



医药行业 2026 年中期展望：全球化延续，兑现决定分化

- 本轮回撤主要受二级市场环境影响，中国创新药全球化方向未变。2025 年中国创新药完成一轮系统性估值修复；但 2026 年以来，港股生物科技板块持续回撤，涨幅较 2025 年高点明显收窄，基本面优质的头部标的亦普遍承压。我们判断，本轮调整主要来自板块风险偏好回落、流动性边际收紧与长久期资产折现率上行，而非中国创新药出海逻辑反转。国内单一市场的回报约束仍在，MNC 对外部创新资产的需求未见减弱，供需两端继续推动优质中国资产通过授权合作、NewCo、自建海外商业化与成品药出口等路径嵌入全球产业链。
- 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。
- 出海交易仍保持较高活跃度，二级市场更关注兑现质量。2026 年以来，License-out、平台合作、NewCo M&A 与 NewCo IPO 相继落地，中国资产已进入多模式出海阶段。但在板块整体回撤背景下，二级市场对远期潜在里程碑与早期管线的折现明显提高。我们认为，后续定价将更多回到近端现金强度、买方质量、权益保留和全球开发推进节奏。
- 政策风险不改变出海主线，但可能影响后续交易节奏与条款。BNSA 法案（H.R.9102）仍处立法阶段，适用范围、执行细则与过渡安排仍待明确。其短期影响更多体现为未来交易风险溢价上升、尽调周期拉长和条款安排趋于保守。交易结构越接近深度共研、平台授权、共有 IP 或 NewCo 股权安排，对潜在的政策风险的敏感度越高；自建海外商业化、成熟资产分成和成品药出口所受影响相对较低。
- 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。除首选组合外，我们亦看好康诺亚、康方生物与荣昌生物在自免、PD-1/VEGF 和肾病等扩容赛道中的增量兑现空间；恒瑞医药、信达生物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：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；地缘政治因素影响；医保谈判降价、生物类似药竞争或集采压力超预期；热点赛道竞争加剧。

季昶阳

首席医药分析师

Joule_ji@spdbi.com

(852) 2808 6434

2026 年 7 月 10 日

浦银国际

主题研究

医药行业 2026 年中期展望

目录

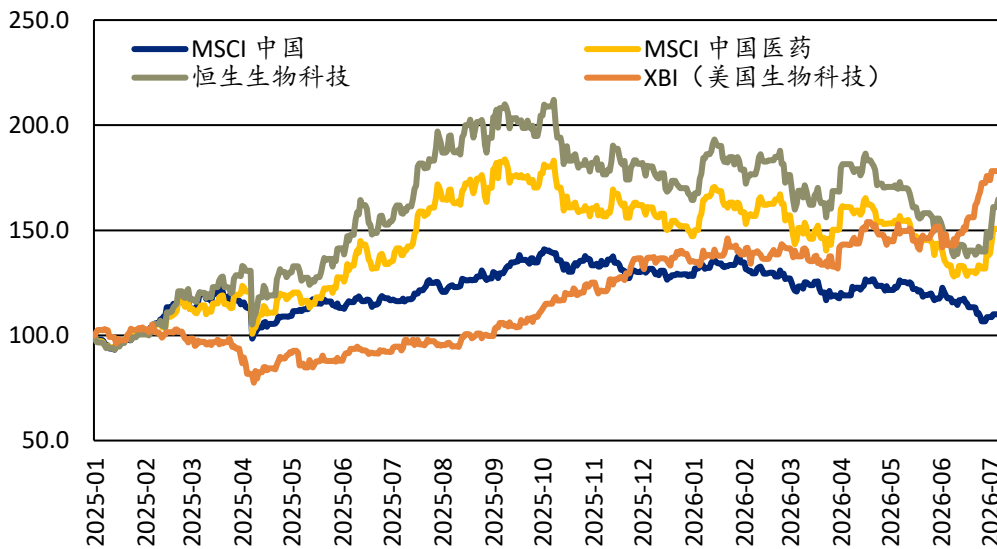
回顾：从估值修复到再定价.....	3
中国创新药出海从事件催化走向结构性验证.....	6
中国创新药结构性出海与全球创新药产业链再平衡	8
BD 事件定价：现金流质量、买方质量与政策折价.....	15
市场怎么定价：BD 事件横截面呈现的三条结论.....	15
从交易热度到现金流质量：BD 定价进入分层阶段.....	18
政策风险：从 BIOSECURE、COINS 到 BINSAs.....	21
覆盖速览：评级、配置与关键催化.....	22

回顾：从估值修复到再定价

2025 年中国创新药完成了一轮系统性估值修复，但 2026 年以来港股生科板块持续回撤，目前已基本回到 2025 年 5 月附近水平。值得关注的是，本轮回撤并不只发生在早期 Biotech 或基本面较弱的公司，部分头部或基本面质量较高的创新药公司同样承压。这说明当前市场更多反映的是板块风险偏好下降和流动性收紧。我们认为，2026 年创新药产业端出海趋势仍在，但二级市场短期尚未充分区分资产质量，后续修复顺序将受到现金流、权益留存、商业化兑现和政策风险折价等多方面因素的影响。

2025 年是中国创新药从低估值区间修复的关键年份。在 2022—2024 年连续调整后，创新药板块估值、持仓和市场预期均处于低位；随着出海授权密集落地、政策预期改善和龙头商业化能力验证，市场在 2025 年已重新定价中国创新药资产。据 Bloomberg 数据，2025 年 MSCI 中国医药指数、恒生生物科技指数均明显跑赢大盘，其中生物科技涨幅更为突出。同期，以 XBI 为代表的美国生物科技板块全年表现相对平淡，并未出现同步大幅上行。中美生物科技资产表现分化，说明本轮中国创新药行情并非单纯由全球 Biotech beta 驱动，而更多来自中国资产出海、政策预期改善与商业化兑现等本土产业催化。

图表 1：MSCI 中国、MSCI 中国医药、恒生生物科技指数与美国生物科技指数表现

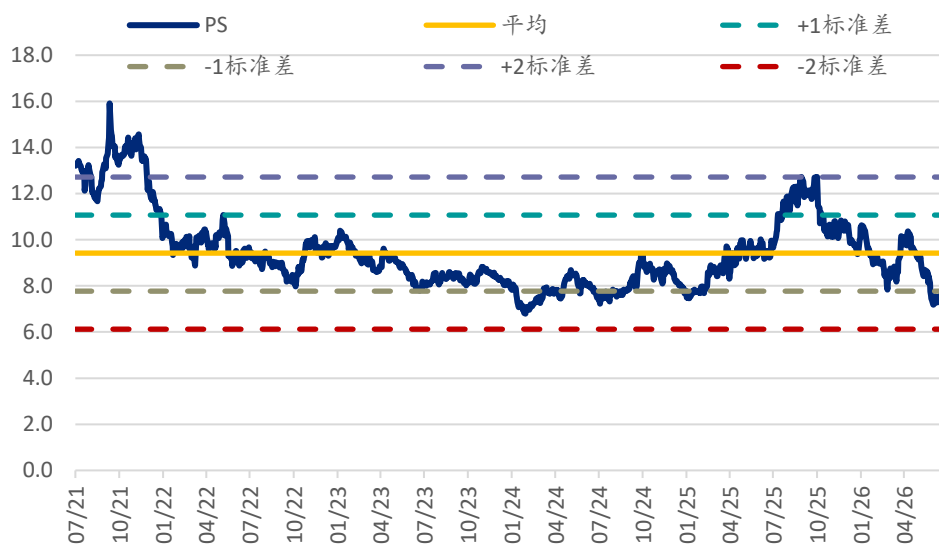


注：基日 (2025-01-01=100)，数据截至 7 月 6 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

我们认为本轮行情的核心变化，是出海从叙事进入现金流验证。根据医药魔方 NextPharma 口径，2025 年中国创新药完成 158 起 BD 出海授权交易，交易总额约 1,357 亿美元，首付款约 70 亿美元，交易数量、名义总额和首付款规模均创历史新高。我们认为，2025 年上涨主要来自低估值修复、出海授权兑现、政策预期改善和部分龙头商业化能力验证。

进入 2026 年后，创新药产业端出海高景气仍在，但二级市场对港股生科板块的风险溢价明显上行。观察港股生科相关指数，板块年初以来持续承压，股价水平已回落至 2025 年 5 月附近；部分头部公司及基本面质量较好的公司的股价同样回调，这表明本轮调整并非单纯由个股基本面恶化驱动。我们认为，短期股价表现更多反映出资金风险偏好下降、板块久期资产折现率上行和港股内部资金风格切换，而非中国创新药全球化趋势反转。

图表 2：港股创新药行业五年市值加权 PS ratio 历史曲线



注：数据截至 7 月 6 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

我们认为，本轮回撤主要受到四方面因素影响。第一，2025 年创新药板块涨幅较大，低估值修复和出海主题扩散带来的阶段性收益已有所兑现；第二，2026 年前六个月南向资金虽总体上仍维持年内净流入，但行业配置出现明显分化，医药生物板块边际承压，资金更多流向半导体、硬件科技、金融和能源等方向；第三，生科资产现金流久期较长，远期里程碑、海外 Royalty、临床读出和早期管线在市场风险偏好下降时更容易被提高折现率；第四，港股医疗股供给较多，同时受海外生物医药相关地缘政治法案的影响，市场对未来出海交易的节奏、条款和权益结构给予了更高的风险折价。

上述压力更多集中于中国资产自身，而非全球生物科技风险偏好的同步收缩。2026 年上半年，以 XBI 为代表的美国生物科技板块在小型并购活跃、降息预期升温及药品定价规则边际明朗的支撑下阶段性走强，并一度接近过去一年高位；同期港股生科板块则明显回调，累计表现显著落后。中美生物科技资产价格走势的背离，说明港股创新药回撤难以简单归因于全球风险偏好收缩，其压力更可能来自南向资金配置切换、港股供给扩张及地缘政策折价等本地因素。近期港股创新药已有企稳回升迹象，与 XBI 的表现差距有所收窄，显示前期折价并非完全由基本面恶化驱动；我们倾向于将其理解为阶段性风险溢价上行，而非行业长期估值中枢的永久性下移。



从产业端看，跨国药企“专利悬崖”和外部创新需求并未消失，中国资产在 ADC、双抗/TCE、PD-1/VEGF 以及部分代谢和自免平台上的供给能力仍在提升；同时，国内支付端约束和一级市场融资收缩，也继续推动优质资产通过出海获取非稀释性现金流。2026 年以来，License-out、平台合作及 NewCo 模式（并购与上市）仍在持续落地，这表明中国创新药资产融入全球研发与商业化体系、并实现海外价值变现的长期趋势并未改变。二级市场回撤削弱的是交易热度和估值弹性，但并未改变 MNC 对差异化中国资产的中长期需求。

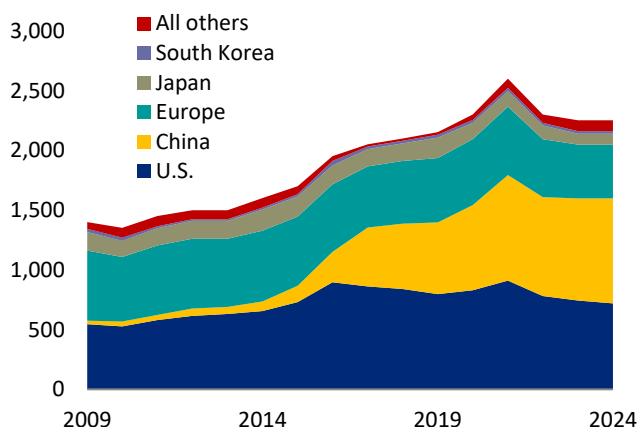
估值回落后，市场对出海交易和早期管线的定价态度转向审慎，现金流质量取代交易流量成为核心变量。2025 年的估值修复已将部分 BD 预期计入股价；进入 2026 年后，远期或有里程碑付款、早期管线和未落地的海外商业化分成将被给予更高折现，股价反应更依赖首付款相对市值的强度、买方后续投入、权益保留、销售分成水平、开发责任划分和里程碑可达性。我们认为后续更具定价支撑的，是已经到账或高确定性的首付款、能够持续确认的国内商业化收入及海外销售分成，以及由高质量 MNC 持续投入资源推进的关键临床和注册节点。

中国创新药出海从事件催化走向结构性验证

在医保控费常态化、商业健康险增量资金仍处于培育期的背景下，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 的重要路径之一。

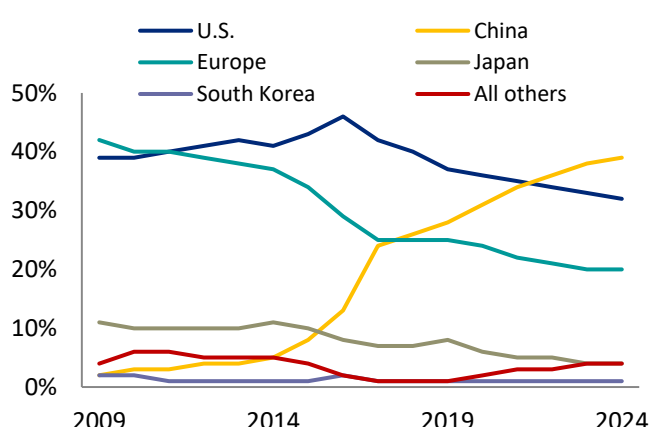
2009-2024 年，中国总部的药企发起的肿瘤临床试验数量占全球份额指数级攀升，从初期的仅 2% 大幅飙升至 2024 年的 39%。伴随产业景气度的持续高涨，中国不仅贡献了全球绝大部分的增量规模，份额上更全面反超美国（32%）与欧洲（20%），跃居全球第一。

图表 3：2009-2024 年全球肿瘤临床试验启动数量（按公司总部所在地划分）



资料来源：IQVIA、浦银国际

图表 4：2009-2024 年全球肿瘤临床试验启动占比 (%)（按公司总部所在地划分）



资料来源：IQVIA、浦银国际

中国资产成为 MNC 标准的外部创新来源。2026 年 JPM 大会前后多项中国资产交易集中落地，这表明中国创新药出海已从偶发 License-out，转向多模式、体系化输出。我们认为，这一变化体现了中国资产开始被更系统地纳入 MNC 的研发补强和管线生命周期管理。

AbbVie 引进荣昌生物 RC148 是 JPM 2026 前后最具代表性的中国资产交易之一，也进一步验证了 PD-1/VEGF 双抗方向的全球关注度。Top MNC 愿意以较高的近端现金成本参与中国 IO 双抗全球开发，这意味着该机制已从中国临床数据验证进入全球产业验证阶段。此外，Novartis 同日（2026 年 1 月 12 日）亦宣布两笔和中国资产相关的交易（SciNeuro Pharmaceuticals, Zonsen PepLib）。我们观察到在全球大医药产业链中，较高临床执行效率和快速的概念验证（POC）达成周期已经成为中国创新药资产的优势。

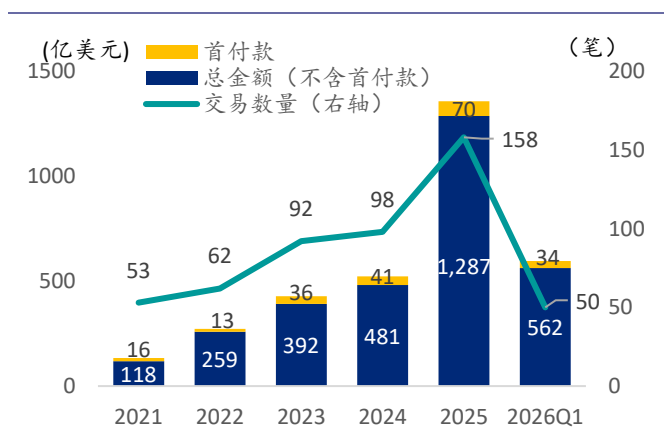
图表 5: JPM 2026 期间代表性中国创新药 BD 交易

日期	Licensee 收购方	Licensor 标的	资产/机制	首付款 (USD mn)	总额 (USD mn)
2026-01-12	AbbVie	RemeGen	RC148 (PD-1/VEGF 双抗), 晚期实体瘤 (NSCLC、CRC)	650	5600
2026-01-12	Novartis	SciNeuro Pharmaceuticals	新一代 A β 靶向抗体项目 (结合 BBB shuttle 技术), 阿尔茨海默病	165	1665
2026-01-12	Novartis	Zonsen PepLib	多肽放射性配体疗法 (Peptide RLT) 肿瘤	50	NA

资料来源: 公司资料、浦银国际

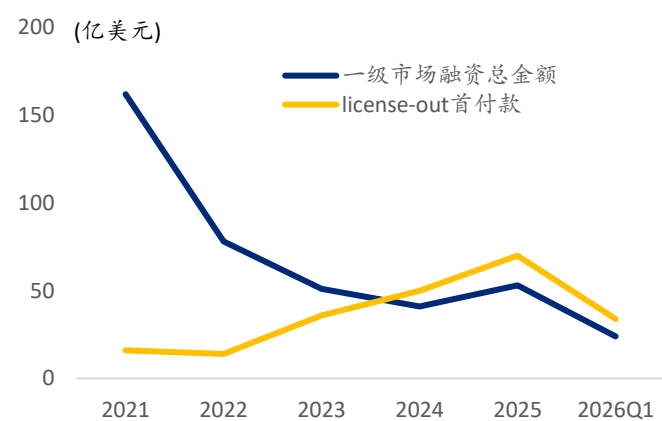
1Q26 中国创新药 License-out 交易总额已超 2024 年全年，多元出海路径进入验证期。据医药魔方，1Q26 中国创新药企业 License-out 交易达 50 起，首付款近 34 亿美元，总金额为 596 亿美元。首付款规模已超过同期一级市场融资额，成为产业融资环境收缩期的重要外部现金来源。

图表 6: 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 7: 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 NewCo IPO 融资集中出现，使中国创新药“出海”从单一 License-out 标签，演进为权益、现金流、区域权利和控制权安排的组合。

图表 8：2026 中国创新药资产 License-out 代表性交易

日期	交易双方	资产/治疗领域	金额（上限 / 首付或融资额 / 占比）	交易模式
2026-01-30	Astra Zeneca-石药集团(1093.HK)	8 个候选项目+Liquid Gel 月制剂平台+AI 多肽设计能力—肥胖与糖尿病等代谢领域	18,500 / 1,200 / 6.5%（百万美元）	多项目及平台型授权合作。AstraZeneca 取得 8 个项目的大中华区外权益，并接入石药 LiquidGel 月制剂及 AI 多肽设计能力。交易包括 12 亿美元首付、最高 35 亿美元研发及监管里程碑、最高 138 亿美元销售里程碑及分级销售提成。
2026-02-08	礼来-信达生物 (1801.HK)	多项肿瘤及免疫创新项目	8,850 / 350 / 4.0%（百万美元）	“China PoC+全球开发”战略合作。信达负责相关项目由概念阶段推进至中国 II 期临床完成，礼来取得大中华区外全球独家权益；信达保留大中华区权益并享有海外分级特许权使用费。合作于 2026 年 3 月 24 日正式生效。
2026-03-23	Gilead 收购 Ouro Medicines；康诺亚 (2162.HK) 为约 15%股东及 CM336 授权方	CM336 / OM336（gamgertamig），BCMA×CD3 TCE；自身免疫疾病	2,175 / 1,675 / 77.0%（百万美元）	NewCo M&A 闭环。Gilead 于 2026 年 6 月完成 Ouro 收购。康诺亚预计因出售约 15%股权取得约 2.5 亿美元交割付款及最高约 0.7 亿美元或有付款，同时继续保留原协议项下最高 6.10 亿美元里程碑及分级销售提成。
2026-04-17	Kailera Therapeutics Nasdaq IPO；恒瑞医药（600276.SH / 1276.HK）为股东及资产授权方	ribupatide 等代谢管线；肥胖及相关代谢疾病	基础融资 625；含超额配售 718.75（百万美元）	NewCo 独立上市及融资路径验证。2024 年恒瑞获得 1 亿美元首付、1,000 万美元技术转移费及发行时 19.9%股权，并保留最高 59.25 亿美元里程碑及销售提成。IPO 及全额超额配售后，恒瑞持股比例约 8.9%；本次为 Kailera 增发新股，恒瑞并未实现股权退出。

资料来源：公司资料、浦银国际

● 中国创新药结构性出海与全球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。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推-拉（push-pull）框架：国内支付端控费与管线拥挤形成推力，美国侧大药企专利悬崖压力和远期收入缺口、政策控费压力及跨市场资本成本差异形成拉力。

图表 9：中国创新药出海的四因素推-拉框架

中国创新药出海：四因素推-拉框架



资料来源：浦银国际

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

NRDL、DRG/DIP 等支付机制在保障医保基金安全的同时，也重塑了创新药在国内市场的定价边界。对同质化资产而言，国内商业化现金流难以覆盖持续研发与销售投入；对 First-in-class/Best-in-class (FIC/BIC) 资产而言，尽管临床价值较高，若缺乏海外权益变现，其峰值销售和回报上限仍可能受到国内支付能力约束。

NRDL：Me-too 资产承压，FIC/BIC 的峰值销售的天花板被压缩。 历经多年常态化谈判，中国创新药首发纳入降幅已稳定在 60%-70%。竞争激烈的 Me-too 资产生命周期回报率快速被挤压；FIC/BIC 资产虽然有望凭借头对头优效数据获取更高市占率，但在国内年治疗费用的隐形天花板下，其商业化回报仍需要通过海外授权、联合开发或区域权益拆分来放大。

DRG/DIP：院内支付刚性约束进一步限制高溢价空间。 DRG/DIP 支付体系的全面推行，标志着院内结算逻辑由传统的按项目付费向全病程综合成本管控转型。在 DRG/DIP 支付框架下，即便是高临床价值的创新药，若定价无法在卫生经济学维度降低全生命周期的治疗成本（如降低 ICU 或并发症处置费用），其也将不可避免地转化为院内运营的成本，进而遭遇临床处方受限的压力。这种支付端刚性约束，意味着单一本土市场难以兑现高昂的超额创新溢价，并在底层财务逻辑上压制了管线资产在国内市场的利润上限。

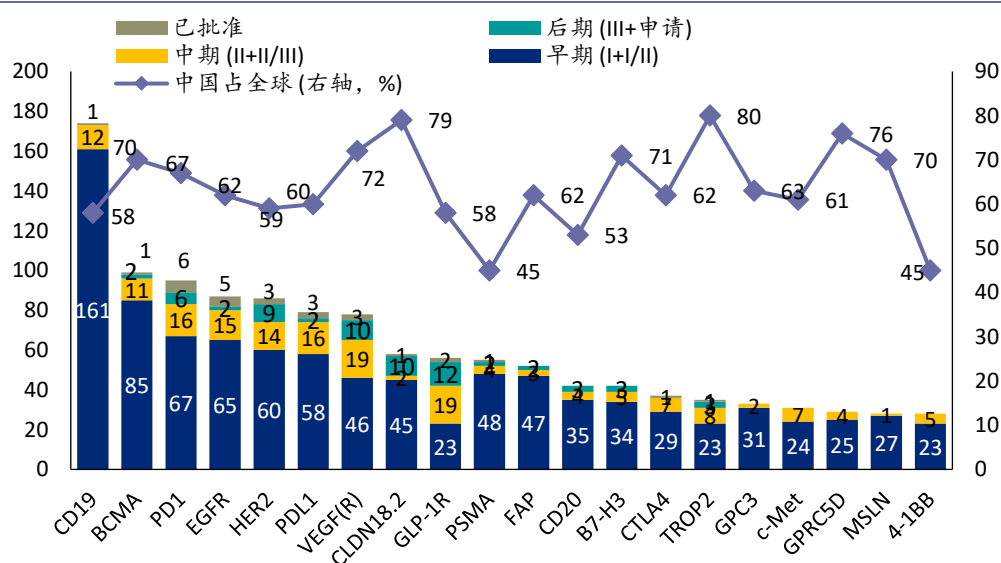
推力二：核心靶点管线高度拥挤，海外去化已成为同质化供给的必然出口。

从靶点及作用机制维度，国内在研资产同质化仍然突出。出海不仅是融资需求，也是同质化供给出清的必然结果。

据医药魔方数据，2018-2025 年间中国首次进入临床的原研管线虽覆盖了 843 个靶点，TOP20 靶点聚集了多达 1,028 款产品，但管线集中度达 26.7%（对比全球 18.2%的水平），靶点同质化竞争激烈。而在部分核心赛道，如已验证靶点（BCMA、VEGF/R 体系），新兴靶点（TROP2、CLDN18.2、GPC5D、B7-H3），中国在研管线在全球占比均突破了 70%水平。

考虑到创新药市场通常呈现较强的头部集中效应，尾部同质化管线在国内市场的商业化空间相对有限。国际市场经验显示，成熟创新药赛道往往由少数头部品种占据主要份额，PD-1、HER2 ADC、GLP-1/肠促胰素类药物等领域均体现出较强的先发优势、指南地位和商业化集中度。对国内企业而言，当同一靶点或相邻机制资产快速堆积，后续竞争将不只体现在临床数据，也会进一步传导至医保准入、价格谈判、医生认知和商业化资源配置。由此看，国内单一市场难以承接所有热门靶点管线，海外授权、联合开发和区域权益拆分，正成为具备差异化资产的企业实现外部承接和价值重估的重要路径；与此同时，缺乏明确临床优势的尾部管线将面临更高的出清压力。

图表 10：中国 TOP20 靶点:临床阶段分布+中国管线在全球占比（2018-2025 年）

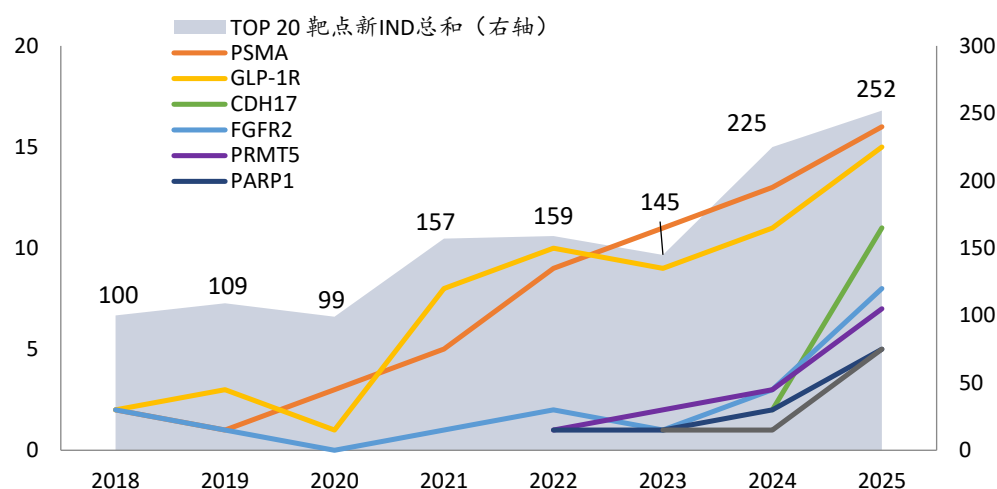


注：2018 至 2025 年期间，首次进入临床的所有管线总计。

资料来源：医药魔方、浦银国际

立项跟随周期压缩，热门靶点的 IND 在加速。医药魔方数据显示，TOP 20 靶点的赛道上，每年新进入的临床试验的产品数量已从 2018 年的 100 项攀升至 2025 年的 252 项，8 年间实现 2.5 倍扩张，复合年增长率（CAGR）达 14%。新兴靶点如 CDH17、FGFR2、PRMT5、PARP1 及 Lp(a) 等在 2024-2025 年间密集涌现。其中，CDH17 在经历 2018-2023 年的立项真空期后，于 2025 年单年录得 11 项新增 IND，这显示出国内企业对全球早期 PoC 方向的跟随周期已压缩至 12-18 个月。

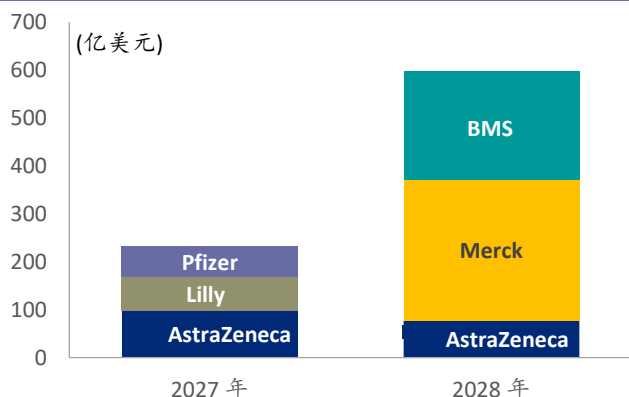
图表 11: 2018-2025 年度新进入临床试验的管线的趋势



资料来源: 医药魔方、浦银国际

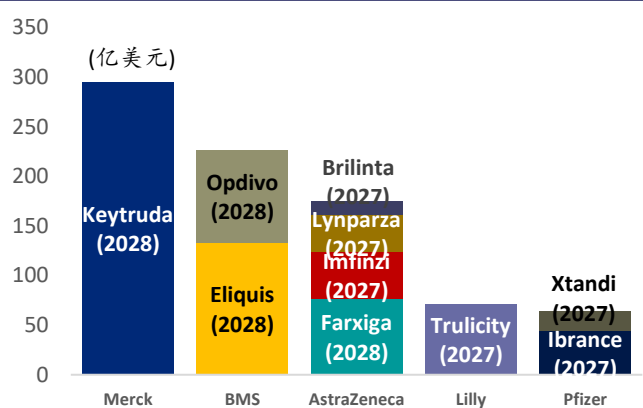
拉力一: MNC 专利悬崖形成清晰的收入缺口, 放大对外部创新的需求。据 IQVIA, 在 10 大发达市场中, 2025-2029 年因专利到期被侵蚀的品牌药价值约为 2,200 亿美元(小分子约 1,770 亿美元、生物药约 430 亿美元)。我们看到, 仅在 2027-2028 两年, 5 家 MNC 有至少 10 款核心资产面临专利悬崖压力, 其 2024 年合计销售额约 830 亿美元。Merck (Keytruda)、Regeneron (Eylea) 与 BMS (Eliquis、Opdivo) 集中风险最高, 这三家公司也成为近年中国资产的核心买方。

图表 12: 2027-2028 年面临仿制药冲击的 MNC 的核心产品销售额 (药品销售按 2024 年计)



资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 13: 2027-2028 年 MNC 面临仿制药冲击的药品 (药品销售按 2024 年计)



资料来源: 公司资料、浦银国际

MNC 所面对的 LOE 的压力, 影响了 MNC 对外部资产的需求程度。Merck (Keytruda 占制药收入约 55%)、Regeneron (Eylea) 和 BMS (Eliquis 与 Opdivo 于 2028 年前后面临到期压力) 集中风险较高; J&J 通过 Tremfya 等多产品组合对冲风险; Lilly 和 Novo Nordisk 依托 GLP-1 收入体量部分抵消 LOE 影响。我们认为, 近几年中国创新药核心买方多集中于“远期收入缺口清晰、内部管线不足、具备 BD 执行能力”的 MNC。这些 MNC 亟待对冲 LOE 风险的战略诉求, 构成了中国创新药资产持续出海的核心底层逻辑, 也为高质量国产管线的海外价值重估提供了坚实支撑。

图表 14：全球主要跨国药企(MNC)引进中国创新药资产概览(2022–2026)

MNC	累计交易上限 (亿美元)	累计首付/股 权 (亿美元)	代表性中国 BD 交易 (均以亿美元计)
Merck/默沙东	约 73 (2024–25 三笔) 另科伦 2022 三笔 ADC 约 93	约 9.0	· LaNova/礼新 MK-2010 (LM-299) PD-1/VEGF 双抗(2024-11; 总额 32.9、首付 5.88 + 技术转移里程碑 3.0 [2025Q3 达成]) · Hansoh/翰森 MK-4082 口服 GLP-1 (HS-10535) (2024-12; 总额 20.1、首付 1.12) · Hengrui/恒瑞 MK-7262 Lp(a)口服小分子 (HRS-5346) (2025-03; 总额 19.7、首付 2.0)
AstraZeneca / 阿斯利康	约 350–380 (≈369)	约 20–22	· KYM (康诺亚/乐普合资) CMG901 CLDN18.2 ADC (2023-02; 总额 11.6、首付 0.63) · LaNova/礼新 LM-305 GPRC5D ADC(2023-05; 总额 6.0、首付 0.55) · Eccogene/诚益 ECC5004 口服 GLP-1(2023-11; 总额 19.85、首付 1.85) · CSPC/石药 YS2302018 口服 Lp(a) (2024-10; 总额 20.2、首付 1.0) · Harbour/和铂 次代多特异性抗体平台 (2025-03; 总额 46.8、首付约 1.75 含 9.15% 股权) · CSPC/石药 AI 慢病/免疫多靶点(2025-06; 总额 53.3、首付 1.1) · Jacobio/加科思 JAB-23E73 泛 KRAS(2025-12; 总额 20.15、首付 1.0) · CSPC/石药 8 款减重/GLP-1 资产+LiquidGel+AI 多肽 (2026-01-30;总额 185=首付 12+R&D 里程碑 35+销售里程碑 138; 中国 license-out 史上最大单笔)
BMS / 百时美施贵宝	约 370	约 29 (计 BNT327 非或有则≈49)	· SystImmune/百利天恒 BL-B01D1 EGFR×HER3 双抗 ADC(2023-12;总额 84、首付 8.0+近期 5.0;BMS 最大中国交易) · BioNTech(资产源自普米斯/Biotheus)BNT327/PM8002 PD-L1/VEGF 双抗(2025-06;总额约 111、首付 15+非或有 20) · Hengrui/恒瑞 13 项目战略合作(2026-05-12;总额 152、首付 6.0+一/二周年各 1.75,近期对价 9.5) · LaNova/礼新 LM-302 CLDN18.2 ADC(经 Turning Point;2022-05,首付 0.25、含销售里程碑>10)
AbbVie / 艾伯维	约 75–80	约 7.8	· Zelgen/泽璟 ZG006/alveltamig DLL3 三特异性 TCE(2025-12-30;总额 11.75、首付 1.0+近期 0.6) · RemeGen/荣昌 RC148 PD-1/VEGF 双抗(2026-01-12;总额 56、首付 6.5) · Haisco/海思科 Nav1.8 疼痛(HSK55718 等)(2026-04-13;总额 7.45、首付 0.3+近期 0.1)
GSK / 葛兰素史克	约 163	约 7.7	· Hansoh/翰森 两笔 ADC(2023 H2):HS-20089 B7-H4 ADC(2023-10;总额 15.7、首付 0.85)+ HS-20093 B7-H3 ADC(2023-12;总额 17.1、首付 1.85),合计总额约 32.8 · DualityBio/映恩 ADC(2024-12;总额约 10) · Hengrui/恒瑞 HRS-9821 PDE3/4(COPD)+11 项 options(2025-07-28;总额 120、首付 5.0)
Pfizer / 辉瑞	约 60.5	约 13.5	· 3SBio/三生 SSGJ-707 PD-1/VEGF 双抗 (2025-05;总额 60.5=首付 12.5+里程碑 48;另股权 1.0+中国选择权 1.5)
Novartis/诺华	约 113	约 5.6	· Argo/铂望 siRNA 第 1 笔 (PCSK9 心血管) (2024-01;总额 41.85、首付 1.85) · Argo/铂望 siRNA 第 2 笔 (2025-09;总额 53.6、首付 1.6) · SciNeuro/思鹏 de novo Aβ 抗体(阿尔茨海默)(2026-01-12;总额 16.65、首付 1.65) · Zonsen/中山众生 PepLib 多肽放射配体(2026-01-12;首付 0.5)
Roche/罗氏	约 32–35 (计 Regor 首付则上修)	约 7.3 (未含 Regor)	· JeminCare/济民可信 AR 降解剂(2022;未披露) · Zion HER2 TKI(2023;未披露) · MediLink/宜联 YL211 c-Met ADC(2024-01;未披露) · Regor/瑞格 CDK 抑制剂(RGT-419B 等,乳腺癌)(2024-09;收购、首付 8.5) · Innovent/信达 IBI3009 DLL3 ADC(2025-01;总额 10.8、首付 0.8) · Hansoh/翰森 HS-20110 CDH17 ADC(2025-10;总额 15.3、首付 0.8) · Innovent/信达 呼吸双抗(2025-10;>10 biobucks) · MediLink/宜联 YL201 B7-H3 ADC(2026-01-08;首付+近期 5.7)

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 IRA《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%，J&J 估算其 Part D 改革单年冲击约 20 亿美元），推动 MNC 以外部 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 15：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、Trellegy、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



一级市场融资收缩放大了早期资产的流动性折价，并改变了跨境 BD 的议价结构。近期交易中，MNC 往往以相对较低的近端现金成本锁定中国临床 I/II 期或已完成 PoC 资产的海外权益；临床、注册和商业化不确定性则通过里程碑和 Royalty 继续与卖方分担。

然而美国监管端正在形成一股与市场套利需求相悖的政策阻力。这股阻力虽未实质性阻断跨国药企的扫货意愿，却为出海授权模式的长期可持续性设定了隐形上限。继针对底层供应链的 BIOSECURE 法案与限制资本出境的 COINS 法案之后，2026 年 6 月最新提出的 BINSa 法案草案，拟将药物授权、合资建厂及知识产权交易全面纳入审查范围，监管矛头直指跨境商业的底层交易结构。尽管该法案尚处博弈阶段，实质性落地预期指向 2027 至 2028 年，但其当期效应已显著放大了交易的不确定性溢价。这种不确定性的影响并非让跨境交易瞬间陷入停摆，而是推动尽调周期的被动拉长、支付结构的进一步保守化，以及让买方在首付款谈判中握有更深度的压价筹码。

BD 事件定价：现金流质量、买方质量与政策折价

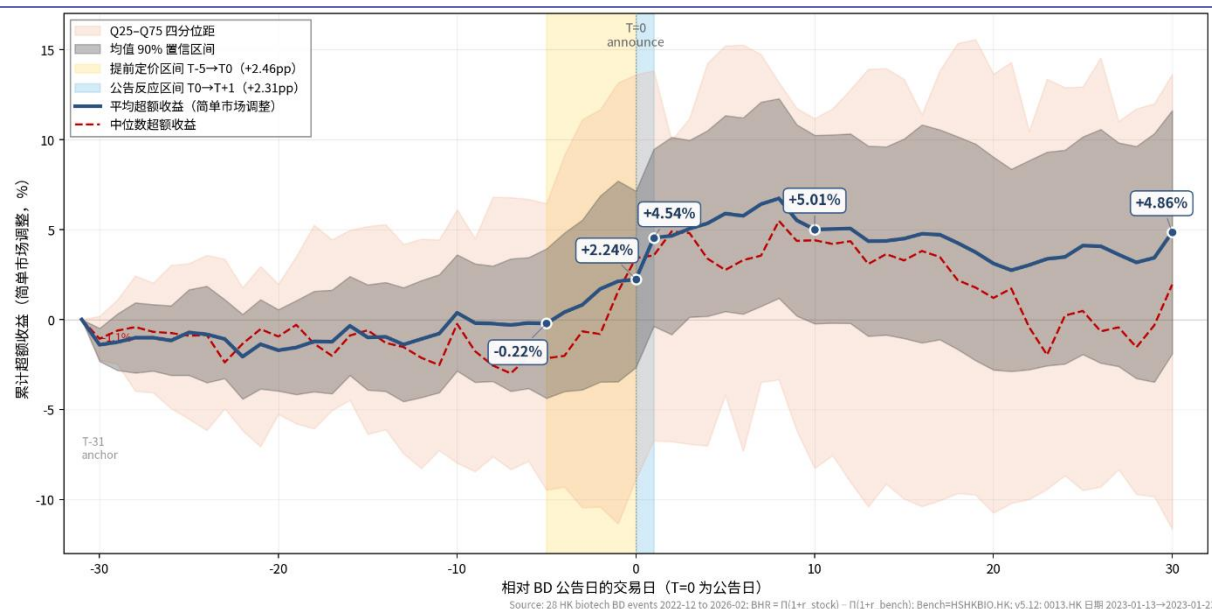
我们观察到市场对中国创新药出海的定价正在从“板块 Beta”转向“个股 Alpha”。早期行情更多奖励 BD 数量和交易总额；进入 2026 年后，资金开始更看重首付强度、买方质量、Franchise 契合度、资产差异化以及地缘敏感度。换言之，BD 不再是“有交易就涨”的线性催化，头部资产因稀缺性和 MNC 竞购可获得更高定价，长尾资产则面临可售性下降甚至难以出售的风险。

● 市场怎么定价：BD 事件横截面呈现的三条结论

判断产业逻辑是否被定价，最直接的依据是 BD 公告前后的股价行为。我们以 2022 年 12 月至 2026 年 2 月期间的 28 笔代表性 License-out 事件为样本，建立公告前后的累计超额收益（Simple Market-Adjusted BHR）路径。该样本仅用于观察市场定价行为，而非因果识别或可交易收益预测；在这一前提下，数据呈现出三条相对稳定的结论。

第一，市场对 BD 的定价极快且高度前置。这 28 笔事件 T+30 的平均超额收益为+4.86%、中位数为+1.94%，而 T-5 至 T+1 的 6 个交易日贡献了约 98% 的样本内涨幅。这意味着多数 BD 利好在正式公告前后已被充分兑现，涨幅高度集中于公告窗口。

图表 31：28 笔代表性 License-out BD 公告前后的平均超额收益路径

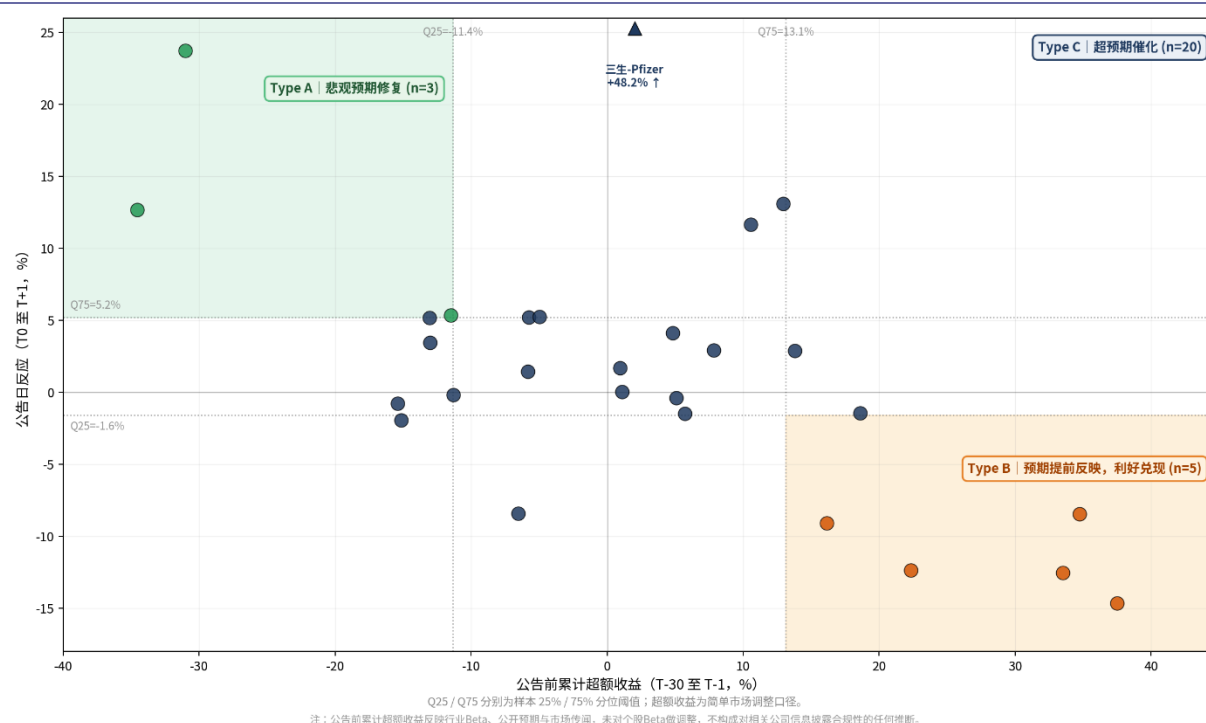


资料来源：Bloomberg、浦银国际

注：28 笔代表性 BD 事件的平均超额收益路径，90%置信区间（灰带）、Q25 - Q75 四分位距（浅桃色带）、中位数（红色虚线）、T-5（T 为事件日）至 T=0 提前定价区间（黄色）、T=0 至 T+1 公告反应区间（浅蓝）。锚点 T-31=0。样本筛选（n=28）：自港股 40 笔 BD 全集中，按以下四道标准筛选，(1) 香港 18A 上市 biotech（具备单一上市地的连续日频股价序列，并以跟踪恒生香港上市生物科技指数的 ETF 为基准）；(2) 对外授权或战略 BD 的公告事件（license-out / strategic / co-dev-hybrid），不含终止、撤回、引进及并购；(3) 具备干净的 ±30 个交易日窗口，窗口内无其他重大公司事件污染；(4) 公告区间为 2022 年 12 月至 2026 年 2 月。筛选以数据可得性为准，非按交易规模或质量人为挑选。超额收益计算采用 Simple Market-Adjusted BHR（隐含 $\beta=1$ 、 $\alpha=0$ ），描述市场反应特征，非交易模型，亦未做 beta 调整。事件日口径：T=0 取正式公告日 / 交易所披露日。对部分案例（如 0013.HK 因公告日落在香港农历新年假期，实际 T=0 取前一交易日 2023-01-20、T+1 取 2023-01-26），pre/post 拆分可能受影响。

第二，个股表现显著分化，呈现三种典型交易形态。尽管 BD 事件为医药板块总体带来了正向的资产重估效应，但在微观层面，个股的股价演绎却呈现出显著的分化。基于公告前 30 日与公告后 1 日的累计超额收益率（以样本的上下四分位数为阈值），我们将这 28 笔 BD 事件的市场博弈客观拆解为三种典型模式：Type A（悲观预期修复）共 3 笔（占比 11%），表现为标的前期跌幅较深，借由 BD 事件的催化在公告后迅速反弹；Type B（预期提前反映，利好兑现）共 5 笔（占比 18%），呈现出典型的“Buy on rumors, Sell on news”特征，即资金在公告前显著抢跑，公告落地当日迅速遭遇获利盘兑现；Type C（超预期催化型）共 20 笔（占比 71%），表现为前期未被市场充分预期与定价，公告落地后迎来了强劲且持续的事件驱动型上涨。Type C 这类标的构成了本轮 BD 行情的主力军。

图表 32：28 个代表性 BD 事件 Pre 30 和 Post 1 期间超额收益散点图



资料来源：公司公开数据、浦银国际

注：横轴为公告前累计超额收益 (T-30 至 T-1)、纵轴为公告日反应 (T0 至 T+1)，均为简单市场调整口径累计超额收益（隐含 $\beta=1$ ），样本筛选与方法学提示同图表 31。Q25/Q75 为样本相应指标的 25%/75% 分位阈值——横轴 Q25=-11.4%、Q75=+13.1%，纵轴 Q25=-1.6%、Q75=+5.2%。三类反应范式据此划分：悲观预期修复 (Type A: 横轴<Q25 且纵轴>Q75, n=3)、预期提前反映，利好兑现 (Type B: 横轴>Q75 且纵轴<Q25, n=5)、超预期催化 (Type C: 其余, n=20)。三生制药 (1530.HK)——辉瑞纵轴达+48.2%，为纵轴外极值，于图顶标注。公告前累计超额收益反映行业 Beta、公开预期与市场传闻，不构成对相关公司信息披露合规性的推断。

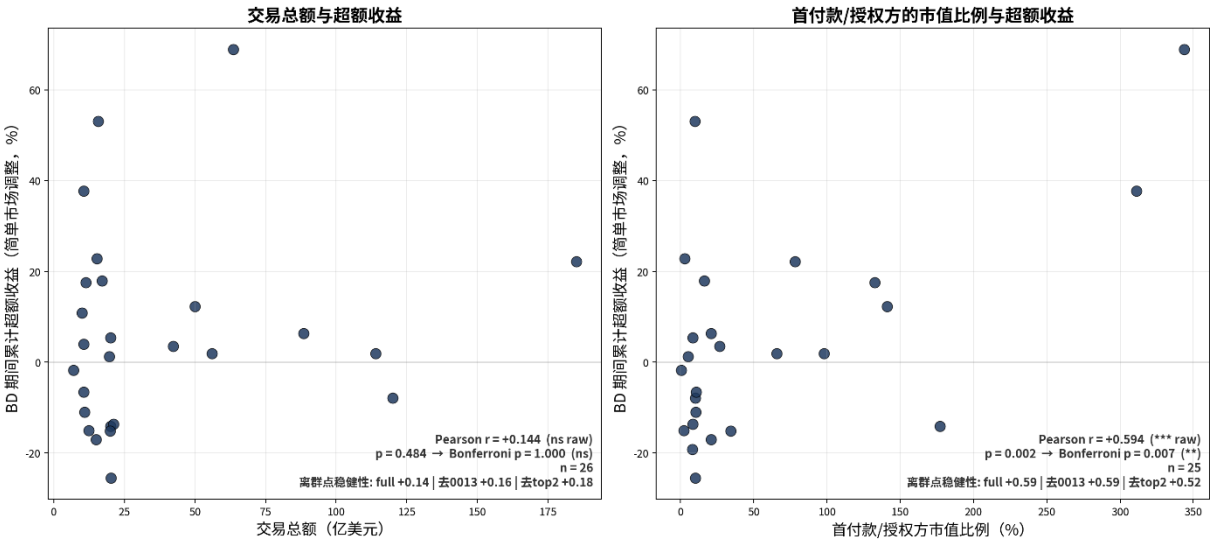
第三，市场奖励买方质量与首付承诺，但并不奖励交易总额。在四个交易变量中，交易总额与超额收益相关性较弱，更多承担新闻叙事功能；首付款、首付款/总额比例和首付款/市值比例对股价反应的解释力更强，其中首付/市值比例是影响比较强的变量。原因是总交易额大部分由研发、监管和销售里程碑构成，兑现依赖临床成功率、MNC 管线优先级、商业化执行以及长期销售达标，不能等同于中国公司的即时现金流。

图表 33：交易总额、首付款、首付/总额比例、首付/市值比例与 BD 期间的股价表现

因子	Pearson 相关性	显著性	样本量	投资含义
交易总额	$r=+0.150$	$p=0.485$	$n=26$	公告上限值主要承担叙事功能，远期 milestone 需重新折现
首付款	$r=+0.444$	$p=0.026$	$n=25$	现金流入越大，对资产负债表修复越直接
首付/总额比例	$r=+0.362$	$p=0.082$	$n=24$	方向有参考价值
首付/市值比例	$r=+0.594$	$p=0.002$	$n=25$	影响较强，直接度量近端现金流入相对公司市值的边际影响

资料来源：医药魔方、浦银国际

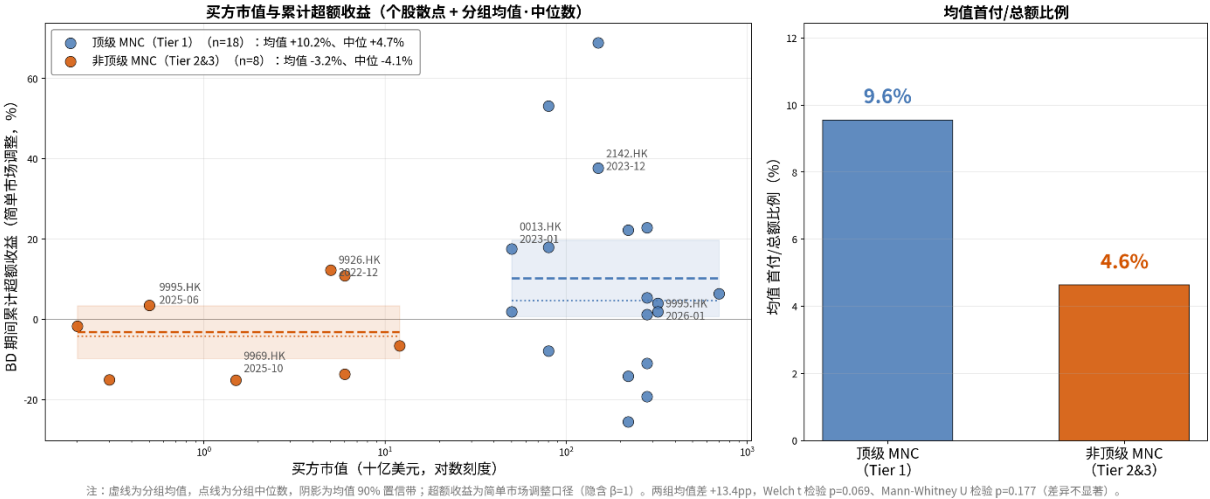
图表 34：交易总额、首付/市值比例与 BD 期间的股价表现



资料来源：公开资料、浦银国际

买方质量是资产质量、全球开发确定性与近端现金流入的综合信号。Top MNC 买方不仅意味着更强的首付能力，还意味着更严苛的尽调、更高的全球开发优先级、更完整的注册和商业化资源。如果买方缺乏对应治疗领域 Franchise，或自身商业化与融资能力有限，即使交易总额较高，市场也会对其兑现能力给予折价。

图表 35：BD 买方类型和 30 日累计超额收益的关系（样本内观察）



注：28 个交易中，有两个交易因为买方标注缺失而剔除。资料来源：医药魔方、浦银国际

数据表明,Top MNC 买方对应的 18 笔事件 30 日累计相对收益均值为+10.20%,非 Top MNC 买方合计 8 笔均值约为-3.2%。同时,Top MNC 买方平均首付款/交易总额比例为 9.6%,显著高于非 Top MNC 组的约 4.6%,显示买方质量也与近端现金支付比例相关。

● 从交易热度到现金流质量: BD 定价进入分层阶段

一项资产能否成交、以什么价格成交,并不只取决于资产本身质量,也取决于它是否匹配了一个有明确采购动机的买方。我们认为,MNC 采购逻辑的优先级从高到低大致为:LOE 缺口的紧迫度,强势科室与 Franchise 契合程度,资产负债表与评级约束。

专利悬崖的压力推动是 MNC 外部采购主要因素。我们统计,2027-2028 两年 5 家头部 MNC 至少 10 款核心资产集中承压,其 2024 年合计销售额约 830 亿美元。落到单品并结合各公司年报,Keytruda 2025 年约占 Merck 总收入 49%(占制药分部约 55%)、并于 2028 年到期;BMS 的 Eliquis 与 Opdivo 2025 年合计约占其总收入 51%、亦集中于 2028 年前后。AstraZeneca、BMS 稳居中国 BD 累计敞口前二,Merck 于 2024-2025 年集中加码跻身前列——它们的采购焦虑是结构性的。

MNC 的核心治疗领域影响了其外部资产承接能力和 BD 交易的筛选方向。EY Firepower 2026 显示,整体仅 32%的交易达到全部的预期收入目标,收购方原本已具备较强基础的治疗领域,后续兑现概率通常更高。这表明 MNC 并不只是寻找成功的资产,更关注该资产能否嵌入自身既有的临床开发、注册、医学事务和商业化体系。一个既有优势治疗领域,通常对应现成的销售团队与 KOL 网络、监管沟通经验、临床开发基础设施、联合疗法组合、支付方关系以及全球商业化路径。因此,MNC 在寻找外部资产的时候,往往更愿意在自身已经活跃、具备承接能力的方向上下补充创新资产,而不是跨界买入一个短期难以放大的全新领域的创新资产。

这也解释了近期中国 BD 资产的买方分布。Merck 围绕 Keytruda 周期补强 IO;BMS 围绕 Opdivo/Eliquis 缺口加强 IO、肿瘤和免疫;AstraZeneca 围绕肿瘤与心肾代谢扩展;AbbVie 在免疫、肿瘤、神经和疼痛方向补位;辉瑞在完成 Seagen 收购、强化 ADC 平台后,引进三生制药 SSGJ-707 等 PD-1/VEGF 双抗资产,也可理解为围绕肿瘤组合补充潜在 IO backbone 和联用选项。

图表 36：主要 MNC 核心业务、LOE 暴露与中国 BD 资产布局

MNC	强势科室 (Franchise) + 主力科室收入 (FY2025)	核心 LOE 单点暴露	中国 BD 资产 (已成交) / 靶点·机制 / 适应症
Merck	肿瘤 IO + 疫苗 • Keytruda: USD 31.7bn (占制药收入约 55%; 同比+7%) • 疫苗: 约 USD 10.7bn (占制药收入约 18%) - Gardasil: USD 5.23bn (同比-39%) - Capvaxive: USD 0.76bn	Keytruda: 美国核心 LOE 窗口约 2028 年末; 欧洲约 2031 年。 FY2025 Keytruda 约占公司总收入 49%。	LaNova LM-299 PD-1/VEGF 双抗 · 实体瘤 /NSCLC
			恒瑞 HRS-5346 Lp(a) 口服小分子 · 心血管 (Lp(a) 升高)
			翰森 HS-10535 口服 GLP-1 · 肥胖/T2DM
BMS	肿瘤 IO + 心血管 • Opdivo: USD 10.05bn (占总收入约 21%; 同比 +8%) • Eliquis: USD 14.44bn (占总收入约 30%; 同比 +8%)	美国市场: Eliquis 约 2028 年; Opdivo 约 2028 年。 两者合计约占 FY2025 总收入 51%。	BNT327 PD-L1/VEGF-A 双抗 · SCLC /NSCLC / TNBC
			恒瑞 13 项目 肿瘤/血液/免疫
AstraZeneca	肿瘤 + 心肾代谢 (CVRM) • 肿瘤: USD 25.62bn (占总收入约 44%; 同比 +15%, CER +14%) • CVRM: USD 12.86bn (占总收入约 22%; 同比 +3%, CER +2%)	Farxiga、Lynparza 在部分主要市场于 2026 - 2029 年陆续承压; Imfinzi 核心保护期主要延续至 2030 年以后。	康诺亚+乐普 (KYM) CMG901 CLDN18.2 ADC · 胃癌
			LaNova LM-305 GPC5D ADC · 多发性骨髓瘤
			石药 (CSPC) 8 个代谢病候选项目 + AI 多肽发现平台 + LiquidGel 长效制剂平台
AbbVie	免疫 + 神经科学 + 肿瘤 • 免疫: USD 30.41bn (占总收入约 49.7%; 同比 +14.0%) • 神经科学: USD 10.77bn (占总收入约 17.6%; 同比 +19.6%) • 肿瘤: USD 6.66bn (占总收入约 10.9%; 同比 +1.5%)	Humira 自 2023 年起面临美国生物类似药竞争; Skyrizi / Rinvoq 已成为主要增长对冲。	Eccogene ECC5004 口服 GLP-1 · 肥胖/T2DM
			荣昌 RC148 PD-1/VEGF 双抗 · NSCLC/CRC/实体瘤
			泽璟 ZG006 DLL3 三特异 TCE · 小细胞肺癌 (SCLC)
Pfizer	肿瘤 + 两大心血管/内科产品 • 肿瘤: USD 16.83bn (占总收入约 26.9%; 同比 +8%) - Padcev: USD 1.94bn (同比 +22%) • Eliquis + Vyndaqel Family: 合计 USD 14.34bn (占总收入约 22.9%) - Eliquis: USD 7.96bn - Vyndaqel Family: USD 6.38bn	Eliquis / Ibrance / Xtandi 2027-2028	海思科 HSK55718 / HSK51155 两款选择性 NaV1.8 阻断剂; 疼痛相关适应症; 非阿片镇痛
			三生 SSGJ-707 PD-1/VEGF 双抗 · NSCLC/mCRC/妇科肿瘤
J&J	多元化: 肿瘤+免疫+神经科学 (Innovative Medicine) • 肿瘤: USD 25.38bn (占 IM 约 42.0%; 同比 +22.1%) • 免疫: USD 15.73bn (占 IM 约 26.0%; 同比 -11.8%) - Stelara: USD 6.08bn (同比 -41.3%) • 神经科学: USD 7.84bn (占 IM 约 13.0%; 同比 +10.1%) - Spravato: USD 1.70bn (同比 +57.4%)	LOE 压力相对低, Stelara 生物类似药竞争已显著影响收入。 Tremfya: USD 5.16bn (同比 +40.5%), 部分对冲 Stelara 下滑。	(本轮无重大新增对华授权)

注: Eliquis 双列: Eliquis (apixaban) 由 BMS 与 Pfizer 通过利润分成共有共管, 故在 BMS、Pfizer 两行同时; Pfizer 记录的是其分成部分。强势科室收入, FY2025: 数值为 FY2025 收入, 增速为 ex-FX (CER/operational)。占比基数: AZ/AbbVie/BMS/Pfizer 为公司总收入 (=制药); Merck 为制药收入 \$58.1B (剔除动保); J&J 为 Innovative Medicine \$60.4B (剔除 MedTech)。AZ/J&J/AbbVie 为财报“按治疗领域”披露原值; Merck/BMS/Pfizer 按 franchise/单品锚定——Merck 疫苗为产品汇总估算 (无独立疫苗 franchise 披露); Pfizer 三分部 (基础医疗/专科/肿瘤) 为其商业分部。

资料来源: 医药魔方、浦银国际

资产侧，BD 成交正在按资产质量加速分层。对于具备明确临床差异化、全球开发价值和可规模化适应症路径的资产，Top MNC 仍愿意给出较高首付款（对应更高首付/市值比例）、更清晰的开发责任分担、较完整的销售分成安排，以及更强的后续资源投入。相反，对于缺乏差异化数据、处于拥挤 Me-too 赛道，或难以形成全球注册路径的资产，我们预计交易条款将更趋保守，表现为首付款占比下降、里程碑占比上升、对赌型结构增多，Top MNC 参与度降低，交易窗口相应收窄。

头部平台型公司的供给形态，正在从单资产授权向平台合作与研发能力输出延伸。例如，GSK 与恒瑞就 HRS-9821（PDE3/4 抑制剂）等至多 12 个项目达成组合授权，覆盖呼吸、肿瘤与免疫等领域；AstraZeneca 引进石药 8 个代谢相关项目，覆盖肥胖及 2 型糖尿病方向，并叠加其 AI 多肽设计与 Liquid Gel 月度给药平台；BMS 与恒瑞就 13 个早期项目达成双向授权，其中包括 5 项依托恒瑞平台的联合发现项目。上述交易显示，MNC 的采购对象已不再局限于单个成型分子，而是开始评估中国公司在早期发现、分子工程、临床 PoC 与连续资产供给上的综合能力。

● 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。不过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，且不同交易结构受到的贴现并不相同。交易结构越接近底层技术、早期发现、平台输出、股权绑定和数据交互，交易的政策敏感度越高；越接近后期单资产、区域商业化和独立市场化授权，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 Act 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编纂入法，规则制定截至 2027 年 3 月 13 日。在此基础上，BINSa 法案已于 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，BINSa 法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内容，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。

但对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。

覆盖速览：评级、配置与关键催化

中国创新药出海已从单笔 License-out 催化，进入由国内支付约束、管线拥挤与 MNC 外部创新需求共同驱动的结构阶段。我们认为，下一阶段二级市场定价将从出海事件本身，转向权益保留、现金流可见度与全球开发兑现质量。需求扩容与中国供给优势的交叉区域，是判断出海资产能否获得持续定价支撑的关键。

需求端，治疗范式变化正在通过治疗线前移、靶点拓圈和慢病化扩大可及市场：NSCLC 早线及围手术期、血液瘤 TCE 对应治疗线前移；HER2、TROP2、B7-H3 ADC 对应泛瘤种拓展；自免、肾病和代谢慢病则对应长期用药与患者池扩容。

供给端，中国公司在 ADC、双抗/TCE、PD-1/VEGF 及部分代谢平台上，已形成工程化迭代、临床执行效率和成本效率优势。

落实到公司层面，我们更关注处于扩容赛道、核心资产具备差异化、且已获得海外交易或全球开发验证的标的，包括科伦博泰的 TROP2 ADC、康方生物和荣昌生物的 PD-1 / VEGF 双抗，以及康诺亚在自免和 TCE 方向的布局。相关治疗范式和供给侧能力分析，详见我们同步发布的《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》的需求侧与供给侧章节。

下表汇总九家覆盖标的的评级、投资主线与全球权益兑现路径，未来 6-12 个月关键催化剂，以及潜在风险。

图表 39：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 全球开发分成进入兑现窗口，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 / 13.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

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。本报告仅提供给合资格投资者(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

