

2026 年 08 月 31 日

证券研究报告·公司研究报告

上海谊众（688091）医药生物

当前价：39.30 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

紫杉醇胶束放量加速，三抗引领价值重估

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 独家产品紫杉醇胶束被纳入 2024 医保目录，2025 年实现加速放量，销量同比增长 470%，院内拓展加速。2) 适应症版图扩大：紫杉醇胶束已被纳入 NSCLC 一线治疗方案推荐，胰腺癌、乳腺癌均处于临床 3 期。3) 创新管线取得积极进展，三抗药物 PD-1/VEGF/IL-2(YXC-001)和第四代 EGFR-TKI(YXC-002)的临床试验申请(IND)均已获得受理，看好后续临床进展和 BD 预期。
- **紫杉醇胶束被纳入 2024 医保目录，2025 年实现快速放量。**紫杉醇作为抗肿瘤化疗药物的基础药物，是针对多种类型癌症的一线或二线治疗、辅助治疗或新辅助治疗的主要选择，紫杉醇胶束作为紫杉醇类的创新剂型，在疗效和安全性上具有显著的优势(ORR=50.3% vs 26.4%，mPFS=6.4 个月 vs 5.3 个月，mOS=18 个月 vs 16.4 个月，对照组为紫杉醇注射液+顺铂)。考虑到紫杉醇胶束刚被纳入 2024 新版医保目录，2025 年已经快速实现院内拓展，销量同比增长 470%，看好后续持续放量。
- **公司稳步推进紫杉醇胶束扩大适应症版图。**截至 2026H1，公司紫杉醇胶束已获批上市适应症 1 项(非小细胞肺癌)；3 项适应症均处于 III 期临床患者招募状态(胰腺癌、HR 阳性 HER2 阴性乳腺癌、三阴性乳腺癌)；2 项适应症处于 II 期临床(非鳞状非小细胞肺癌、胃癌)。
- **前瞻性布局创新药管线，看好后续积极数据和 BD 预期。**公司旗下全资子公司佑希创医药前瞻性布局了多项创新药研发项目：1) 三抗药物 YXC-001(PD-1/VEGF/IL-2)，临床试验申请 IND 已获得受理。2) 小分子靶向药 YXC-002，第四代高脑渗透性 EGFR-TKI，临床试验申请 IND 已获得受理。3) KRAS G12D 治疗性 mRNA 癌症疫苗，临床前。4) 其他临床前项目：PD-L1/Nectin-4 双抗 ADC、PD-L1/Trop-2 双抗 ADC、IL-11/c-Mpl 双功能融合蛋白、HER2/HER2 双抗、IL-4R/TSLP 双抗，IL-5/IL-4R 双抗等。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2026-2028 年营收为 4/6/8 亿元，首次覆盖建议关注。
- **风险提示：**业务结构单一风险；商业化不及预期风险；行业竞争加剧风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	316.08	440.70	636.93	843.87
增长率	82.14%	39.43%	44.53%	32.49%
归属母公司净利润(百万元)	64.56	79.66	115.76	152.17
增长率	825.49%	23.40%	45.31%	31.45%
每股收益 EPS(元)	0.31	0.39	0.56	0.74
净资产收益率 ROE	4.51%	5.28%	7.12%	8.56%
PE	126	102	70	53

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxy@swsc.com.cn

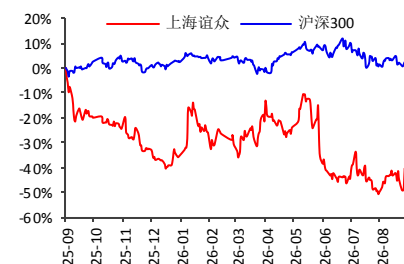
分析师：雷瑞

执业证号：S1250525110001

电话：021-68416017

邮箱：leir@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	2.07
流通 A 股(亿股)	2.07
52 周内股价区间(元)	35.28-66.20
总市值(亿元)	81.23
总资产(亿元)	16.04
每股净资产(元)	7.21

相关研究

目 录

1 公司概况：紫杉醇胶束放量加速，三抗引领价值重估.....	1
1.1 独家产品紫杉醇胶束商业化进程加速	1
2 紫杉醇胶束：独家剂型市场空间广阔，纳入医保加速放量.....	3
2.1 紫杉醇胶束：独家剂型市场空间广阔，纳入医保加速放量	5
2.2 稳步推进紫杉醇胶束扩大适应症版图	9
2.3 前瞻性布局创新药管线，看好后续积极数据和 BD 预期	12
3 盈利预测与估值.....	16
4 风险提示	16

图 目 录

图 1: 公司历史发展.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2026H1)	1
图 3: 2021-2026H1 营业收入及增速.....	2
图 4: 2021-2026H1 归母净利润及增速	2
图 5: 紫杉醇胶束产品收入	2
图 6: 公司紫杉醇胶束销量和单价	2
图 7: 公司四费率分析	3
图 8: 公司毛利率、净利率分析	3
图 9: 2022 年全球癌症流行病学	3
图 10: 2016-2025 年样本医院抗肿瘤药物销售额	4
图 11: 2025 年样本医院抗肿瘤药物分类.....	4
图 12: 2016-2025 年样本医院抗肿瘤植物药销售额	5
图 13: 2025 年样本医院抗肿瘤药物分类.....	5
图 14: PTX 主流抗癌机制.....	6
图 15: PTX 激活细胞凋亡的相关途径	6
图 16: 样本医院紫杉类药物市场销售额 (亿元)	7
图 17: 紫杉醇作用机制图解	8
图 18: 紫杉醇聚合物胶束示意图	8
图 19: 公司注射用紫杉醇聚合物胶束关键适应症研发进度	12

表 目 录

表 1: 抗肿瘤药物分类	4
表 2: PTX 不同剂型性质对比	6
表 3: PTX 医院销售额 (2025, 亿元)	7
表 4: 紫杉醇类产品 III 期临床数据对比.....	8
表 5: 紫杉醇类药品集采/医保降价	9
表 6: 紫杉醇主要适应症	9
表 7: 紫杉醇聚合物胶束非小细胞肺癌 CSCO 诊疗指南中的应用.....	10
表 8: 全球紫杉醇胶束剂型在研状态.....	11
表 9: 国产部分在研三抗	12
表 10: 公司收入测算	16
附表: 财务预测与估值	17

1 公司概况：紫杉醇胶束放量加速，三抗引领价值重估

1.1 独家产品紫杉醇胶束商业化进程加速

上海谊众 2009 年成立，2021 年上市。上海谊众是国内创新药研发的先锋企业，主营业务是抗肿瘤药物新剂型及相关产品的开发，核心产品是注射用紫杉醇聚合物胶束。紫杉醇聚合物胶束是紫杉醇的独家创新剂型，2021 年 NMPA 将注射用紫杉醇聚合物胶束按 2.2 类创新药（首个境内外均未上市）做为一线联合铂类治疗驱动基因阴性晚期 NSCLC 的适应证批准，相比其他剂型具有耐受剂量高、疗效显著、安全性良好等临床优势。2024 年 11 月紫杉醇被顺利纳入 2024 国家医保目录，2025 年紫杉醇胶束销量同比增加 470%，目前已成功进入 20 多个省、市、自治区的“双通道”及“单独支付”目录。

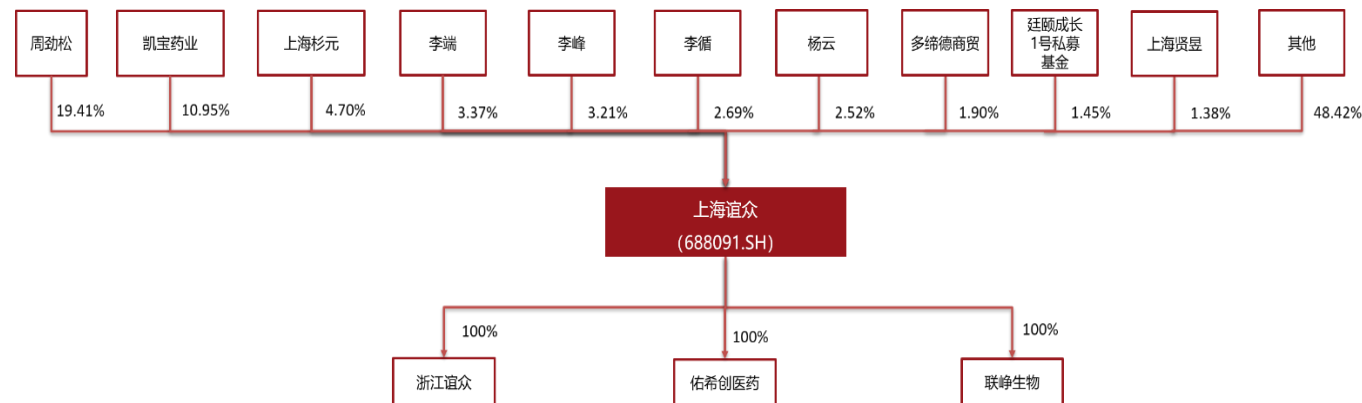
图 1：公司历史发展



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构稳定。截至 2026H1，公司创始人周劲松持有上海谊众 19.4% 的股份，上海凯宝药业股份有限公司持有 11.0% 的股份。上海谊众旗下拥有 3 家全资子公司，分别为浙江谊众、佑希创医药和上海联峥。截至 26H1 公司详细股权结构如下图所示：

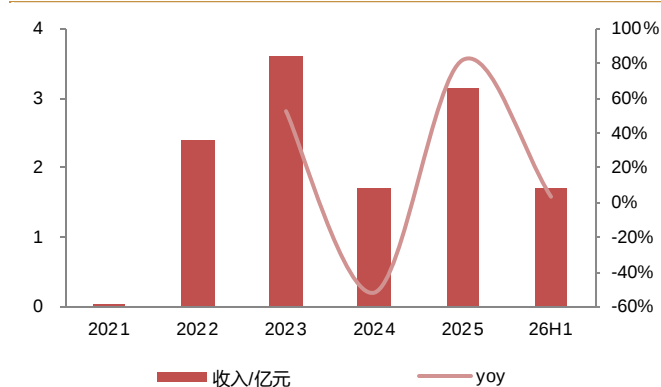
图 2：公司股权结构（截至 2026H1）



数据来源：WIND，公司公告，西南证券整理

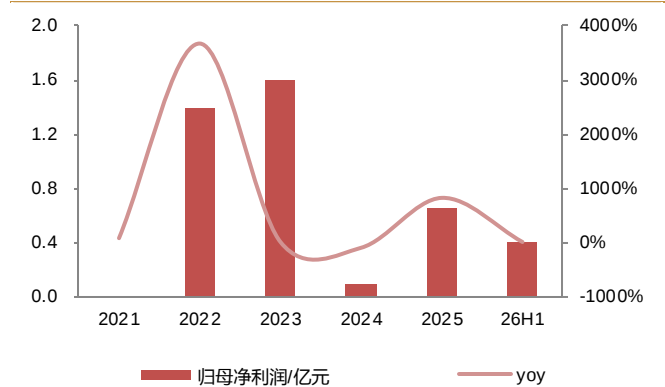
纳入医保目录后，紫杉醇胶束实现快速放量。公司 2026 年上半年公司实现营收 1.7 亿元，同比增长 3.4%；归母净利润为 0.4 亿元，同比增长 11.3%。2021 年 11 月核心产品紫杉醇胶束获批上市进行销售，迅速抢占了国内紫杉醇药物市场份额，于 2022 年实现首年扭亏为盈。公司依托独家产品的先发优势和技术优势，加速覆盖院内及院外 DTP 药房，2022-2023 年实现了收入及利润的高速增长。2024 年公司经营受到医疗政策调整和宏观环境变化的挑战，紫杉醇胶束作为医保外药品销售承压，销量下滑 31%。2024 年 11 月紫杉醇胶束首次进入医保目录，医保谈判后挂网价从 1690 元降至 376 元，降幅达 78%。新版目录在 2025 年 1 月正式落地执行，公司紫杉醇实现快速放量，2025 年销量同比提高 470%。

图 3：2021-2026H1 营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

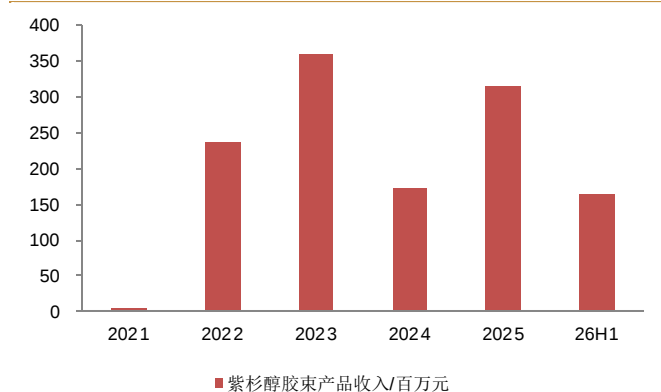
图 4：2021-2026H1 归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

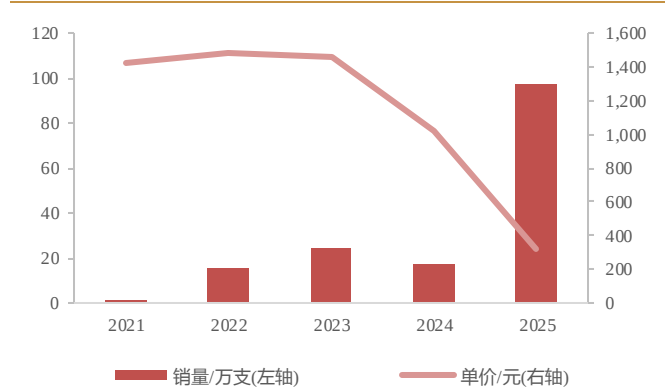
核心产品紫杉醇胶束进入 2024 年医保目录后销量同比提升。2021 年 11 月开启紫杉醇胶束商业化，2021 年实现销量 2880 支，2023 年产品销量快速增长至 25 万支。2024 年底紫杉醇胶束首次进入医保目录，公司需就经销商库存进行医保价格补偿，单价下滑至 1015 元/支，销量下滑至 17 万支。随着新版医保目录落地，2025 年紫杉醇胶束销量同比增加 470%。

图 5：紫杉醇胶束产品收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

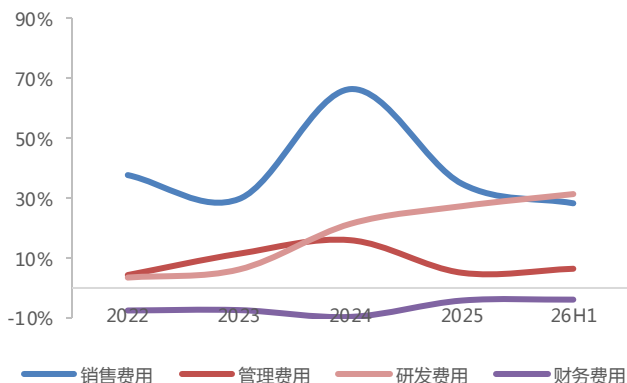
图 6：公司紫杉醇胶束销量和单价



数据来源：公司公告，西南证券整理

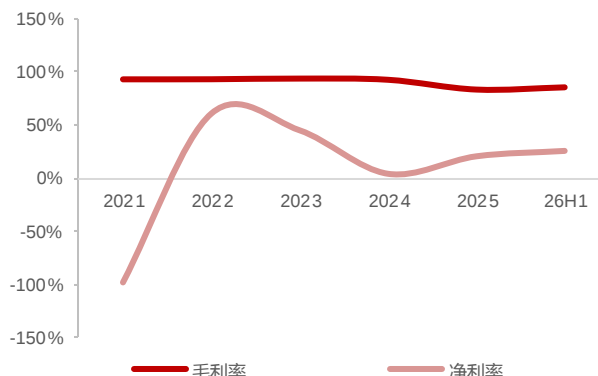
2026H1 研发费率提升，盈利能力向好。2026 年上半年公司整体毛利率为 85.2% (+2.7pp)，净利率为 25.5% (+1.8pp)，主要因公司核心产品紫杉醇胶束成功纳入新版医保目录后，政策红利得到释放，同时公司积极推进全链条降本增效措施，盈利能力向好。从费用端看，2026 年上半年公司四费率为 62.0% (+6.1pp)，其中销售费率为 28.3% (-6.5pp)；管理费率为 6.4% (-1.1pp)；财务费率为 -4.0% (+0.3pp)；研发费率为 31.4% (+13.4pp)。

图 7：公司四费率分析



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司毛利率、净利率分析



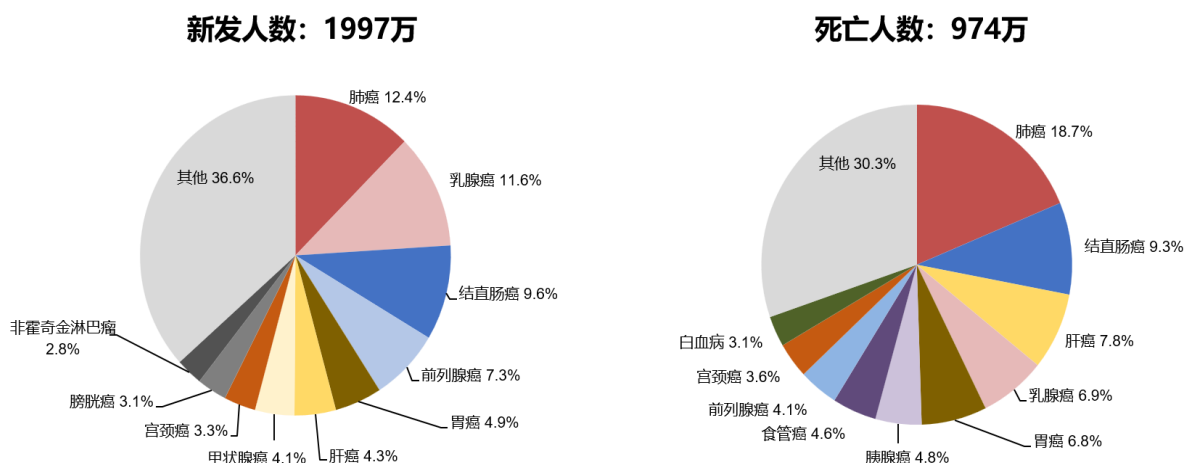
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 紫杉醇胶束：独家剂型市场空间广阔，纳入医保加速放量

全球肿瘤流行病学：肺癌为第一大癌。2022 年全球恶性肿瘤新发病例 1997 万例，死亡 974 万例，发病前五位的恶性肿瘤为肺癌（12.4%）、乳腺癌（11.6%）、结直肠癌（9.6%）、前列腺癌（7.3%）和胃癌（4.9%）。死亡前五位的恶性肿瘤类型为肺癌（18.7%）、结直肠癌（9.3%）、肝癌（7.8%）、乳腺癌（6.9%）和胃癌（6.8%）。

2022 年中国恶性肿瘤新发病例 483 万例，死亡 257 万例，发病前五位的恶性肿瘤为肺癌（22%）、结直肠癌（10.7%）、甲状腺癌（9.7%）、肝癌（7.6%）和胃癌（7.4%）。死亡前五位的恶性肿瘤类型为肺癌（28.5%）、肝癌（12.3%）、胃癌（10.1%）、结直肠癌（9.3%）和食道癌（7.3%）。

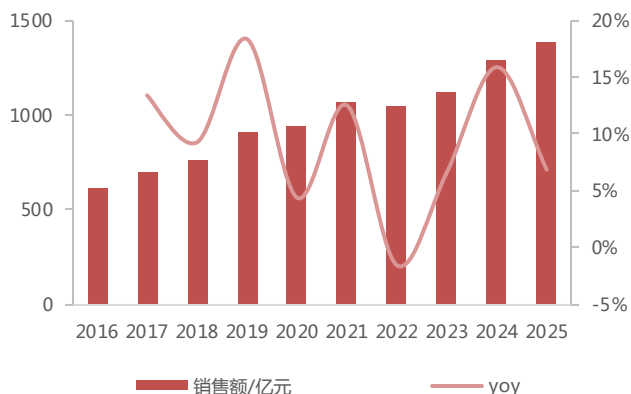
图 9：2022 年全球癌症流行病学



数据来源：A Cancer Journal for Clinicians，西南证券整理

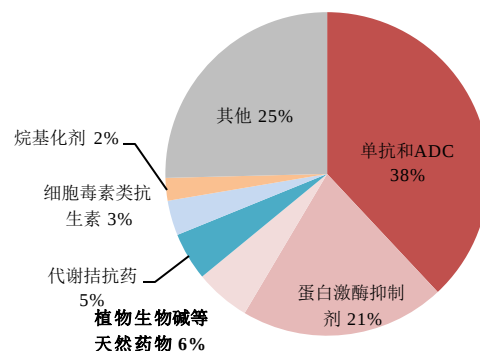
中国抗肿瘤药物市场稳步扩容。受患者数量增加、临床需求增加、相关有利政策等驱动因素影响，中国肿瘤药市场呈现快速上升态势。2016 到 2025 年，中国抗肿瘤药物的市场规模从 618 亿元增长到 1382 亿元，复合年增长率达到 9.4%，抗肿瘤药物的市场份额从占全国药品市场的 6.2% 增长至 12.2%。从抗肿瘤药物小类的销售金额占比来看，单抗和 ADC 类占比最高（38%），其次为蛋白激酶抑制剂（21%）、植物天然碱等天然药物（6%）、代谢拮抗药（5%）等。

图 10：2016-2025 年样本医院抗肿瘤药物销售额



数据来源：药智网，西南证券整理

图 11：2025 年样本医院抗肿瘤药物分类



数据来源：药智网，西南证券整理

根据作用机制，抗肿瘤药物可分为抗体类（包括单克隆抗体）、抗肿瘤植物药、靶向小分子、抗生素类、铂化合物类等。

表 1：抗肿瘤药物分类

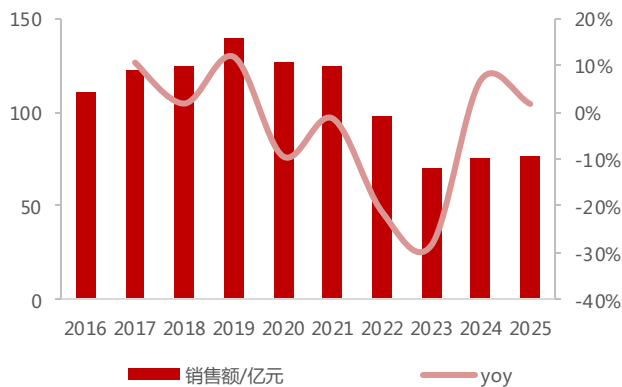
药物分类	机理	代表药物
植物药	干扰癌细胞的微蛋白合成、诱导细胞凋亡、抗血管形成	紫杉醇、多西他赛、喜树碱等
抗代谢药物	与合成正常代谢物所必需的酶相结合，从而干扰核酸的合成，抑制肿瘤细胞的生长和增殖	培美曲赛、替吉奥、卡培他滨、吉西他滨等
单克隆抗体药物	能与相应抗原特异的结合、产生各种免疫效应	利妥昔单抗、曲妥珠单抗、贝伐珠单抗、西妥昔单抗等
靶向小分子药物	通过将 ATP 的 γ -磷酸基团转移并共价结合到特定蛋白质分子氨基酸侧链上，从而改变底物蛋白质及激酶的构象和活性	埃克替尼、伊马替尼、吉非替尼、克唑替尼等
抗生素类	直接嵌入 DNA 核碱对之间，干扰转录过程，阻止 mRNA 的形成而起抗肿瘤作用	表柔比星、多柔比星、吡柔比星等
铂化合物类	能与 DNA 结合，引起交叉联结，从而破坏 DNA 的功能，并抑制细胞有丝分裂	奥沙利铂、顺铂、卡铂、洛铂等
烷化剂	在体内能形成碳正离子或其他具有活泼的亲电性基团的化合物，进而与细胞中生物大分子中的富电子基团发生共价结合，使其丧失活性或使 DNA 分子发生断裂，导致肿瘤细胞死亡，抗肿瘤活性强	替莫唑胺、替莫唑胺、异环磷酰胺、环磷酰胺等
其它抗肿瘤药	机理复杂	乌苯美司、硼替佐米等

数据来源：公司招股书，西南证券整理

抗肿瘤植物药（代表药物为紫杉醇、多西他赛、喜树碱等）是指从植物中提取的具有抗肿瘤活性的药物，作用机理为干扰癌细胞的微蛋白合成、诱导细胞凋亡、抗血管形成。由于选择性差，一般不单独使用，多作为联合化疗方案中的重要药物。2016 到 2025 年，中国抗肿瘤植物药的市场规模从 111 亿元降低到 77 亿元，市场份额从占抗肿瘤药物市场的 18% 下降至 6%，主要系紫杉醇类药物陆续纳入国采或医保目录，终端价有所降低。

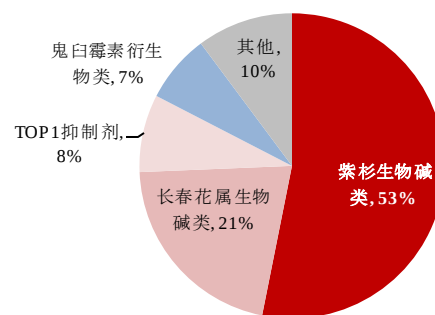
2025 年紫杉类药物占整体抗肿瘤植物药物销售额的 53%，主要包括注射用白蛋白结合型紫杉醇（2025 年样本医院销售额为 19.5 亿元，占比 25%）、注射用紫杉醇脂质体（2025 年样本医院销售额为 10.8 亿元，占比 14%）、多西他赛（紫杉醇类似物，2025 年样本医院销售额为 5.4 亿元，占比 7%）和注射用紫杉醇（2025 年样本医院销售额为 3.9 亿元，占比 5%）等剂型。

图 12：2016-2025 年样本医院抗肿瘤植物药销售额



数据来源：药智网，西南证券整理

图 13：2025 年样本医院抗肿瘤药物分类



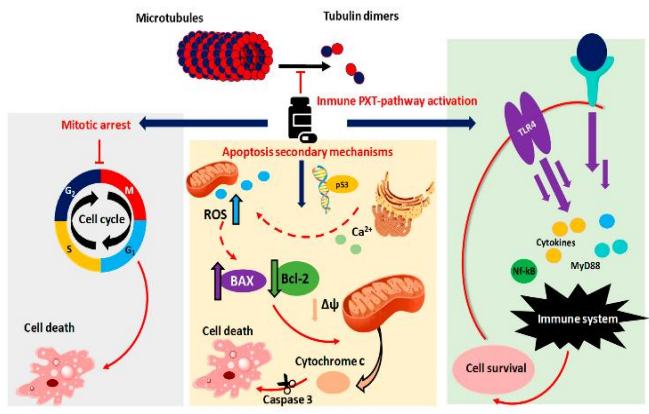
数据来源：药智网，西南证券整理

2.1 紫杉醇胶束：独家剂型市场空间广阔，纳入医保加速放量

紫杉醇（PTX）是一种从裸子植物红豆杉的树皮分离提纯的天然次生代谢产物，是经典的化疗基础药物，具备广谱抗肿瘤的特性，在肺癌、乳腺癌、胃癌、卵巢癌等肿瘤治疗方面具有独特优势。1963 年 PTX 由美国国立癌症研究所（NCI）从太平洋短叶紫杉的树叶和树枝中首次提取，1971 年确定化学结构，1992 年底被批准用于医疗用途。

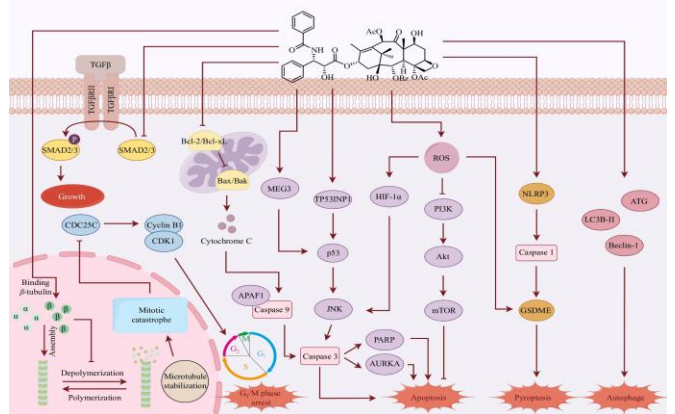
作用机制：PTX 的主流作用机制是 1979 年 Susan B. Horwitz 提出的“通过抑制微管解聚而使癌细胞的有丝分裂终止和诱导细胞凋亡”猜想。1) **终止有丝分裂：**微管是真核细胞的一种组成部分，其功能为构成细胞的网状支架，维持细胞形态，参与细胞的收缩与运动，参加细胞器的位移及胞内物质运输等，其中尤为重要的染色体的分裂和位移，需在微管的帮助下进行。微管蛋白的生成和微管组装发生在细胞周期的 G2 期，PTX 通过促进微管蛋白二聚体的聚合、抑制微管解聚来稳定微管系统，进而干扰微管束的正常动力学再排列，阻滞癌细胞的分裂间期和有丝分裂过程。经 PTX 处理的细胞将停留在 G2/M 期，细胞周期的不完整可能引发细胞死亡。2) **激活细胞凋亡：**PTX 诱导的微管稳定和微管解聚阻滞会触发一系列下游事件，例如激活 ROS 途径、抑制 PI3K/AKT/mTOR 途径、激活 p53 途径等，从而诱导癌细胞死亡。

图 14: PTX 主流抗癌机制



数据来源: Molecules, 西南证券整理

图 15: PTX 激活细胞凋亡的相关途径



数据来源: CJNM, 西南证券整理

为了克服产量低、成药困难、水溶性低等问题, PTX 的合成技术和制剂工艺经过不断优化, 目前全球范围已获批上市的 PTX 类药物包括紫杉醇注射液、紫杉醇脂质体、白蛋白紫杉醇、紫杉醇胶束、口服紫杉醇、多西他赛、卡巴他赛、多西他赛胶束等。纳入中国专家共识的主要剂型包括紫杉醇注射液、注射用紫杉醇脂质体、注射用紫杉醇(白蛋白结合型)、注射用紫杉醇聚合物胶束、多西他赛注射液 5 种。

表 2: PTX 不同剂型性质对比

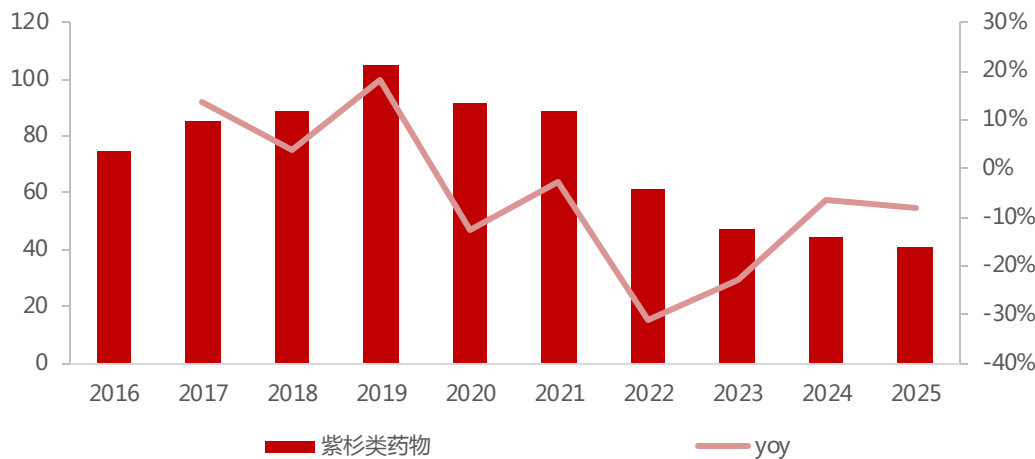
药品名称	紫杉醇注射液	多西他赛注射液	注射用 紫杉醇脂质体	注射用紫杉醇 (白蛋白结合型)	注射用紫杉醇聚合物胶束
原研厂商	BMS	Sanofi-Aventis	绿叶制药	BMS	上海谊众
辅料	聚氧乙基蓖麻油、乙醇	聚山梨酯 80、枸橼酸（部分含乙醇）	卵磷脂、胆固醇、苏氨酸、葡萄糖	人血白蛋白	单甲氧基聚乙二醇 2000-聚丙交酯(53:47)共聚物、无水磷酸氢二钠、磷酸二氢钠
主要适应症	乳腺癌、卵巢癌、非小细胞肺癌、卡波氏肉瘤	乳腺癌、NSCLC、前列腺癌、胃腺癌	乳腺癌、卵巢癌、非小细胞肺癌	乳腺癌	NSCLC
剂量（mg/m ² ）	135-175	75~100	135~175	260	230
注射频率	每 3 周 1 次	每 3 周 1 次	-	每 3 周 1 次	每 3 周 1 次
滴注时间	>3h	30~60min	3h	30min	>3h
保存和运输方式	25℃以下避光	避光	2~8℃避光	20~30 ℃避光	2~8℃避光
给药前预处理	地塞米松、苯海拉明、西咪替丁	地塞米松	地塞米松、苯海拉明、西咪替丁	无需	无需

数据来源：公司招股说明书，公司公告，《紫杉类抗肿瘤药物药学服务中国专家共识》，西南证券整理

紫杉醇是抗肿瘤化疗药物的基石药物，近年来受新冠疫情、集采降价、新款药物（如小分子、抗体类、ADC 等）的影响，紫杉醇销售金额持续下降，销售数量稳步提升。紫杉醇作为抗肿瘤化疗药物的基础药物，是多种类型癌症（非小细胞肺癌、乳腺癌、卵巢癌、胃癌、小细胞肺癌、胰腺癌）的一线或二线治疗、辅助治疗或新辅助治疗的主要选择。2016-2025 年紫杉醇在我国销售金额呈现先上涨后下降的趋势：2016~2019 年随着恒瑞医药及石药集团白蛋白紫杉醇等国产产品陆续上市，推动紫杉类药物销售规模达到峰值。2020-2025 年紫杉类药物销售金额持续下降，主要受到三方面影响：1) 受新冠疫情影响，患者诊疗量下降。2)

集采降价影响。3) 新型抗肿瘤药物如抗体类、ADC 类药物陆续进入收获期，贝伐珠单抗、曲妥珠单抗等实现高速增长。

图 16：样本医院紫杉类药物市场销售额（亿元）



数据来源：药智网，西南证券整理

从制剂分类上看，在我国白蛋白紫杉醇（恒瑞医药、石药集团、齐鲁制药、科伦制药）市占率最高，其次为紫杉醇脂质体（绿叶制药）。随着 2018-2019 年石药集团、恒瑞医药的白蛋白紫杉醇仿制药陆续上市，白蛋白紫杉醇市场份额大幅提升，成为紫杉醇制剂市场份额最大的剂型。紫杉醇胶束是最晚进入集采/谈判范围的产品，2024 年进入国家医保目录后 2025 年实现快速放量，目前正处于高速增长期。

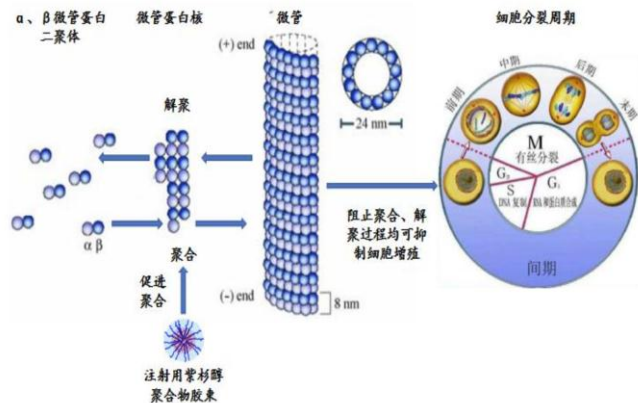
表 3：PTX 医院销售额（2025，亿元）

	2025 年样本医院 市场销售额	竞争格局	集采/医保谈判
注射用紫杉醇 (白蛋白结合型)	19.5	恒瑞医药(38%)，石药集团 (27%)，齐鲁制药 (24%)，科伦制药 (10%)	第二批国采
注射用紫杉醇脂质体	10.8	绿叶制药 (100%)	2020 国家医保，乙类
多西他赛注射液	5.4	赛诺菲(59%)，汇宇制药(8%)，奥赛康(8%)，恒瑞医药(7%)，扬子江药业(7%)，齐鲁制药(5%)	第五批国采
紫杉醇注射液	3.9	汇宇制药(22%)，扬子江药业(22%)，舒普拉法(21%)，无锡紫杉(17%)，辉瑞(11%)，双鹭药业 (2%)	第五批国采
注射用紫杉醇聚合物胶束	1.0	上海谊众(100%)	2024 国家医保，乙类

数据来源：药智网，西南证券整理

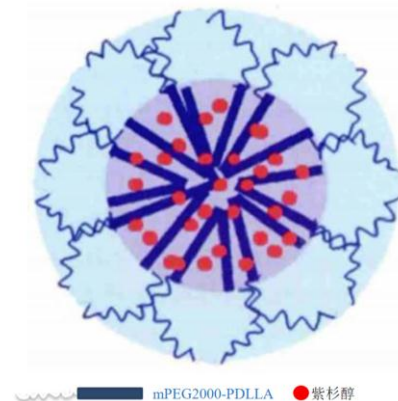
公司独家产品注射用紫杉醇聚合物胶束是紫杉醇的创新剂型。公司通过独特的高分子合成技术，独创性地研发了与天然紫杉醇药物活性成分精准匹配的、具有极窄分布系数的药用辅料，并利用先进纳米技术形成的独家紫杉醇创新剂型（粒径：约 18-20nm）。针对非小细胞肺癌（NSCLC）的临床研究及临床实践表明，该产品相较于其他的紫杉醇剂型，无论在疗效或安全性上均具有显著的临床优势。

图 17：紫杉醇作用机制图解



数据来源：公司招股书，西南证券整理

图 18：紫杉醇聚合物胶束示意图



数据来源：公司招股书，西南证券整理

III 期临床数据对比显示，紫杉醇胶束具有明显的临床优势，ORR、PFS、OS 均有显著的临床获益。与普通紫杉醇注射液联合顺铂方案相比，紫杉醇胶束联合顺铂在客观缓解率 ORR (50.3% VS 26.4%)、无进展生存期 PFS (6.4 月 VS 5.3 月) 达到了显著的临床获益，并有总生存期 OS (18.0 月 VS 16.4 月) 延长的趋势，并在临床使用剂量大幅提升的情况下，具有相对更好的安全性。对比一线晚期非小细胞肺癌适应症白蛋白紫杉醇的 III 期临床试验数据，紫杉醇胶束 III 期临床试验数据的 ORR 显著提高，并且具有统计学意义的无进展生存期 PFS 延长 (白蛋白紫杉醇的无进展生存期 PFS 延长没有统计学意义)。白蛋白紫杉醇在 III 期临床研究中，患者 6 个疗程用药后如果没有疾病进展，可以进行维持治疗直到进展。而紫杉醇胶束在 III 期临床研究中最多只能进行 6 个疗程的治疗，没有设计后续维持治疗，如果后续有维持治疗可能会有更长的 PFS，甚至能转化成更好 OS。

表 4：紫杉醇类产品 III 期临床数据对比

	紫杉醇脂质体	白蛋白紫杉醇	紫杉醇胶束	多西他赛
治疗方案	紫杉醇脂质体联合顺铂 (n=50) VS 普通紫杉醇注射液联合顺铂 (n=50)	白蛋白紫杉醇联合卡铂 (n=521) VS 紫杉醇注射液联合卡铂 (n=531)	紫杉醇胶束联合顺铂 (n=300) VS 紫杉醇注射液联合顺铂 (n=148)	多西他赛联合卡铂 (n=25) VS 吉西他滨联合卡铂 (n=27)
ORR	26% VS 24% (p=0.890)	33% VS 25% (P=0.005)	50.3% VS 26.4% (P<0.0005)	22.2% VS 20.0% (P=0.845)
mPFS	5.1 月 VS 4.2 月 (p=0.110)	6.3 月 VS 5.8 月 (P=0.214)	6.4 月 VS 5.3 月 (P=0.0005)	6.5 月 VS 5.5 月 (P=0.296)
mOS	9.0 月 VS 9.3 月 (p=0.342)	12.1 月 VS 11.2 月 (P=0.271)	18.0 月 VS 16.4 月 (P=0.1815)	14.9 月 VS 12.3 月 (P=0.548)

数据来源：PUBMED，公司招股说明书，西南证券整理

紫杉类药物已全部纳入集采/医保目录，价格下调 70%+。紫杉醇注射液、白蛋白紫杉醇、多西他赛均已纳入国采范围，注射用紫杉醇脂质体和紫杉醇胶束为独家品种，分别进入 2020、2024 基本医保目录。考虑到紫杉醇胶束刚被纳入 2024 新版医保目录，院内拓展有望加速。

表 5：紫杉醇类药品集采/医保降价

	集采/医保谈判	剂量	集采/医保前 价格（元）	集采/医保后 价格（元）	集采/医保后 价格	中标企业
紫杉醇注射液	第五批国采	30mg	630	73.8	-88.3%	扬子江、汇宇制药、无锡紫杉
多西他赛注射液	第五批国采	20mg	106	29.8	-71.9%	恒瑞、正大天晴、扬子江、齐鲁制药、汇宇制药、奥赛康
注射用紫杉醇脂质体	2020 国家医保	30mg	770	228	-70.4%	南京绿叶
注射用紫杉醇 (白蛋白结合型)	第二批国采	100mg	3280	780	-76.2%	石药集团、恒瑞医药、新基医药
注射用紫杉醇 聚合物胶束	2024 国家医保	30mg	1690	376	-77.8%	上海谊众

数据来源：Insight，医保文件，药品集采文件，西南证券整理

2.2 稳步推进紫杉醇胶束扩大适应症版图

紫杉醇广泛应用于非小细胞肺癌、乳腺癌、卵巢癌等多种肿瘤疾病的治疗。1992 年 FDA 批准紫杉醇用于难治性卵巢癌患者治疗，随后紫杉醇的适应症扩展至乳腺癌、非小细胞肺癌和 Kaposi 肉瘤。除了已获批适应症，紫杉醇在多种超说明书用药（Off Label Use）中展示了治疗广泛肿瘤疾病的潜力，包括宫颈癌、胃癌、膀胱癌、小细胞肺癌等疾病类型。

表 6：紫杉醇主要适应症

适应症		治疗方案
FDA 批准的 适应症	卵巢癌	一线治疗：紫杉醇+顺铂/卡铂联用，用于初次手术后的晚期卵巢癌治疗 复发或难治性疾病：单药治疗或联用其他化疗药物方案
	乳腺癌	辅助治疗：用于多柔比星+环磷酰胺化疗（AC 方案）经治早期乳腺癌患者的辅助治疗 转移性乳腺癌：单药治疗或联用其他化疗药物方案
	非小细胞肺癌	一线治疗：紫杉醇+顺铂/卡铂联用，用于不适合手术的 NSCLC 患者的一线治疗 二线治疗：用于晚期 NSCLC 患者初始治疗失败后的二线治疗
	艾滋病相关型 Kaposi 肉瘤	二线治疗：用于接受过全身化疗但仍出现疾病进展，或无法耐受其他治疗的患者
	转移性/晚期膀胱癌	紫杉醇+吉西他滨联用
Off Label Use	晚期宫颈癌	紫杉醇+托泊替康+贝伐珠单抗和/或顺铂联用
	食管癌和胃癌	术前管理：紫杉醇+卡铂+放疗联用
	转移性或不可切除的食管癌和胃癌	紫杉醇用于治疗转移性或不可切除的食管癌[30]和胃癌。[31]
	晚期头颈部癌	紫杉醇+顺铂联用
	阴茎癌	新辅助治疗：用于伴有巨大区域淋巴结转移的阴茎癌患者
	复发或难治性小细胞肺癌	用于治疗复发或对其他治疗耐药的难治性 SCLC
	晚期或不可切除的血管肉瘤	用于治疗晚期或不可切除的血管肉瘤
	复发或难治性睾丸生殖细胞肿瘤	紫杉醇+吉西他滨+奥沙利铂/异环磷酰胺+顺铂联用
	晚期胸腺瘤/胸腺癌	紫杉醇+卡铂联用
	原发灶不明的腺癌	紫杉醇+卡铂和/或依托泊苷联用
	子宫内膜癌	用于治疗子宫内膜癌

适应症	治疗方案
黑色素瘤	用于黑色素瘤的治疗
间变性甲状腺癌	用于间变性甲状腺癌的治疗

数据来源: StatPearls, 西南证券整理

紫杉醇胶束已被纳入 NSCLC 一线治疗方案推荐。紫杉醇胶束先后被纳入《中华医学会肺癌诊疗指南 (2022 版)》、《IV 期原发性肺癌中国治疗指南 (2023 年版)》以及《中国临床肿瘤学会 (CSCO) 非小细胞肺癌诊疗指南 (2023) 》。紫杉醇胶束在 CSCO 指南中被列为 IV 期鳞癌和非鳞癌 NSCLC 一线诊疗方案的 I 级推荐, 同时被纳入非小细胞肺癌 IV 期鳞癌和非鳞癌 NSCLC 一线诊疗方案的 I 级推荐中的紫杉烷类产品包括: 普通紫杉醇、紫杉醇脂质体、白蛋白紫杉醇、紫杉醇胶束、多西他赛。

表 7: 紫杉醇聚合物胶束非小细胞肺癌 CSCO 诊疗指南中的应用

分型	分期	分层	I 级推荐	II 级推荐	III 级推荐
IV 期无驱动基因、鳞癌 NSCLC	一线治疗	PS=0~1	1.含顺铂或卡铂双药方案 (顺铂/卡铂+吉西他滨/多西他赛/紫杉醇/脂质体紫杉醇/紫杉醇聚合物胶束); 2.含奈达铂双药方案 (奈达铂+多西他赛); 3.阿替利珠单抗 (限 PD-L1 TC≥50% 或 IC≥10%); 4.帕博利珠单抗 [限 PD-L1 TPS≥50%(1 类), 1-49%(2A 类)]; 5.紫杉醇/白蛋白紫杉醇+铂类+帕博利珠/替雷利珠单抗; 6.紫杉醇+卡铂+卡瑞利珠/舒格利单抗/派安普利; 7.吉西他滨+铂类+信迪利单抗; 8.白蛋白紫杉醇+铂类+斯鲁利		1.白蛋白紫杉醇+卡铂; 2.纳武利尤单抗+伊匹木单抗+两周期化疗 (紫杉醇+铂类)
		PS=2	单药化疗: 吉西他滨/紫杉醇/长春瑞滨/多西他赛	最佳支持治疗	
	二线治疗	PS=0~2	纳武利尤单抗; 替雷利珠单抗; 多西他赛 (如一线未用同一药物);	帕博利珠单抗 (限 PD-L1 TPS≥1%); 阿替利珠单抗; 吉西他滨; 长春瑞滨; 阿法替尼 (不适合化疗及免疫治疗)	
		PS=3~4	最佳支持治疗		
	三线治疗	PS=0~2	纳武利尤单抗; 多西他赛 (如既往未用同一药物)	安罗替尼 (限外周型鳞癌)	
		PS=3~4	最佳支持治疗		
IV 期无驱动基因、非鳞癌 NSCLC	一线治疗	PS=0~1	1.培美曲塞联合铂类+培美曲塞单药维持治疗; 2.贝伐珠单抗联合含铂双药化疗+贝伐珠单抗维持治疗; 3.含顺铂或卡铂双药方案 (顺铂/卡铂+吉西他滨/多西他赛/紫杉醇/紫杉醇脂质体/长春瑞滨/培美曲塞/紫杉醇聚合物胶束); 4.阿替利珠单抗 (限 PD-L1 TC≥50% 或 IC≥10%); 5.帕博利珠单抗 [限 PD-L1 TPS≥50%(1 类), 1-49%(2A 类)]; 6.培美曲塞+铂类+帕博利珠/卡瑞利珠/信迪利/替雷利珠/阿替利珠/舒格利/特瑞普利	1.紫杉醇+卡铂+贝伐珠单抗+阿替利珠单抗; 2.白蛋白紫杉醇+卡铂+阿替利珠单抗; 3.重组人血管内皮抑制素联合长春瑞滨+顺铂+重组人血管内皮抑制素维持治疗。	纳武利尤单抗+伊匹木单抗+两周期化疗 (培美曲塞+铂类)
		PS=2	单药化疗 (吉西他滨, 紫杉醇, 长春瑞滨, 多西他赛, 培美曲塞)	培美曲塞+卡铂; 紫杉醇周疗+卡铂	
	二线治疗	PS=0~2	纳武利尤单抗; 替雷利珠单抗; 多西他赛; 培美曲塞 (如一线未使用上述同一药物);	帕博利珠单抗 (限 PD-L1 TPS≥1%); 阿替利珠单抗	
		PS=3~4	最佳支持治疗		

分型	分期	分层	I 级推荐	II 级推荐	III 级推荐
	三线治疗	PS=0~2	纳武利尤单抗；多西他赛；培美曲塞（如既往未用同一药物）；安罗替尼（限 2 个化疗方案失败后）	鼓励患者参加临床研究	

数据来源：《2023 中国临床肿瘤学会 (CSCO) 非小细胞肺癌诊疗指南》，西南证券整理

公司紫杉醇胶束为国产唯一胶束剂型上市厂商，具有先发优势。2018 年 11 月，Vivesto 自主研发的紫杉醇胶束 Apealea 获批上市，为全球首个紫杉醇胶束剂型上市产品。2021 年 10 月，公司紫杉醇胶束获批用于非小细胞肺癌治疗，是国产唯一获批和纳入医保的紫杉醇胶束产品，具有先发优势。双鹭药业、万乐药业的临床进度领先，分别处于 II/III 期、II 期。丽珠医药、海正药业和众生药业的紫杉醇胶束皆在临床 I 期阶段。

表 8：全球紫杉醇胶束剂型在研状态

研发厂商	中国研发进度	境外研发进度	适应症
Vivesto	授权智达药业在大中华区的开发和商业化权益	EMA：批准上市（2018.11）	卵巢上皮癌
上海谊众	批准上市（2021.10）	-	批准上市：非小细胞肺癌 III 期：三阴性乳腺癌，HR 阳性 HER2 阴性乳腺癌，胰腺癌 II 期：胃癌 I 期：实体瘤
NanoCarrier	-	日本：III 期（2012.7）	乳腺癌
双鹭药业	II/III 期（2021.4）	-	肿瘤
万乐药业	II 期（2015.5）	-	II 期：乳腺癌 I 期：肿瘤
丽珠医药	I 期（2020.7）	-	I 期：实体瘤，非小细胞肺癌，乳腺癌，卵巢上皮癌，胃癌
海正药业	I 期（2021.1）	-	I 期：实体瘤，非小细胞肺癌，乳腺癌，卵巢上皮癌，胃癌
众生药业	I 期（2021.3）	-	I 期：实体瘤，非小细胞肺癌，小细胞肺癌，食管癌，三阴性乳腺癌，HR 阳性、HER2 阴性乳腺癌，胃癌
VA ORD	-	美国：I 期（2022.8）	非肌层浸润性膀胱癌
雷纳药物	批准临床（2020.5）	-	非小细胞肺癌，乳腺癌，肿瘤，卵巢上皮癌
康宝生物	批准临床（2024.2）	-	实体瘤
华铂凯盛生物	批准临床（2025.1）	-	实体瘤
株式会社三养社	申请临床（2009.3）	-	-

数据来源：Insight，西南证券整理（ORD：Office of Research and Development）

持续扩大紫杉醇胶束适应症版图。截至 2026H1，公司紫杉醇胶束已获批上市适应症 1 项（非小细胞肺癌）；3 项适应症均处于 III 期临床患者招募状态（胰腺癌、HR 阳性 HER2 阴性乳腺癌、三阴性乳腺癌）；2 项适应症处于 II 期临床（非鳞状非小细胞肺癌、胃癌）。

图 19：公司注射用紫杉醇聚合物胶束关键适应症研发进度

关键适应症		治疗线数	中国实验进度	首次公示时间	入组人数	实验设计	临床结果
非小细胞肺癌	EGFR和ALK阴性	一线	已上市	2021.10	454 (III期)	紫杉醇胶束+顺铂 vs 含铂双药化疗	III期: ORR=50% vs 26% mPFS=6.4 vs 5.3 mo mOS=18.0 vs 16.4 mo
	非鳞状	一线	II期	2023.3	28	紫杉醇胶束+信迪利单抗+卡铂	ORR=78.6% 24个月PFS率=43.8% 24个月OS率=78.2%
乳腺癌	HR阳性、HER2阴性	三线	III期 (招募中)	2023.1	168	紫杉醇胶束 vs 化疗	/
	三阴性						/
胰腺癌		一线	III期 (招募中)	2024.12	416	紫杉醇胶束+吉西他滨 vs 白蛋白结合型紫杉醇+吉西他滨	I期 (紫杉醇胶束+吉西他滨): ORR=52.4%, mPFS=7.4mo, DCR=95.2%
胃癌		二线	II期	2024.11	21	紫杉醇胶束+味噌替尼	ORR=42.9%, mPFS=5.0mo, mOS=9.9mo, 3级以上TRAE发生率 76.2%

数据来源: Insight, 西南证券整理

2.3 前瞻性布局创新药管线，看好后续积极数据和 BD 预期

公司旗下全资子公司佑希创医药前瞻性布局了多项创新药研发项目：1) 三抗药物 YXC-001 (PD-1/VEGF/IL-2)，临床试验申请 IND 已获得受理。2) 小分子靶向药 YXC-002，第四代高脑渗透性 EGFR-TKI，临床试验申请 IND 已获得受理。3) KRAS G12D 治疗性 mRNA 癌症疫苗，临床前。4) 其他临床前项目：PD-L1/Nectin-4 双抗 ADC、PD-L1/Trop-2 双抗 ADC、IL-11/c-Mpl 双功能融合蛋白、HER2/HER2 双抗、IL-4R/TSRP 双抗，IL-5/IL-4R 双抗。

三抗药物 YXC-001：临床前初步药效试验显示，该多功能抗体能够多靶点协同发挥作用，对比 K 药等单抗及双抗类药物，具有抑制肿瘤优势。截至 2026 年 8 月，已有约 40 款国产自研三抗进入临床阶段，其中，进展最快的是泽璟生物 Alveltamig 和信达生物的 IBI3003，已进入临床 III 期试验，神州细胞 SCTB41 处于 II/III 期临床，16 款产品处于 I/II 期临床，19 款处于 I 期临床。2026 年 8 月 17 日，公司的三抗药物 YXC-001 用于晚期实体瘤治疗的临床试验申请 (IND) 获得批准。

表 9：国产部分在研三抗

药物	靶点	研发厂商	中国最高研发进度	时间	海外最高研发进度	时间	最高研发进度适应症	BD 交易
Alveltamig	CD3/ DLL3 / DLL3	泽璟生物 / 艾伯维	III 期	2025-09-23	I 期	2024-09-19	小细胞肺癌、神经内分泌癌	2025.12 艾伯维，首付款 1 亿美元，里程碑 11 亿美元
IBI3003	BCMA/CD3 / GPRC5D	信达生物	III 期	2026-05-27	VII 期	2023-10-13	多发性骨髓瘤	-
SCTB41	PD-1/TGFB2 / VEGF	神州细胞	II/III 期	2026-05-13	-	-	非小细胞肺癌	-
皮下 QLS4131	BCMA/CD3 / GPRC5D	齐鲁制药	II 期	2026-05-07	-	-	多发性骨髓瘤、浆细胞白血病、淀粉样变	-

药物	靶点	研发厂商	中国最高 研发进度	时间	海外最高 研发进度	时间	最高研发进度适应症	BD 交易
							性、AL 型淀粉样变性	
HC010	CTLA4/PD-1 /VEGF	宏成药业	II 期	2025-08-26	-	-	非小细胞肺癌	-
GB268	CTLA4/PD-1 /VEGF	亿腾嘉和	VII 期	2026-07-16	-	-	HR 阳性、HER2 阴性 乳腺癌、三阴性乳腺癌	-
BLT-101	BCMA/CD3 /GPRC5D	本道生物	VII 期	2026-04-22	-	-	多发性骨髓瘤	-
ZGGS34	CD3/ CD28/MUC17	泽璟生物	VII 期	2025-11-26	批准临床	2025-08-19	实体瘤、胃癌、胰腺癌、 结直肠癌	-
CTM012	4-1BB/CD3 /DLL3	乐普生物 /Excalipoint	VII 期	2025-09-28	临床前	2025-11-04	小细胞肺癌、实体瘤、 神经内分泌瘤、肺大细胞 神经内分泌瘤等	2025.8 Excalipoint CTM012 及 CTM013 共 2 款 产品, 首付款 1 千万美元, 里程 碑 8.5 亿美元
SCTB39G	CTLA4/PD-L1 /TIGIT	神州细胞	VII 期	2025-07-21	-	-	实体瘤	-
SOA 101	PD-L1/CD3E/H LA-G	圣安生医	VII 期	2025-07-09	-	-	非小细胞肺癌, 卵巢上皮 癌, 头颈癌, 乳腺癌, 结直肠癌	-
HY05350	PD-L1/MSLN /CD3	汇宇制药	VII 期	2025-07-03	-	-	实体瘤	-
SCTB39-1	CTLA4/PD-L1 /TIGIT	神州细胞	VII 期	2025-06-20	-	-	实体瘤	-
DR30206	PD-L1/TGFB /VEGF	道尔生物 (华东医药)	VII 期	2025-05-20	-	-	食管腺癌、胃癌、 结直肠癌、非小细胞肺癌	
CS2009	CTLA4/PD-1/V EGFA	基石药业	VII 期	2024-12-19	VII 期	2024-12-19	实体瘤、小细胞肺癌、 卵巢上皮癌、胃癌、 非小细胞肺癌等	
SHR-3276	PD-1/TIGIT /PVRIG	盛迪亚生物 (恒瑞医药)	VII 期	2024-10-15	-	-	实体瘤	
MBS314	BCMA/CD3 /GPRC5D	天广实生物 /辉瑞	VII 期	2024-01-30	-	-	多发性骨髓瘤	2024.11 辉瑞, 战略合作
CMG1A46	CD19/CD20 /CD3	恩沐生物/博 锐生物/GSK	VII 期	2023-07-12	VII 期	2022-04-27	B 细胞非霍奇金淋巴瘤、 滤泡性淋巴瘤等	2024.10 GSK, 首付款 3 亿美 元, 里程碑 5.5 亿美元
GB263T	EGFR/c-Met	嘉和生物	VII 期	2022-07-14	VII 期	2022-04-18	非小细胞肺癌、实体瘤、	

药物	靶点	研发厂商	中国最高 研发进度	时间	海外最高 研发进度	时间	最高研发进度适应症	BD 交易
	/c-Met						结直肠癌、肺癌、食管癌、 头颈部鳞状细胞癌、胃癌	
PM8003	PD-L1/TGFB /VEGF	普米斯生物	Ⅶ期	2021-07-30	-	-	实体瘤	
CS2006	4-1BB / PD-L1/Albumin	Numab / 基石药业	批准临床	2021-09-13	Ⅶ期	2020-06-22	实体瘤、非小细胞肺癌、 结直肠癌、鳞状细胞癌等	2019.5 基石药 业将资助产品 研发，直至完成 初步 Ⅱ 期临床
QLS2404	-	齐鲁制药	Ⅰ期	2026-08-07	-	-	干燥综合征、 系统性红斑狼疮	
LBL-051	BCMA/CD19 /CD3	维立志博 / Oblenio	-	-	Ⅰ期	2026-06-25	自身免疫性疾病	2024.11 Oblenio 首付 款 3500 万美 元，总金额 5.8 亿美元
QLF4113	CD2/CD3 /PSMA	齐鲁制药	Ⅰ期	2026-06-16	-	-	去势抵抗性前列腺癌	
HH160	CTLA4/PD -1/VEGFA	华辉安健 / 百济神州	Ⅰ期	2026-06-03	Ⅰ期	2026-06-03	非小细胞肺癌、肝细胞癌、 结直肠癌等	2026.4 百济神 州 首付款 2 千 万美元，总金额 15.3 亿美元
YMN-V115	BCMA/CD3 /GPRC5D	华西医院	Ⅰ期	2026-04-30	-	-	黑色素瘤	-
HXN5003	CD28/CD3 /TROP2	华深智药	Ⅰ期	2026-08-21	Ⅰ期	2026-04-24	特应性皮炎	-
AK150	CSF1R/LILRB1 /LILRB2	康方生物	Ⅰ期	2026-04-22	-	-	实体瘤	-
HLX3902	CD28/CD3 /STEAP1	复宏汉霖	Ⅰ期	2026-04-16	Ⅰ期	2026-07-15	实体瘤、胃癌、非小细胞肺 癌、去势抵抗性前列腺癌	-
QBR202	ANGPT2 Albumin VEGFA	寻济生物	Ⅰ期	2026-02-12	-	-	-	-
QLS2313	CD20/CD3 /CD79B	齐鲁制药	Ⅰ期	2025-12-19	-	-	B 细胞非霍奇金淋巴瘤、 慢性淋巴细胞白血病/小 淋巴细胞淋巴瘤	-
SSS59	CD28/CD3 /MUC17	三生制药	Ⅰ期	2025-04-25	-	-	实体瘤、胃癌	-
BG-T187	EGFR/c-Met /c-Met	百济神州	Ⅰ期	2024-09-19	Ⅰ期	2024-09-19	实体瘤	-

药物	靶点	研发厂商	中国最高研发进度	时间	海外最高研发进度	时间	最高研发进度适应症	BD 交易
EB105	VEGF/Ang-2 /IL-6	典晶生物	临床前	-	I 期	2024-07-16	糖尿病黄斑水肿	-
QLS4131	BCMA/CD3 /GPRC5D	齐鲁制药	I 期	2024-07-15	批准临床	2025-02-01	多发性骨髓瘤、系统性红斑狼疮	-
BR115	CD3/HER2 /HER2	恩沐生物 /博锐生物	I 期	2024-04-23	批准临床	2024-01-19	实体瘤	2022.11 博锐生物 大中华区授权
SIM0500	BCMA/CD3 /GPRC5D	先声药业 /艾伯维	I 期	2024-04-19	I 期	2024-04-19	多发性骨髓瘤	2025.1 艾伯维, 里程碑 11 亿美元
KD6005	APRIL/BAFF /TNF- α	赛金生物 (康岱生物)	I 期	2023-12-28	-	-	类风湿关节炎	-
CC312	CD19/CD28 /CD3	惠和生物	I 期	2023-07-14	批准临床	2022-05-14	B 细胞非霍奇金淋巴瘤、B 细胞急性淋巴细胞白血病、类风湿关节炎等	-
SM3321	-	烁星生物	I 期	2023-07-14	批准临床	2022-05-21	肿瘤	-
YXC-001	PD-1/VEGF /IL-2	佑希创医药 (上海谊众)	批准临床	2026-08-17	-	-	实体瘤	-
BLVD201	CD19/BCMA /CD3	剂泰科技 /Deerfield	临床前	-	-	-	自身免疫性疾病	2026.6 Deerfield 首付款 2 千万美元, 总金额 16 亿美元

数据来源: Insight, 西南证券整理

小分子靶向药 YXC-002: 第四代高脑渗透性 EGFR-TKI, 可靶向 NSCLC 一系列经典/非经典 EGFR 驱动基因突变和耐药突变, 可有效针对中枢神经系统转移患者的治疗。临床前研究显示, YXC-002 对野生型 EGFR 相关的毒性较低, 在敏感突变 (Del19)、三重突变 (L858R/T790M/C797S) 等表现出优异的肿瘤抑制活性。2026 年 8 月 18 日, 公司的小分子靶向药 YXC-002 用于非小细胞肺癌治疗的临床试验申请 (IND) 获得批准。

3 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：根据堃博医疗招股书、《原发性肺癌诊疗指南》和《IV 期原发性肺癌中国治疗指南》，假设 2026-2028 年中国肺癌新发患者分别为 111/114/118 万例，NSCLC 占肺癌新发患者的 85%，其中 III B~IV 期占比达 46.6%。

假设 2：考虑到紫杉醇胶束产品被纳入 2024 医保目录，2025 年院内中标价为 376 元/支，假设公司销售单价维持 325 元/支，每个疗程使用量约为 16 支，疗程数量为 6。2025 年紫杉醇胶束作为医保目录药品，院内拓展加速，2026-2028 年假设在 III B~IV 期非小细胞肺癌患者中的渗透率分别提高至为 3%、5%、6%。

基于以上假设，公司 2026-2028 年收入测算如下表：

表 10：公司收入测算

	2025A	2026E	2027E	2028E
非小细胞肺癌新发患者（万人）	92	95	97	100
III B~IV 期非小细胞肺癌患者（万人）	43	44	45	47
销售单价（元/支）	325	325	325	325
单疗程费用（万元）	0.5	0.5	0.5	0.5
疗程数量	6	6	6	6
全疗程治疗费用（万元）	3	3	3	3
渗透率（III B~IV 期非小细胞肺癌患者）	2%	3%	5%	6%
使用人群（万人）	1	1	2	3
销售收入（百万元）	316	440	636	843
销售收入 YOY	82%	39%	45%	33%
毛利率	84%	86%	86%	86%

数据来源：公司公告，弗若斯特沙利文，西南证券

4 风险提示

业务结构单一风险；商业化不及预期风险；行业竞争加剧风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	316.08	440.70	636.93	843.87	净利润	64.56	79.66	115.76	152.17
营业成本	53.37	64.33	89.61	118.58	折旧与摊销	14.08	40.28	42.84	47.10
营业税金及附加	1.34	2.13	3.16	3.95	财务费用	-13.74	-8.81	-12.74	-16.88
销售费用	110.05	132.21	191.08	253.16	资产减值损失	-1.31	0.00	0.00	0.00
管理费用	15.85	26.44	38.22	50.63	经营营运资本变动	-69.40	-26.56	-58.78	-84.62
财务费用	-13.74	-8.81	-12.74	-16.88	其他	-13.57	-4.62	-1.13	-1.60
资产减值损失	-1.31	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-19.38	79.94	85.95	96.17
投资收益	3.29	5.13	4.81	4.66	资本支出	-125.07	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.73	0.00	0.00	0.00	其他	-448.59	86.25	4.81	4.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-573.65	-13.75	-95.19	-95.34
营业利润	62.26	88.50	128.60	169.05	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.12	0.02	0.02	0.02	长期借款	25.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	61.15	88.51	128.62	169.07	股权融资	-4.27	0.00	0.00	0.00
所得税	-3.41	8.85	12.86	16.91	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	64.56	79.66	115.76	152.17	其他	-28.21	7.98	11.95	16.11
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-7.48	7.98	11.95	16.11
归属母公司股东净利润	64.56	79.66	115.76	152.17	现金流量净额	-600.52	74.17	2.71	16.94
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	43.89	118.06	120.77	137.71	成长能力				
应收和预付款项	117.13	139.35	209.60	271.95	销售收入增长率	82.14%	39.43%	44.53%	32.49%
存货	62.50	146.78	155.47	238.43	营业利润增长率	552.62%	42.13%	45.31%	31.46%
其他流动资产	407.62	302.20	303.18	304.22	净利润增长率	825.49%	23.40%	45.31%	31.45%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	1443.71%	91.60%	32.30%	25.56%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	274.35	336.86	396.81	452.51	毛利率	83.12%	85.40%	85.93%	85.95%
无形资产和开发支出	28.76	26.65	24.54	22.43	三费率	35.48%	34.00%	34.00%	34.00%
其他非流动资产	592.82	592.13	591.45	590.77	净利率	20.42%	18.08%	18.17%	18.03%
资产总计	1527.06	1662.05	1801.83	2018.01	ROE	4.51%	5.28%	7.12%	8.56%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.23%	4.79%	6.42%	7.54%
应付和预收款项	61.73	121.78	145.33	208.66	ROIC	14.10%	13.64%	16.23%	17.40%
长期借款	25.00	25.00	25.00	25.00	EBITDA/销售收入	19.81%	27.22%	24.92%	23.61%
其他负债	10.02	5.30	5.77	6.45	营运能力				
负债合计	96.75	152.07	176.10	240.11	总资产周转率	0.21	0.28	0.37	0.44
股本	206.70	206.70	206.70	206.70	固定资产周转率	2.78	4.18	6.79	8.76
资本公积	1038.70	1038.70	1038.70	1038.70	应收账款周转率	4.05	3.61	3.71	3.55
留存收益	257.15	336.81	452.57	604.73	存货周转率	0.98	0.61	0.59	0.60
归属母公司股东权益	1430.31	1509.97	1625.73	1777.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	73.31%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1430.31	1509.97	1625.73	1777.90	资产负债率	6.34%	9.15%	9.77%	11.90%
负债和股东权益合计	1527.06	1662.05	1801.83	2018.01	带息债务/总负债	25.84%	16.44%	14.20%	10.41%
					流动比率	9.17	5.65	5.27	4.44
					速动比率	8.26	4.48	4.23	3.33
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.31	0.39	0.56	0.74
					每股净资产	6.92	7.31	7.87	8.60
					每股经营现金	-0.09	0.39	0.42	0.47
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	62.61	119.96	158.70	199.27					
PE	125.84	101.97	70.18	53.39					
PB	5.68	5.38	5.00	4.57					
PS	25.70	18.43	12.75	9.63					
EV/EBITDA	114.17	59.56	45.00	35.75					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

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

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

重要声明

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

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

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

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

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

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

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn