF 资产下注。AbbVie 于 2026 年 1 月 12 日以 6.5 亿美元首付款、至多 49.5 亿美元里程碑、总额上限约 56 亿美元，获得荣昌生物 RC148（PD-1/VEGF）大中华区以外权益，交易明确锚定 RC148 与 AbbVie 自有 ADC 的联用。BioNTech 在收购 Biotheus 后，又与 BMS 就 BNT327（PD-L1 x VEGF-A）达成全球共同开发及商业化合作。Pfizer、Merck 亦分别通过 SSGJ-707、LM-299 入局。

图表 23：PD-(L)1xVEGF：中国来源资产的 MNC 交易与注册进度（截至 2026 年中）

资产（代码）	靶点	MNC/交易结构/日期	首付 / 里程碑（总额）	全球注册节点（最新）	中国注册节点
依沃西 （ivonescimab/AK112， 康方生物/9926.HK）	PD-1/VEGF	Summit （SMMT.US） 2022-12	\$5 亿首付 /\$45 亿里 程碑 + 销 售分成	- 全球 HARMONi（EGFRm post-TKI）：FDA BLA 审评中，PDUFA 2026-11-14 - HARMONi-3（1L NSCLC vs 帕博+化疗）：鳞癌期中 PFS 未达阈值，最终 PFS 2H26 - HARMONi-7（1L 高 PD-L1 vs 帕博）、HARMONi-GI3（1L mCRC）入组中	2024-05 中国首批上市 - HARMONi-A（EGFRm，OS 显著） - HARMONi-2（1L PD-L1+，阳性） - HARMONi-6（1L 鳞，OS HR 0.66，ASCO 2026） - 拓胆道/TNBC/HNSCC/SCLC/CRC/胰腺 Ph3
BNT327 （pumitamig/BMS- 986545， 普米斯）	PD-L1xVEGF-A	收购 Biotheus （~\$8 亿， 2024-11）+ BMS 全球 50/50 2025-06	\$15 亿首 付 + \$20 亿非或有 + 至多 \$76 亿里程碑≈ \$111 亿	- SCLC：ROSETTA Lung-01（1L ES-SCLC vs 阿替+化疗）Ph3 - NSCLC：ROSETTA Lung-02（Ph2/3，1L+化疗），ASCO 2026 - TNBC：ROSETTA Breast-01（NCT07173751，1L PD-L1 阴性）Ph3 - ADC 联用：B7-H3/TROP2/HER2（DualityBio）	- 源自 Biotheus（中国） - 中国早期数据（SCLC mOS 16.8 月、TNBC Ph1b/2）为全球 Ph3 选剂量基础
SSGJ-707 （PF-08634404， 三生制药/01530.HK）	PD-1xVEGF	Pfizer ex-China 授 权 2025-07-24 完成	\$12.5 亿首 付+ 至多 \$48 亿里 程碑+\$1 亿股权 （≈\$60 亿）中国 权益期权 +\$1.5 亿	- Pfizer 全球 pivotal 推进中（2025-11 宣布）；美 IND 已清 10+ 适应症 + 10+ 联用计划 2026 启动	- 中国 Ph3：1L PD-L1+ NSCLC，单药头对头 Keytruda（2H2025 启动） - 其他：NSCLC、mCRC、妇科肿瘤 - Ph2 NSCLC 单药 ORR ~62%
RC148 （荣昌生物 /688331.CH/09995.HK）	PD-1/VEGF	AbbVie ex-大中华区 授权 2026-01-12	\$6.5 亿首 付 + 至多 \$49.5 亿里 程碑 （=\$56 亿）+ 梯 度双位数 分成	美 Ph2 IND 已获 FDA 清（2025-08）	- 中国 Ph1/2（晚期实体瘤，单药+联用） - ADC 联用旗舰：维迪西妥单抗（RC48）+ RC148，HER2 低表达乳腺癌 Ph2
LM-299 （MK-2010，LaNova）	PD-1xVEGF	Merck 默沙东取得全 球独家许可	\$5.88 亿首 付+ 至多 \$27 亿里 程碑	- Ph1/2（澳+中，2024-10 启动），AACR 2026 NSCLC 数据 - 定位 Merck Keytruda（2028 LOE）接班候选	- 源自 LaNova（中国） - 中国为 Ph1/2 入组地之一

注：按注册时序排列；注册节点为要点式。里程碑为上限值、非确定支付；跨试验、非头对头。

资料来源：医药魔方、浦银国际

后续催化剂仍集中在全球注册和一线肺癌验证。HARMONi-6 中期 OS 已读出，短期更关键的是 Summit 主导的全球 HARMONi-3 及全球 HARMONi 的监管结果。HARMONi-3 为 1L NSCLC 全球研究，对照帕博利珠+化疗，并按组织学拆分；鳞癌队列最终 PFS 预计 2H26 读出，是依沃西全球一线肺癌商业化路径的重要节点。全球 HARMONi BLA 已获 FDA 受理，PDUFA 日期为 2026 年 11 月 14 日。我们提示，HARMONi-3 鳞癌队列期中分析未提前成功（官方口径是因为 alpha 分配值很小），试验继续至 2H26 最终 PFS 分析；非鳞癌队列 PFS 延后至 1H27，意味着依沃西全球注册和商业化节奏仍需最终数据确认。

除 PD-(L)1/VEGF 外，PD-1/IL-2、PD-(L)1/4-1BB、PD-1/CTLA-4 等 IO 双抗同样具备长期潜力。这类双抗在 PD-(L)1 基础上叠加第二个免疫激活信号，可进一步提高免疫反应强度；但因此增加的包括系统性免疫激活、细胞因子相关性、肝毒性的副作用，均可能成为开发瓶颈。我们认为下一代 IO 双抗的关键是通过系统性的减毒工程寻找疗效和安全性的“甜蜜点”。当前主要减毒路线包括三类：第一，细胞因子受体偏向，例如 IL-2R α 偏向，试图降低 IL-2R β/γ 介导的系统性毒性；第二，价态或几何限制，使第二免疫激活信号更多在肿瘤微环境中触发；第三，pH 敏感或蛋白酶掩蔽型抗体，通过降低循环中游离药物活性，提高肿瘤局部激活选择性。我们认为，将激活限制在肿瘤微环境，是这一代 IO 双抗共同的工程主线；但不同路线的人体证据成熟度差异较大，需要进一步的观望。

图表 24：IO 2.0 代表药物的疗效和安全性数据

属性/资产	依沃西 (Ivonescimab/AK112)	BNT327 (Pumitamig)	IBI363 (TAK-928)	LBL-024 (Opamtistomig)
机制（靶点）	PD-1 / VEGF	PD-L1×VEGF-A	PD-1 / IL-2 α -bias	PD-L1×4-1BB
Originator / MNC	康方生物 (9926.HK) / Summit (SMMT.US)	BioNTech (BNTX.US) / BMS	信达生物 (1801.HK) / 武田全球共同开发	维立志博 (9887.HK)；尚无全球 MNC 授权
第二靶点性质	非免疫激活：抗血管生成	非免疫激活：抗血管生成	免疫激活： α 偏向型 IL-2 细胞因子	免疫共刺激：PD-L1 依赖的条件性 4-1BB 激活
主要安全性特征	HARMONi-2 中潜在 VEGF 相关 AE 发生率 47.7%， ≥ 3 级 10.2%；蛋白尿、高血压及出血发生率分别为 31.5%、15.7%及 14.7%，对应 ≥ 3 级发生率为 3.1%、5.1%及 1.0%。irAE 发生率 29.9%，与帕博利珠单抗组 28.1%接近	联合化疗背景下，irAE 发生率 37.2%， ≥ 3 级 4.7%；VEGF 相关 TEAE 发生率 55.8%， ≥ 3 级 4.7%；出血 / 出血性 TEAE 发生率 20.9%，其中 ≥ 3 级 1 例 (2.3%)	常见 TEAE 包括关节痛 52.2% (≥ 3 级 3.7%)、贫血 46.3% (≥ 3 级 4.4%) 及皮疹 39.0% (≥ 3 级 8.8%)；总体安全性呈一定剂量相关性，未观察到新的安全性信号	单药 I / IIa 期中多数 AE 为 1 - 2 级；截至 2025 年 6 月 3 日未观察到 DLT，最高测试剂量 25 mg/kg 仍未达到 MTD
≥ 3 级安全性事件 (TRAE / TEAE)	≥ 3 级 TRAE 29.4%；严重 TRAE 20.8%； ≥ 3 级 irAE 7.1%； ≥ 3 级潜在 VEGF 相关 AE 10.2%	≥ 3 级 TRAE 48.8%；其中研究者判定与 pumitamig 相关的 ≥ 3 级 TRAE 为 23.3%	≥ 3 级 TEAE 48.5%；1 / 1.5 mg/kg 组 30.6%，3 mg/kg 组 64.9%；该指标为 TEAE，不宜与其他资产的 TRAE 直接比较	≥ 3 级 AE 41.7%； ≥ 3 级 TRAE 21.7%；治疗相关 SAE 17.1%
停药	因 TRAE 停药 1.5%	因任一研究药物相关 TRAE 停药 18.6%；其中因 pumitamig 相关 TRAE 停药 9.3%	最新 n=136 长期随访未同步披露，建议不沿用较早分析的 6.0%	因 TRAE 停药 4.0%
代表性疗效数据	HARMONi-2：mPFS 11.14 vs 5.82 个月，PFS HR 0.51	ROSETTA Lung-02：非鳞 NSCLC cORR 57.1%，鳞	IO 耐药鳞状 NSCLC 3 mg/kg 组：mPFS 10.1 个月、mOS 18.2 个	二线 / 三线及后线 EP-NEC 全部剂量人群 n=45：3 例 CR、

	($p < 0.0001$) ; ORR 50.0% vs 38.5%, DCR 89.9% vs 70.5%。监管要求的 OS 期中分析 HR 为 0.777, 数据成熟度 39%, 呈有利趋势但未达到预设统计学显著性阈值	状 NSCLC cORR 68.4%, 两种组织学的 DCR 均为 100%; PD-L1 TPS<1%、1% - 49%及≥50%人群的 cORR 分别为 47.6%、77.8%及 100%, 但各亚组样本量较小	月、24 个月 OS 率 47.8%; EGFR 野生型腺癌 3 mg/kg 组: mPFS 4.2 个月、mOS 15.2 个月、24 个月 OS 率 42.7%	12 例 PR、8 例 SD; ORR 33.3%、DCR 51.1%、mPFS 2.8 个月、mOS 11.9 个月。15 mg/kg 不同治疗线亚组数据不再单独混列
试验 (NCT·设置)	HARMONI-2 (NCT05499390); 一线 PD-L1 TPS≥1%晚期 NSCLC; 依沃西单抗对头帕博利珠单抗	ROSETTA Lung-02 (NCT06712316); 一线晚期 NSCLC; pumitamidg 联合组织学匹配化疗	I 期 PoC (NCT05460767); IO 耐药晚期 NSCLC; IBI363 单药	I / IIa 期 FIH (NCT05170958); 晚期实体瘤及二线 / 三线及后线 EP-NEC; LBL-024 单药
样本量·给药	随机入组 n=198 vs 200; 安全性人群 n=197 vs 199; 依沃西 20 mg/kg Q3W	n=44 入组, 安全性人群 n=43, 疗效可评估 n=40; II 期采用 1,400 mg 或 2,000 mg 固定剂量 Q3W 联合化疗; III 期选定 1,500 mg 固定剂量 Q3W	n=136; 单药剂量范围 2 μg/kg QW 至 4 mg/kg Q3W; 核心疗效结果主要来自 3 mg/kg Q3W 队列	单药 I / IIa 期安全性人群 n=175, 其中 I 期 n=64、IIa 期 15 mg/kg 组 n=111; EP-NEC 疗效可评估人群 n=45
披露场合 / 数据截止日	PFS 及安全性: WCLC 2024, 数据截至 2024 年 1 月 29 日; OS 期中分析于 2025 年 4 月披露	ASCO 2026 快速口头报告 (#8513); 数据截至 2026 年 4 月 13 日, 中位随访 9.0 个月	ASCO 2026; 数据截至 2025 年 11 月 20 日	公司 2025 年中期业绩公告及中期报告; 单药疗效及安全性数据截至 2025 年 6 月 3 日
注册 / 适应症进展	中国已获批 EGFR-TKI 经治 EGFR 突变非鳞 NSCLC, 以及一线 PD-L1 TPS≥1%晚期 NSCLC; 全球 HARMONI BLA 已获 FDA 受理, PDUFA 日期为 2026 年 11 月 14 日; HARMONI-7 等全球 III 期推进中	7 项具注册潜力的全球后期研究推进中, 包括 4 项 III 期: ROSETTA Lung-01、Lung-201、Lung-202 及 Breast-01; 以及 3 项无缝 II / III 期: Lung-02、CRC-203 及 Gastric-204。其中 Lung-02 III 期部分已进入招募	全球 III 期 MarsLight-11 推进中, 对比多西他赛治疗 IO 耐药鳞状 NSCLC; 累计获得 2 项 FDA 快速通道资格及 3 项 NMPA 突破性治疗认定	中国 3L+ EP-NEC 单臂关键注册研究已完成 96 例入组, 计划 3Q26 提交 BLA; 一线晚期 EP-NEC 随机、双盲、确证性 III 期已于 2026 年 5 月获 CDE 批准开展; 另获 NMPA BTd、FDA ODD 及 FTD、欧盟 ODD

注: 按注册时序排列; 注册节点为要点式。里程碑为上限值、非确定支付; 跨试验、非头对头。

资料来源: 医药魔方、浦银国际

在 PD-1/IL-2 方向中, 信达生物 IBI363 是领先资产之一。IBI363 为 PD-1/IL-2 α -bias 双特异性融合蛋白 (Takeda 代号 TAK-928, 信达与 Takeda 全球共同开发), 其 IL-2 臂经工程改造, 保留对 IL-2R α 的亲合力, 并降低对 IL-2R β / γ 结合, 以改善治疗窗口。2026 ASCO 数据显示, 该资产在 IO 耐药 NSCLC 中呈现持久 OS 信号, 全球 Phase 3 MarsLight-11 已启动。

在 PD-(L)1/4-1BB 方向中, 维立志博 LBL-024 是代表资产。LBL-024 (Opamtistomig) 采用 X-body 2:2 四价构型, 旨在将 4-1BB 激活限制在肿瘤微环境内, 以规避早期 4-1BB 激动剂的系统性肝毒性。其首发适应症为肺外神经内分泌癌 (EP-NEC), 并向 SCLC、NSCLC、ESCC 等实体瘤扩展。该资产体现的是“价态/几何 TME 限制”路线。

总体来看, 下一代 IO 双抗的投资框架应从“靶点的组合”转向“疗效/安全性的甜蜜点+联合窗口”。未来能获得 MNC 溢价的资产, 不会只是“多一个免疫靶点”的双抗, 而是能够在明确瘤种中证明剂量可用、毒性可管、疗效可重复, 并可与 ADC 或其他核心疗法形成组合闭环的下一代 IO 平台。

● TCE 与细胞治疗：T 细胞重定向疗法的格局重构

B/浆细胞谱系疾病（血液瘤与 B 细胞驱动的自身免疫）是中国创新药管线较为领先的区域。过去几年，中国企业在 BCMA、GPC5D、CD19、CD20 等核心靶点上形成较高管线密度，部分方向在全球占比中已处于前列；但随着标准疗法推动预后改善，竞争维度正从单纯的 ORR/CR 比拼，转向疗效门槛、交付经济学与全球承接能力的综合考量。值得注意的是，中国在 TCE 双抗（BCMA×CD3、GPC5D×CD3 等）上的管线密度甚至高于 CAR-T、全球占比更靠前，但这一侧的领先目前主要体现在靶点布局与早期/临床前管线，真正进入全球注册三期、有全球数据读出的资产仍然有限。

2025 年，Tec-Dara 的三期临床读出已改写了 TCE 在血液瘤领域的竞争格局。由 Teclistamab（BCMA×CD3 双抗）与 Daratumumab（CD38 单抗）组成的联用方案，在 MajesTEC-3 中显著抬高了既往经治多发性骨髓瘤的疗效天花板：针对 1-3 线经治的 RRMM 患者，Tec-Dara 较 DPd/DVd 标准方案将疾病进展风险降低约 83%（PFS HR=0.17）、死亡风险降低约 54%（OS HR=0.46）。随着 FDA 于 2026 年 3 月批准其用于既往至少一线治疗的 RRMM，BCMA×CD3 TCE 的商业化已实质性切入早线干预、联合用药与长期序贯治疗的核心骨架。由此，TCE 资产的竞争焦点正从早期成药性，转向其能否在早线治疗和联合方案中建立稳定的疗效优势，并被真实医疗系统有效承接。后续价值判断主要看三点：其一，更早治疗线中疗效优势能否延续，安全性是否可管理；其二，能否与 CD38 单抗、IMiD、PI 等基础治疗形成稳定联用，而不是仅停留在后线单药补位；其三，阶梯递增给药（step-up dosing）、CRS 监测和长期随访带来的运营负担，能否被真实医疗系统规模化承接。

细胞治疗的竞争逻辑同样在变化，重点正从单纯疗效验证，转向规模化交付能力与商业经济性。当前 CAR-T 的市场扩容主要来自两条路径：其一是治疗线前移，以 DLBCL 为例，适应症从三线及以后进入二线后，患者体能、骨髓储备与疾病控制窗口更好，采集、制备、桥接、回输的完成率提高，实际可接受 CAR-T 治疗的患者比例随之提升；其二是向 B 细胞驱动的自身免疫疾病拓展，自免疾病潜在人群更大，但也对治疗便利性、安全性、成本和医疗系统承接能力提出更高要求。

现有自体 CAR-T 仍受清淋预处理、体外制备、个体化生产、高成本与中心能力限制，其在重症血液瘤中已经建立的复杂交付体系，难以直接平移到自免慢病的大规模管理场景，这也是 CAR-T 兑现更大潜在市场的核心约束。In vivo CAR-T 因此成为下一轮平台竞争的关键方向：通过 LNP、工程化病毒载体在体内原位生成 CAR-T，理论上可减少或避免体外制备环节，并降低对集中化生产和复杂交付体系的依赖；部分早期研究也在探索降低或避免淋巴清除预处理，从而进一步改善治疗可及性。其战略价值已被 MNC 交易验证——AstraZeneca 于 2025 年以最高 10 亿美元收购 EsoBiotec、AbbVie 以最高 21 亿美元收购 Capstan、Lilly 于 2026 年以最高 24 亿美元收购 Orna。但是，in vivo CAR-T 仍处于早期验证阶段，仍面临体内转导特异性、转导效率、CAR-T 持续时间、重复给药、脱靶转导、长期安全性与免疫原性等问题，临床疗效与商业化路径仍有待进一步确认。

传奇生物的 cilta-cel 已经完成了中国细胞治疗资产出海的关键验证。作为源自中国、完成全球开发并在海外实现商业化的 BCMA CAR-T, cilta-cel 证明本土细胞治疗资产具备进入全球市场并实现商业化兑现的能力。但这一成功样本仍建立在自体 CAR-T 路线上, 治疗交付仍依赖患者采集、体外制备、清淋预处理、中心化回输和长期安全管理。随着细胞治疗从后线血液瘤向更早治疗线和自身免疫等更大人群拓展, 后续竞争重点将不再只是疗效, 而是能否缩短治疗等待时间、降低交付复杂度, 并改善单位治疗成本。在这一框架下, Allogeneic 与 in vivo CAR-T 分别代表两条延伸方向: 前者主要解决个体化制备和等待周期问题, 后者则进一步尝试同时简化体外制备和清淋预处理两项关键环节。

异体通用型 CAR-T 压缩了个体化制备和等待周期。科济药业 CT0596 并非单纯 BCMA 通用型, 而是 BCMA/NKG2A 双靶叠加 TRAC/B2M/NKG2A 三基因敲除, 以同时缓解异体排斥与 GVHD。EHA 2026 (数据截至 2026 年 5 月 10 日) 最新数据显示, 8 例接受推荐剂量 (4.5×10^8) 治疗的重度经治患者 (6 例 RRMM, 2 例 pPCL) 在第 4 周均达到 MRD 阴性。其中 6 例 RRMM 患者全部响应达 $\geq$ PR (含 4 例 sCR), 2 例 pPCL 患者均达 sCR, 且临床验证了通过再治疗策略可有效克服初始响应不足并加深缓解; 安全性耐受良好, 未见 $\geq$ 3 级 CRS, 未发生 ICANS 与 GVHD。科济药业已为其递交 IND 申请, 标志着该产品正式迈入注册临床开发阶段。

In vivo CAR-T 则进一步同时简化体外制备和清淋预处理。传奇生物在 EHA 2026 公布的 LB2501 (CD19/CD20 双靶 In vivo CAR-T, TaVec 慢病毒载体, #LB5006) 中, 截至 2026 年 4 月 1 日的 12 例 R/RB-NHL 里, DL2 剂量组 ORR 达 100% (6/6)、CR 83.3% (5/6) 且全部持续应答, 体内呈剂量依赖性扩增、外周血 CAR-T 持续至 116 天; 更关键的是单次静脉给药、无需清淋预处理, 未见 DLT、SAE 与 ICANS, CRS 与输注反应全部 $\leq$ 2 级。若后续数据能在更大样本和更长随访中得到确认, In vivo CAR-T 有望同时缓解制备周期和清淋毒性两类核心约束, 这也是其相较异体通用型路线更具平台溢价的原因之一。

不过, 早期人体数据更多证明方向具备可行性, 距离可兑现的商业价值仍需更多验证。TCE 与细胞治疗赛道的中国资产, 最终需要穿过疗效深度、交付门槛、制造规模化与全球承接四道壁垒。前两项决定临床上限: 真正有价值的不是 ORR/CR 的单点数字, 而是 MRD 阴性率、DOR 与 OS 所代表的疗效持久度, 以及由毒性管理、感染控制、给药频率与长期住院监测构成的交付阻力——后者往往比疗效更早决定一个资产能否从重症血液瘤平移到自身免疫等更大的人群。后两项决定全球兑现路径: 自体、Allogeneic 与 In vivo 路线的工艺稳定性、制备成本与中心依赖度, 决定能否规模化放量; 是否有 Top MNC 参与、是否进入全球注册路径、交易结构是否留住足够价值, 则决定本土资产最终能否转化为股东价值。cilta-cel 当年能够跨越这一门槛, 正是借助了全球开发、注册和商业化体系的承接能力。

从产业判断到股价：定价、兑现与风险

出海资产从产业逻辑落到股价，既取决于现金捕获与买方质量，也取决于政策与地缘风险对交易结构的折价。前者的横截面定价规律，我们在同步发布的《医药行业 2026 年中期展望：全球化延续，兑现决定分化》中以 BD 事件实证展开；本节聚焦后者——地缘政治因素如何影响出海交易的结构与折价水平。

● 政策风险：从 BIOSECURE、COINS 到 BINSa

我们认为，中国生物科技企业出海路径的最大尾部风险来自美国涉华生物技术立法与对外投资审查框架的不确定性。我们认为，现阶段政策风险抬高的是不确定性溢价，而非立即造成产业断流；但不同交易结构受到的贴现并不相同。越接近底层技术、早期发现、平台输出、股权绑定和数据交互，政策敏感度越高；越接近后期单资产、区域商业化和 arms-length 授权，敏感度越低。

美国对华生物科技监管呈现逐级递进的态势。BIOSECURE 已于 2025 年 12 月 18 日作为 FY2026 国防授权法案第 851 条签署成法（P.L. 119-60），限制联邦机构与受关注生物技术公司在采购与资助上的往来；COINS 法案于 2025 年底将对外投资审查计划编纂入法，规则制定截至 2027 年 3 月 13 日。在此基础上，BINSa 已于 2026 年 6 月 2 日由 Moolenaar 与 Dingell 两党议员正式提出、编号 H.R.9102，作为 COINS 的修正案，把生物技术的药物开发、生物制品制造与临床研发纳入对外投资审查，并将授权、合资与股权交易纳入可审查范围。但真正的约束阀仍在财政部如何分档：受禁档可能形成结构性路径阻断，须申报档则主要表现为交易摩擦与尽调延长；财政部至今未就 COINS 的生物技术纳入采取公开行动，故当期主导效应仍是不确定性溢价。

对个股而言，BINSa 的影响需要按交易进度与结构复杂度分层评估。按目前公开文本与立法进度，BINSa 仍处于审议阶段，最终适用范围、过渡安排和实施细则仍待明确；现阶段尚难将其直接解读为对已完成交易的现金流追溯重估。因此，政策折价更可能首先作用于未来新增交易、平台型合作。

但平台型合作和深度共创结构，后续面临的不确定性可能会上升。这类交易通常涉及技术转移、共有 IP、股权安排和后续共同开发，结构复杂度更高，也更容易受到审查边界变化、审批周期拉长和条款趋于保守的影响。此外，2026 年 6 月 4 日提出的 H.R. 9142（Prohibiting Adversarial Patents Act of 2026）拟限制 NS-CMIC、1260H 及 FCC Covered List 等清单主体获得和执行美国专利，并规定已授予相关主体的美国专利不可执行。若后续推进，且交易涉及的专利权利主体、共同权利人或受让方落入上述清单范围，可能在投资审查之外形成另一条专利执行风险线。

公司分析：恢复覆盖九家公司

从产业的趋势上看，创新药出海已实质成为中国创新药公司的实现全球价值的核心路径之一。前文已述，国内医保支付约束、一级市场融资收缩与MNC 专利悬崖正在形成共振，中国创新药资产已从“低成本补充管线”进入跨国药企的标准化外部创新池。2026 年以来，License-out、平台合作、NewCo M&A 与 NewCo IPO 多条路径相继验证，中国本土的创新药已逐步嵌入 MNC 全球外部创新资产池。

真正具备出海价值的资产，往往同时处在全球需求扩容和中国供给优势的交叉区域。全球 SOC 变化在通过治疗线前移、靶点拓圈、DOT 慢病化推动患者池的扩容。NSCLC 一线及围手术期、ADC+IO、PD-1/VEGF、TROP2/B7-H3/CLDN18.2 ADC、血液瘤 CD3 双抗，以及自免、肾病等非肿瘤大市场，构成中国资产较有望被 MNC 持续采购的领域。从供给侧看，中国公司在 ADC、双抗/TCE、PD-1/VEGF 及部分代谢病平台上已形成较强的工程化与临床执行能力。我们更关注那些所处治疗领域正在扩容、具备差异化核心资产，且已被 MNC 认可的公司。

但我们也看到中国创新药出海或面对政策层面不确定性的扰动。美国 BNSA 等立法动议倾向于把授权、合资与股权交易纳入审查。市场亦有传言，中国可能要求对创新药技术平台整体打包出售加强限制。若 BNSA 最终保留不溯及既往或祖父条款，已落地交易短期影响相对可控，压力更多落在未来平台型交易、共同开发分成、尚未触发的里程碑与需要穿透认定的权益结构。但现阶段政策环境的不确定性对中国创新药出海的影响更可能表现为交易周期拉长、合同条款趋于保守、远期现金流折现提高与买方议价能力增强。

基于上述框架，我们恢复覆盖九家公司，包括科伦博泰（6990.HK）、百济神州（ONC.US/6160.HK/688235.CH）、复宏汉霖（2696.HK）、康诺亚（2162.HK）、康方生物（9926.HK）、荣昌生物（9995.HK）、恒瑞医药（600276.CH/1276.HK）、信达生物（1801.HK）与和黄医药（HCM.US/13.HK）。下文将围绕出海兑现节奏、核心资产差异化、现金流可见度与风险折价，逐一展开公司分析。

图表 25：中国创新药标的覆盖速览

公司 / 代码	评级	投资主线与全球化权益兑现路径	未来 6-12 个月关键催化剂	潜在风险
科伦博泰 6990.HK	买入	sac-TMT 国内商业化放量与 MSD 全球开发推进, 黑石对 MSD 的研发资金支持进一步强化全球开发投入	sac-TMT 美国申报及审评进展; OptiTROP-Lung05 一线联合 K 药 III 期数据; TroFuse 系列 III 期读出	ADC 竞争加剧; 海外注册节奏不及预期; MSD 后续投入强度低于预期
百济神州 ONC.US/ 6160.HK/ 688235.CH	买入	泽布替尼贡献全球现金流, 自建商业化体系推动经营杠杆释放, 后续血液瘤与实体瘤管线提供增量	泽布替尼高基数下的增长延续; sonrotoclax 与泽布替尼 CLL 组合后续数据及注册沟通; BGB-43395 后续数据	泽布替尼增速放缓; 海外商业化费用投入高于预期; 后续管线兑现节奏不及预期
复宏汉霖 2696.HK	买入	生物类似药全球化构成稳定现金流, 斯鲁利单抗海外放量与 HLX43 推进提供创新管线弹性	HLX43 II/III 期推进; 斯鲁利单抗海外放量; biosimilar 海外收入及分成兑现	生物类似药集采; 海外放量低于预期; 创新管线临床数据不确定性
康方生物 9926.HK	买入	依沃西提供全球 PD-1/VEGF 弹性, 国内双抗商业化放量构成估值支撑	全球 HARMONI 审评进展; HARMONI-3 鳞状队列最终 PFS (预计 2H26); 非鳞状队列 PFS (预计 1H27); 国内医保后放量	OS 与区域一致性仍待验证; Summit 海外执行节奏不及预期; PD-1/VEGF 竞争加剧
荣昌生物 9995.HK	买入	泰它西普构成国内自免与肾病基本盘, RC148 授权 AbbVie 带来近端现金及海外上行期权	泰它西普新增适应症放量; RC148 全球临床推进; 后续里程碑触发	国内商业化放量低于预期; RC148 全球开发进度不及预期; 费用投入及现金消耗压力
康诺亚 2162.HK	买入	CM310 医保后放量改善收入基础, Ouro/Gilead 交易带来近端现金、后续 Royalty 及平台验证	CM310 医保后放量; CM512 II 期数据; CM336 后续里程碑及 royalty 可见度	CM310 爬坡斜率低于预期; TCE 安全性及适应症拓展不确定; 海外里程碑兑现节奏不及预期
恒瑞医药 600276.CH/ 1276.HK	持有	创新药收入占比持续提升, BMS、GSK、MSD 及 Kailera NewCo 构成多路径全球化验证	双艾 FDA PDUFA; 口服 GLP-1 III 期数据; BMS 合作交割及后续推进	大市值下股价弹性相对有限; GLP-1 赛道竞争加剧; 平台型合作结构复杂、兑现周期较长
信达生物 1801.HK	持有	国内商业化盈利进入兑现期, 玛仕度肽放量与 IBI363 / IBI343 海外合作提供增量弹性	玛仕度肽放量; IBI363 全球数据; IBI343 注册进展	代谢赛道竞争加剧; 核心肿瘤管线数据或注册进展不及预期; 医保降价、生物类似药集采及费用投入压力
和黄医药 HCM.US/ 0013.HK	持有	净现金提供安全边际, FRUZAQLA 海外分成与赛沃替尼合作构成成熟资产兑现路径	FRUZAQLA 海外销售; SAFFRON 数据; 索乐匹尼布审评进展	FRUZAQLA 海外放量低于预期; SAFFRON 数据及后续注册进展不确定; 新产品商业化和后续管线兑现节奏不及预期

资料来源：公司资料、浦银国际预测

科伦博泰（6990.HK）：sac-TMT 全球分成进入兑现窗口

我们恢复覆盖科伦博泰（6990.HK），给予“买入”评级，目标价 611.6 港元（对应约+19%上行空间）。我们认为，公司已从早期研发型 Biotech 进入商业化兑现阶段，估值的支撑正在从国产 ADC 管线切换至芦康沙妥珠单抗（sac-TMT）全球分成。国内层面，sac-TMT 多项适应症已进入医保放量期，药品自主销售开始贡献收入；海外层面，默沙东负责全球开发，17 项 III 期临床推进。我们看好三点：一是国内四款上市产品、八项适应症进入商业化兑现期；二是 sac-TMT 海外注册与分成窗口临近，首个海外申报更可能来自 TroFuse-005 对应的经治晚期/复发性子宫内膜癌适应症，但公司尚未正式披露首个递交适应症；三是 SKB500 等后续 ADC 资产推进，有助于验证公司平台能力。未来 12 个月主要催化剂包括：默沙东提交 sac-TMT 首个全球 NDA，以及 OptiTROP-Lung05 一线联用海外注册推进。

·国内基本盘：商业化元年已验证自主造血能力。2025 年营业收入人民币 20.58 亿元（同比+6.5%），其中药品自主销售 5.43 亿元（同比+949.8%），高毛利创新药占比上升推动毛利率由 2024 年的 65.9% 升至 2025 年的 71.9%；归母净亏损扩大至 3.82 亿元（经调整亏损 2.11 亿元），主要反映商业化渠道和超千人销售团队投入前置。期末现金及金融资产 45.59 亿元，为公司长期稳健运营提供坚实基础。

·核心品种：sac-TMT 是公司全球价值的主要来源。sac-TMT 目前已在国内获批四项适应症：3L+三阴性乳腺癌，经 EGFR-TKI 及含铂化疗经治的 EGFR 突变非鳞 NSCLC，经 EGFR-TKI 经治的 EGFR 突变非鳞 NSCLC，经内分泌治疗且晚期至少一线化疗经治的 HR+/HER2-乳腺癌。其中前两项适应症已纳入国家医保目录。公司自建 OptiDC™ 平台采用新型拓扑异构酶 I 毒素 KL610023 与 pH 敏感可裂解 Linker，是其相对初代 ADC 在 ILD 和骨髓抑制安全窗口上的差异化基础。

·海外价值：默沙东全球开发进入读出期，前线联用打开上修空间。sac-TMT 海外权益由默沙东主导开发，TroFuse 项目已推进多项全球 III 期研究，覆盖妇科肿瘤、乳腺癌、泌尿系统肿瘤、NSCLC 等多个瘤种。我们预计，sac-TMT 首个海外注册申报更可能来自 TroFuse-005 对应的经治晚期/复发性子宫内膜癌适应症。该研究已达到 OS 和 PFS 双主要终点，是默沙东 TroFuse 全球 III 期项目中首个阳性读出；但公司尚未正式披露首个递交适应症，1L TNBC 和 NSCLC 仍需等待后续 III 期数据及监管路径进一步明确。国内 OptiTROP-Lung05 显示，sac-TMT 联合帕博利珠单抗一线治疗 NSCLC 的 ORR 为 70.2%，高于帕博利珠单抗单药的 42.0%，各亚组 PFS HR 为 0.28-0.47，为前线联用开发提供了较好的临床信号。默沙东引入黑石生命科学 7 亿美元研发资金，用于支持 2026 年 sac-TMT 全球开发，进一步增强该资产海外临床投入的可见度。我们认为，sac-TMT 的海外价值已从早期授权进入注册读出和分成兑现阶段；后续估值弹性主要取决于默沙东首个全球 NDA 进度、后续 III 期数据，以及销售分成能否逐步反映到公司收入端。

2026 年 7 月 10 日

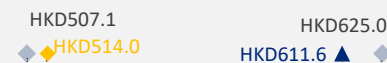
评级

买入

目标价（港元）	611.6
潜在升幅/降幅	+19%
目前股价（港元）	514.0
52 周内股价区间（港元）	329.8-581.0
总市值（百万港元）	124,085
近 3 月日均成交额（百万港元）	392

注：数据截至 2026 年 7 月 7 日收盘

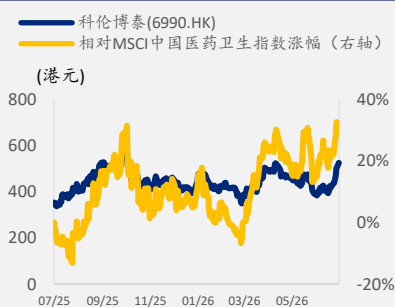
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际

公司研究

科伦博泰（6990.HK）



- **估值：**我们预测科伦博泰 2026-28E 收入分别为人民币 31 亿/51 亿/80 亿元，对应约 57% 2026-28E CAGR（以 2025 年为基数），主要由 sac-TMT 国内多适应症医保放量、药品自主销售上量，及默沙东主导的海外开发里程碑与分成逐步兑现驱动。我们基于经 POS 调整的收入预测和 DCF 估值模型对公司进行估值，对 WACC 和永续增长率的假设分别为 10.8% 和 3%，得到公司目标价为 611.6 港元，对应约 1,476 亿港元市值。
- **投资风险：**海外 TROP2 赛道先发挤压（Dato-DXd 已于 2026 年 5 月获批，先于 sac-TMT 进入美国一线转移性 TNBC 的 IO 不适用人群）；海外的进度依赖合作方默沙东；国内销售放量斜率不及预期、亏损收窄进度落后。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,933	2,058	3,052	5,117	8,029
总收入同比增速 (%)	25.5%	6.5%	48.3%	67.7%	56.9%
股东应占净利	-267	-382	235	1,582	3,433
PS (x)	51.1	49.9	33.3	19.8	12.7

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 科伦博泰

利润表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,933	2,058	3,052	5,117	8,029
营业成本	-659	-579	-696	-744	-1,100
毛利润	1,274	1,479	2,356	4,373	6,929
销售费用	-183	-475	-622	-1,022	-1,353
管理费用	-163	-179	-206	-231	-263
研发费用	-1,206	-1,320	-1,359	-1,386	-1,414
核心营业利润	-279	-495	169	1,734	3,899
利息支出	-4	-6	-6	-6	-6
利息收入	24	29	46	66	79
应占联营公司损益	0	0	0	0	0
其他	140	145	113	133	146
利润总额	-143	-356	276	1,861	4,039
所得税	-124	-26	-41	-279	-606
净利润	-267	-382	235	1,582	3,433
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-267	-382	235	1,582	3,433

资产负债表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,337	3,244	3,311	4,580	7,751
应收票据及应收账款	307	348	406	681	1,068
存货	111	241	91	97	144
其他流动资产	1,739	1,316	1,316	1,316	1,316
流动资产合计	3,493	5,149	5,124	6,674	10,279
固定资产	595	636	719	804	891
无形资产	163	123	93	72	58
其他非流动资产	17	81	81	81	81
非流动资产合计	775	840	894	958	1,031
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	447	685	479	511	756
应交税费	0	0	0	0	0
其他流动负债	363	320	320	320	320
流动负债合计	810	1,004	799	831	1,076
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	150	117	117	117	117
非流动负债合计	150	117	117	117	117
实收资本(或股本)	227	233	483	483	483
未分配利润	3,081	4,634	4,619	6,200	9,633
少数股东权益	0	0	0	0	0
所有者权益合计	3,309	4,867	5,102	6,684	10,117

现金流量表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	-267	-382	235	1,582	3,433
固定资产折旧	64	0	78	73	72
营运资本变动	-215	0	-114	-248	-189
其他	-12	202	0	0	0
经营活动现金流量净额	-430	-180	198	1,407	3,316
资本开支	-77	-126	-131	-138	-145
其他	-745	537	0	0	0
投资活动现金流量净额	-822	411	-131	-138	-145
股权融资	1,094	1,777	0	0	0
债务融资	0	0	0	0	0
其他	1,037	1,728	0	0	0
筹资活动现金流量净额	1,037	1,728	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	-192	1,907	67	1,269	3,171
期初现金及现金等价物	1,529	1,337	3,244	3,311	4,580
期末现金及现金等价物	1,337	3,244	3,311	4,580	7,751

财务和估值比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	-1.20	-1.66	1.03	6.94	15.05
每股销售额	8.72	8.93	13.38	22.44	35.21
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	25.5%	6.5%	48.3%	67.7%	56.9%
核心营业利润	-41.1%	77.7%	-134.2%	924.9%	124.8%
归母净利润	-53.5%	43.2%	-161.4%	574.1%	117.0%
费用与利润率					
毛利率	65.9%	71.9%	77.2%	85.5%	86.3%
核心经营利润率	-14.4%	-24.0%	5.5%	33.9%	48.6%
归母净利率	-13.8%	-18.6%	7.7%	30.9%	42.8%
财务杠杆					
流动比率 (x)	4.3	5.1	6.4	8.0	9.5
速动比率 (x)	4.2	4.9	6.3	7.9	9.4
现金比率 (x)	1.7	3.2	4.1	5.5	7.2
负债/ 权益	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
估值					
市销率 (x)	51.1	49.9	33.3	19.8	12.7
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

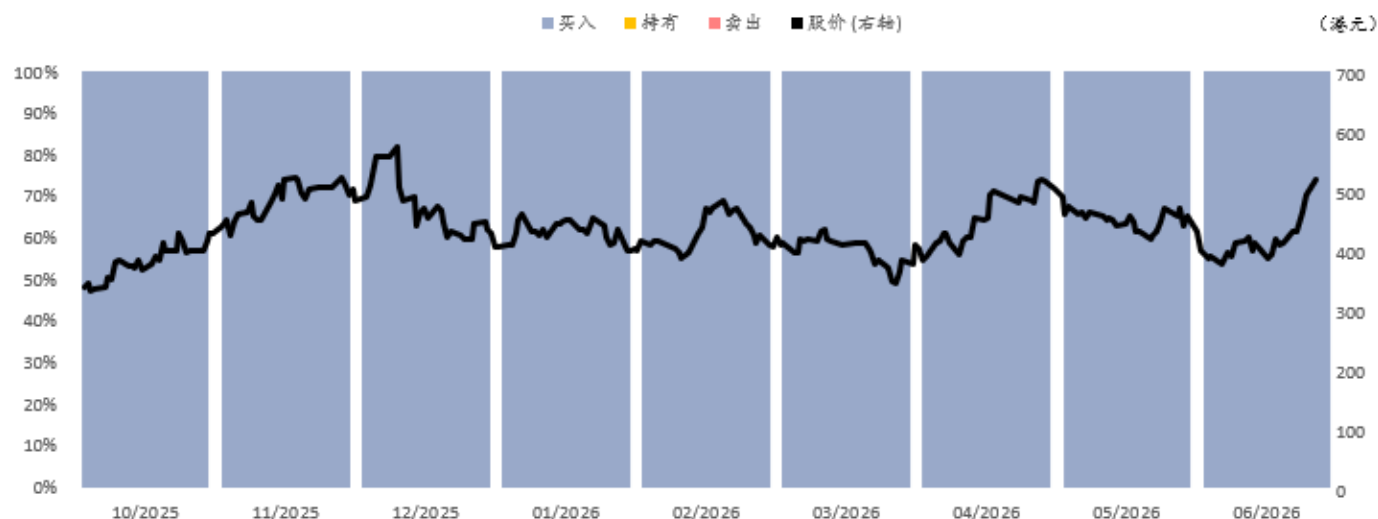
图表 2：浦银国际目标价：科伦博泰（6990.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

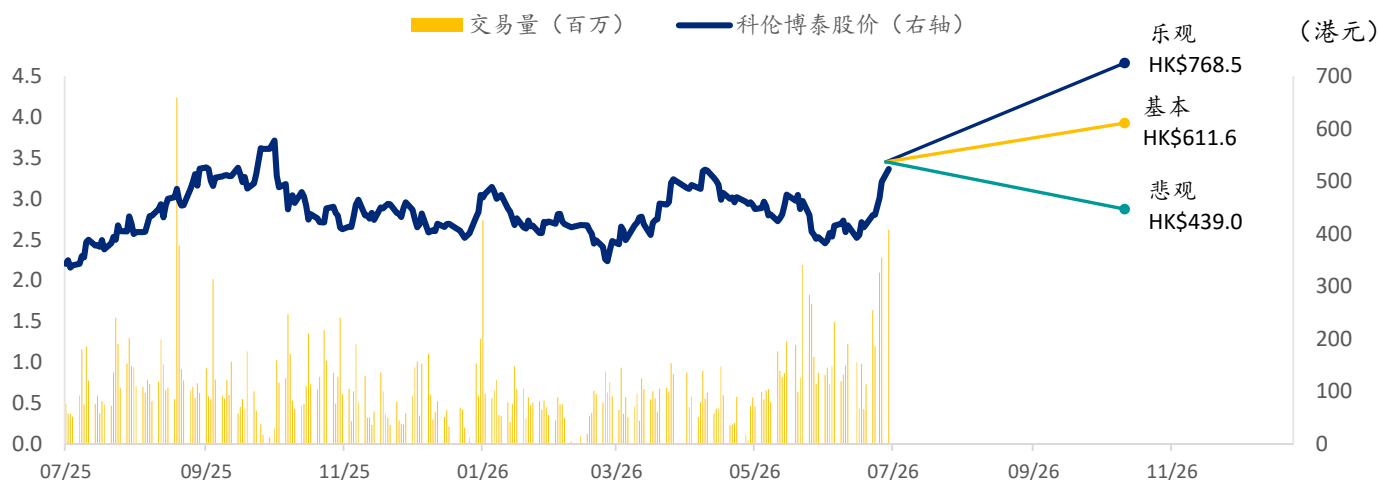
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3：市场普遍预期：科伦博泰（6990.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 情景假设：科伦博泰（6990.HK）



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：768.5 港元

概率：25%

- sac-TMT 国内医保放量，多适应症医保放量快于预期；
- sac-TMT 海外审批进度超预期；
- OptiTROP-Lung05 及后续 TroFuse 三期数据兑现 sac-TMT 一线联用地位确立。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：439.0 港元

概率：25%

- sac-TMT 国内医保放量不及预期；
- 核心管线海外进度不及预期；
- 关键三期读出不及预期，一线拓展受阻。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测



百济神州 (ONC.US/6160.HK/688235.CH) : 全球商业化持续兑现, 经营杠杆进一步释放

我们恢复覆盖百济神州 (ONC.US/6160.HK/688235.CH), 给予“买入”评级, 目标价为 378.4 美元/228.5 港元/人民币 305.6 元。公司依托自建全球商业化体系, 海外收入和利润兑现路径已较为清晰。2026 年一季度, 公司继续实现 GAAP 盈利, 经营杠杆已开始体现。我们看好三条主线: 一是泽布替尼在高基数下维持较快增长, 继续贡献主要现金流; 二是 Sonrotoclax 获批后进一步强化公司血液肿瘤布局, 并为泽布替尼固定疗程组合打开中长期增量; 三是选择性 CDK4 抑制剂 BGB-43395 是公司实体瘤早期管线中当前最清晰的 PoC 资产, 有望成为实体瘤布局的重要支点。未来 12 个月建议重点关注 CELESTIAL 固定疗程组合后续数据更新, 以及 TEVIMBRA 联合 Zanidatamab 一线 HER2+ 胃食管腺癌美国审评进展。

- **业绩: 收入增长高于费用增长, 经营杠杆进一步释放:** 2026 年一季度总营收 15.13 亿美元 (同比+35%), 产品收入 14.87 亿美元 (同比+34%), 其中泽布替尼 (BRUKINSA, 百悦泽) 全球销售 11 亿美元 (同比+38%)、美国市场销售 7.61 亿美元 (同比+35%)。GAAP 营业利润 2.50 亿美元, 去年同期为 1,110 万美元; GAAP 净利润 2.27 亿美元, 自由现金流 1.61 亿美元。毛利率由去年同期 85% 提升至 89%, SG&A 占产品收入比例由 41% 降至 37%。公司将 2026 年全年营收指引上调至 63-65 亿美元, GAAP 营业利润指引上调至 7.5-8.5 亿美元, 运营费用指引维持 47-49 亿美元不变。我们认为, 百济的盈利改善开始体现全球商业化平台的规模效应。
- **血液肿瘤: 泽布替尼支撑现金流, Sonrotoclax 强化组合布局。** 泽布替尼持续放量继续巩固全球 BTK 竞争地位。Sonrotoclax (BEQALZI) 已于 2026 年 5 月获 FDA 加速批准, 用于既往 ≥2 线且含 BTKi 治疗的 R/R MCL 患者, 并已在中国获批。我们认为, 该药有望强化公司血液肿瘤组合, 并与泽布替尼组成固定疗程方案, 切入 CLL/SLL 等更大治疗场景。若 CELESTIAL 等后续研究兑现, 将进一步提高公司血液肿瘤业务的利润留存和产品协同价值。
- **实体瘤: BGB-43395 是公司当前最清晰的 PoC 资产。** ASCO 2026 Phase 1 数据显示, BGB-43395 联合来曲唑用于一线 HR+/HER2-晚期或转移性乳腺癌, 三个剂量组 ORR 分别为 58%、68% 和 40%, DCR 为 95%-100%, 若后续相对既有 CDK4/6 抑制剂的安全性或疗效差异被验证, 有望成为公司在实体瘤领域的下一个支点。BG-C9074 (B7-H4 ADC) 和 BGB-B2033 (GPC3×4-1BB 双抗) 亦显示初步抗肿瘤活性, 但仍处更早期阶段。

2026 年 7 月 10 日

百济神州 (ONC.US)

买入

目标价 (美元)	378.4
潜在升幅/降幅	+22%
目前股价 (美元)	309.5
52 周内股价区间 (美元)	240.0-385.2
总市值 (百万美元)	38,410
近 3 月日均成交额 (百万美元)	74

百济神州 (6160.HK)

买入

目标价 (港元)	228.5
潜在升幅/降幅	+24%
目前股价 (港元)	184.3
52 周内股价区间 (港元)	145.5-229.4
总市值 (百万港元)	297,828
近 3 月日均成交额 (百万港元)	859

百济神州 (688235.CH)

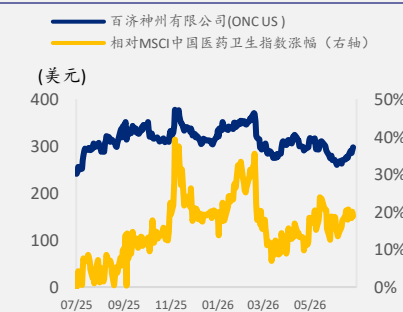
买入

目标价 (人民币)	305.6
潜在升幅/降幅	+16%
目前股价 (人民币)	263.2
52 周内股价区间 (人民币)	205.51-346.00
总市值 (百万人民币)	354,941
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	1,104

注: 股价截至 2026 年 7 月 7 日港股收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



- **估值:** 我们预测百济神州 2026-28E 收入分别为 64 亿/74 亿/85 亿美元，对应约 17% 2026-28E CAGR（以 2025 年为基数），主要由泽布替尼全球放量、Sonrotoclax 获批上量及替雷利珠单抗海外适应症扩展驱动。我们基于经 POS 调整的收入预测和 DCF 估值模型对公司进行估值，对 WACC 和永续增长率的假设分别为 10.5% 和 3%，得到港股目标价为 228.5 港元、美股目标价为 378.4 美元（按 1 ADS=13 普通股）、A 股目标价为人民币 305.6 元。
- **投资风险:** BTK 渗透见顶提前或 ZS 确证性试验 (CELESTIAL) 不达预期；Jaypirca 等竞品后线挤压、固定疗程冲击加速；Amgen 引进品种生物类似药竞争风险与实体瘤管线后期执行延迟。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万美元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入净额	3,810	5,343	6,370	7,438	8,499
总收入同比增速 (%)	55.0%	40.2%	19.2%	16.8%	14.3%
股东应占净利	-645	287	517	812	1,216
PS (x)	8.7	6.7	5.2	4.4	3.9
PE (x)	NM	39.0	27.1	21.1	16.2

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 百济神州(6160.HK)

利润表

百万美元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,810	5,343	6,370	7,438	8,499
销售成本	(594)	(669)	(757)	(846)	(926)
毛利润	3,216	4,674	5,613	6,592	7,573
研发费用	(1,953)	(2,146)	(2,587)	(2,870)	(3,115)
销售、一般及行政费用	(1,831)	(2,081)	(2,398)	(2,722)	(2,947)
无形资产摊销	(0)	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
经营亏损	(568)	447	628	1,000	1,511
利息收入, 净额	48	12	49	35	29
其他收入, 净额	(13)	(43)	(30)	(20)	(20)
除所得税前亏损	(533)	417	647	1,014	1,520
所得税开支	(112)	(130)	(129)	(203)	(304)
利润/(亏损)净额	(645)	287	517	812	1,216
非控股权益应占亏损净额	-	-	-	-	-
归母净利润/(亏损)	(645)	287	517	812	1,216

现金流量表

百万美元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
利润/(亏损)净额	(645)	287	517	812	1,216
固定资产折旧	172	142	100	113	125
无形资产摊销	-	-	-	-	-
股权激励	442	511	(561)	(617)	(679)
营运资本变动	(157)	282	(622)	(328)	(257)
应收账款	(329)	(165)	(34)	(311)	(221)
预付账款及其他流动资产变动	45	37	(232)	10	(53)
存货	(91)	(93)	(14)	(85)	(54)
应付账款	121	80	19	(34)	1
应计开支及其他应付款项	111	312	(361)	91	70
其他	(344)	(54)	(34)	(311)	(221)
经营活动现金净额	(141)	1,128	(566)	(21)	405
购买物业及设备	(493)	(186)	(382)	(372)	(340)
购买投资	(22)	-	-	-	-
处置短期投资	3	3	-	-	-
其他	(36)	(94)	-	-	-
投资活动现金净额	(548)	(276)	(382)	(372)	(340)
短期贷款	868	234	-	-	-
长期贷款	9	851	-	-	-
执行期权所得款项	-	7	8	8	9
偿还贷款	(732)	(1,080)	-	-	-
出售普通股所得款项, 扣除成本	-	-	-	-	-
其他	48	1,048	-	-	-
融资活动现金净额	193	1,059	8	8	9
汇率变动的影响, 净额	(52)	60	-	-	-
现金增加(减少)净额	(547)	1,971	(941)	(384)	74
期初现金	3,186	2,639	4,610	3,669	3,285
期末现金	2,639	4,610	3,669	3,285	3,358

资产负债表

百万美元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2,639	4,610	3,669	3,285	3,358
应收账款	676	865	899	1,210	1,430
存货	495	608	622	707	761
预付开支及其他流动资产	182	151	382	372	425
流动资产总值	3,992	6,234	5,573	5,573	5,975
物业、厂房及设备, 净额	1,578	1,615	1,897	2,155	2,371
经营租赁使用权资产	139	148	148	148	148
无形资产, 净额	51	63	63	63	63
商誉	-	-	-	-	-
递延税项资产	-	-	-	-	-
其他非流动资产	160	129	129	129	129
非流动资产总值	1,929	1,955	2,237	2,496	2,711
短期债务	852	57	57	57	57
应付账款	405	479	498	464	464
应计开支及其他应付款项	804	1,109	748	839	909
其他	155	183	183	183	183
流动负债总值	2,215	1,829	1,486	1,543	1,614
长期银行贷款	166	962	962	962	962
递延收入	-	-	-	-	-
其他	207	1,037	1,037	1,037	1,037
非流动负债总值	374	1,999	1,999	1,999	1,999
普通股	0	0	0	0	0
额外实收资本	12,088	12,759	12,206	11,596	10,926
累计其他全面收益(亏损)	(149)	(78)	(78)	(78)	(78)
累计亏损	(8,607)	(8,320)	(7,803)	(6,991)	(5,775)
少数股东权益	-	-	-	-	-
权益总额	3,332	4,361	4,325	4,527	5,073

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

财务和估值比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股数据 (美元)					
每股盈利 (non-GAAP)	-0.22	0.62	0.89	1.15	1.49
每股净资产	2.43	2.96	3.19	3.33	3.72
每股销售额	2.78	3.62	4.69	5.47	6.24
同比变动 (%)					
收入	55.0%	40.2%	19.2%	16.8%	14.3%
税后利润	NM	NM	80%	57%	50%
归母净利润	NM	NM	80%	57%	50%
费用率 (%)					
研发费用/收入	51.3%	40.2%	40.6%	38.6%	36.7%
销售、一般及行政费用/收入	48.1%	39.0%	37.6%	36.6%	34.7%
利润率 (%)					
毛利率	84.4%	87.5%	88.1%	88.6%	89.1%
归母净利率	-16.9%	5.4%	8.1%	10.9%	14.3%
回报率 (%)					
平均股本回报率	-22.9%	-4.1%	9.3%	14.7%	20.0%
平均资产回报率	-12.9%	-2.2%	5.1%	8.2%	11.7%
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.8	3.4	3.7	3.6	3.7
速动比率 (x)	1.6	3.1	3.3	3.2	3.2
现金比率 (x)	1.2	2.5	2.5	2.1	2.1
估值					
市盈率 (x)	NM	39.0	27.1	21.1	16.2
市净率 (x)	10.0	8.2	7.6	7.3	6.5
市销率 (x)	8.7	6.7	5.2	4.4	3.9

图表 2: SPDBI 目标价: 百济神州 (ONC.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 3: SPDBI 目标价: 百济神州 (6160.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

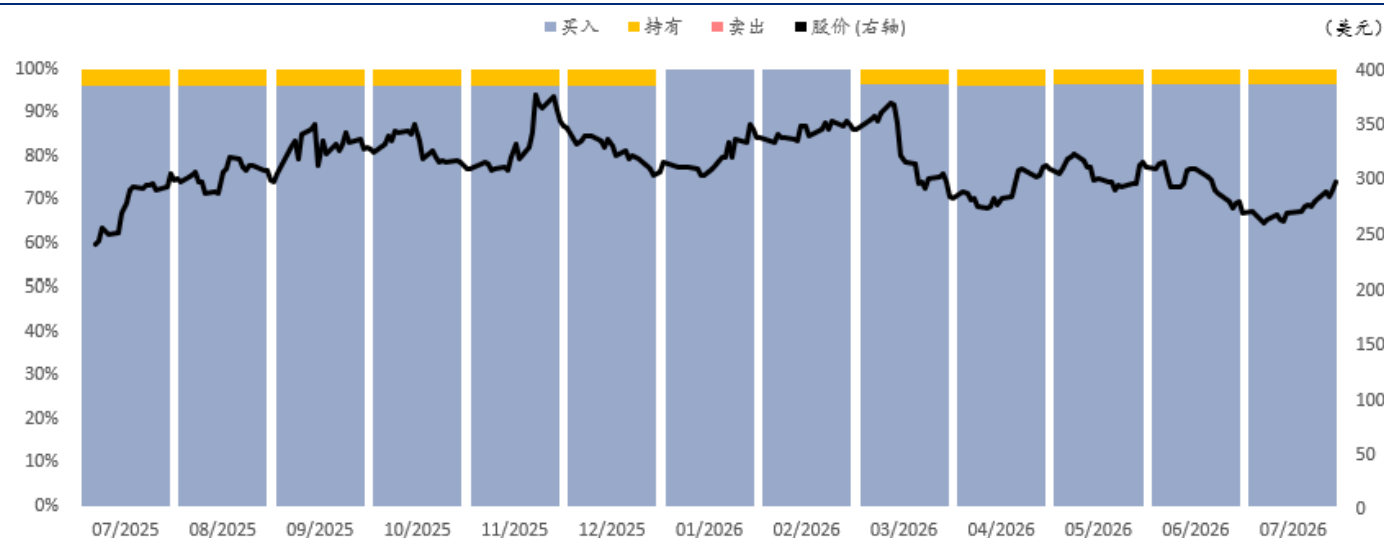
图表 4: SPDBI 目标价: 百济神州 (688235.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

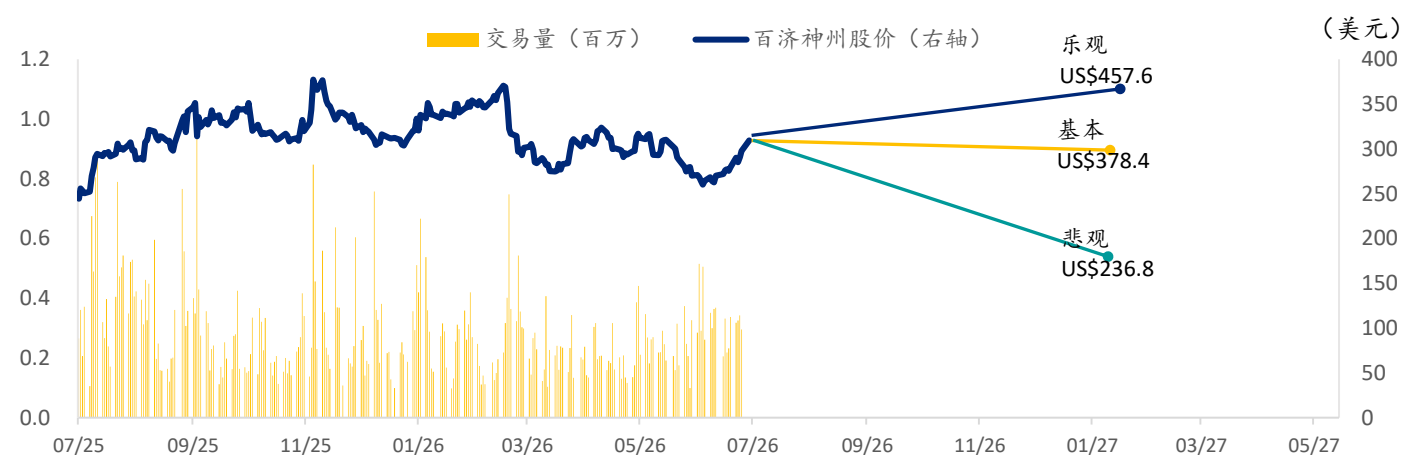
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5：市场普遍预期：百济神州（ONC.US）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6：SPDBI 情景假设：百济神州（ONC.US）



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：457.6 美元

概率：25%

- 泽布替尼全球峰值销售超预期；
- Sonrotoclax 与泽布替尼固定疗程组合放量，组合确证一线获益；
- BGB-43395 数据读出超预期。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：236.8 美元

概率：25%

- 泽布替尼全球峰值销售不及预期；
- Sonrotoclax 与泽布替尼固定疗程组合确证性研究不及预期，一线拓展受限；
- BGB-43395 数据读出不及预期。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

复宏汉霖 (2696.HK)：生物类似药全球化进入收获期，创新管线提供弹性

我们恢复覆盖复宏汉霖 (2696.HK)，给予“买入”评级，目标价 95.1 港元（较现价约 41% 上行空间）。公司是少数已具备持续盈利能力和全球供货能力的平台型中国生物药公司。复宏汉霖的海外收入主要来自已获海外批准产品的供货、分成及授权合作收入，其中生物类似药构成稳定底盘。我们看好公司：一是生物类似药海外放量有望带来稳定的现金流；二是斯鲁利单抗从国内 PD-1 向全球差异化资产延展；三是 PD-L1 ADC HLX43 带来的创新管线弹性。未来 12 个月建议重点关注 HLX43 全球 II/III 期推进及阶段性数据、斯鲁利单抗欧洲和日本放量、胃癌围术期国内商业化进展，以及生物类似药海外特许权收入兑现节奏。

• **业绩：**连续三年盈利，海外贡献开始体现。2025 年公司实现总收入人民币 66.67 亿元（同比+16.5%）、净利润 8.27 亿元，连续第三年盈利；毛利率约 75%，经营性现金流净流入 13.1 亿元。全球产品收入 57.746 亿元（同比+17%），其中海外产品收入超过 2 亿元、同比翻倍。2025 年海外注册申请和获批维持高频推进，全年获批 28 项，覆盖 60 个国家和地区。公司海外收入有望持续稳健增长。

• **生物类似药美欧兑现，斯鲁利单抗打开全球化空间。**汉曲优（曲妥珠单抗类似药/HERCESSI）2025 年全球销售约 29.6 亿元（同比+5.5%），已在 50 多个国家获批。HLX11（帕妥珠单抗类似药）成为美国首个且唯一获批的帕妥珠类似药；HLX14（地舒单抗类似药）已获 FDA、EC、MHRA 批准。上述品种均由欧加农公司负责海外销售，公司以较轻资产模式分享海外收益。创新药方面，斯鲁利单抗（H 药/汉斯状）2025 年全球销售 14.926 亿元（同比+13.7%），作为全球首个获批一线 ES-SCLC 的抗 PD-1，已在 16 个欧洲国家上市，并进入 10 个国家报销或公共支付体系；2026 年 2 月授权卫材日本权益，交易总规模 3.88 亿美元，首付款 7,500 万美元；2026 年 6 月 9 日，斯鲁利单抗成为全球首个获批用于胃癌围术期的抗 PD-1。我们认为，斯鲁利单抗有望成为具备海外商业化和差异化适应症空间的全球资产。

• **创新弹性：HLX43 是当前最重要的管线变量。**HLX43 为公司与宜联生物合作开发的 PD-L1 ADC，PD-L1 ADC 仍处于全球早期竞争阶段，HLX43 进度处于前列。2026 ASCO 披露的约 205 例经治 NSCLC 汇总分析显示，截至 2026 年 2 月，EGFR 野生型非鳞亚组 cORR 为 36.8%、中位 PFS 为 6.67 个月；经治鳞状 NSCLC 亚组在多西他赛失败后 cORR 升至 46.7%、PFS 为 6.90 个月，较历史多西他赛标准治疗（ORR 约 10%）显示出较强疗效信号。目前注册研究 HLX43-NSCLC302 已启动，设计为头对头多西他赛，主要终点为 PFS/OS。我们提示，后线汇总分析的积极信号仍需 III 期验证，OS 结果和全球区域一致性将是核心观察点。

• **估值：**我们预测复宏汉霖 2026-28E 收入分别为人民币 73 亿/74 亿/92 亿元，对应约 11% 2026-28E CAGR（以 2025 年为基数），主要由生物类似药海外特许权放量、斯鲁利单抗欧洲及日本市场放量与胃癌围术期适应症贡献。我们基于经 POS 调整的收入预测和 DCF 估值模型对公司进行估值，对 WACC 和永续增长率的假设分别为 10.42% 和 2.3%，得到公司目标价为 95.1 港元，对应约 519 亿港元市值。

• **投资风险：**HLX43 III 期 OS 不及预期；海外生物类似药物放量不及预期；国内曲妥珠单抗等核心生物类似药品种进入全国集采或出现大幅降价。

2026 年 7 月 10 日

评级

买入

目标价（港元）	95.1
潜在升幅/降幅	+41%
目前股价（港元）	67.6
52 周内股价区间（港元）	50.9-92.0
总市值（百万港元）	36,856
近 3 月日均成交额（百万港元）	65

市场预期区间

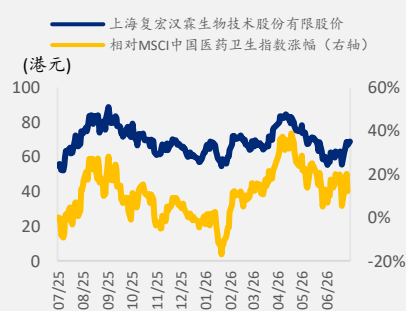


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2026 年 7 月 7 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际



图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,724	6,667	7,333	7,399	9,200
同比变动	6%	16%	10%	1%	24%
归母净利/（亏损）	820	827	880	881	1,354
市销率 (x)	5.6	4.8	4.4	4.3	3.5

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 复宏汉霖

利润表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,724	6,667	7,333	7,399	9,200
营业成本	-1,540	-1,682	-1,777	-1,719	-2,137
毛利润	4,185	4,985	5,556	5,680	7,063
销售、管理及一般费用	-2,288	-2,642	-2,933	-3,196	-3,846
研发费用	-1,035	-1,515	-1,687	-1,702	-2,024
其他营业费用	107	87	87	87	87
经营利润	969	914	1,215	1,216	1,772
利息费用	-123	-102	-180	-180	-180
利息收入	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
税前利润	846	812	1,035	1,036	1,593
所得税	-25	15	-155	-155	-239
税后利润/(亏损)	820	827	880	881	1,354
归属少数股东净利/(亏损)	0	0	0	0	0
归母净利/(亏损)	820	827	880	881	1,354

现金流量表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
税后利润	820	827	880	881	1,354
折旧及摊销	375	429	0	0	0
应收账款减少(增加)	-204	-958	-179	-18	-490
库存减少(增加)	24	116	-62	-6	-166
其他营运资本变动	124	96	214	21	575
其他经营现金流	103	125	0	0	0
经营现金流	1,242	635	853	878	1,273
固定资产增加	-164	0	0	0	0
其他	-746	-383	0	0	0
投资现金流	-910	-383	0	0	0
股息支付	0	0	0	0	0
净新增负债	-510	-51	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-133	0	0	0	0
融资现金流	-643	-51	0	0	0
汇率变动影响	15	0	0	0	0
现金及现金等价物变动	-296	201	853	878	1,273
年初现金	868	571	772	1,625	2,503
年末现金	571	772	1,625	2,503	3,776

资产负债表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	773	772	1,625	2,503	3,776
短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	857	1,816	1,995	2,013	2,502
存货	728	612	675	681	846
其他流动资产	153	286	286	286	286
流动资产	2,512	3,486	4,580	5,482	7,410
固定资产	2,343	2,262	2,262	2,262	2,262
长期投资	0	0	0	0	0
其他非流动资产	5,743	6,613	6,613	6,613	6,613
非流动资产	8,086	8,875	8,875	8,875	8,875
总资产	10,598	12,361	13,455	14,357	16,285
应付账款及其他应付款项	2,028	2,125	2,339	2,360	2,935
短期阶段	2,560	2,247	2,247	2,247	2,247
租赁负债	0	0	0	0	0
其他流动负债	444	569	569	569	569
流动负债	5,032	4,941	5,155	5,176	5,751
长期借款	1,089	1,350	1,350	1,350	1,350
租赁负债	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,463	2,109	2,109	2,109	2,109
非流动负债	2,552	3,460	3,460	3,460	3,460
股本	543	543	543	543	543
储备及其他权益	2,470	3,417	4,297	5,177	6,531
权益	3,014	3,960	4,840	5,721	7,075

财务和估值比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	1.51	1.52	1.62	1.62	2.49
每股净资产	5.54	7.29	8.91	10.53	13.02
每股销售额	10.53	12.27	13.49	13.61	16.93
同比变动(%)					
收入	6%	16%	10%	1%	24%
归母净利润	50%	1%	6%	0%	54%
利润率(%)					
毛利率	73%	75%	76%	77%	77%
营业利润率	17%	14%	17%	16%	19%
归母净利率	14%	12%	12%	12%	15%
回报率(%)					
平均股本回报率	32%	24%	20%	17%	21%
平均资产回报率	8%	7%	7%	6%	9%
财务杠杆					
流动比率(x)	0.5	0.7	0.9	1.1	1.3
速动比率(x)	0.4	0.6	0.8	0.9	1.1
现金比率(x)	0.2	0.2	0.3	0.5	0.7
负债/权益(%)	252%	212%	178%	151%	130%
估值					
市盈率(x)	38.9	38.6	36.3	36.3	23.6
市净率(x)	10.6	8.1	6.6	5.6	4.5
市销率(x)	5.6	4.8	4.4	4.3	3.5

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

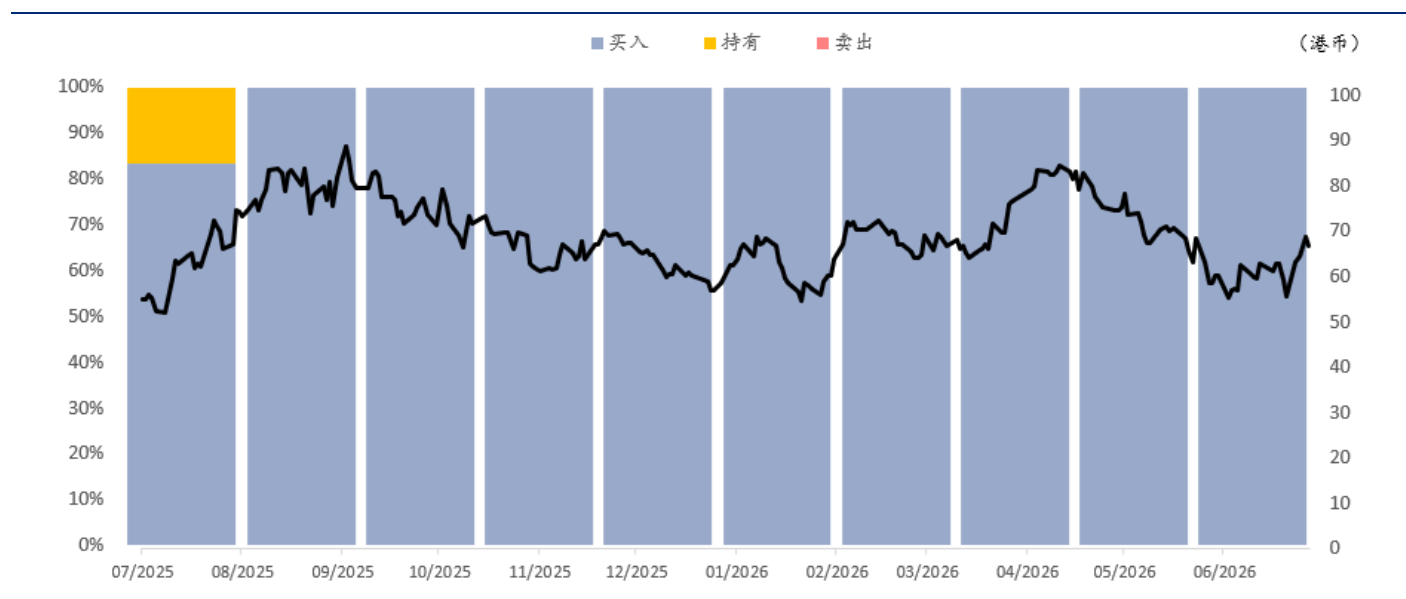
图表 2: SPDBI 目标价: 复宏汉霖 (2696.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

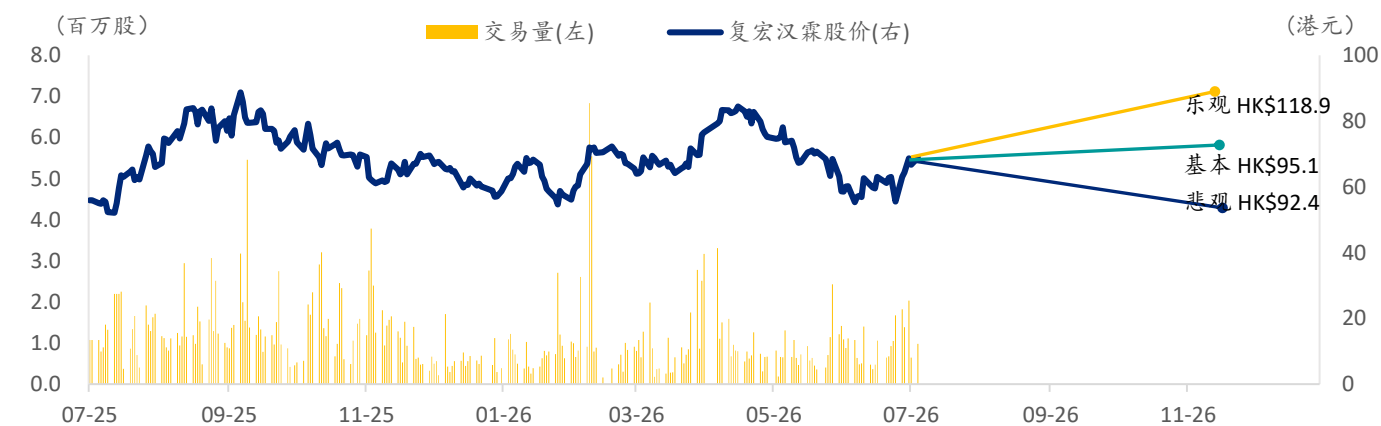
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3：市场普遍预期：复宏汉霖（2696.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 情景假设：复宏汉霖（2696.HK）



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：118.9 港元

概率：25%

- 二线非鳞 NSCLC 头对头多西他赛 III 期数据 PFS/OS 阳性；
- 集采汉贝泰（贝伐珠单抗）等判断集采后以价换量净正贡献；
- 帕妥珠单抗海外放量超预期。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：92.4 港元

概率：25%

- 二线非鳞 NSCLC 头对头多西他赛 III 期数据不及预期；
- 生物类似药板块受集采冲击；
- 帕妥珠单抗海外放量不及预期。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

康方生物 (9926.HK)：商业化造血能力改善，依沃西海外进展贡献估值弹性

我们恢复覆盖康方生物 (9926.HK)，给予“买入”评级，目标价 150.4 港元，较现价约 54% 上行空间。我们看好公司的核心原因有三点：一是依沃西、卡度尼利进入医保后放量，有望推动国内业务接近经营性盈亏平衡；二是依沃西海外注册进入关键阶段，后续分成和里程碑具备兑现基础；三是公司围绕双抗与 ADC 联用推进后续管线，有望提供长期的增长点。我们认为国内双抗业务构成当前估值支撑，依沃西海外关键数据读出和注册进展，是公司后续估值弹性的主要来源。

• **国内：医保降价加速核心产品院内渗透，2026 年有望逼近经营性盈亏平衡。** 2025 年公司总收入人民币 30.56 亿元，同比增长 44%，验证了双抗产品的商业化能力。依沃西、卡度尼利进入医保后单价约为 2024 年自费水平的 30%，实际治疗量增幅显著高于销售额增幅，说明产品进入院内主流处方体系；卡度尼利一线胃癌/宫颈癌、依沃西一线 PD-L1 阳性 NSCLC 三大适应症已于 2026 年 1 月执行医保价，我们预计全年放量将更加充分。费用结构同步改善（销售费用率由 2024 年 50% 降至 2025 年 47%），期末现金及等价物、定存与理财合计约 91.7 亿元，为公司长期运营和核心管线推进提供支撑。

• **海外：管线稳步推进，但仍需全球数据确认。** HARMONI-6 (1L 鳞癌) combo OS 已于 ASCO 2026 读出阳性（中位 OS 27.9 vs 23.7 月，HR 0.66, p=0.0017），全球 HARMONI (EGFRm post-TKI) PDUFA 日期为 2026-11-14。HARMONI-3 头对头比较依沃西联合化疗与帕博利珠单抗联合化疗，是判断依沃西能否在全球一线 NSCLC 中建立竞争力的关键研究。鳞癌队列最终 PFS 预计 2H26 读出，并叠加期中 OS；非鳞队列 PFS 推迟至 1H27。我们认为，HARMONI-3 是检验中国数据能否外推至全球人群的关键节点，如果全球人群中能够复现疗效优势，海外分成与峰值销售假设将获得实质支撑；若未能取得明确优势，当前海外估值假设将面临系统性下修。

• **竞争与后续管线：ADC+IO 抬高一线门槛，依沃西差异化仍需全球数据验证。** sac-TMT+帕博利珠单抗在 PD-L1 阳性 1L NSCLC 中显示出较强疗效，抬高了该人群的一线治疗门槛；但其数据尚限于 PD-L1 阳性人群，且持续 Q2W 给药和 ADC 相关骨髓抑制、口腔炎等毒性，决定了其并非对依沃西的简单替代。依沃西的差异化在于覆盖更广人群和机制互补：HARMONI-6 已显示其在 PD-L1 阴性鳞癌中仍有一致获益，且治疗方案可在联合化疗 4 个周期后转入依沃西 Q3W 维持，长期治疗负担较持续 ADC 给药更低。我们认为一线 NSCLC 竞争最终取决于全球 OS、区域一致性和真实世界耐受性，依沃西海外价值仍需 HARMONI-3 等全球研究确认，而不应由单一跨试验 PFS 对比决定。中长期看，1L NSCLC 可能走向 PD-1/VEGF 双抗+ADC 的机制叠加；sac-TMT 阳性数据反而降低了 IO+ADC 路径风险，康方依托依沃西 backbone 联用自研与外部 ADC，并以自免、呼吸、CNS、siRNA 管线提供平台延展。

2026 年 7 月 10 日

评级

买入

目标价 (港元)	150.4
潜在升幅/降幅	+54%
目前股价 (港元)	97.7
52 周内股价区间 (港元)	80.2-179.0
总市值 (百万港元)	89,950
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,431

市场预期区间

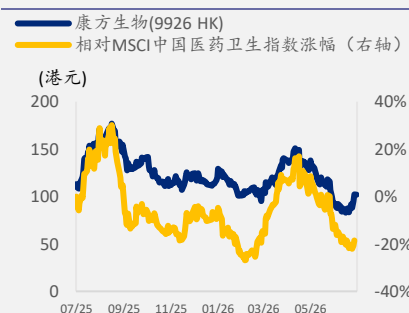


▲ SPDBI 目标价 ◆ 当前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2026 年 7 月 7 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际

公司研究

康方生物 (9926.HK)



- **估值:** 我们预测康方 2026-28E 收入分别为人民币 48 亿/70 亿/88 亿元，对应约 42% 2026-28E CAGR（以 2025 年为基数），主要由依沃西、卡度尼利进入医保后放量及依沃西海外 Summit 分成驱动。我们基于经 POS 调整的收入预测和 DCF 估值模型对公司进行估值，对 WACC 和永续增长率的假设分别为 9.97% 和 3%，得到公司目标价为 150.4 港元（较现价约 54% 上行空间），对应约 1,385 亿港元市值。
- **投资风险:** HARMONI-3 鳞癌最终 PFS 及期中 OS 数据可能会不及预期；FDA 对中国数据权重及生产质量核查趋严、叠加 HARMONI 主研究 OS 西方/亚洲亚组差异，增加 11 月 PDUFA 的不确定性；sac-TMT 等 TROP2 ADC+IO 一线获批，分流依沃西一线之外患者基数；全球注册、商业化与资金执行均依赖单一合作方 Summit。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入净额	2,124	3,056	4,773	6,954	8,766
总收入同比增速 (%)	-53.1%	43.9%	56.2%	45.7%	26.0%
股东应占净利	-515	-1,113	86	1,087	2,181
PS (x)	33.9	23.5	15.1	10.3	8.2

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 康方生物

利润表

(人民币百万)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	2,124	3,056	4,773	6,954	8,766
销售成本	-289	-652	-907	-1,154	-1,203
毛利	1,835	2,404	3,866	5,801	7,563
其他收入及收益净额	366	383	383	383	383
行政开支	-204	-296	-430	-549	-690
研发开支	-1,188	-1,575	-1,432	-1,871	-2,085
销售费用	-1,002	-1,436	-1,670	-1,996	-2,245
其他开支净额	-172	-165	-165	-165	-165
长期股权投资亏损&优先股公允价值	-69	-325	-350	-250	-150
财务成本	-68	-131	-104	-105	-107
除税前利润/亏损	-501	-1,141	99	1,248	2,505
所得税开支	0	0	-15	-187	-376
净利润/净亏损	-501	-1,141	84	1,061	2,129
非控股权益	13	-28	-2	-26	-52
母公司拥有人	-515	-1,113	86	1,087	2,181

现金流量表

(人民币百万)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
除税前利润/(亏损)	-501	-1,141	99	1,248	2,505
物业、厂房及设备折旧	172	202	243	278	311
使用权资产折旧	19	23	23	24	24
存货(增加)/减少	-327	-225	311	-11	6
预付款项、其他应收款项及其他资产	8	-36	-15	-17	-18
贸易应付款项增加/(减少)	70	27	169	74	-36
其他	30	202	674	-92	-290
经营活动所用现金流量净额	-528	-948	1,504	1,505	2,501
购买物业、厂房及设备项目	-586	-1,000	-800	-800	-800
购买按公允价值计入损益的金融资产	-1,299	77	0	0	0
出售按公允价值计入损益的金融资产	1,729	0	0	0	0
其他	-1,367	-3,190	-30	-30	-30
投资活动所用现金流量净额	-1,523	-4,113	-830	-830	-830
新增/(偿还)银行及其他借款	1,319	599	59	64	71
股份发行开支	-357	0	0	0	0
其他	2,427	2,859	-104	-105	-107
融资活动所得现金流量净额	3,389	3,458	-45	-41	-36
现金及现金等价物增加净额	1,339	-1,602	629	634	1,635
年初现金及现金等价物	1,542	2,916	1,280	1,908	2,543
外币汇率变动影响净值	35	-33	0	0	0
年末现金及现金等价物	2,916	1,280	1,908	2,543	4,177

资产负债表

(人民币百万)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
物业、厂房及设备	3,231	3,880	4,437	4,959	5,448
使用权资产	320	319	325	332	338
无形资产	12	19	19	19	19
收购土地使用权预付款项	0	0	0	0	0
其他	501	505	505	505	505
非流动资产总值	4,063	4,723	5,287	5,815	6,310
存货	707	932	621	632	626
预付款、其他应收款及其他资产	116	152	168	184	203
按公允价值计入损益的金融资产	426	349	349	349	349
其他	0	0	0	0	0
现金及银行结余	6,918	8,822	9,451	10,085	11,720
流动资产总值	8,692	11,277	11,177	12,013	13,859
资产总计	12,755	16,000	16,464	17,828	20,169
贸易应付款项	425	452	621	695	659
其他应付款项及应计费用	715	1,151	1,209	1,269	1,333
计息银行及其他借款	535	586	644	709	780
租赁负债	10	7	7	8	9
应付税项	1	0	0	0	0
流动负债总额	1,687	2,195	2,481	2,681	2,780
可转换可赎回优先股	0	0	0	0	0
计息银行及其他借款	3,406	3,955	3,955	3,955	3,955
租赁负债	1	9	10	11	12
递延收入&合约负债	908	896	985	1,084	1,192
非流动负债总额	4,315	4,859	4,950	5,049	5,159
股本	0	0	0	0	0
储备	6,814	9,048	9,137	10,228	12,412
非控股权益	-60	-102	-104	-130	-182
权益总额	6,753	8,946	9,033	10,098	12,230

财务和估值比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股数据 (人民币)					
每股收益	-0.6	-1.2	0.1	1.3	2.6
每股净资产	7.3	9.7	9.8	11.0	13.3
每股销售额	2.5	3.6	5.6	8.2	10.3
同比变动 (%)					
收入	-53.1%	43.9%	56.2%	45.7%	26.0%
税后利润	NM	NM	84.0	1,061.1	2,129.0
归母净利润	NM	NM	86.0	1,087.0	2,180.9
费用率 (%)					
销售费用 / 收入	-47%	-47%	-35%	-29%	-26%
管理费用 / 收入	-10%	-10%	-9%	-8%	-8%
研发费用 / 收入	-56%	-52%	-30%	-27%	-24%
利润率 (%)					
毛利率	86%	79%	81%	83%	86%
归母净利率	-24%	-36%	2%	16%	25%
回报率 (%)					
平均股本回报率	-9%	-14%	1%	11%	20%
平均资产回报率	-5%	-8%	1%	6%	11%
财务杠杆					
流动比率 (x)	5.2	5.1	4.5	4.5	5.0
速动比率 (x)	4.7	4.7	4.3	4.2	4.8
现金比率 (x)	4.1	4.0	3.8	3.8	4.2
估值					
市盈率 (x)	NM	NM	836.3	66.2	33.0
市净率 (x)	11.5	8.7	8.6	7.7	6.4
市销率 (x)	33.9	23.5	15.1	10.3	8.2

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

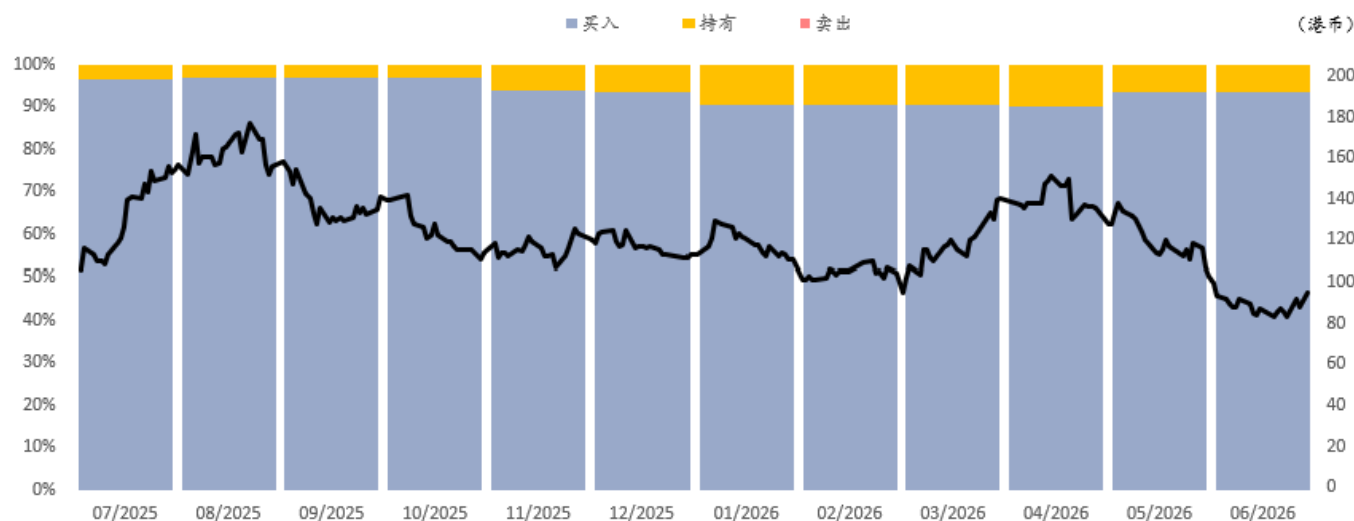
图表 2: SPDBI 目标价: 康方生物 (9926.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

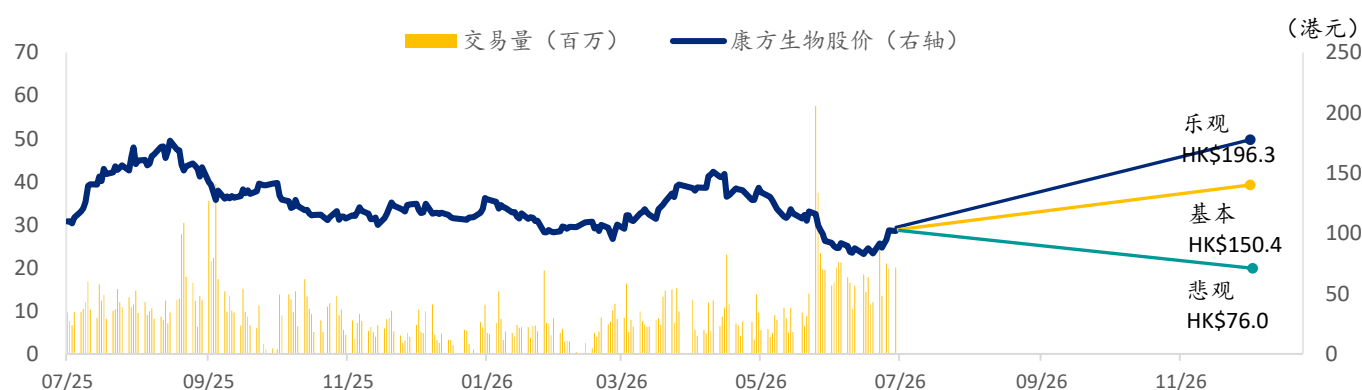
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3：市场普遍预期：康方生物（9926.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 情景假设：康方生物（9926.HK）



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：196.3 港元

概率：25%

- HARMONI-3 鳞癌最终 PFS 复现中国获益；
- 卡度尼利一线胃癌/宫颈癌放量超预期；
- ADC 管线进展超预期。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：76.0 港元

概率：25%

- HARMONI-3 数据不及预期；
- 卡度尼利一线胃癌/宫颈癌放量不及预期；
- 早期管线进度不及预期。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

荣昌生物 (9995.HK)：基本面改善已确认，RC148 海外兑现打开上行空间

我们恢复覆盖荣昌生物 (9995.HK)，给予“买入”评级，H 股目标价 106.1 港元（较现价约 30% 上行空间）。公司基本面已有改善，2025 年实现扭亏，泰它西普国内适应症扩展至五项，RC148 授权 AbbVie 并已收到 6.5 亿美元首付款。我们认为，随着海外注册临床推进与关键数据读出，公司价值有望逐步释放，构成当前的主要上行来源。

● **业绩：2025 年实现扭亏，但内生盈利仍待验证。**公司 2025 年实现营业收入 32.42 亿元（同比+89.5%），归母净利润 7.10 亿元和扣非归母净利润 0.68 亿元，均实现扭亏（营业收入中包含约 8.95 亿元技术授权收入）；归母利润与扣非利润的较大差额则主要来自 Vor Bio 认股权证的公允价值变动收益。我们认为，产品端收入与毛利率改善、费用吸收能力提升的趋势已经确立，随适应症持续放量，内生盈利的兑现具备基础。

● **产品端：泰它西普五项适应症扩容，RC28-E 进入注册阶段。**泰它西普目前已在国内获批 SLE、RA、MG、干燥综合征和 IgA 肾病五项适应症，其中干燥综合征和 IgA 肾病于 2026 年 6 月获批，进一步扩宽自免和肾病基本盘；但新增适应症仍需经过入院、医保衔接和医生教育，放量节奏仍需观察。RC28-E 已将大中华区及部分亚洲国家权益授权给参天制药，DME 上市申请已获受理，为公司增添了眼底病领域的产品储备和增长选项。

● **海外：RC148 首付款已到账，泰它西普海外仍看 Vor Bio 执行。**RC148 于 2026 年 1 月授权 AbbVie，交易包括 6.5 亿美元首付款、最高 49.5 亿美元开发及商业化里程碑，以及大中华区以外净销售额的两位数分级特许权使用费；截至 2026 年 4 月，公司已收到 6.5 亿美元首付款。该交易提高了 RC148 的全球开发确定性，改善了公司现金储备。但首付款之外的大部分对价仍需通过海外注册性临床、监管进展和后续里程碑兑现。泰它西普海外权益已授权 Vor Bio，交易包括 4,500 万美元现金首付款、8,000 万美元认股权证及超过 40 亿美元潜在里程碑，后续兑现主要取决于 Vor Bio 的全球临床执行和资金支持能力。

● **估值：**我们预测荣昌 2026-28E 收入分别为人民币 34 亿/48 亿/73 亿元，对应约 31% 2026-28E CAGR（以 2025 年为基数），主要由泰它西普多适应症放量及 RC18/RC48 海外授权里程碑分阶段兑现驱动。我们基于经 POS 调整的收入预测和 DCF 估值模型对公司进行估值，对 WACC 和永续增长率的假设分别为 9.3% 和 3%，得到 H 股目标价为 106.1 港元。

● **投资风险：**RC148 海外 III 期结果不及预期；泰它西普海外合作方 Vor Bio 执行力不足；IgAN 竞争格局拥挤下实际放量不及预期；医保续约价格压力叠加肿瘤管线全球执行不确定性，主营盈利兑现落后。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入净额	1,710	3,242	3,401	4,845	7,272
总收入同比增速 (%)	58.9%	89.5%	4.9%	42.4%	50.1%
股东应占净利	-1,468	710	109	574	1,492
PS (x)	22.2	12.0	11.5	8.0	5.4

E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、浦银国际

2026 年 7 月 10 日

荣昌生物

(9995.HK)

买入

目标价 (港元)	106.1
潜在升幅/降幅	+30%
目前股价 (港元)	81.8
52 周内股价区间 (港元)	57.7-126.6
总市值 (百万港元)	70,410
近 3 月日均成交额 (百万港元)	408

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2026 年 7 月 7 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 荣昌生物 (9995.HK)

利润表						现金流量表					
人民币百万	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	人民币百万	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收益	1,710	3,242	3,401	4,845	7,272	净利润/(亏损)	(1,468)	710	109	574	1,492
销售成本	(343)	(426)	(493)	(687)	(852)	物业、厂房及设备折旧	232	274	293	281	275
毛利	1,367	2,816	2,908	4,158	6,420	使用权资产折旧	64	64	46	33	24
						其他无形资产摊销	5	4	6	5	4
销售及分销开支	(949)	(1,111)	(1,360)	(1,599)	(2,182)	存货增加	72	(2)	(487)	(225)	(383)
行政开支	(332)	(362)	(408)	(533)	(764)	预付款项及其他资产减少	53	80	(9)	(10)	(10)
研发成本	(1,540)	(1,219)	(1,122)	(1,453)	(1,818)	其他应付款项增加	68	448	0	0	0
经营利润	(1,453)	123	17	573	1,657	其他	(203)	(1,629)	(954)	(696)	(1,521)
						经营活动现金净额	(1,177)	(51)	(996)	(37)	(119)
其他收入及收益	105	692	150	150	150						
金融资产减值亏损	(11)	(1)	0	0	0	购买物业、厂房及设备项目	(265)	(162)	(177)	(218)	(291)
其他开支	(37)	(35)	0	0	0	购买土地使用权项目	0	(4)	(4)	(4)	(4)
财务成本	(72)	(70)	(39)	(48)	(51)	其他	79	79	79	79	79
除税前亏损	(1,468)	710	129	675	1,755	投资活动现金净额	(186)	(87)	(102)	(143)	(216)
所得税开支	0	(1)	(19)	(101)	(263)	银行借款净增加	1,805	(408)	500	623	(136)
净利润	(1,468)	710	109	574	1,492	其他	(412)	938	(39)	(48)	(51)
						融资活动现金净额	1,393	530	461	576	(187)
						现金及现金等价物增加	30	393	-636	395	-522
						年初现金及现金等价物	727	760	1,155	521	919
						外汇汇率变动	3	3	3	3	3
						年末现金及现金等价物	760	1,155	521	919	399
资产负债表						主要财务比率					
人民币百万	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
物业、厂房及设备	2,744	2,930	2,814	2,750	2,766	每股指标 (人民币元)					
使用权资产	211	151	108	77	56	每股盈利/(亏损)	-2.7	1.3	0.2	1.0	2.7
其他无形资产	26	38	34	30	27	每股净资产	3.7	6.6	5.9	6.2	8.1
按公允价值计入其他全面收益的股权投资	59	115	115	115	115	每股经营现金流	-2.2	-0.1	-1.8	-0.1	-0.2
其他非流动资产	169	32	34	36	37	每股销售	3.2	5.9	6.2	8.8	13.2
非流动资产	3,209	3,266	3,104	3,008	3,001						
						估值 (倍)					
存货	659	661	1,148	1,373	1,756	P/B	19.2	10.8	11.9	11.4	8.7
应收票据	599	718	1,146	1,509	2,476	P/S	22.2	12.0	11.5	8.0	5.4
预付款项及其他	269	189	199	209	219						
已抵押存款	3	1,258	1,321	1,387	1,457	盈利能力指标					
现金及现金等价物	760	1,155	521	919	399	毛利率	80.0%	86.9%	85.5%	85.8%	88.3%
流动资产	2,290	3,982	4,335	5,397	6,307	经营利润率	-85.0%	3.8%	0.5%	11.8%	22.8%
						净利润率	-85.9%	21.9%	3.2%	11.9%	20.5%
贸易应付款项及应付票据	162	286	308	519	508						
其他应付款项及应计费用	565	1,013	1,013	1,013	1,013	盈利增长					
计息银行借款	1,370	1,426	1,426	1,926	1,926	营业收入增长率	58.9%	89.5%	4.9%	42.4%	50.1%
租赁负债	62	23	23	23	23	净利润增长率	-2.8%	-148.3%	-84.6%	424.6%	0.0%
递延收入	28	44	44	44	44						
流动负债	2,188	2,792	2,815	3,526	3,514	资产收益率指标					
						净资产收益率	-73.9%	19.7%	3.3%	16.8%	33.5%
银行借款	1,196	732	1,232	1,355	1,220	资产回报率	-26.7%	9.8%	1.5%	6.8%	16.0%
租赁负债	42	20	20	20	20	投资资本回报率	-73.9%	19.7%	3.3%	16.8%	33.5%
递延收入	86	95	95	95	95						
非流动负债	1,324	847	1,347	1,470	1,335	偿债能力指标					
						资产负债率	63.9%	50.2%	56.0%	59.4%	52.1%
股本&实收资本	544	564	564	564	564	流动比率(x)	1.0	1.4	1.5	1.5	1.8
储备	1,887	3,282	2,950	3,082	4,133	速动比率(x)	0.7	1.2	1.1	1.1	1.3
权益	1,986	3,609	3,277	3,409	4,459	现金比率(x)	0.3	0.3	0.1	0.2	0.1

E=浦银国际预测
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: SPDBI 目标价: 荣昌生物 (9995.HK)

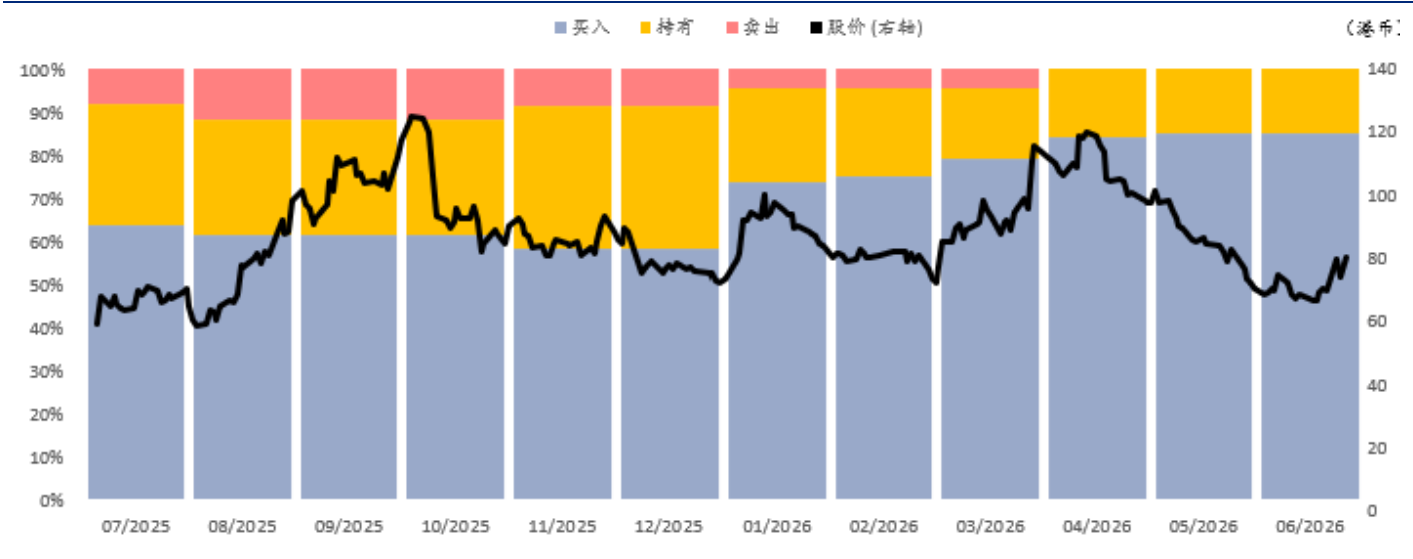


资料来源: Bloomberg、浦银国际预测



SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3：市场普遍预期：荣昌生物（9995.HK）



图表 4：SPDBI 情景假设：荣昌生物（9995.HK）



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：138.8 港元	目标价：72.3 港元
概率：25%	概率：25%
- pSS、IgAN 等新适应症获批后泰它西普放量超预期； - RC148 海外临床进度超预期； - RC18 海外临床进度超预期。	- 国内市场竞争加剧，泰它西普新适应症放量不及预期； - RC148 海外临床进度不及预期； - RC18 海外临床进度不及预期。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测



康诺亚 (2162.HK)：自免放量与海外权益兑现并行

我们恢复覆盖康诺亚 (2162.HK)，给予“买入”评级，目标价 105 港元（较现价约 24% 上行空间）。公司已进入商业化放量与海外权益兑现并行阶段，后续关注 CM310 销售放量及 CM336、CMG901 进展。Ouro 交易完成后，公司现金储备明显改善，短期融资压力下降。未来 12 个月建议重点关注 CM512 (TSLP×IL-13 长效双抗) CRSwNP II 期数据、CM310 青少年 AD 评审进展及医保放量节奏，以及 CMG901 一线胃癌联合方案数据。

• **业绩：CM310 放量带动收入增长，交易回款改善现金储备。**2025 年公司实现总收入人民币 7.16 亿元（同比+67%），康悦达销售 3.15 亿元（同比+775%），全年亏损 5.23 亿元。康悦达 (CM310, IL-4Rα) 三项适应症已于 2026 年 1 月纳入医保。截至 2025 年末，公司现金储备 19.6 亿元；计入 2026 年 6 月到账的吉利德相关首付款后，现金储备约 38 亿元。我们认为 CM310 商业化放量叠加海外交易回款，已明显改善公司现金安全边际，也有助于支撑 CM512 等后续自免管线推进。

• **海外：CM336 交易落地，保留权益等待后续兑现。**2026 年 6 月，吉利德完成对 Ouro Medicines 的收购，康诺亚子公司同步处置 Ouro 少数股权，取得约 2.57 亿美元（约人民币 18.5 亿元）首付款，并有望获得最高约 0.7 亿美元里程碑付款；公司与 Ouro 的独家许可协议继续有效，CM336/OM336 相关里程碑及分层特许权使用费将由 Gilead 与 Lakefront 履行。后续重点关注 CM336 临床推进、注册研究启动、里程碑触发及 Royalty 可见度。

• **后续管线：CM512 验证自免平台延展，CMG901 关注全球开发进展。**CM512 (TSLP×IL-13 长效双抗) 是公司在自免领域的重要后续资产，CRSwNP II 期数据将是验证平台延展能力的关键节点。CMG901 (AZD0901, CLDN18.2 ADC) 由合营公司授权阿斯利康，2026 年 3 月已触发 4,500 万美元里程碑，目前处于全球 II/III 期推进阶段。我们认为，CM512 决定公司自免管线的中期延展空间，CMG901 则保留自免主线之外的肿瘤资产弹性；后续重点关注 CM512 II 期数据、CMG901 一线胃癌 III 期推进及阿斯利康全球开发节奏。

• **估值：**我们预测康诺亚 2026-28E 收入分别为人民币 28.5 亿/16.2 亿/24.9 亿元，对应约 51% 2026-28E CAGR（以 2025 年为基数），主要由康悦达 (CM310) 医保后三项适应症放量及 CMG901 里程碑与 Royalty 兑现驱动。我们基于经 POS 调整的收入预测和 DCF 估值模型对公司进行估值，对 WACC 和永续增长率的假设分别为 9.5% 和 3%，得到公司目标价为 105 港元，对应约 314 亿港元市值。

• **投资风险：**CM310 医保放量不及预期；CM512 II 期临床数据不及预期；CMG901 全球开发进度低于预期，CM336 后续临床推进、里程碑触发或 Royalty 兑现不及预期。

2026 年 7 月 10 日

评级

买入

目标价 (港元)	105.0
潜在升幅/降幅	+24%
目前股价 (港元)	84.6
52 周内股价区间 (港元)	44.5-89.8
总市值 (百万港元)	25,258
近 3 月日均成交额 (百万港元)	184

市场预期区间

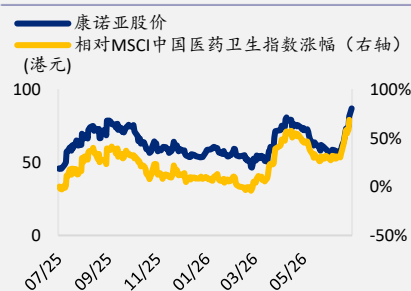


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2026 年 7 月 7 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际

公司研究

康诺亚 (2162.HK)



图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入净额	428	716	2,846	1,622	2,493
总收入同比增速 (%)	20.9%	67.3%	297.4%	-43.0%	53.7%
股东应占净利	-515	-523	1,127	-245	261
PS (x)	44.7	27.9	7.7	13.5	8.8

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 康诺亚

利润表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	428	716	2,846	1,622	2,493
营业成本	-12	-88	-164	-272	-368
毛利润	416	628	2,682	1,350	2,125
销售费用	-111	-322	-608	-730	-823
管理费用	-188	-182	-277	-324	-374
研发费用	-735	-724	-760	-714	-823
其他营业费用	0	0	0	0	0
经营利润	-618	-599	1,037	-418	106
利息费用	-18	-17	-18	-26	-34
利息收入	88	67	15	107	114
其他	-8	-63	0	0	0
税前利润	-509	-521	1,127	-245	278
所得税	-6	-2	0	0	-17
税后利润/(亏损)	-515	-523	1,127	-245	261
归属少数股东净利/(亏损)	0	0	0	0	0
归母净利润/(亏损)	-515	-523	1,127	-245	261

资产负债表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	418	503	3,575	3,796	4,510
短期投资	1,737	1,460	0	0	0
应收账款及票据	63	101	169	244	376
存货	111	196	188	231	262
其他流动资产	136	163	163	163	163
流动资产	2,466	2,423	4,095	4,435	5,310
固定资产	1,048	1,299	1,562	1,819	2,032
其他非流动资产	252	495	495	495	495
非流动资产	1,301	1,795	2,057	2,315	2,528
总资产	3,767	4,218	6,152	6,749	7,838
应付账款及其他应付款项	261	314	122	164	191
短期阶段	472	509	509	509	509
租赁负债	12	10	10	10	10
其他流动负债	2	3	3	3	3
流动负债	748	836	644	686	713
长期借款	257	258	1,258	2,058	2,858
租赁负债	11	12	12	12	12
其他非流动负债	275	337	337	337	337
非流动负债	544	606	1,606	2,406	3,206
股本	0	0	0	0	0
储备及其他权益	2,474	2,774	3,901	3,656	3,918
权益	2,475	2,775	3,901	3,657	3,918

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
税后利润	-515	-523	1,127	-245	261
折旧及摊销	75	98	122	146	170
应收账款减少(增加)	-47	-38	-69	-75	-131
库存减少(增加)	-55	-85	8	-43	-31
其他营运资本变动	-225	53	-192	42	27
其他经营现金流	-23	-218	0	0	0
经营现金流	-790	-712	995	-175	297
固定资产增加	-208	-349	-384	-403	-383
其他	276	388	1,460	0	0
投资现金流	68	39	1,076	-403	-383
股息支付	0	0	0	0	0
净新增负债	469	38	1,000	800	800
股权融资	0	782	0	0	0
其他	-185	-31	0	0	0
融资现金流	284	789	1,000	800	800
汇率变动影响	5	-31	0	0	0
现金及现金等价物变动	-433	85	3,071	222	714
年初现金	851	418	503	3,575	3,796
年末现金	418	503	3,575	3,796	4,510

财务和估值比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	-1.97	-1.91	3.77	-0.82	0.88
每股净资产	9.45	10.13	13.06	12.24	13.12
每股销售额	1.63	2.61	9.53	5.43	8.35
同比变动(%)					
收入	21%	67%	297%	-43%	54%
归母净利/(亏损)	43%	1%	-316%	-122%	-207%
利润率(%)					
毛利率	97.2%	87.7%	94.2%	83.2%	85.3%
营业利润率	-144.4%	-83.7%	36.4%	-25.8%	4.3%
归母净利/(亏损)	-120.3%	-73.0%	39.6%	-15.1%	10.5%
回报率(%)					
平均股本回报率	-19%	-20%	34%	-6%	7%
平均资产回报率	-13%	-13%	22%	-4%	3%
财务杠杆					
流动比率(x)	3.3	2.9	6.4	6.5	7.4
速动比率(x)	3.1	2.7	6.1	6.1	7.1
现金比率(x)	0.6	0.6	5.5	5.5	6.3
负债/权益(%)	52%	52%	58%	85%	100%
估值					
市盈率(x)	NA	NA	19.4	NA	83.5
市净率(x)	7.7	7.2	5.6	6.0	5.6
市销率(x)	44.7	27.9	7.7	13.5	8.8

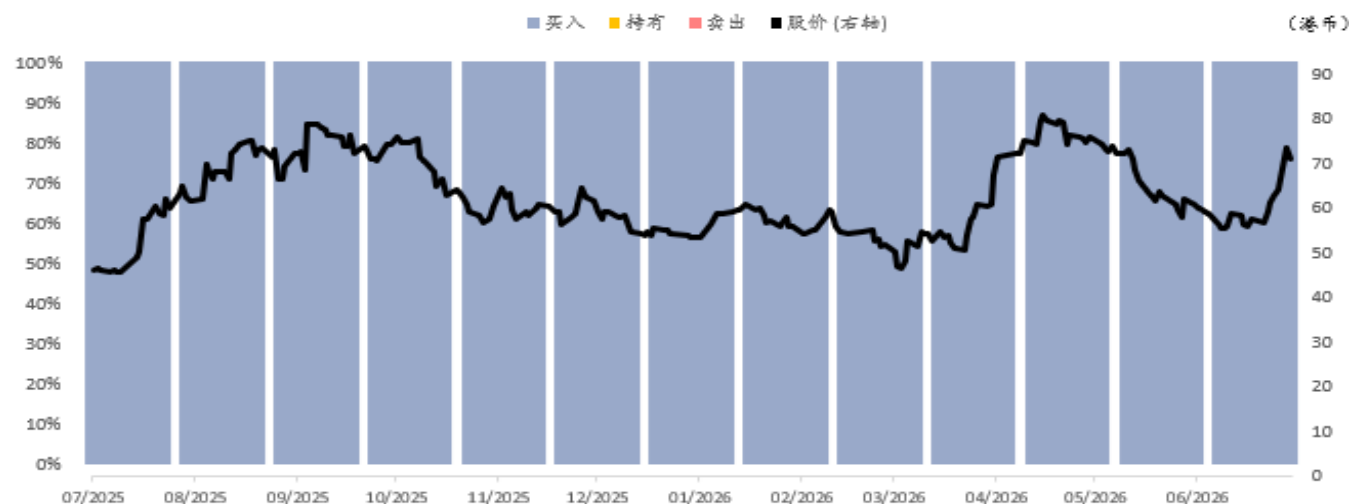
图表 2: SPDBI 目标价: 康诺亚 (2162.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3：市场普遍预期：康诺亚（2162.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 情景假设：康诺亚（2162.HK）



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：150.6 港元

概率：25%

- CM310 的市场渗透率和销售超预期；
- CM512 二期研究达到主要终点；
- CMG901 一线治疗数据优于现有标准疗法。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：59.2 港元

概率：25%

- CM310 的市场渗透率和销售不及预期；
- CM512 二期研究未达到主要终点；
- CMG901 全球开发进度不及预期。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

恒瑞医药（600276.CH/1276.HK）：创新转型进入兑现期，全球化价值仍待释放

我们恢复覆盖恒瑞医药（600276.CH/1276.HK），给予“持有”评级，A股和H股目标价分别为人民币61元（较现价约10.2%上行空间）和66.7港元（约11.7%上行空间）。公司创新药转型已进入兑现期，收入结构由仿创结合逐步切换至创新药驱动。当前A股估值处于近五年低位，提供一定安全边际。我们认为，恒瑞后续重估不应只看BD名义总额，而应考虑三点：创新药收入占比能否继续提升，海外合作首付款与分成能否按节奏确认，NewCo股权及管线权益能否带来增量价值。未来12个月建议重点关注双艾组合一线肝癌FDA PDUFA（2026年7月23日）、口服GLP-1 HRS-7535肥胖中国III期读出，以及BMS合作通过美国HSR审查并完成交割。

• **业绩：创新药占比过半，收入结构转向创新驱动。**2025年公司实现收入人民币316.29亿元（同比+13.0%），归母净利润77.11亿元（同比+21.7%）；创新药收入163.42亿元（同比+26.1%），收入占比提升至58.3%，其中非肿瘤创新药收入同比增长73.4%。1Q26创新药占药品销售收入比重进一步提升至61.7%，首次超过六成，显示公司收入结构已由仿创结合逐步切换至创新药驱动。

• **出海：合作模式持续升级，价值兑现关注现金与权益结构。**2025年，公司分别与GSK、MSD达成HRS-9821、HRS-5346授权合作；2026年5月，公司与BMS达成覆盖13个早期项目的全球战略合作，首付款及周年付款合计可达9.5亿美元，潜在交易总额约152亿美元；GLP-1组合也通过Kailera NewCo于2026年4月登陆纳斯达克。我们认为，恒瑞出海已从单品授权延伸至平台合作、早研共创和NewCo资本化。后续重点关注首付款到账和分成条款的兑现节奏。

• **催化：近端节点清晰，双艾FDA决议为首要看点。**双艾组合（卡瑞利珠单抗+阿帕替尼）一线肝癌美国PDUFA日期为2026年7月23日。该项目此前海外审评经历反复，本次结果将影响市场对公司海外注册、CMC和合规能力的判断。除双艾外，口服GLP-1 HRS-7535超重/肥胖及T2D中国III期数据，以及BMS合作交割进展，也是未来6-12个月的重要观察点。

• **估值：我们预测恒瑞2026-28E收入分别为人民币376亿/420亿/483亿元，对应约15% 2026-28E CAGR（以2025年为基数），主要由创新药收入占比持续提升、海外授权首付与里程碑分阶段确认驱动。**考虑到公司创新药与仿制药双业务结构，我们采用SOTP估值（创新药板块经POS调整的DCF+仿制药板块PE法），对创新药板块WACC和永续增长率的假设分别为9.5%和2.5%，得到A股/H股目标价人民币61.0元/66.7港元，对应约4,048亿元综合股权价值。后续修复更可能来自创新药占比提升与海外现金流确认，而非单一BD公告的脉冲式重估。

• **投资风险：上行风险：双艾组合一线肝癌FDA海外进度超预期；口服GLP-1 HRS-7535中国III期数据超预期，国内销售放量超预期。下行风险：双艾组合FDA审评进度不及预期；国内创新药竞争加剧和医保降价压力。**

2026年7月10日

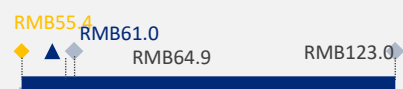
恒瑞医药

(600276.CH)**持有**

目标价（人民币）	61.0
潜在升幅/降幅	+10.2%
目前股价（人民币）	55.4
52周内股价区间（人民币）	45.3-74.0
总市值（百万人民币）	366,496
近3月日均成交额（百万人民币）	4,553

注：数据截至2026年7月7日收盘

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

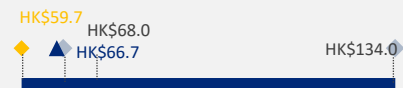
恒瑞医药

(1276.HK)**持有**

目标价（港币）	66.7
潜在升幅/降幅	+11.7%
目前股价（港币）	59.7
52周内股价区间（港币）	51.3-95.2
总市值（百万港币）	423,034
近3月日均成交额（百万港币）	248

注：数据截至2026年7月7日收盘

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际



图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	27,985	31,629	37,571	41,990	48,313
同比变动 (%)	22.6%	13.0%	18.8%	11.8%	15.1%
归母净利润	6,337	7,711	9,608	10,657	12,145
同比变动 (%)	47.3%	21.7%	24.6%	10.9%	14.0%
PE (x)	55.4	46.9	37.7	34.0	29.8

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 恒瑞医药

利润表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	27,985	31,629	37,571	41,990	48,313
- 创新药收入	12,957	16,342	20,918	26,775	34,272
- 仿制药收入	12,053	11,946	12,704	11,916	11,142
- 其他	2,975	3,341	3,950	3,300	2,900
营业成本	(3,848)	(4,363)	(5,148)	(5,849)	(6,857)
毛利润	24,136	27,267	32,423	36,142	41,456
销售费用	(8,336)	(9,106)	(11,095)	(12,188)	(14,078)
管理费用	(2,556)	(2,806)	(3,362)	(3,792)	(4,451)
研发费用	(6,583)	(6,961)	(7,901)	(8,899)	(9,991)
营业外收入	524	652	500	500	500
营业外支出	(302)	(313)	(345)	(379)	(417)
财务费用	573	407	810	852	895
其他	(286)	(431)	(188)	(210)	(210)
利润总额	7,170	8,708	10,842	12,026	13,705
所得税	(833)	(991)	(1,233)	(1,368)	(1,559)
净利润	6,337	7,717	9,609	10,658	12,145
少数股东损益	(0)	(6)	(1)	(1)	(1)
归母净利润	6,337	7,711	9,608	10,657	12,145

资产负债表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	24,816	40,955	45,263	52,446	60,338
应收票据及应收账款	5,065	5,279	7,205	8,053	9,266
存货	2,417	2,878	3,244	3,685	4,321
其他流动资产	3,017	2,378	2,548	2,693	2,899
流动资产合计	35,315	51,490	58,261	66,877	76,823
固定资产	6,819	7,837	8,032	8,313	8,715
无形资产	1,192	1,956	1,889	1,822	1,755
其他非流动资产	6,809	8,584	9,084	9,584	10,084
非流动资产合计	14,821	18,377	19,005	19,718	20,554
短期借款	-	-	-	-	-
应付票据及应付账款	1,967	2,270	2,821	3,205	3,757
其他应付款	1,457	2,145	1,038	1,160	1,335
其他流动负债	209	1,954	1,954	1,954	1,954
流动负债合计	3,634	6,369	5,813	6,319	7,046
长期借款	-	43	43	43	43
其他非流动负债	412	1,658	1,658	1,658	1,658
非流动负债合计	412	1,701	1,701	1,701	1,701
实收资本(或股本)	6,379	6,637	6,637	6,637	6,637
未分配利润	39,141	54,635	62,589	71,412	81,466
少数股东权益	570	525	525	526	527
所有者权益合计	46,090	61,797	69,752	78,575	88,630

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
固定资产折旧	6,337	7,717	9,609	10,658	12,145
其他	655	655	744	769	805
其他	160	(372)	(1,742)	(905)	(1,295)
其他	271	3,235	(1,196)	59	50
经营活动现金流量净额	7,423	11,235	7,415	10,582	11,705
资本开支	(1,969)	(2,962)	(939)	(1,050)	(1,208)
其他	57	221	(500)	(500)	(500)
投资活动现金流量净额	(1,912)	(2,741)	(1,439)	(1,550)	(1,708)
其他	-	10,352	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
其他	(1,448)	(2,570)	(1,668)	(1,849)	(2,105)
筹资活动现金流量净额	(1,448)	7,782	(1,668)	(1,849)	(2,105)
现金及现金等价物净增加额	4,070	15,916	4,307	7,183	7,892
期初现金及现金等价物	20,746	24,239	40,955	45,263	52,446
期末现金及现金等价物	24,816	40,955	45,263	52,446	60,338

财务和估值比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.00	1.18	1.47	1.63	1.86
每股销售额	4.39	4.84	5.75	6.42	7.39
同比变动					
收入	22.6%	13.0%	18.8%	11.8%	15.1%
营业利润	55.2%	26.9%	21.5%	11.9%	15.1%
归母净利润	47.3%	21.7%	24.6%	10.9%	14.0%
费用与利润率					
毛利率	86.2%	86.2%	86.3%	86.1%	85.8%
税前利润率	25.6%	27.5%	28.9%	28.6%	28.4%
归母净利率	22.6%	24.4%	25.6%	25.4%	25.1%
财务杠杆					
流动比率 (x)	9.7	8.1	10.0	10.6	10.9
速动比率 (x)	9.1	7.6	9.5	10.0	10.3
现金比率 (x)	6.8	6.4	7.8	8.3	8.6
负债/ 权益	8.8%	13.1%	10.8%	10.2%	9.9%
估值					
市盈率 (x)	55.4	46.9	37.7	34.0	29.8
市销率 (x)	12.6	11.4	9.6	8.6	7.5

图表 2: SPDBI 目标价: 恒瑞医药 (1276.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

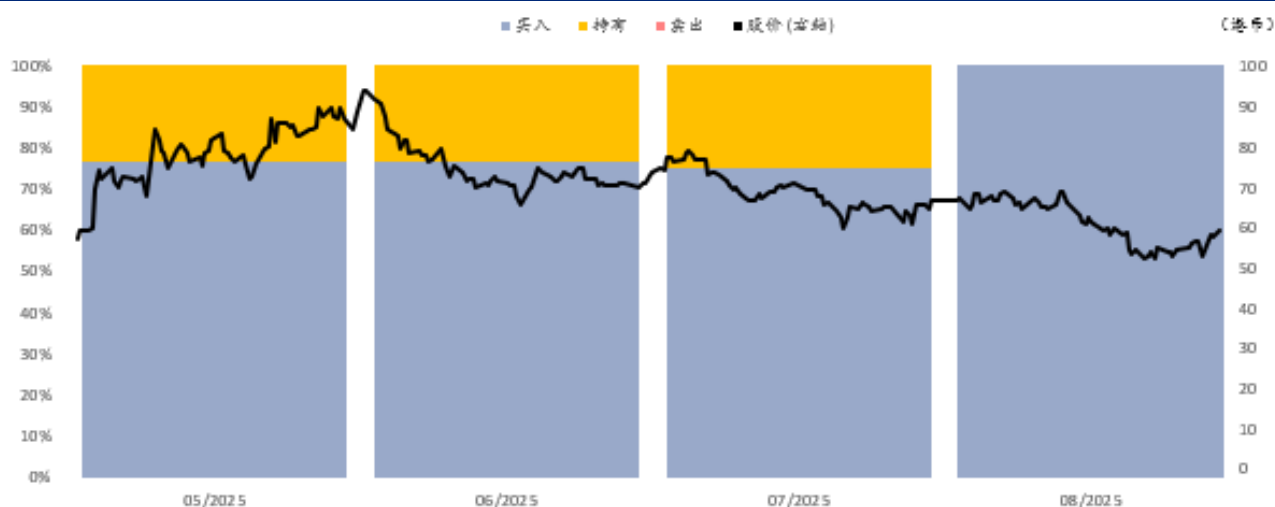
图表 3: SPDBI 目标价: 恒瑞医药 (600276.CH)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

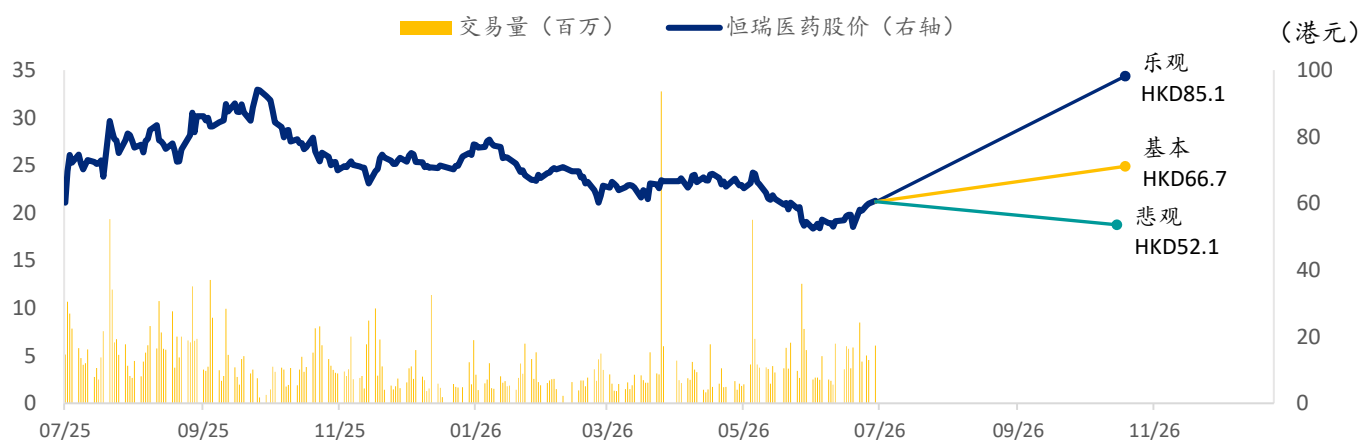
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4：市场普遍预期：恒瑞医药（1276.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：SPDBI 情景假设：恒瑞医药（1276.HK）



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：85.1 港元

概率：25%

- 双艾组合获 FDA 批准用于一线肝癌治疗，并为集团后续产品出海提供 CMC、注册和合规能力背书；
- 核心产品放量持续超预期；
- HRS-7535 减重及降糖临床研究数据读出超预期。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：52.1 港元

概率：25%

- 双艾组合海外进度不及预期；
- 国内热点赛道竞争加剧，核心产品放量不及预期；
- HRS-7535 减重及降糖临床研究数据读出不及预期。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

信达生物 (1801.HK)：国内商业化盈利兑现，全球合作进入新阶段

我们恢复覆盖信达生物 (1801.HK)，给予“持有”评级，目标价 100 港元（较现价约 15% 上行空间）。公司 2025 年首次实现全年盈利，商业化产品收入突破百亿元，经营拐点已经明确。我们认为，信达已从单一商业化平台，进一步走向国内产品放量和海外合作兑现并行的阶段。短期看肿瘤和综合产品在医保价格下的放量质量，中期看 IBI363、IBI343 及 Pfizer、Takeda、Lilly 等合作能否持续转化为首付款、里程碑、分成及利润分享。

- **业绩：**收入突破百亿元，全年盈利拐点明确。2025 年公司总收入人民币 130.4 亿元（同比+38.4%），产品收入 119.0 亿元（同比+44.6%）；IFRS 净利润 8.14 亿元，Non-IFRS 净利润 17.23 亿元。期末现金及类现金约 243.5 亿元，为后续临床推进和公司运营提供较强资金保障。我们认为，公司盈利拐点已经确认，但后续利润率仍需经医保续约、GLP-1 竞争及新品放量节奏进一步验证。

- **商业化：**产品矩阵持续扩容，核心管线进入兑现窗口。公司目前已有 18 款产品商业化，其中 12 款纳入国家医保目录。肿瘤端，信迪利单抗仍是收入基石，叠加 Limertinib、Fulzerasib、Taletrectinib、Selpercatinib、Pirtobrutinib 等新纳入医保产品，有望支撑处方扩张；综合产品端，玛仕度肽已获批体重管理和 2 型糖尿病适应症，DREAMS-3 头对头司美格鲁肽显示其在减重和降糖方面具备差异化潜力。中期看，IBI363 和 IBI343 是主要估值变量：IBI363 已与 Takeda 进入全球共同开发阶段，并在 NSCLC 等实体瘤中推进关键注册研究；IBI343 已在晚期胃癌/胃食管结合部腺癌国际多中心 III 期研究中达到主要终点，NDA 已获 NMPA 受理并纳入优先审评。我们认为，商业化产品决定盈利底盘，后续估值弹性主要取决于玛仕度肽真实放量、IBI363 全球数据及 IBI343 注册进展。

- **出海：**头部 MNC 合作持续落地，后续看开发推进。过去一年，公司与 Takeda、Pfizer、Lilly 等达成多项合作，全球合作能力已得到进一步验证。Takeda 合作覆盖 IBI363 和 IBI343，其中 IBI363 在美国市场保留共同开发和共同商业化安排，信达可按比例分享未来损益；Pfizer 合作覆盖 12 个早期肿瘤项目，首付款 6.5 亿美元，并包括后续里程碑、特许权使用费及部分项目的共同开发、共同商业化安排。我们认为，此类合作的价值不应仅看交易总额，更应关注首付款、权益保留、开发责任和利润分享机制。若 IBI363 全球数据、IBI343 注册进展及 Pfizer 交易交割顺利，相关合作仍有望带来中期估值弹性。

- **估值：**我们预测信达 2026-28E 收入分别为人民币 183 亿/247 亿/276 亿元，对应约 28% 2026-28E CAGR（以 2025 年为基数），主要由信迪利单抗及新纳入医保肿瘤产品放量、玛仕度肽体重管理与降糖适应症上量，以及 IBI363/IBI343 海外合作首付与里程碑兑现驱动。我们基于经 POS 调整的收入预测和 DCF 估值模型对公司进行估值，对 WACC 和永续增长率的假设分别为 8.5% 和 3%，得到公司目标价为 100 港元，对应约 1,738 亿港元市值。

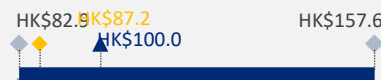
2026 年 7 月 10 日

评级

持有

目标价（港元）	100.0
潜在升幅/降幅	+15%
目前股价（港元）	87.2
52 周内股价区间（港元）	69.6-109.1
总市值（百万港元）	151,575
近 3 月日均成交额（百万港元）	1,146

市场预期区间

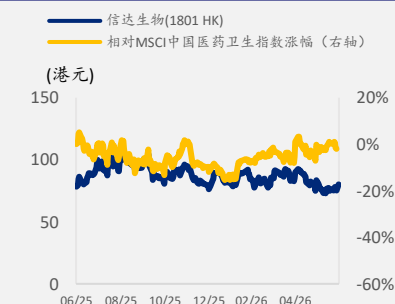


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2026 年 7 月 7 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际



- **投资风险：**上行风险：IBI363 全球数据超预期；玛仕度肽体重管理与降糖适应症放量快于预期；IBI343 注册进展超预期，海外合作方推进节奏超预期。下行风险：IBI363 后续临床数据或全球三期推进不及预期；GLP-1 国内竞争加剧，海外的临床进度不及预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入净额	9,422	13,042	18,331	24,694	27,552
总收入同比增速 (%)	51.8%	38.4%	40.6%	34.7%	11.6%
股东应占净利	-95	814	2,140	2,887	4,659
PS (x)	12.6	9.3	6.7	4.3	3.8
PE (x)	NM	149.8	57.0	36.5	22.6

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 信达生物 (1801.HK)

利润表					
百万人民币	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	9,422	13,042	18,331	24,694	27,552
销售成本	(1,510)	(1,756)	(2,505)	(4,270)	(4,714)
毛利润	7,912	11,286	15,825	20,424	22,839
	-	-	-	-	-
研发费用	(2,681)	(2,624)	(3,921)	(5,124)	(5,302)
销售费用	(4,347)	(5,713)	(7,763)	(9,635)	(9,596)
管理费用	(738)	(927)	(1,208)	(1,642)	(1,772)
其他	(902)	(1,319)	(1,233)	(1,469)	(1,528)
经营利润	(756)	702	1,700	2,555	4,640
利息收入, 净额	(68)	(80)	(83)	(83)	(83)
其他收入, 净额	745	216	901	925	924
除所得税前利润/(亏损)	(79)	839	2,518	3,397	5,481
所得税开支	(16)	(25)	(378)	(510)	(822)
税后利润/(亏损)	(95)	814	2,140	2,887	4,659
非控股权益应占亏损净额	-	-	-	-	-
归母净利润/(亏损)	(95)	814	2,140	2,887	4,659
经调整净利润/(亏损)	332	1,723	2,803	3,616	5,461

资产负债表					
百万人民币	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	7,508	17,345	17,982	17,745	23,429
应收账款	1,567	2,443	3,584	5,212	3,847
存货	822	1,302	1,485	2,457	2,583
其他流动资产	376	924	924	924	924
流动资产总值	10,273	22,013	23,974	26,338	30,782
物业、厂房及设备, 净额	5,280	5,061	5,655	6,324	6,518
经营租赁使用权资产	368	380	380	380	380
无形资产, 净额	1,283	1,534	1,504	1,473	1,444
其他应收款	352	349	349	349	349
股权投资	-	-	-	-	-
其他非流动资产	4,048	8,010	8,010	8,010	8,010
非流动资产总值	11,330	15,335	15,898	16,537	16,701
短期债务	405	789	789	789	789
应付账款	358	495	878	994	944
应计开支及其他应付款项	3,341	4,780	4,780	4,780	4,780
其他	265	2,323	2,323	2,323	2,323
流动负债总值	4,369	8,387	8,770	8,885	8,836
长期银行贷款	2,412	1,990	1,990	1,990	1,990
合同负债	568	6,149	6,149	6,149	6,149
其他	484	643	643	643	643
非流动负债总值	4,116	9,605	9,605	9,605	9,605
股本	0	0	0	0	0
储备	13,118	19,356	21,496	24,384	29,043
少数股东权益	-	-	-	-	-
权益总额	13,118	19,356	21,496	24,384	29,043

E=浦银国际预测
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表					
百万人民币	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
税后利润/(亏损)	(95)	814	2,140	2,887	4,659
固定资产折旧	293	528	506	565	632
无形资产摊销	95	26	31	30	29
营运资本变动	404	7,801	(940)	(2,484)	1,189
应收账款	(179)	-	-	-	-
预付账款及其他流动资产变动	(212)	(895)	(1,141)	(1,628)	1,365
存货	181	(480)	(183)	(972)	(126)
应付账款	(15)	137	384	115	(50)
应计开支及其他应付款项	660	1,439	-	-	-
其他营运资本变动	(31)	7,600	0	(0)	-
其他	590	153	-	-	-
经营活动现金净额	1,287	9,320	1,737	999	6,510
购买物业及设备	(966)	(1,043)	(1,100)	(1,235)	(827)
购买无形资产	(676)	(140)	-	-	-
其他	477	(511)	-	-	-
投资活动现金净额	(1,165)	(1,695)	(1,100)	(1,235)	(827)
出售普通股所得款项	-	-	-	-	-
贷款所得净额	(704)	121	-	-	-
其他	98	-	-	-	-
融资活动现金净额	(607)	121	-	-	-
汇率变动的的影响, 净额	13	-	-	-	-
现金增加(减少) 净额	(472)	7,746	637	(236)	5,683
期初现金	2,746	7,508	17,345	17,982	17,745
期末现金	7,508	17,345	17,982	17,745	23,429

财务和估值比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股数据 (人民币)					
每股盈利	-0.1	0.5	1.3	2.0	3.2
每股净资产	8.1	11.5	12.8	16.8	20.0
每股销售额	5.8	7.8	10.9	17.0	19.0
同比变动 (%)					
收入	51.8%	38.4%	40.6%	34.7%	11.6%
税后利润	NM	NM	163%	35%	61%
归母净利润	NM	NM	163%	35%	61%
费用率 (%)					
研发费用/收入	28.5%	20.1%	21.4%	20.7%	19.2%
销售费用/收入	46.1%	43.8%	42.4%	39.0%	34.8%
管理费用/收入	7.8%	7.1%	6.6%	6.7%	6.4%
利润率 (%)					
毛利率	84.0%	86.5%	86.3%	82.7%	82.9%
归母净利率	-1.0%	6.2%	11.7%	11.7%	16.9%
回报率 (%)					
平均股本回报率	-4.3%	1.9%	6.9%	10.3%	13.0%
平均资产回报率	-2.6%	1.0%	3.7%	5.9%	7.9%
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.4	2.6	2.7	3.0	3.5
速动比率 (x)	2.2	2.5	2.6	2.7	3.2
现金比率 (x)	1.7	2.1	2.1	2.0	2.7
估值					
市盈率 (x)	NM	149.8	57.0	36.5	22.6
市净率 (x)	9.0	6.3	5.7	4.3	3.6
市销率 (x)	12.6	9.3	6.7	4.3	3.8

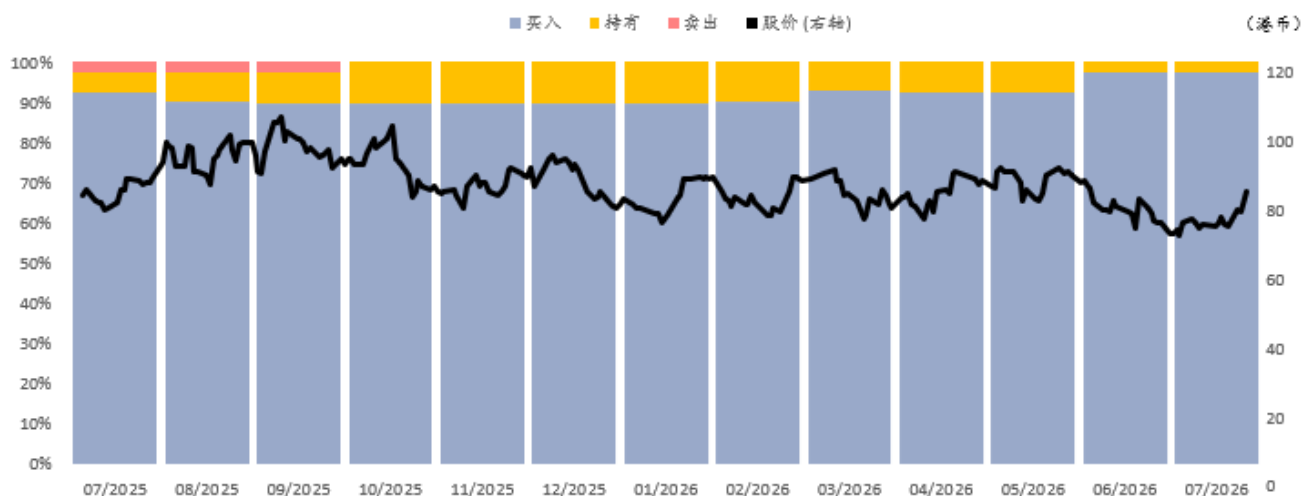
图表 2: SPDBI 目标价: 信达生物 (1801.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

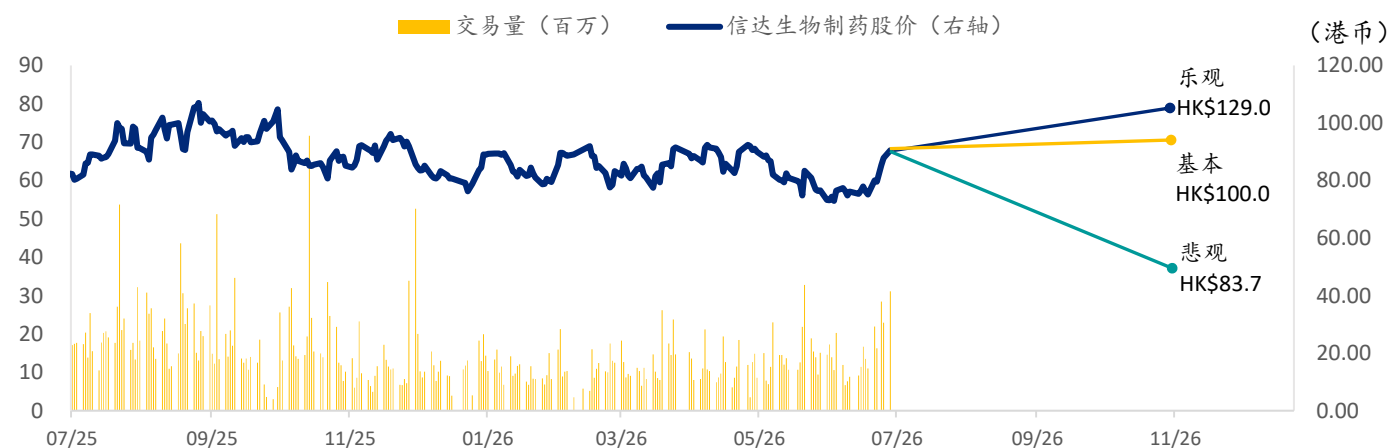
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3：市场普遍预期：信达生物（1801.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 情景假设：信达生物（1801.HK）



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：129.0 港元

概率：25%

- 玛仕度肽放量超预期；
- MarsLight（IBI363）全球三期研究数据读出超预期；
- 核心产品进入医保后放量超预期。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：83.7 港元

概率：25%

- 玛仕度肽放量不及预期；
- MarsLight 全球三期研究数据读出不及预期；
- 生物类似药产品受集采冲击。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测



和黄医药 (HCM.US/13.HK)：海外分成进入兑现期，估值仍具修复空间

我们恢复覆盖和黄医药 (HCM.US/13.HK)，给予“持有”评级，目标价 13.1 美元/20.6 港元。公司是中国创新药出海标的中少数已形成海外分成现金流的公司，海外收入主要来自 Takeda、AstraZeneca 已成交并进入商业化阶段的成熟资产授权。我们看好两点：一是**呋喹替尼 (FRUZAQLA)** 海外特许权使用费持续增长；二是**赛沃替尼**、**索乐匹尼布**和 **ATTC** 平台提供后续增量。未来 12 个月建议关注 **SAFFRON** 全球三期顶线数据、**索乐匹尼布 ITP/wAIHA** 审评进展，以及 **ATTC** 平台潜在合作。

• **业绩**：一次性收益抬高利润，内生盈利已转正。2025 年公司净利润 4.569 亿美元，其中 4.158 亿美元来自出售上海和黄药业 45% 股权的税后一次性收益；剔除后，内生归母净利润约 0.41 亿美元。盈利改善主要来自研发费用同比下降 30% 至 1.48 亿美元，以及销管费用压降。截至 2025 年末，公司有现金、现金等价物及短期投资约 13.7 亿美元。按当前约 20 亿美元市值测算，公司 EV 仅约 6-8 亿美元。公司指引 2026 年肿瘤/免疫板块综合收入 3.30-4.50 亿美元，海外放量仍是主要驱动。

• **业务**：**呋喹替尼**海外放量，**赛沃替尼**开始打开海外空间。**呋喹替尼**由 Takeda 负责海外商业化，2025 年 Takeda 全球销售额 3.662 亿美元（同比+26%），已在 38 个国家获批；国内市场 **ELUNATE** 2025 年销售额 1 亿美元。**赛沃替尼**与 AstraZeneca 共同开发，**SACHI** 数据已于 2026 年 1 月发表于《柳叶刀》，并于 2 月获瑞士临时上市许可。血液学管线方面，**索乐匹尼布 ITP NDA** 已于 2026 年 2 月重报并获受理，**wAIHA NDA** 已于 4 月获受理并纳入优先审评；若顺利获批，将为公司提供肿瘤以外的自研商业化补充。

• **估值**：我们预测和黄医药 2026-28E 收入分别为 5.96 亿/6.57 亿/7.18 亿美元，对应约 9% 2026-28E CAGR（以 2025 年为基数），主要由**呋喹替尼 (FRUZAQLA)** 海外特许权使用费增长、**赛沃替尼**海外放量及**索乐匹尼布**血液学管线贡献驱动。我们基于经 POS 调整的收入预测和 DCF 估值模型对公司进行估值，对 WACC 和永续增长率的假设分别为 10.1% 和 3%，得到公司 H 股目标价为 20.6 港元，对应美股约 13.1 美元/ADS。

• **投资风险**：上行风险：**SAFFRON** 全球三期读出超预期；**FRUZAQLA** 海外销售与销售分成超预期；**索乐匹尼布**注册进度超预期；**ATTC** 平台管线出海进度超预期。下行风险：**SAFFRON** 全球三期读出不及预期；**FRUZAQLA** 海外放量斜率放缓；**索乐匹尼布 ITP/wAIHA** 审评进展低于预期；**ATTC** 平台价值兑现不及预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

美元百万	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入净额	630	549	596	657	718
总收入同比增速 (%)	-24.8%	-13.0%	8.7%	10.2%	9.3%
股东应占净利	38	457	78	82	86
PS (x)	3.6	4.2	3.8	3.5	3.2

E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、浦银国际

2026 年 7 月 10 日

和黄医药 (HCM.US)

持有

目标价 (美元)	13.1
潜在升幅/降幅	+12%
目前股价 (美元)	11.7
52 周内股价区间 (美元)	9.8-19.5
总市值 (百万美元)	2,033
近 3 月日均成交额 (百万美元)	1

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
资料来源：Bloomberg、浦银国际

和黄医药 (13.HK)

持有

目标价 (港元)	20.6
潜在升幅/降幅	+16%
目前股价 (港元)	17.8
52 周内股价区间 (港元)	15.6-30.8
总市值 (百万港元)	15,536
近 3 月日均成交额 (百万港元)	88

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
注：数据截至 2026 年 7 月 7 日港股收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 和黄医药 (13.HK)

利润表

千美元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	630,201	548,512	596,429	657,291	718,133
销售成本	(348,894)	(336,349)	(346,658)	(365,200)	(369,446)
毛利润	281,317	212,163	249,771	292,091	348,687
研发费用	(212,109)	(148,295)	(141,950)	(176,811)	(222,621)
销售费用	(48,617)	(36,306)	(39,364)	(42,724)	(47,397)
管理费用	(64,296)	(66,722)	(65,607)	(65,729)	(68,223)
其他	-	-	-	-	-
经营利润/(亏损)	(43,705)	(39,160)	2,849	6,827	10,446
利息收入, 净额	37,208	47,012	59,200	60,030	60,964
其他收入, 净额	51,859	513,490	30,000	30,000	30,000
除所得税前利润	45,362	521,342	92,049	96,856	101,410
所得税开支	(7,192)	(63,610)	(13,807)	(14,528)	(15,211)
利润净额	38,170	457,732	78,242	82,328	86,198
非控股权益应占亏损净额	(441)	(823)	(141)	148	155
归母净利润	37,729	456,909	78,101	82,476	86,353

资产负债表

千美元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	153,958	71,330	230,311	262,796	271,556
应收账款	155,537	126,750	151,039	140,690	178,043
存货	50,400	41,129	53,846	48,210	55,032
其他流动资产	706,660	1,328,133	1,130,945	1,134,516	1,141,906
流动资产总值	1,066,555	1,567,342	1,566,140	1,586,213	1,646,537
物业、厂房及设备, 净额	92,498	94,623	91,222	89,178	88,313
经营租赁使用权资产	4,497	3,027	3,027	3,027	3,027
无形资产, 净额	-	-	-	-	-
股权投资	77,765	10,865	30,865	50,865	70,865
递延税项资产	12,448	12,655	12,655	12,655	12,655
其他非流动资产	20,433	64,585	64,585	64,585	64,585
非流动资产总值	207,641	185,755	202,354	220,310	239,445
短期债务	23,372	24,971	24,971	24,971	24,971
应付账款	42,521	45,533	49,442	44,610	50,535
应计开支及其他应付款项	256,125	208,892	225,328	200,860	203,195
其他	54,544	36,379	36,379	36,379	36,379
流动负债总值	376,562	315,775	336,120	306,820	315,081
长期银行贷款	59,434	68,189	-	-	-
递延税项	2,990	255	255	255	255
其他	63,357	117,616	117,616	117,616	117,616
非流动负债总值	125,781	186,060	117,871	117,871	117,871
股本	87,160	87,233	87,233	87,233	87,233
额外实收资本	1,517,526	1,533,868	1,533,868	1,533,868	1,533,868
累计其他全面收益 (亏损)	(11,585)	(4,532)	(19,532)	(34,532)	(49,532)
累计亏损	(833,172)	(378,643)	(300,542)	(218,066)	(131,712)
少数股东权益	11,924	13,336	13,477	13,329	13,174
权益总额	771,853	1,251,262	1,314,504	1,381,832	1,453,030

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

现金流量表

千美元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
利润净额	38,170	457,732	78,242	82,328	86,198
折旧与摊销	12,341	13,308	12,347	11,904	11,637
股份支付	21,609	15,292	-	-	-
其他	2,079	(474,461)	(15,000)	(15,000)	(15,000)
营运资本变动	(62,169)	(60,864)	(19,473)	(16,887)	(43,303)
应收账款	(38,545)	28,862	(24,289)	10,348	(37,352)
预付账款及其他流动资产变动	(3,028)	(4,638)	(2,812)	(3,572)	(7,389)
存货	(772)	9,542	(12,717)	5,636	(6,822)
应付账款	6,194	3,012	3,909	(4,832)	5,926
应计开支及其他应付款项	2,433	(48,551)	16,436	(24,468)	2,335
其他营运资本变动	(28,451)	(49,091)	-	-	-
经营活动现金净额	497	(64,657)	36,116	42,344	19,532
购买物业及设备	(17,933)	(14,148)	(8,946)	(9,859)	(10,772)
权益投资所得	-	608,503	-	-	-
其他	(96,060)	(1,246,416)	191,054	(9,859)	(10,772)
投资活动现金净额	(96,060)	(29,410)	191,054	(9,859)	(10,772)
出售普通股所得款项	790	1,578	-	-	-
贷款所得款项	5,607	6,258	(68,189)	-	-
其他	(37,064)	-	-	-	-
融资活动现金净额	(30,667)	7,836	(68,189)	-	-
现金增加 (减少) 净额	(126,230)	(86,231)	158,981	32,485	8,760
期初现金	283,589	153,958	71,330	230,311	262,796
汇率变动的影响, 净额	(3,401)	3,603	-	-	-
期末现金	153,958	71,330	230,311	262,796	271,556

财务和估值比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股数据 (美元)					
每股盈利	0.04	0.52	0.09	0.09	0.10
每股净资产	0.88	1.43	1.51	1.58	1.67
每股销售额	0.72	0.63	0.68	0.75	0.82
同比变动 (%)					
收入	-24.8%	-13.0%	8.7%	10.2%	9.3%
税后利润	-62%	1099%	-83%	5%	5%
归母净利润	-63%	1111%	-83%	6%	5%
费用率 (%)					
研发费用/收入	33.7%	27.0%	23.8%	26.9%	31.0%
销售费用/收入	7.7%	6.6%	6.6%	6.5%	6.6%
管理费用/收入	10.2%	12.2%	11.0%	10.0%	9.5%
利润率 (%)					
毛利率	44.6%	38.7%	41.9%	44.4%	48.6%
归母净利率	6.0%	83.3%	13.1%	12.5%	12.0%
回报率 (%)					
平均股本回报率	9.0%	19.8%	20.4%	5.8%	5.8%
平均资产回报率	5.5%	14.1%	15.2%	4.4%	4.5%
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.8	5.0	4.7	5.2	5.2
速动比率 (x)	2.7	4.8	4.5	5.0	5.1
现金比率 (x)	0.4	0.2	0.7	0.9	0.9
估值					
市盈率 (x)	60.1	5.0	29.3	27.9	26.6
市净率 (x)	3.0	1.8	1.7	1.7	1.6
市销率 (x)	3.6	4.2	3.8	3.5	3.2

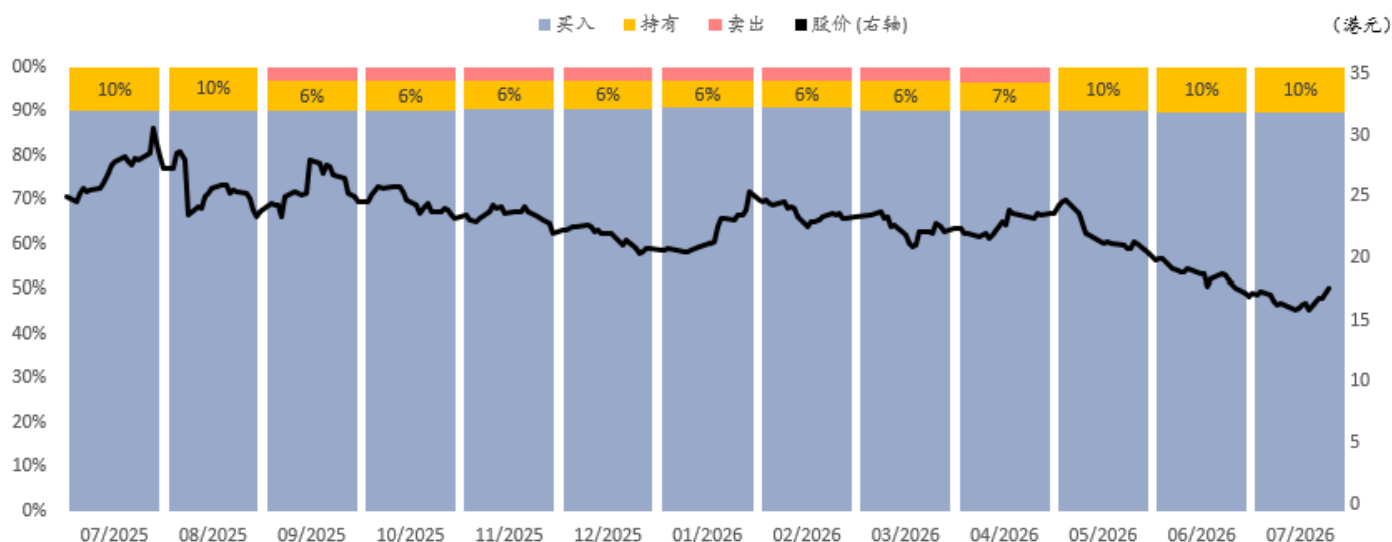
图表 2: SPDBI 目标价: 和黄医药 (13.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

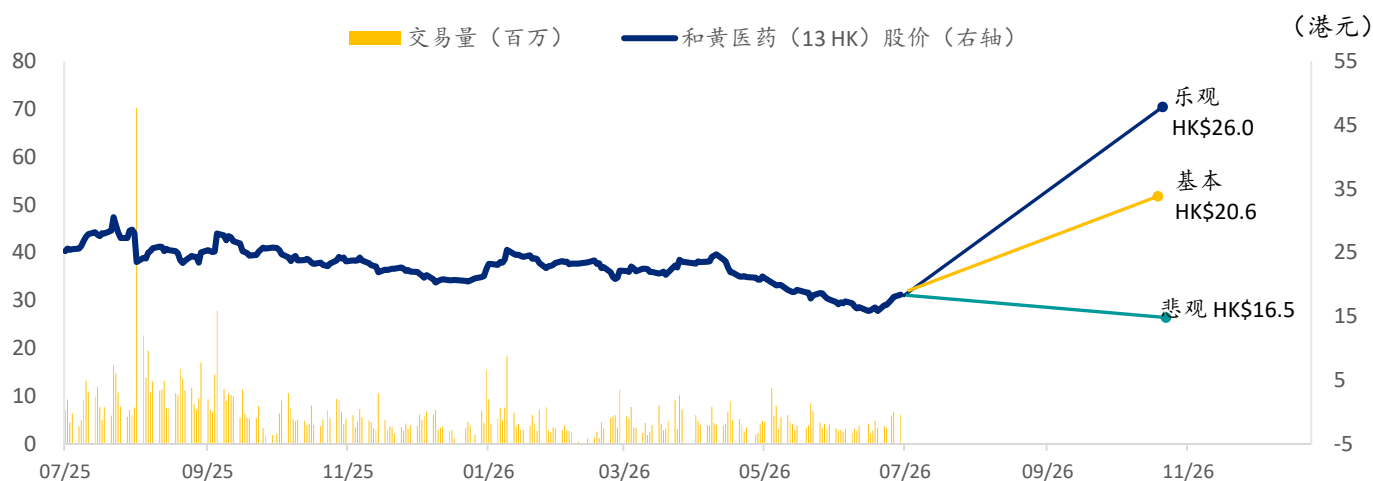
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3：市场普遍预期：和黄医药（13.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：SPDBI 情景假设：和黄医药（13.HK）



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：26.0 港元

概率：25%

- FRUZAQLA 海外商业化放量超预期；
- SAFFRON 全球三期研究顶线结果阳性，推动赛沃替尼海外注册和商业化价值逐步兑现；
- ATTC 平台早期管线临床进度超预期。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：16.5 港元

概率：25%

- FRUZAQLA 海外商业化放量不及预期；
- SAFFRON 全球三期研究数据读出不及预期；
- ATTC 平台早期管线临床进度不及预期。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

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团－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联属公司、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

