

总量稳增之下，增量正在流向哪里？

——1H26 重点药品销售跟踪与业绩展望

医保控费常态化与同靶点竞争加剧下，国内创新药终端的增长重心正经历结构性迁移，细分赛道的竞争格局加速重塑。1H26 终端数据显示，创新药整体维持较快增长，但增量正由传统肿瘤免疫（IO）转向降脂、自免等慢病及长疗程口服靶向药；与此同时，医保价格调整与治疗方案迭代正加快头部品种更替。本报告基于医药魔方 1H26 终端数据，以 158 项创新药及 12 个已有类似药上市的生物药分子为样本（1H26 终端销售合计人民币 1,018.2 亿元），并与公司收入及市场一致预期交叉验证，梳理增量来源与竞争格局的变化，把握新趋势下的投资机会。

- **创新药增速稳定，增长重心转向非肿瘤。**158 项创新药 1H26 终端销售人民币 808.0 亿元，同比增长 28.2%。1Q 至 2Q，非肿瘤占同比净增量的比重由 38% 升至 57%，剔除替尔泊肽后非肿瘤增速仍由 23.1% 升至 33.3%；肿瘤增速由 28.9% 降至 18.8%。
- **肿瘤：传统 IO 走弱，口服靶向与新疗法贡献主要增量。**2Q 肿瘤净增量中，口服靶向与内分泌占 45%、血液肿瘤占 23%、ADC 与 IO 2.0 占 20%，传统 PD-(L)1 由 1Q 的 20% 降至 6%。ALK、CDK4/6、TROP2 ADC 一年内领先者均已易主。
- **非肿瘤：降脂与自免扩容，GLP-1 增量由跨国药企主导。**降脂（PCSK9/siRNA）及自免（IL-17/23、IL-4R）三类药品 2Q26 同比净增 15.1 亿元，本土产品（含类似药）贡献 51%；GLP-1 净增 15.4 亿元，本土仅贡献 18%。
- **生物类似药：同比增长逾两成，约半数增量对应原研流失，成熟品种替代空间收窄。**2Q26，12 个分子类似药销售 70.9 亿元，同比增长 22%，原研下降 15%。贝伐珠、曲妥珠、利妥昔三款原研药 2Q26 终端销售额合计仅剩 7.9 亿元；乌司奴、托珠、地舒及奥马珠仍有较大替代空间。
- **推荐康诺亚、荣昌：终端放量趋势向好，关注下半年业绩兑现。**康诺亚方面，2Q26 司普奇拜单抗（商品名：康悦达）贡献 IL-4R 品类 63% 的同比销售增量，2Q26 终端销售额环比增长 57%。公司 10 月 16 日公告，康悦达前三季度产品收入约 6.6 亿元，同比增长约 227%，推算 3Q26 约 2.7 亿元；以 Visible Alpha 截至 10 月 9 日 8.63 亿元的全年一致预期测算，隐含 4Q 收入约 2.0 亿元，较 3Q 低约 24%，全年兑现确定性提高。CMG901 数据预计 10 月 25 日于 ESMO 披露。荣昌方面，2Q26 泰它西普终端销量增长 73%，单位金额同比下降 11%，以量补价效果显著；维迪西妥终端销售额同比增长 19%。1H26，公司产品销售收入 13.47 亿元，同比增长 23.3%，其中泰它西普收入同比增长约 35%，维迪西妥收入基本持平。同期 Visible Alpha 对荣昌 2026 年产品收入的一致预期为 28.6 亿元，隐含下半年收入 15.1 亿元，较上半年增长 12%。下半年重点关注泰它西普放量的持续性，以及维迪西妥终端销售增长能否带动公司收入改善；2027 年重点关注泰它西普新增适应症医保准入及支付价格。恒瑞、康方 2Q26 终端销售继续增长，建议分别关注创新药收入兑现及海外临床、监管催化。
- **投资风险：**医保谈判及续约降价幅度超预期；同靶点竞品获批或放量快于预期；重点产品进院及放量不及预期，或公司收入确认节奏与终端销售背离；合规监管趋严影响新品推广；海外临床及监管结果不及预期。

季昶阳

首席医药分析师

joule_ji@spdbi.com

(852) 2808 6434

2026 年 10 月 20 日

重点推荐

公司/ 股票代码	评级	目标价 (港元)
康诺亚 2162.HK	买入	108.3
荣昌生物 9995.HK	买入	99.3

注：评级及目标价沿用已发表报告

资料来源：浦银国际



扫码关注

浦银国际研究

浦銀國際

行业追踪

药品终端跟踪

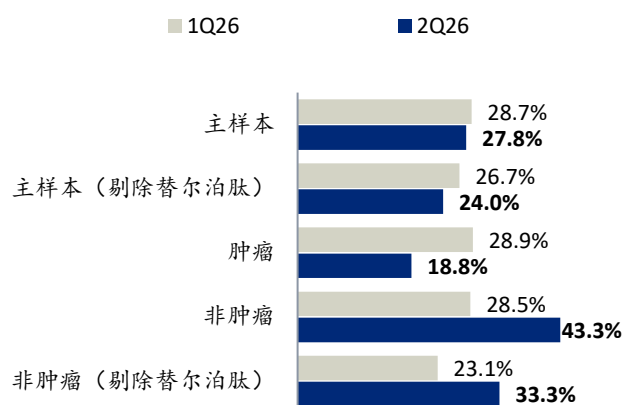
目录

1. 创新药终端增速保持高位，非肿瘤贡献上升	3
1.1 总量：创新药增速基本稳定，非肿瘤 2Q 净增量占比升至 57%.....	3
1.2 肿瘤：传统 IO 走弱，口服靶向、血液肿瘤与新型疗法贡献主要增量	6
1.3 非肿瘤：降脂与自免扩容，GLP-1 增量由跨国药企主导	11
1.4 生物药竞争：国产替代持续，价格与剂型影响收入兑现	13
2. 公司：从终端增量到收入兑现，推荐康诺亚、荣昌.....	15
2.1 康诺亚（2162.HK）：IL-4R 市场扩容与份额重分配并行，司普奇拜取得六成品类增量	17
2.2 荣昌生物（9995.HK）：泰它西普降价放量、份额提升，2027 年看新增适应症医保支付 ...	19
2.3 其他覆盖公司	21
3. 前瞻：3Q26 检验结构分化，2027 年看第二轮放量与价格.....	24
3.1 3Q26 前瞻：非肿瘤增量有望延续，传统 IO 销量有待企稳	24
3.2 关键催化剂：业绩、医保与全球临床读数	24
投资风险	26
附录图表	27

1. 创新药终端增速保持高位，非肿瘤贡献上升

创新药终端销售增长结构正在调整：1H26 传统肿瘤免疫治疗增速放缓，降脂、自免及代谢等非肿瘤品类取得更多增量。同时，医保准入、价格调整 and 同类竞争使得用量增长与厂家收入增长出现分化，叠加合规监管趋严，市场对创新药进院及终端放量的持续性仍有担忧。我们基于医药魔方核心样本医院及实体零售数据，追踪重点药品的销售、量价和份额变化，并与公司披露收入交叉验证，从而识别增长结构的变化及收入兑现机会。本章增长分析采用 158 项创新药研究主样本（肿瘤 98 项、非肿瘤 60 项），并对重点竞争品类开展专项分析；12 个已有类似药的生物药分子单列于 1.4 节。竞争品类包含主样本以外的类似药、仿制药等产品，与主样本口径不同；除特别说明外，增速与净增量均指 2Q26 同比。

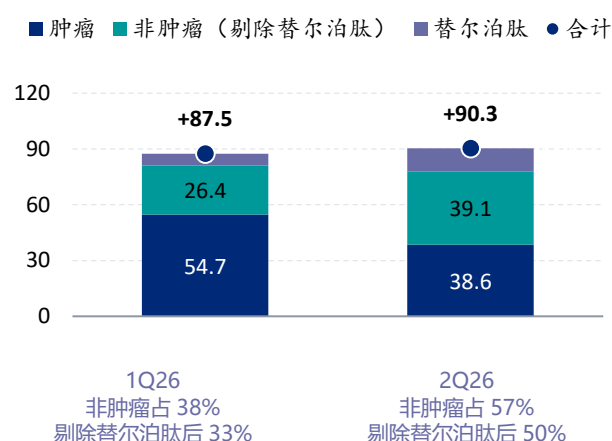
图表 1：158 项主样本：肿瘤减速，非肿瘤加速



注：158 项固定研究主样本，肿瘤 98 项、非肿瘤 60 项。剔除替尔泊肽后，1H26 主样本、非肿瘤销售同比分别增长 25.3%、28.3%。全文按未取整数据计算，显示值相减或加总可能有尾差。

资料来源：医药魔方、浦银国际测算

图表 2：同比净增量：非肿瘤贡献升至 57%



注：亿元；同比净增量比较上年同期。非肿瘤拆为替尔泊肽与其余产品，圆点为合计。2Q26 剔除替尔泊肽后的非肿瘤贡献为 50.34%；非肿瘤占 1H26 净增量 48%，剔除替尔泊肽后为 41%。

资料来源：医药魔方、浦银国际测算

1.1 总量：创新药增速基本稳定，非肿瘤 2Q 净增量占比升至 57%

1H26 创新药销售增速保持平稳，但增长贡献明显向非肿瘤倾斜。158 项研究主样本 1H26 终端销售 808.0 亿元，同比增长 28.2%；1Q26、2Q26 分别同比增长 28.7%、27.8%。其中肿瘤终端销售同比增速由 1Q26 的 28.9% 降至 2Q26 的 18.8%，同期非肿瘤终端销售同比增速由 28.5% 升至 43.3%。从绝对金额看，肿瘤季度同比净增量由 54.7 亿元降至 38.6 亿元，非肿瘤则由 32.8 亿元升至 51.7 亿元，占总体净增量的比例由 38% 升至 57%（图表 1、2）。主样本 2Q26 终端销售额环比增长 5.9%，与上年同期的 6.7% 基本接近。其中，肿瘤环比仅增长 0.1%，低于上年同期的 8.6%；非肿瘤环比增长 15.5%，高于上年同期的 3.5%。

剔除替尔泊肽后，非肿瘤药品销售增长仍明显提速。非肿瘤增速由 1Q26 的 23.1%提升至 2Q26 的 33.3%，占剔除替尔泊肽后主样本净增量的比例由 33% 升至 50%。替尔泊肽，与 2026 年 1 月起执行医保谈判价格、降价后放量的英克司兰、瑞卡西和司普奇拜，2Q26 合计贡献销售同比净增量约 18.3 亿元，占同期非肿瘤药品销售净增量的 35%。剔除该四者后，非肿瘤药品占主样本销售净增量的比例仍由 1Q26 的约 30%升至 2Q26 的 46%。

非肿瘤多个品类终端销售额增长提速，传统 PD-(L)1 增速回落。主样本中，GLP-1 同比增速由 1Q26 的 42%升至 2Q26 的 77%，其他降糖、降脂、心血管与肾、呼吸等品类亦有所加速。肿瘤方面，传统 PD-(L)1 同比增速由 21%降至 4%；IO 2.0 增速虽有所回落，2Q26 仍同比增长约 49%，部分受到上年医保降价后比较基数的影响（图表 3）。

图表 3：21 类主样本：两季同比增速与 2Q 金额增量

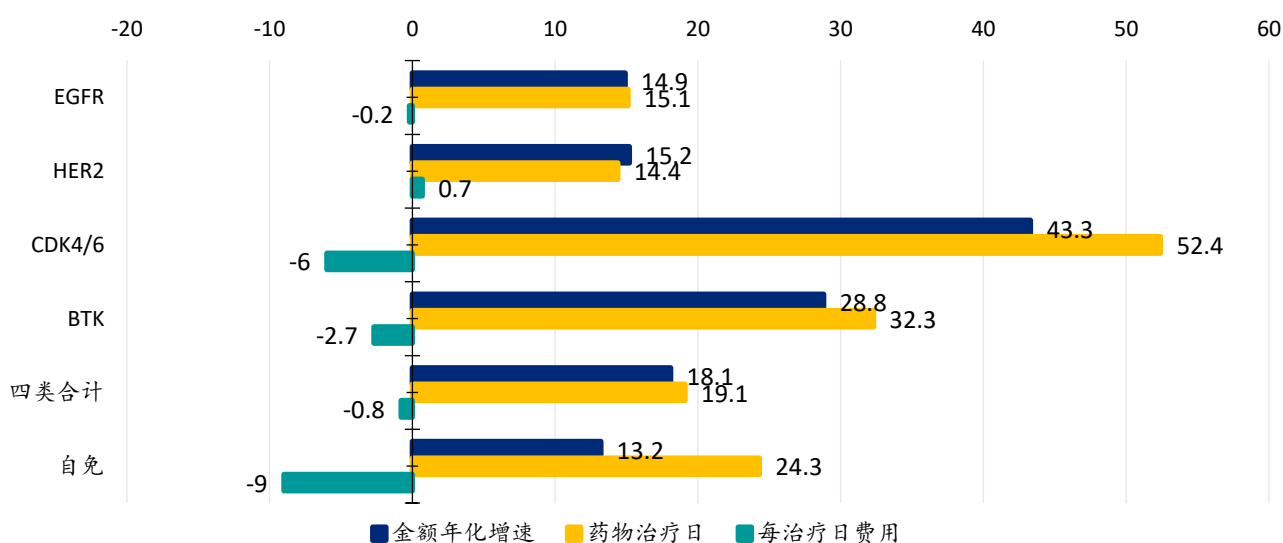
类别（项数）	2Q 同比增量（亿元）	1Q26 同比	2Q26 同比
主样本合计（158）	90.33	28.7%	27.8%
肿瘤合计（98）	38.61	28.9%	18.8%
驱动基因靶向（29）	9.40	21.5%	16.2%
血液肿瘤（16）	8.86	36.3%	36.4%
ADC（9）	4.92	49.8%	37.1%
内分泌与放射配体（4）	3.52	36.0%	39.7%
肿瘤抗体（HER2/EGFR/VEGF 等）（6）	3.37	52.7%	30.6%
CDK4/6（3）	2.85	43.2%	33.7%
IO 2.0（3）	2.64	177.6%	48.5%
传统 PD-(L)1/CTLA-4（18）	2.19	21.3%	3.9%
多靶点 TKI/PARP/mTOR（6）	1.64	13.4%	12.1%
肿瘤支持与其他（4）	-0.78	0.3%	-11.4%
非肿瘤合计（60）	51.72	28.5%	43.3%
GLP-1（4）	替尔泊肽 12.56 13.88	41.7%	76.5%
降脂（5）	8.24	56.8%	66.0%
其他降糖（6）	7.50	50.2%	68.8%
自免（16）	7.11	17.4%	21.1%
心血管与肾（4）	5.82	42.3%	56.5%
呼吸与过敏（5）	3.40	20.1%	49.1%
抗感染（4）	2.23	-7.4%	36.2%
神经精神与镇痛（9）	2.18	49.1%	47.4%
血液、骨与内分泌（4）	0.92	10.7%	15.0%
眼科（2）	0.40	15.8%	4.0%
消化、中成药与其他（1）	0.04	104.5%	85.8%

注：各行仅含研究主样本内产品，覆盖不同于完整竞争品类；括号内为项数。横条为 2Q 同比增量，深蓝色为肿瘤、青绿色为非肿瘤，各类在板块内按增量降序排列；GLP-1 蓝紫色段为替尔泊肽（医药魔方分子全市场口径）。IO 2.0 的 1Q 同比受上年医保执行后价格重置基数影响。图表 5 按口服结构另将氟化镭列入支持与其他，两图分类不同。

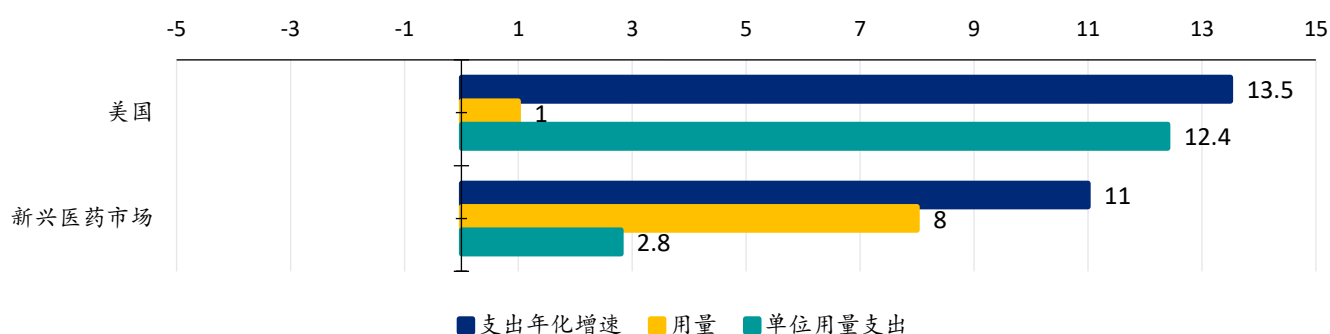
资料来源：医药魔方、浦银国际测算

图表 4：国内肿瘤靶向药增长以用量为主，美国肿瘤药以单位支出为主

A. 国内重点类别，2023–2025 年复合年增长率 (%)



B. IQVIA 全部肿瘤药，2019–2024 年复合年增长率 (%)



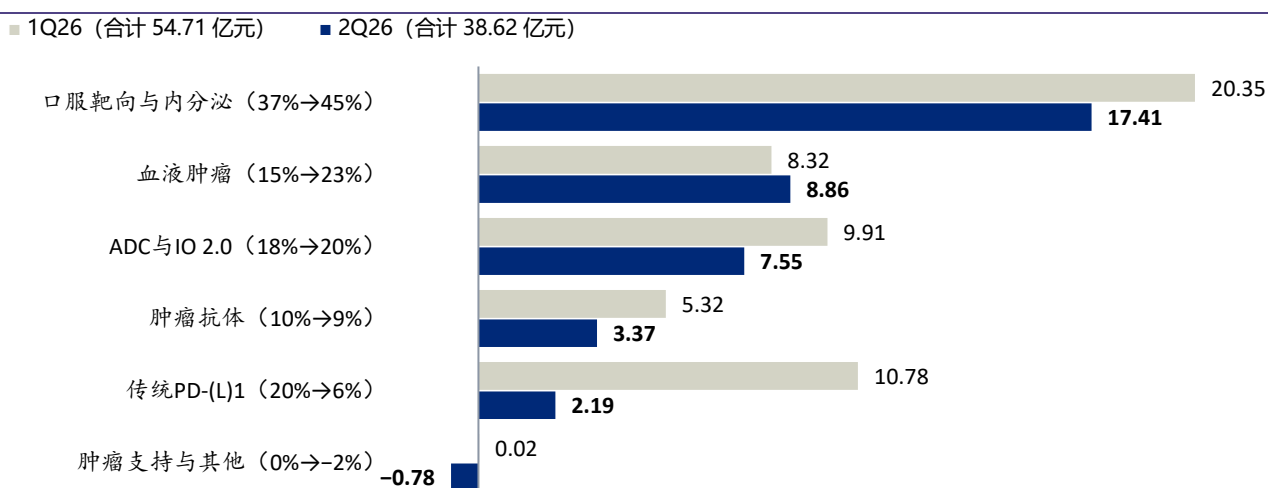
注：国内为 EGFR、HER2、CDK4/6、BTK 及自免样本；治疗日按参考剂量折算。费用变化含价格及产品结构影响；IQVIA 口径与国内样本不同。
资料来源：IQVIA Institute 《Global Oncology Trends 2025》(2025 年 5 月 22 日)、医药魔方、浦银国际测算

从更长周期看，国内肿瘤靶向药的增长主要来自用量扩张，与美国以单位支出驱动不同。2023–2025 年，EGFR、HER2、CDK4/6 及 BTK 四类肿瘤靶向药合计终端销售额年均增长 18.1%，按参考剂量折算的药物治疗日增长 19.1%，每治疗日费用下降 0.8%；自免品类对应数据分别为 13.2%、24.3%和-9.0%（图表 4A）。海外方面，IQVIA 统计的 2019–2024 年美国肿瘤药支出年均增长 13.5%，其中用量仅增长 1%、单位用量支出增长 12.4%；新兴医药市场则以用量增长为主（8%）（图表 4B）。

1.2 肿瘤：传统 IO 走弱，口服靶向、血液肿瘤与新型疗法贡献主要增量

肿瘤净增量回落，增长主要由传统 IO 以外的品类承接。98 项肿瘤主样本 2Q26 终端销售额同比净增 38.6 亿元，低于 1Q26 的 54.7 亿元。其中，口服靶向与内分泌贡献 17.4 亿元、占 45.1%；血液肿瘤 8.9 亿元、占 23.0%；ADC 与 IO 2.0 合计 7.6 亿元、占 19.6%；传统 PD-(L)1 仅增加 2.2 亿元，占比由 1Q26 的 19.7% 降至 5.7%（图表 5）。

图表 5：98 项肿瘤主样本：口服靶向与内分泌两季贡献最多

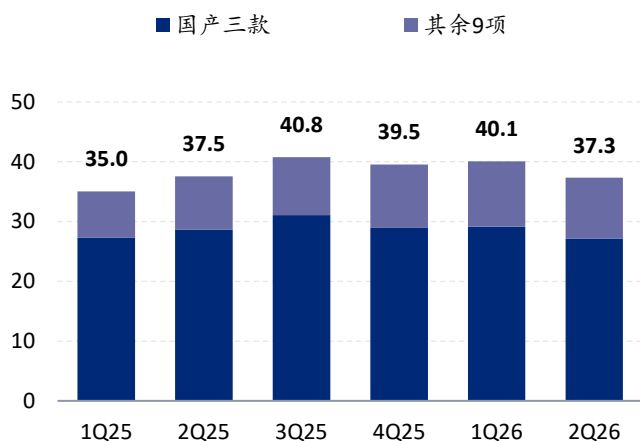


注：同比净增量，亿元；类别后括号内为占肿瘤净增量的比重（1Q26→2Q26）。

资料来源：医药魔方、浦银国际测算

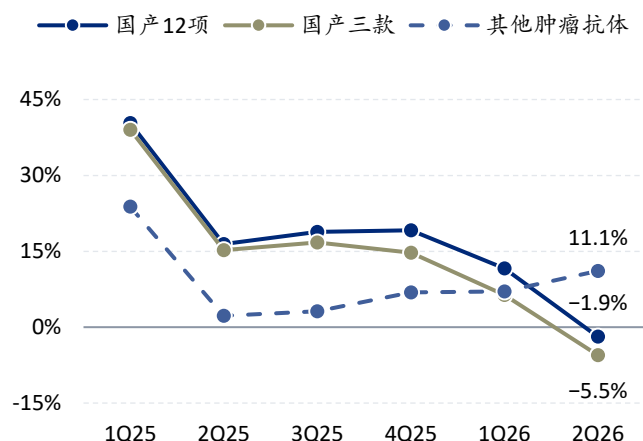
传统 PD-(L)1 增长放缓，头部国产品种率先承压。主样本传统 PD-(L)1 的终端金额同比增速由 1Q26 的 21.3% 降至 2Q26 的 3.9%；国产品种固定篮子金额则由同比正增长转为同比下降 0.6%（图表 6），按标准剂量折算的销量同比下降 1.9%，其中信迪利、替雷利珠和卡瑞利珠三款头部产品合计下降 5.5%。三款产品单位金额基本稳定，终端销售额同比分别下降 6.4%、4.2% 和 6.6%，表明头部国产单抗的销售回落主要由销量下降驱动，而非价格变化影响。同期，贝伐珠、曲妥珠等其他肿瘤单抗的折算销量同比增长 11.1%，高于 1Q26 的 7.1%（图表 7）。2Q26 的回落集中在 PD-(L)1，并非肿瘤抗体普遍走弱。

图表 6：国产传统 PD-(L)1：季度终端金额



注：1Q25-2Q26，单位为亿元，柱顶为国产 12 项合计。国产三款为信迪利、替雷利珠、卡瑞利珠；其余 9 项为特瑞普利、派安普利、斯鲁利、赛帕利、普利特、阿得贝利、恩沃利、舒格利、贝莫苏拜。
资料来源：医药魔方、浦银国际测算

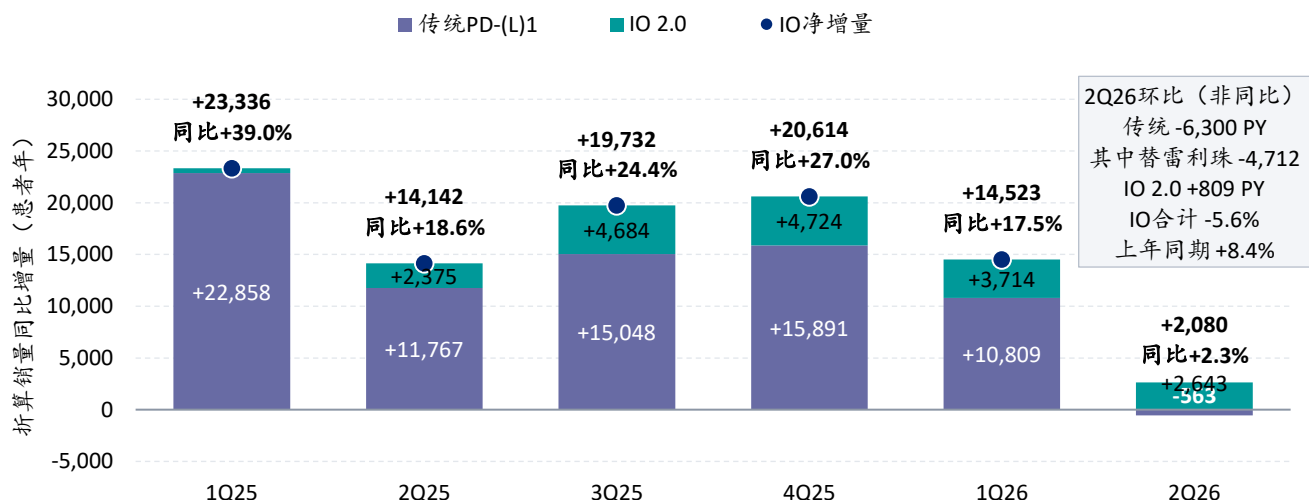
图表 7：国产传统 PD-(L)1 与其他肿瘤抗体：标准剂量折算销量同比增速



注：与上年同季比较。折算销量=当季终端销售量÷单个患者按参考方案治疗一年的药物用量，单位为患者年，不代表实际患者人数或实际治疗时长；国产 12 项及三款同左图。其他肿瘤抗体为贝伐珠、曲妥珠、利妥昔、帕妥珠及帕妥珠曲妥珠皮下复方、西妥昔、伊尼妥，分子全市场口径，按说明书方案、60kg、1.6m²折算。
资料来源：医药魔方、药品说明书、浦银国际测算

传统 IO 折算销量同比下降，IO 2.0 成为销量增量的主要来源。固定 IO 篮子中，传统 PD-(L)1 的 2Q26 折算销量同比减少 563 患者年，IO 2.0 增加 2,643 患者年，推动整体折算销量净增 2,080 患者年(+2.3%，图表 8)。依沃西 2Q26 终端销售额达 2.87 亿元，同比增长 210%、环比增长 52%，单位金额基本稳定。按标准剂量折算，依沃西贡献了所跟踪三款 IO 2.0 产品当季环比销量净增量的约八成（图表 9）。相比之下，卡度尼利 2Q26 终端金额同比仅增长约 3%，新适应症医保执行后，单位金额较新价执行前的 4Q25 下降约 18%；零售金额占比由 4Q25 的约 73%降至 2Q26 的 34%。卡度尼利在医院与实体零售样本中的合计销量同比增长约 24%。

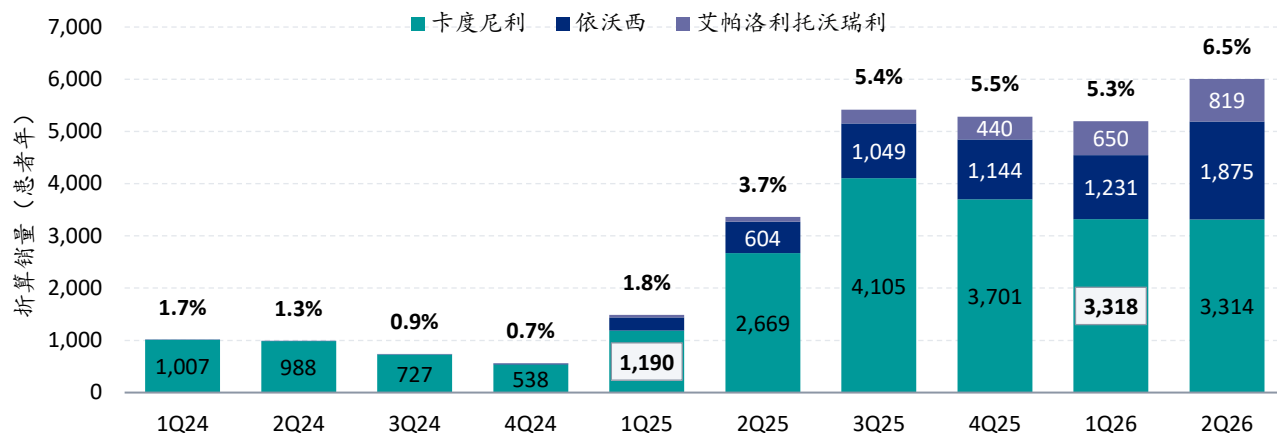
图表 8：IO 折算销量同比增量：传统单抗 2Q26 转负，IO 2.0 贡献增量



注：固定 22 品种（19 个传统 PD-(L)1 及卡度尼利、依沃西、艾帕洛利托沃瑞利）。按同季院内与零售规格将终端销售量换算为 mg，再按固定参考方案、60kg 及 52 周折算为患者年，不代表实际患者人数或实际治疗时长。

资料来源：医药魔方、浦银国际测算

图表 9：IO 2.0 主要品种的季度折算销量



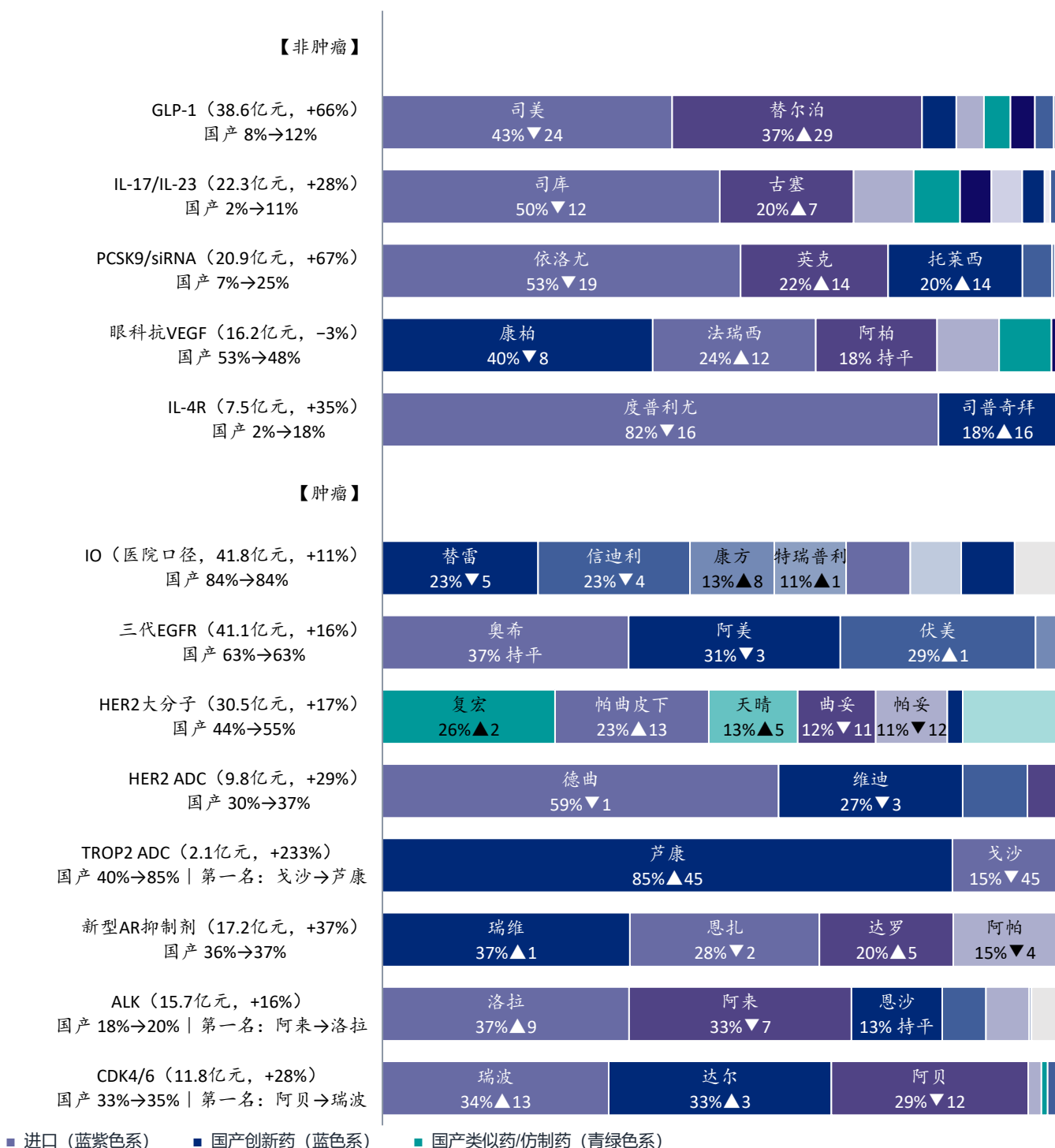
注：柱为各 IO 2.0 分子的季度折算销量，柱顶为合计占 22 品种 IO 样本的比重。折算销量=当季终端销量÷单人全年参考用药量，单位为患者年，不代表实际患者人数或治疗时长。环比净增量为本季减上季折算销量。单位金额=终端金额÷mg，含规格结构影响。医保执行后单位金额环比变化：1Q25 卡度尼利-70%、依沃西-68%；1Q26 卡度尼利-18%、艾帕洛利托沃瑞利-70%。

资料来源：医药魔方、浦银国际测算

口服靶向与内分泌贡献肿瘤最大增量，长疗程用药为持续增长提供支撑。瑞维鲁胺和达罗他胺 2Q26 终端销售额分别同比增加约 1.8 亿元和 1.5 亿元。独立品牌药观察组中，六款 AR 通路药物已连续五个季度环比增长。口服靶向药的持续治疗特征有利于用药需求累积，但终端数据尚无法直接识别在治疗患者规模的变化。上述 AR 观察组包含主样本之外的成熟品牌药，并非 AR 品类全市场口径。

肿瘤药物的增长在产品间明显分化，多个主要品类的销售领先产品发生更替。 2Q25 至 2Q26 期间，ALK 抑制剂的终端销售额首位由阿来替尼转为洛拉替尼，乳腺癌 CDK 抑制剂竞争篮子的首位由阿贝西利转为瑞波西利，TROP2 ADC 由戈沙妥珠转为芦康沙妥珠（图表 10）。

图表 10: 2Q26 主要品类竞争全景：规模、增长与份额变化



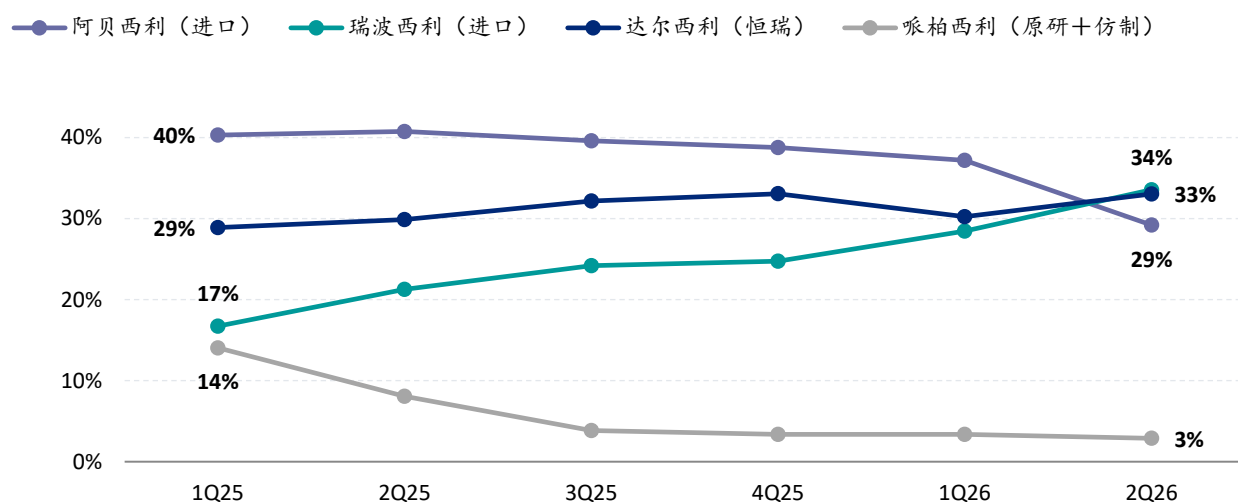
注：数据条为 2Q26 类内终端金额份额，标注份额≥10%的产品；第二行为份额及同比变化。IO 仅为医院样本，其余为医院与实体零售；渠道迁移不等于新增需求。

资料来源：医药魔方、浦银国际测算

CDK 抑制剂：瑞波西利取代阿贝西利居份额首位，哌柏西利降价后未能以量补价。 2Q26 该品类终端销售约 11.8 亿元，同比增长 28%，但较 1Q26 环比仅增加约 0.2 亿元。瑞波西利与达尔西利分别占据约 34%和 33%的金额份额，阿贝西利降至 29%（图表 11），季度销售环比分别增加 0.68 亿元和 0.40

亿元；同期阿贝西利减少 0.85 亿元。哌柏西利单位金额同比下降约 55%，销量仅增长约 2%，未能实现以量补价，终端销售额由 2Q25 的 0.74 亿元降至 2Q26 的 0.34 亿元（附录图表 A1）。

图表 11：CDK4/6：瑞波西利金额份额升至首位，阿贝西利降至 29%

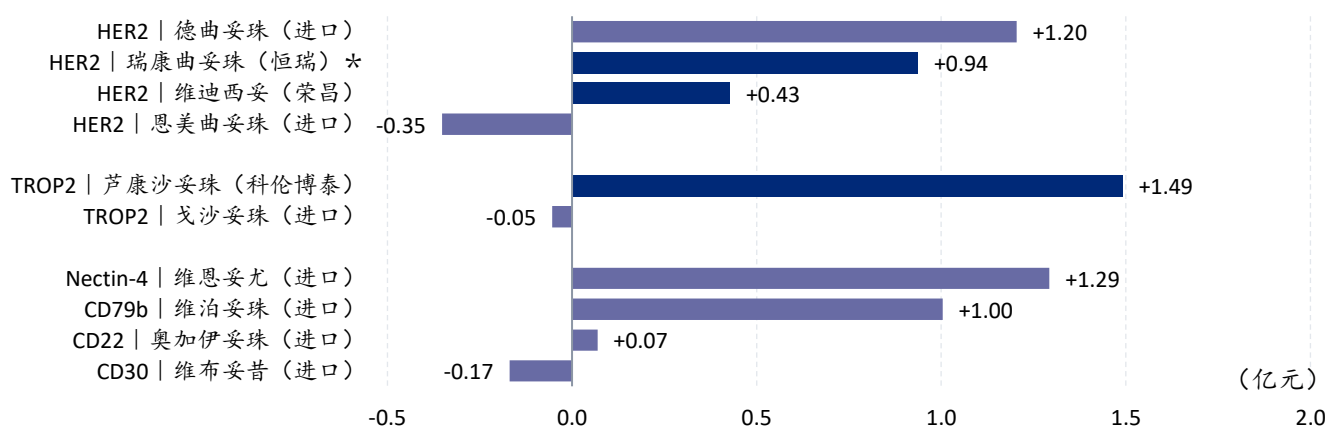


注：金额份额以乳腺癌 CDK 抑制剂竞争品类的季度终端销售额为分母，除 CDK4/6 抑制剂外，亦纳入用于乳腺癌治疗的 CDK2/4/6 抑制剂吡洛西利、库莫西利，不含曲拉西利。季度销售额见附录图表 A1。

资料来源：医药魔方、浦银国际测算

ADC：TROP2 由国产芦康沙妥珠主导，HER2 仍以德曲妥珠为主。 TROP2 ADC 在 2Q26 同比增长约 233%，市场规模达到 2.1 亿元，芦康沙妥珠金额份额由约 40% 升至 85%，同比增加 1.49 亿元，成为该品类的主要增长来源。相比之下，2Q26 HER2 ADC 市场规模已达 9.8 亿元，同比增长约 29%，仍由德曲妥珠主导，金额份额约 59%，同比增加 1.20 亿元；国产维迪西妥同比增加 0.43 亿元（图表 12、附录图表 A2、A3）。

图表 12：ADC：各靶点产品的 2Q26 同比增量贡献

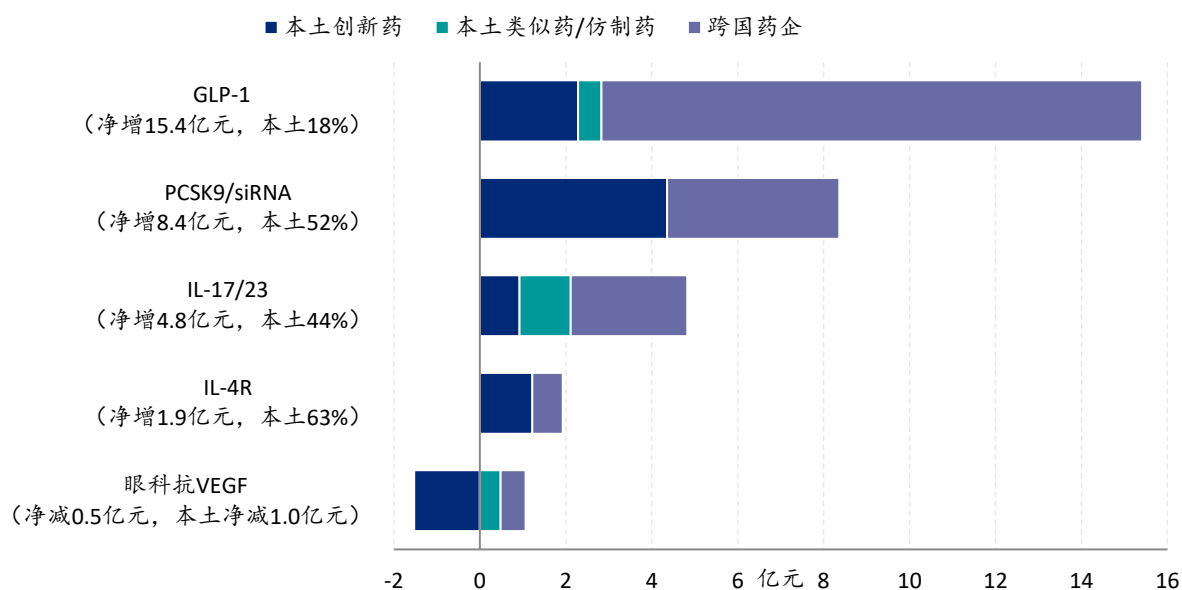


注：深蓝为国产，蓝紫色为进口。HER2 ADC 含德曲妥珠、恩美曲妥珠、维迪西妥、瑞康曲妥珠、博度曲妥珠；TROP2 ADC 含芦康沙妥珠与戈沙妥珠，本次终端样本未收录德达博妥。戈沙妥珠、维布妥昔、奥加伊妥珠为已观察产品口径。*瑞康曲妥珠基期缺失，标示的是 2Q26 当季金额，不是同比增量。

资料来源：医药魔方、浦银国际测算

1.3 非肿瘤：降脂与自免扩容，GLP-1 增量由跨国药企主导

图表 13：五个非肿瘤品类 2Q26 净增量归属：降脂、自免本土约占一半，GLP-1 仅 18%



注：2Q26 较 2Q25 净增量；覆盖医院及实体零售，按原研归属分类，授权引进产品归原研方。PCSK9/siRNA、IL-17/23、IL-4R 三类本土净增量占比由 1Q26 的 48% 升至 2Q26 的 51%，纳入眼科后为 45%。

资料来源：医药魔方、浦银国际测算

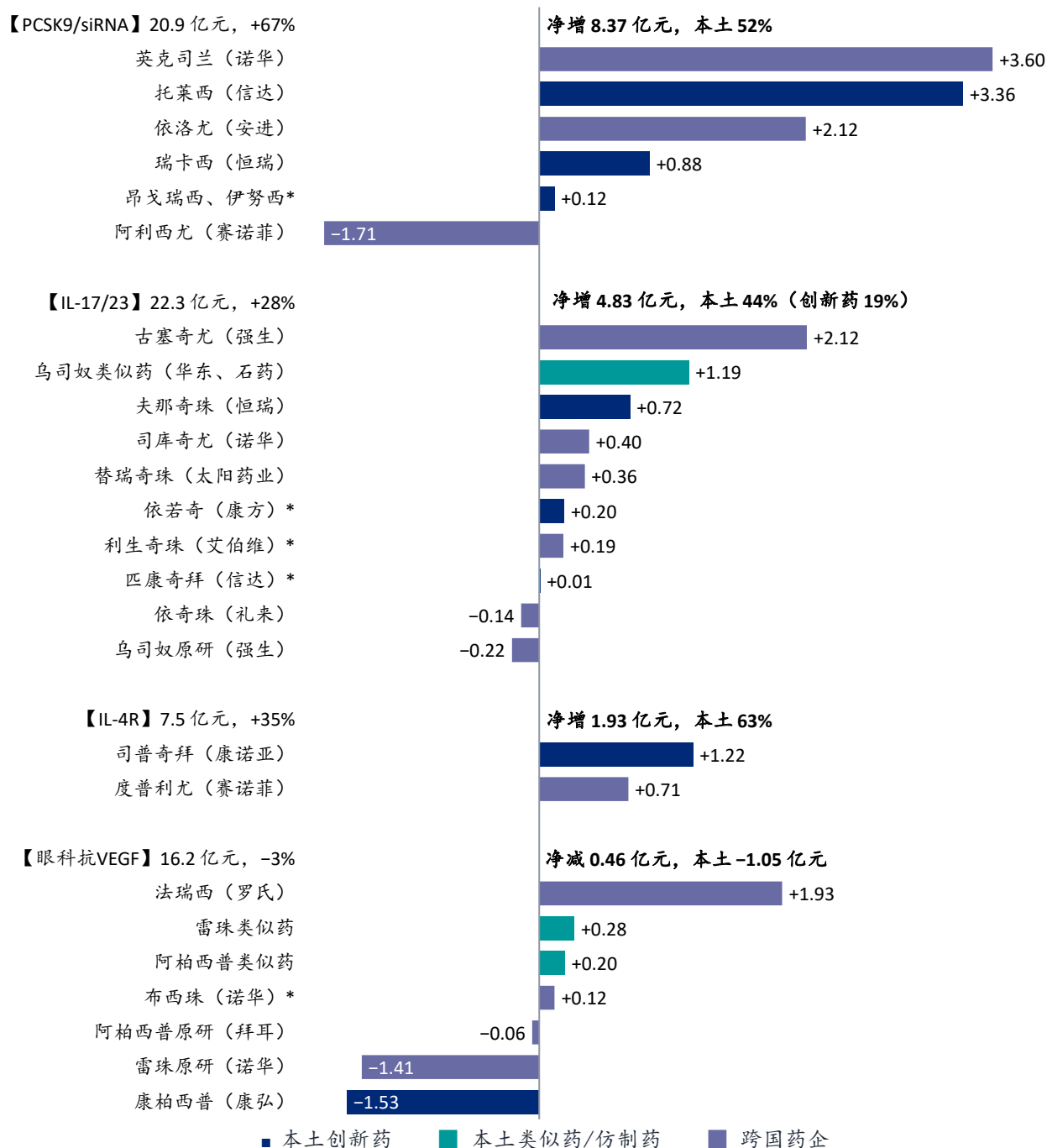
本土企业在降脂、自免中的增量占比升至约一半，在 GLP-1 中不足两成。2Q26，GLP-1 完整竞争品类同比净增 15.4 亿元，本土产品仅贡献约 18%；PCSK9/siRNA 净增 8.4 亿元，本土产品贡献约 52%。PCSK9/siRNA、IL-17/23 及 IL-4R 三个品类 2Q26 终端销售额合计同比净增 15.1 亿元，本土创新药贡献约 43%，计入类似药及仿制药后升至 51%，较 1Q26 的 48% 进一步提升。相比之下，眼科抗 VEGF 受国产产品销售回落拖累；纳入眼科后，本土企业在四类合计净增量中的占比降至约 45%（图表 13）。

PCSK9/siRNA 市场快速扩容，英克司兰与托莱西贡献主要增量。 2Q26，品类终端销售额达 20.9 亿元，同比增长约 67%。英克司兰和托莱西分别同比增加 3.60 亿元和 3.36 亿元，合计贡献约 83% 的品类净增量（图表 14），金额份额分别升至约 22% 和 20%（附录图表 A6）；瑞卡西亦同比增加 0.88 亿元。相比之下，阿利西尤减少 1.71 亿元。

自免：IL-17/23 的本土增量以类似药为主，IL-4R 由本土创新药驱动。 2Q26，IL-17/23 品类同比增长约 28%，净增 4.83 亿元，其中古塞奇尤贡献 2.12 亿元；本土产品合计增加 2.11 亿元，约 56% 来自类似药，夫那奇珠同比增加 0.72 亿元（附录图表 A8）。IL-4R 品类同比增长约 35%，净增 1.93 亿元，其中司普奇拜贡献 1.22 亿元增量，占品类净增量的 63%（附录图表 A7）；同期度普利尤仍增加 0.71 亿元。

眼科抗VEGF市场小幅收缩,法瑞西逆势增长,国产成熟品种份额承压。2Q26,品类终端销售额同比下降约3%,净减少0.46亿元。其中,法瑞西同比增加1.93亿元,金额份额由约12%升至24%;康柏西普则减少1.53亿元,单位金额下降约19%,份额由约48%降至40%。本土产品合计减少1.05亿元,反映存量竞争下,成熟品种面临单位金额下降与市场份额流失的双重压力。

图表 14: 四个非肿瘤品类: 2Q26 增量归属 (亿元)



资料来源: 医药魔方、浦银国际测算

GLP-1 市场保持高速增长，替尔泊肽贡献逾八成增量，国产新品放量仍待检验。2Q26，品类终端销售额达 38.6 亿元，同比增长约 66%。替尔泊肽同比增加 12.56 亿元，占品类净增量约 82%。玛仕度肽当季销售约 1.96 亿元，环比小幅下降约 1%。目前终端样本不含互联网医院和电商渠道，现有数据尚不足以判断玛仕度肽的全渠道竞争表现及长期销售潜力（附录图表 A5）。

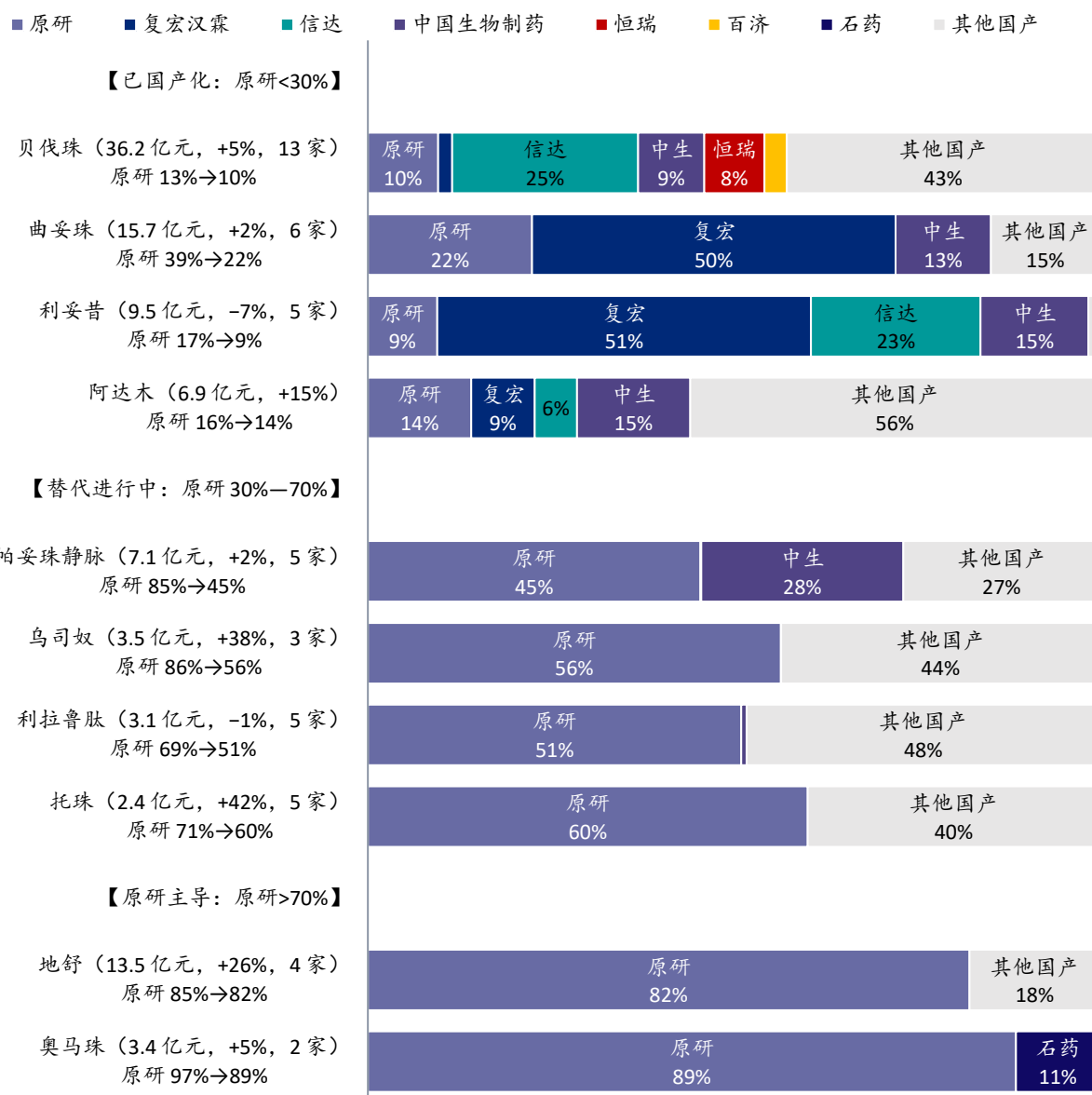
1.4 生物药竞争：国产替代持续，价格与剂型影响收入兑现

生物类似药同比增长 22%，原研减少额约为类似药增量的一半；不同品种的竞争格局分化，厂家面临的增长机会与价格风险各异。在研究主样本之外，可拆分原研与类似药的 12 个生物药分子 2Q26 终端销售合计 107.2 亿元，同比增长 6.3%；其中类似药 70.9 亿元，同比增长 21.8%，原研 36.3 亿元，下降 14.8%，类似药金额份额由 2Q25 的 57.7% 升至 66.1%（附录图表 A9）。原研与类似药合计的分子销售表现分化：贝伐珠、曲妥珠分别同比增长约 5%、2%，利妥昔、雷珠分别下降约 7%、35%；地舒、乌司奴及托珠则分别增长约 26%、38%、42%。对厂家而言，分子市场扩容只是收入增长的基础，最终兑现仍取决于份额获取、价格变化及剂型竞争。

国产化程度较高的生物药，原研替代空间逐渐收窄，存量销售的价格风险更加突出。2Q26，贝伐珠终端销售 36.2 亿元，已有 13 家厂家形成销售，原研金额份额仅约 10%；曲妥珠和利妥昔的原研份额分别由 2Q25 的 39%、17% 降至 22%、9%（图表 15）。国产类似药厂家已占据主要市场份额，进一步替代原研带来的增量空间收窄，现有销售同时面临潜在的集采降价压力。

部分原研主导的生物药市场正出现份额重分配，国产类似药取得新的增长机会。乌司奴、托珠的原研金额份额分别由 2Q25 的 86%、71% 降至 2Q26 的 56%、60%；地舒、奥马珠的原研份额仍分别高达 82%、89%（图表 15、附录图表 A10）。其中地舒原研 2Q26 仍同比增加约 2.0 亿元，高于类似药的约 0.8 亿元，分子扩容快于份额替代。与贝伐珠、曲妥珠等高度国产化的成熟品种相比，乌司奴、托珠、地舒及奥马珠仍有较大的原研销售存量可供争夺。

图表 15：生物药分子：原研与类似药厂家份额



注：2Q26 各分子终端销售额的厂家份额；箭头表示原研份额由 2Q25 至 2Q26 的变化。不同颜色区分厂家，蓝紫色为原研。

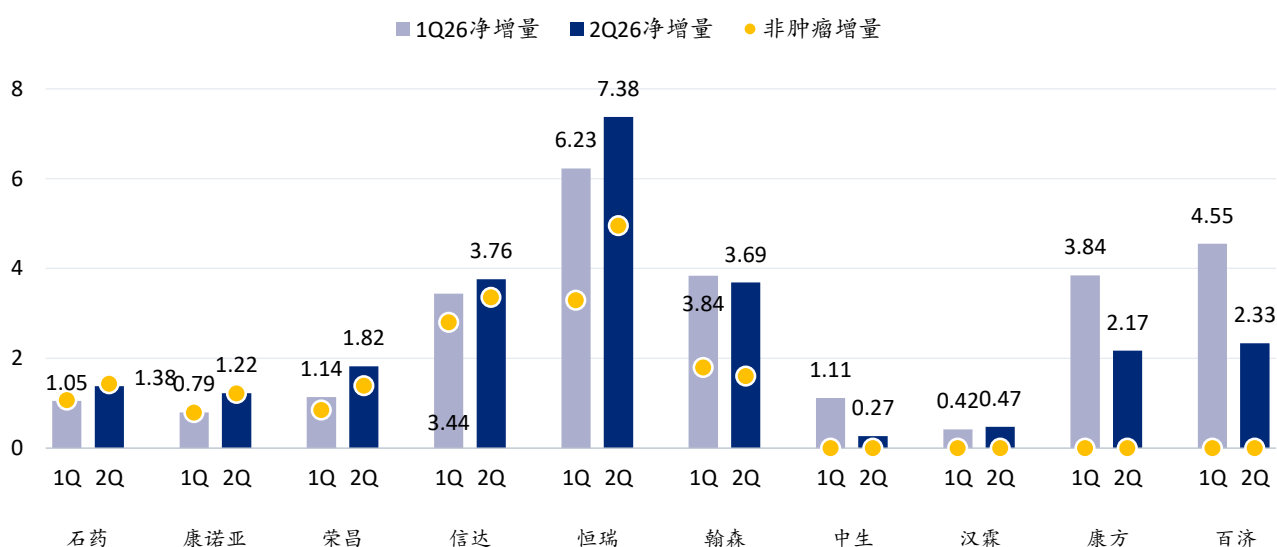
资料来源：医药魔方、浦银国际测算

2. 公司：从终端增量到收入兑现，推荐康诺亚、荣昌

2Q26 研究主样本中，非肿瘤贡献 57%的同比净增量，肿瘤增长主要来自口服靶向与内分泌、血液肿瘤以及 ADC 与 IO 2.0。同比净增量排名前 20 项的产品贡献约 62%的净增量，但品类增长并不保证厂家同步增长。我们结合终端量价与份额、公司报表收入、一致预期隐含的下半年收入及增速及后续催化剂，寻找国内商业化增长有望持续兑现、并可能形成业绩预期差的公司。

我们重点推荐康诺亚和荣昌，两家均受益于非肿瘤品类扩容，但收入兑现阶段与后续驱动因素不同（图表 16、17）。2Q26 康诺亚的司普奇拜取得 IL-4R 品类约 63%的同比增量，2026 年 1 月医保价格调整后，2Q26 终端销售环比增长 57%。10 月 16 日公司披露前三季度康悦达收入约 6.6 亿元，推算 3Q26 约 2.7 亿元；按截至 10 月 9 日 8.63 亿元的全年一致预期计算，隐含 4Q26 收入约 2.0 亿元。终端放量已初步体现为公司收入。荣昌的泰它西普已实现以量补价，2Q26 终端单位金额同比下降约 11%、用量同比增长 73%。全年医药产品收入一致预期约 28.6 亿元，隐含下半年收入较上半年增长约 12%。若 3Q、4Q 延续 2Q 的终端放量趋势，且终端增长能够转化为公司产品收入，将为全年收入预期兑现提供支撑。展望 2027 年，泰它西普干燥综合征及 IgA 肾病新增适应症的医保覆盖、谈判价格与用量增长，将决定下一轮商业化扩张的幅度。

图表 16：公司研究篮子：1Q26 与 2Q26 同比净增量及非肿瘤贡献



注：柱为各季同比净增量，黄点为非肿瘤增量；黄点高于柱顶表示肿瘤产品合计减少。按 158 项主样本映射公司；不含类似药，不等于公司全部业务。

资料来源：医药魔方、浦银国际测算

恒瑞、康方和信达的终端销售同样保持增长，但收入兑现及主要估值驱动因素有所不同。恒瑞创新药 2Q26 终端销售同比增长 24.4%，高于我们测算的 2Q26 报表收入增速 7.9%；报表与终端之比由 1Q26 的 1.14 降至 2Q26 的 0.98，1H26 为 1.06，低于 1H25 的 1.12 和 2H25 的 1.13（附录图表 A12）。1H26 非创新药销售下降 16.1%，按照全年产品收入一致预期测算，下半年收入隐含约 16% 的环比增长，仍需创新药收入回升以抵消成熟业务下滑带来的影响。康方依沃西放量强劲，2Q26 终端销售同比增长 210%、环比增长 52%。上半年终端产品篮子增长 82%，高于商业销售收入 28.7% 的增速，后续关注商业销售收入能否进一步提速。全球临床及监管进展仍是主要估值驱动因素。信达的托莱西持续取得降脂品类增量，但玛仕度肽线上销售未纳入终端样本，类似药亦面临后续采购价格调整，终端数据对整体产品收入的解释力相对有限。10–12 月，三季报、3Q 终端数据、医保谈判及海外临床监管事件，将分别检验商业化兑现和资产价值判断（康方见图表 17，催化剂见第三章）。

图表 17：康诺亚、荣昌与康方的国内终端表现与收入预期

公司	我们的判断	终端及报表依据	全年一致预期及隐含剩余期间收入	后续检查点
康诺亚 (2162.HK)	重点推荐。 3Q 收入验证放量延续，全年兑现确定性提高；进院期报表与终端的对应关系仍在变化。	司普奇拜取得 IL-4R 品类 63% 的同比增量，2Q26 终端环比+57%；前三季度康悦达收入约 6.6 亿元（+227%），推算 3Q 约 2.7 亿元	8.63 亿元；前三季度已实现约 6.6 亿元，隐含 4Q 收入约 2.0 亿元（较 3Q 低约 24%）。	3Q 终端；CMG901 全球 III 期 ESMO 数据
荣昌生物 (9995.HK)	重点推荐。 以量补价已获终端验证；若报表与终端关系稳定，3Q–4Q 平均终端较 2Q 增长约 4%，有望支持全年收入达到一致预期	泰它西普 2Q26 用量同比 +73%，单位金额-11%；2Q 终端水平较 1H 季均高 8%	医药产品 28.6 亿元，隐含 2H 较 1H 增长约 12%	三季报产品销售；泰它西普新增适应症医保谈判
康方生物 (9926.HK)	国内放量强劲。 关注商业销售收入能否进一步提速；整体估值仍主要取决于依沃西全球商业化潜力	依沃西 2Q26 终端同比 +210%、环比+52%；1H 终端产品篮子增长 82%，高于商业销售收入 28.7% 的增速	商业销售约 42.4 亿元（扣分销成本后），隐含 2H 较 1H 增长约 35%	3Q 终端；依沃西美国 PDUFA、HARMONI-3

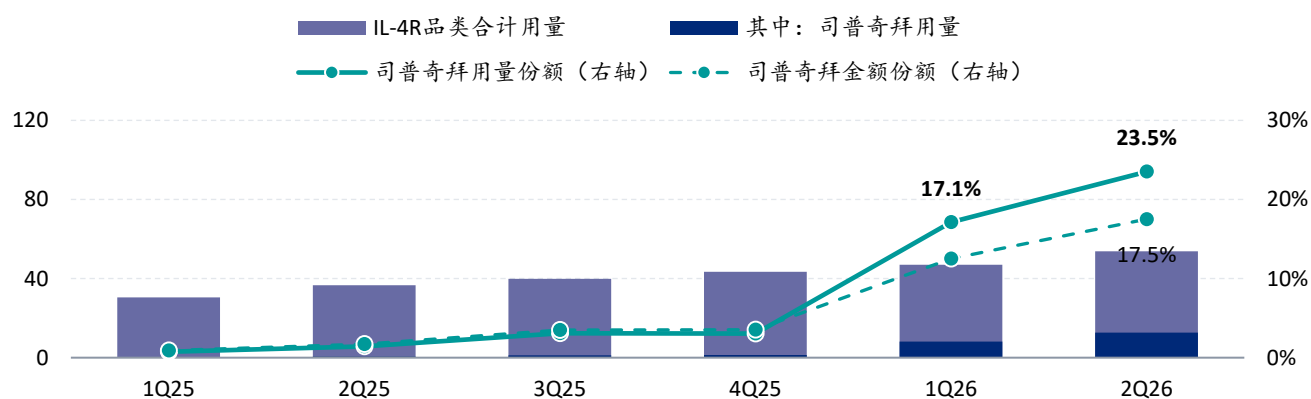
资料来源：医药魔方、Visible Alpha（截至 2026 年 10 月 9 日）、公司公告、浦银国际测算

2.1 康诺亚（2162.HK）：IL-4R 市场扩容与份额重分配并行，司普奇拜取得六成品类增量

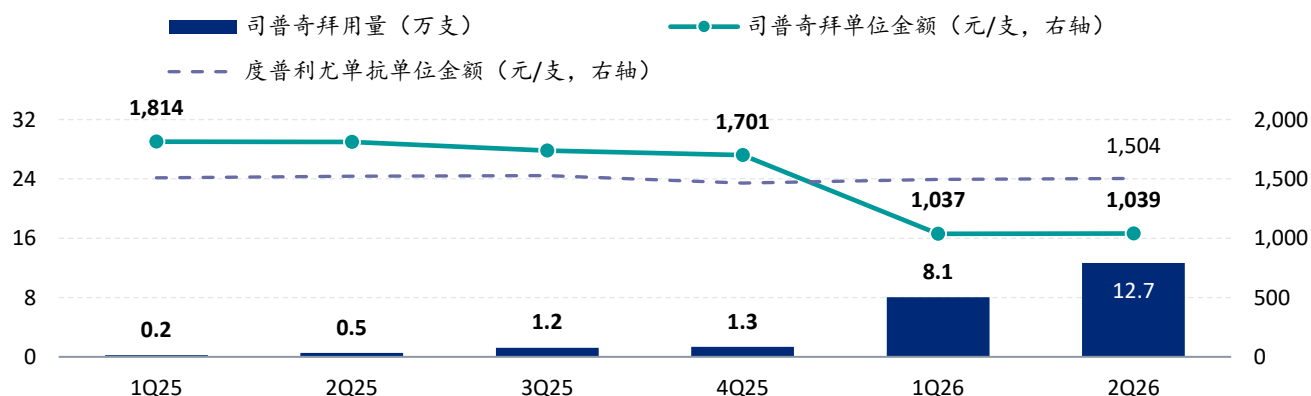
司普奇拜贡献 IL-4R 品类六成以上增量，市场扩容与份额提升同步发生。2Q26，IL-4R 品类样本终端销售额达 7.51 亿元，同比增长 34.5%，同比净增 1.93 亿元。其中，司普奇拜贡献 1.22 亿元，占品类净增量的 63%；同期度普利尤仍同比增长 12.9%，贡献 0.71 亿元。司普奇拜的金额份额由 2Q25 的 1.7% 提升至 17.5%，用量份额由 1.4% 提升至 23.5%；IL-4R 品类整体销量同比增长 47%，其中约 70% 的新增销量来自司普奇拜。这表明，司普奇拜并非仅依靠原研份额流失实现增长，而是在 IL-4R 市场持续扩容的过程中加速提升渗透率。随着品类竞争格局逐步变化，司普奇拜持续放量已成为康诺亚国内收入增长的核心驱动力（图表 14、18A、附录图表 A7）。

图表 18：司普奇拜：IL-4R 用量份额升至 23.5%，医保价执行后以量带额

A. IL-4R 品类：季度终端用量（万支）与司普奇拜份额（%，右轴）



B. 司普奇拜：季度终端用量（万支）与单位金额（元/支，右轴）



注：A 栏蓝紫色柱为 IL-4R 品类合计（度普利尤单抗与司普奇拜单抗），深蓝柱为司普奇拜。单位金额=终端金额÷销量，含规格与渠道结构。

资料来源：医药魔方、川观新闻、浦银国际测算

司普奇拜 2Q26 销量环比再增 57%，放量趋势得以延续。2026 年 1 月起，司普奇拜成人特应性皮炎、慢性鼻窦炎伴鼻息肉及季节性过敏性鼻炎三项适应症纳入医保，协议支付价格为 1,039 元/支。医保执行后，司普奇拜终端单位金额由 4Q25 的 1,701 元降至 1Q26 的 1,037 元，2Q26 维持在 1,039 元，价格趋于稳定。同期销量由 1Q26 的 8.06 万支增至 2Q26 的 12.66 万支，环比增长 57.1%，与 2026 年医保新价执行队列的中位数（59%）相当，带动终端销售额环比增长 57.4%至 1.32 亿元，增长几乎全部由销量贡献（图表 18B）。2Q26 司普奇拜每支单位金额较度普利尤低约 31%，显示出一定的价格竞争优势，但实际治疗费用仍取决于给药方案。我们认为，医保准入后的持续放量与份额提升，有望推动司普奇拜进一步获取 IL-4R 品类增长红利。

3Q 收入验证放量延续，全年兑现确定性提升。1H26 康悦达产品收入 3.93 亿元，同比增长 132%，公司此前将全年收入指引由 7.5 亿元上调至 8.5 亿元。公司 10 月 16 日公告，康悦达前三季度产品收入约 6.6 亿元（内部管理数据，未经审计），同比增长约 227%。据此推算，3Q26 收入约 2.7 亿元，较 1H26 季度均值高约 36%。以 Visible Alpha 截至 10 月 9 日 8.63 亿元的全年产品收入一致预期测算，隐含 4Q 收入约 2.0 亿元，较 3Q 低约 24%；公司 8.5 亿元全年收入指引对应 4Q 收入约 1.9 亿元。若 4Q 持平于 3Q，全年产品收入约 9.3 亿元，较上述一致预期高约 7%。截至 9 月底，康悦达覆盖医院超过 2,200 家（6 月底为 1,600 余家），其中可院内用药医院超过 1,300 家。我们认为，3Q26 收入验证了医保准入后的放量延续，全年兑现压力明显下降。

国产 IL-4R 竞品上市进度有所延后，司普奇拜仍处于市场份额扩张窗口。泰利奇拜于 2026 年 6 月撤回注册申请，乐德奇拜于 4 月重新获受理，恒瑞卓托奇拜单抗于 9 月获受理，短期内国产同靶点竞争尚未全面展开。与此同时，司普奇拜治疗青少年中重度特应性皮炎的新适应症已于近期获批（西林瓶与预充式自动注射笔两种包装），结节性痒疹适应症上市申请于 3 月获受理，适用人群有望进一步扩大。我们认为，司普奇拜目前仍具备继续获取 IL-4R 市场增量的条件，但随着后续竞品进入，市场份额及价格竞争可能加剧。

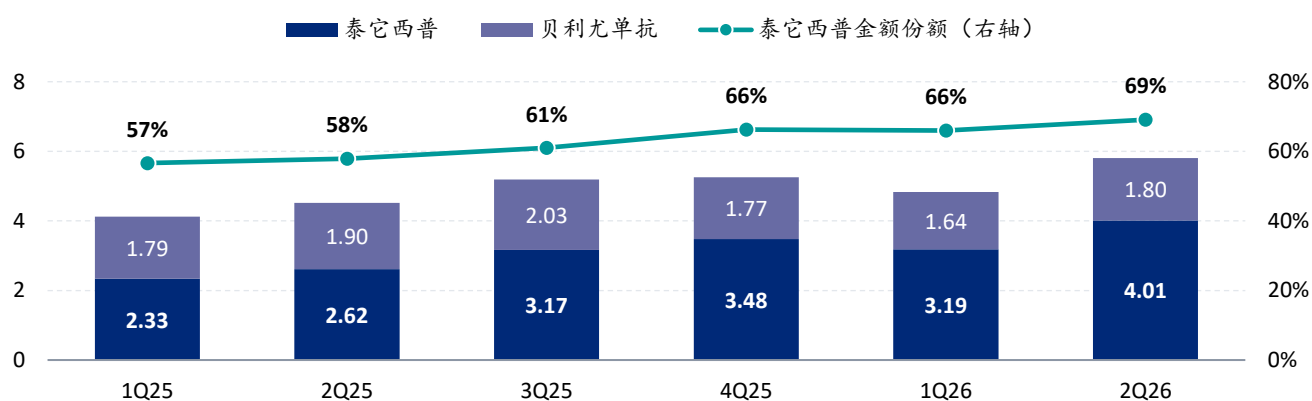
CMG901 全球 III 期 OS 结果积极，ESMO 完整数据构成独立催化剂。阿斯利康公布的 CLARITY-Gastric01 全球 III 期顶线结果显示，CMG901 在三线及以后患者中的 OS 达到共同主要终点，二线及以后整体人群的 OS 亦达到统计学显著性，但该人群的 PFS 未达到另一共同主要终点。完整数据预计于 10 月 25 日 ESMO 大会披露，重点关注 OS 获益幅度、不同治疗线及 CLDN18.2 表达亚组结果、安全性和后续注册路径。

2.2 荣昌生物 (9995.HK): 泰它西普降价放量、份额提升, 2027 年看新增适应症医保支付

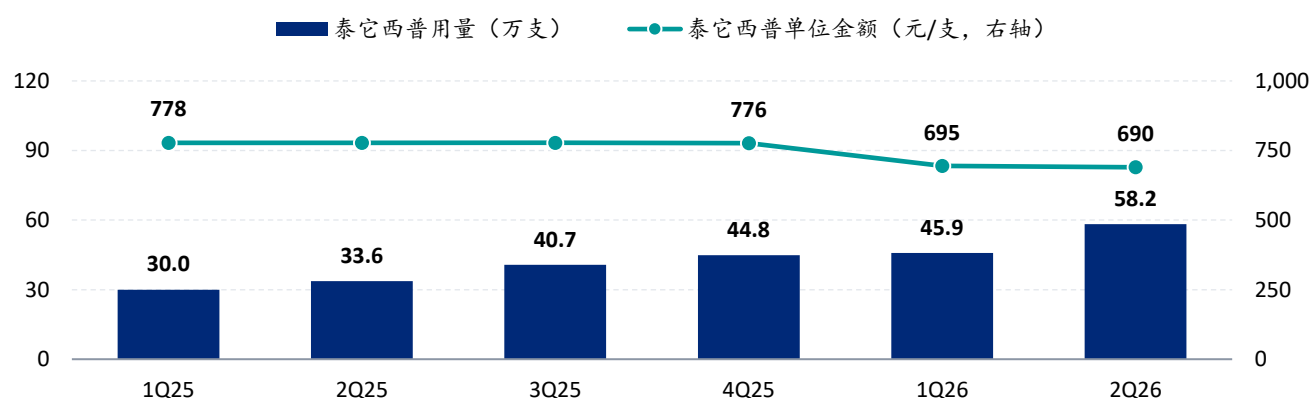
泰它西普降价后持续放量、类内份额进一步提升, 是我们继续推荐荣昌的主要依据。2Q26, 泰它西普终端用量达 58.2 万支, 同比增长 73%、环比增长 27%, 高于上年同期 12% 的环比增幅。2026 年 1 月起, 泰它西普执行新一轮医保协议 (支付范围含全身型重症肌无力, 协议期至 2027 年底)。尽管单位金额同比下降约 11%, 终端销售额仍增长 53% 至 4.01 亿元 (图表 19B)。本报告跟踪的两款 BlyS 通路药物 (泰它西普、贝利尤单抗) 2Q26 终端销售额合计同比增长 29%, 泰它西普占两款合计销售额的份额由上年同期的 58% 升至 69%, 同期贝利尤销售额下降约 6% (图表 19A)。泰它西普当季同比新增销售 1.40 亿元, 超过两款产品的合计净增量 1.29 亿元, 并贡献荣昌两款商业化产品终端同比增量的约 77%。我们认为, 泰它西普的放量既受益于品类扩容, 也来自类内份额提升; 降价后用量的增加已足以带动销售额较快增长。

图表 19: 泰它西普: BlyS 金额份额升至 69%, 降价后用量加速

A. BlyS: 泰它西普与贝利尤单抗季度终端金额 (亿元) 及泰它西普金额份额 (% , 右轴)



B. 泰它西普: 季度终端用量 (万支) 与单位金额 (元/支, 右轴)



注: A 栏比较本报告跟踪的两款 BlyS 通路药物: 深蓝为泰它西普, 蓝紫色为贝利尤单抗; 线为泰它西普占两款合计的金额份额。B 栏柱为泰它西普用量, 线为单位金额 (终端金额÷销量, 元/支), 含规格与渠道结构影响。泰它西普 2Q25 较 1Q25、2Q26 较 1Q26 用量分别增长 12%、27%; 1Q26 起单位金额较上年同期下降约 11%。用量不等于患者数。

资料来源: 医药魔方、浦银国际测算

荣昌国内产品收入增长主要由泰它西普驱动，维迪西妥的收入表现相对承压。1H26，公司医药产品销售收入 13.47 亿元，同比增长 23.3% (图表 21)。据管理层口径，1H26 泰它西普收入约 8.8 亿元，同比增长约 35%；维迪西妥收入约 4.5 亿元，同比基本持平。终端数据显示，2Q26 维迪西妥用量同比增长 33%，单位金额下降约 10%，销售额仍增长 19%，但在 HER2 ADC 品类中的金额份额由约 30% 降至 27% (图表 12)，显示其在品类扩容的同时面临竞争压力。展望后续，维迪西妥联合特瑞普利用于 HER2 表达尿路上皮癌一线治疗的新适应症已于 4 月获批，有望提供新的销售增量，其兑现速度仍取决于医保准入及临床应用渗透。整体而言，泰它西普是现阶段更明确的增長引擎，维迪西妥的收入改善仍需后续验证。

2026 年产品收入有望保持稳健增长，泰它西普仍是主要增长驱动力。Visible Alpha 截至 10 月 9 日的 2026 年产品收入一致预期约 28.60 亿元，扣除上半年已实现的 13.47 亿元，隐含下半年收入约 15.13 亿元，较上半年增长 12.3%。(图表 20)。我们认为，泰它西普当前的放量趋势为全年收入增长提供了较强支撑。

图表 20：荣昌：2026 年产品收入一致预期及隐含下半年增速

	1H26 收入 (亿元)	2026 年收入一致预期 (亿元)	隐含 2H26 收入 (亿元)	隐含 2H26 较 1H26 收入增速
产品收入合计	13.47	28.60	15.13	12.3%

资料来源：医药魔方、Visible Alpha、公司公告、浦银国际测算

2027 年产品收入增长有望受益于新增适应症的医保准入，实际增量取决于放量速度及价格调整。泰它西普干燥综合征及 IgA 肾病适应症已于 2026 年 6 月获批，其中 IgA 肾病为附条件批准。若泰它西普干燥综合征及 IgA 肾病适应症纳入 2026 年度国家医保药品目录并于 2027 年执行，患者可及性改善有望推动新一轮放量，但收入增长仍取决于医保谈判价格及临床渗透速度。我们认为，泰它西普 IgA 肾病适应症有望成为新增收入来源。我们认为，新增适应症能否在扩大用药人群的同时抵消潜在降价影响，将是 2027 年收入增长能否达到预期的关键。

基本药物目录纳入有望进一步提升泰它西普的可及性，干燥综合征适应症的竞争环境亦有所改善。泰它西普 80mg 规格自 2026 年 9 月起纳入国家基本药物目录，有助于推动基层医疗机构的配备和使用，但新增适应症的医保支付范围及价格仍取决于 2026 年度国家医保药品目录调整中的谈判结果。竞争方面，Argenx 终止干燥综合征 III 期 UNITY 研究，减少了一项处于临床后期的潜在竞争产品；相比之下，IgA 肾病已有多种不同作用机制的治疗选择，市场竞争更为充分。

三季报与医保谈判结果是未来两个月的关键催化，分别检验 2026 年收入增长及 2027 年放量前景。预计 10 月底前披露的三季报将验证泰它西普能否延续增长，以及维迪西妥收入是否改善。以 2026 年产品收入一致预期 28.60

亿元为参照，若 3Q 收入达到 7.5 亿元，全年一致预期对应的 4Q 收入环比增速约为 2%；若 3Q 收入为 7.0 亿元，则对应的 4Q 收入环比增速约为 16%，全年兑现压力将明显增加。预计 11 月底至 12 月公布的 3Q 终端数据，将进一步检验泰它西普的用量增长及类内份额提升能否持续。与此同时，预计 11 月底前公布的医保谈判结果，将明确新增适应症的支付范围及价格条件，这是判断 2027 年收入增长潜力的重要依据。我们认为，泰它西普的持续放量是短期业绩的主要支撑，而新增适应症医保准入及后续量价表现将决定 2027 年的增长弹性。

2.3 其他覆盖公司

除前文重点讨论的康诺亚与荣昌外，我们覆盖的其他公司增长驱动及投资逻辑有所分化。恒瑞创新药终端销售保持较快增长，但成熟业务下滑仍拖累整体收入表现；康方依沃西持续放量，下半年销售增长及海外临床进展仍是市场关注的重点。信达与复宏汉霖受益于非肿瘤市场扩容及类似药份额提升，但后续价格竞争及集采压力可能制约收入增长；科伦博泰、百济神州及和黄医药的国内终端表现仅反映部分业务价值，全球临床开发、海外商业化及合作权益兑现仍是估值的主要驱动力。

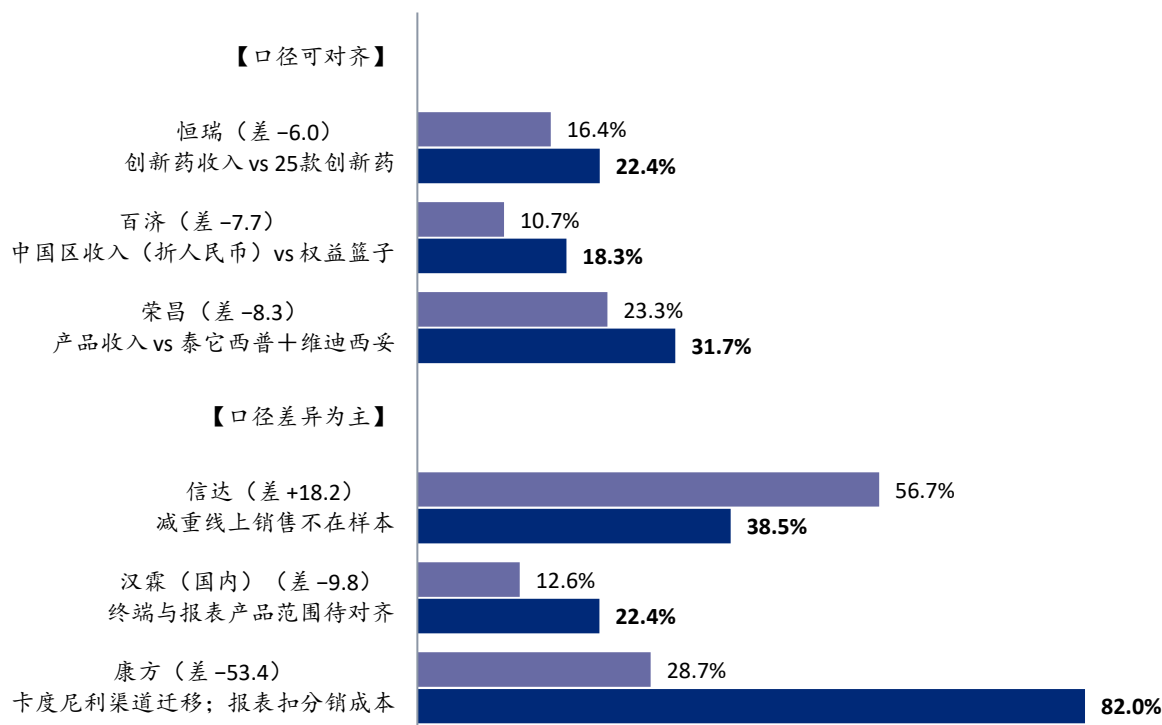
恒瑞医药 (600276.CH/1276.HK)：创新药受益于行业扩容，但成熟业务下滑及收入兑现压力仍待缓解。恒瑞创新药增长逐步向非肿瘤及新兴治疗领域拓展。2Q26 固定研究篮子中，非肿瘤产品贡献约 67% 的同比净增量，新型 AR、CDK4/6、PCSK9 及 IL-17/23 四个扩容品类合计贡献约 61% 的净增量，反映公司产品组合正受益于行业增长结构的变化。1H26 创新药收入 88.09 亿元，同比增长 16.4%，但非创新药收入下降 16.1%，抵消大部分创新药增量，使得整体产品收入仅增长 1.9% 至 139.48 亿元。

康方生物 (9926.HK)：依沃西受益于免疫治疗市场结构升级，国内收入兑现与海外临床催化仍是关键。传统 PD-(L)1 增长放缓背景下，IO 2.0 正成为免疫治疗市场的重要增量来源。2Q26 依沃西终端销售约 2.87 亿元，同比增长 210%、环比增长 52%，单位金额基本稳定，按标准剂量折算，贡献所跟踪三款 IO 2.0 产品环比销量净增量的约八成（图表 8、9），显示依沃西正受益于新一代免疫治疗渗透率提升，国内销售增长主要由销量驱动。与此同时，卡度尼利受到医保降价及渠道结构调整影响，零售金额占比由 4Q25 约 73% 降至 2Q26 约 34%，终端增长向公司收入的转化仍需持续观察（图表 21）。按扣除分销成本后的净额口径，2026 年收入市场一致预期约 42.4 亿元，隐含下半年销售收入约 24.4 亿元，较上半年增长约 35%。我们的同口径预测对应下半年收入 28.38 亿元，较上半年增长约 57%，高于市场一致预期隐含的增速，后续需关注依沃西销量增长、新增适应症贡献及渠道结算改善情况。海外方面，HARMONI 预设 OS 分析未达统计学显著性，仍为美国监管审批带来不确定性。11 月 14 日 PDUFA 及 HARMONI-3 关键数据读出有望成为全球价值重估的重要催化。

信达生物 (1801.HK): 非肿瘤业务成为增长主力, 短期收入兑现压力有限, 2027 年关注减重竞争及类似药价格风险。 信达正受益于非肿瘤市场扩容, 2Q26 固定研究篮子约 89% 的同比净增量来自非肿瘤产品。其中, PCSK9/siRNA 品类终端销售同比增长约 67%, 托莱西贡献约 3.36 亿元同比增量, 仅次于英克司兰 (图表 14), 显示公司在快速扩容的降脂市场中持续取得份额。1H26 药品销售收入 82.01 亿元, 同比增长 56.7%, 全年一致预期 158.8 亿元隐含下半年收入约 76.8 亿元, 较上半年下降 6.4%, 全年业绩兑现门槛相对温和。报表增速快于终端 (图表 21), 但终端样本不含玛仕度肽的互联网医院和电商销售, 两者增速差距不宜直接解读为需求差异。展望 2027 年, 减重市场持续扩容, 但司美格鲁肽同分子竞品潜在上市可能加剧价格及份额竞争, 影响玛仕度肽后续增长。贝伐珠、利妥昔及阿达木三款类似药 1H26 终端销售合计约 23.3 亿元 (图表 22), 未来可能面临生物药联盟集采带来的降价压力。

图表 21: 覆盖公司 1H26 报表与终端同比: 恒瑞报表慢于终端, 信达、汉霖、康方的增速差异需结合口径判断

■ 报表同比 ■ 终端同比



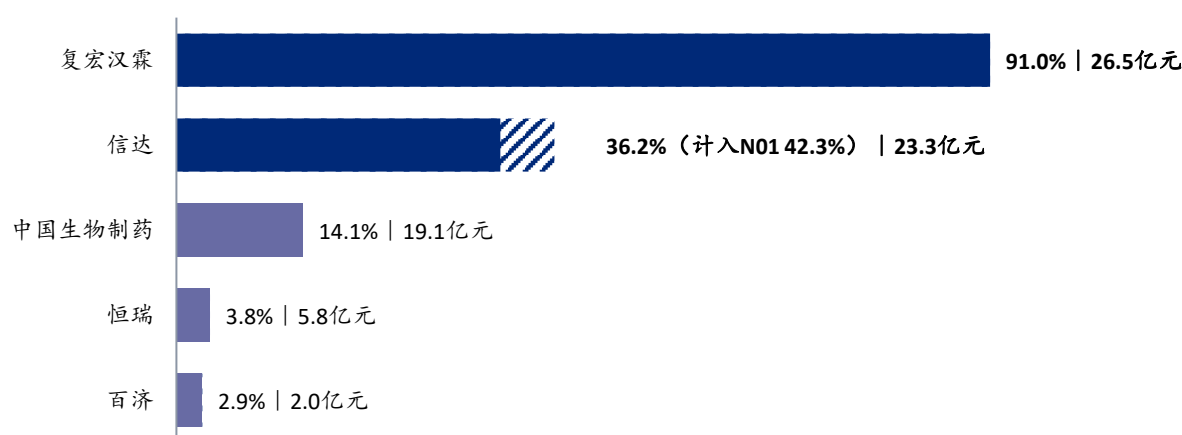
注: 公司名后括号为 1H26 报表收入同比增速减终端销售额同比增速 (百分点)。两者均按人民币、可对应的产品范围比较; 终端覆盖核心样本医院及实体零售。地域、商业权益及收入毛净口径见附录图表 A12, 增速差异不直接等同于渠道库存变化。

资料来源: 各公司 2026 年中期报告及公告、医药魔方、浦银国际测算

复宏汉霖 (2696.HK): 国内类似药份额持续提升, 存量业务面临价格压力, 海外商业化及创新管线支撑长期价值。 国内成熟生物类似药市场正由原研替代逐步转向国产厂家之间的份额竞争。2Q26 贝伐珠及曲妥珠原研终端金额份额分别降至约 10% 和 22%, 进一步替代原研的空间相对有限, 未来增长将更依赖用量扩张及厂家份额提升。在此背景下, 复宏汉霖国内产品仍保持较强竞争力, 1H26 已覆盖终端销售同比增长约 22%, 其中汉曲优在曲妥珠

市场的金额份额由 2Q25 的约 41% 提升至 2Q26 的约 50% (图表 15)，斯鲁利终端销售同比增长约 53%。但公司存量业务的价格风险值得关注，1H26 类似药终端销售约 26.51 亿元，占已覆盖终端篮子的 91.0% (图表 22)，未来联盟集采可能对产品价格及收入增长形成压力，实际影响取决于中选份额及销量变化。需要注意的是，上述占比仅反映样本内销售结构 (样本未含汉奈佳)，不能直接等同于集团收入敞口。我们认为，公司国内类似药业务有望凭借份额优势维持销售规模，但长期增长及估值提升将更多依赖海外产品商业化、授权合作兑现及创新管线进展。

图表 22：代表公司类似药敞口：汉霖 91%、信达 36%，其余不足 15%



注：深蓝图例为正文讨论的复宏汉霖、信达，蓝紫色为其余覆盖公司；斜线为信达计入替妥尤单抗 N01 与伊匹木单抗 N01 的情景，1H26 国内已覆盖终端全篮子中类似药的金额占比，标签为占比与类似药终端金额；与图表 16 的研究篮子不同，各公司篮子范围不同，只比较敞口量级。复宏汉霖为当期七款已观察产品 (原六款加伏维西利)，不含汉奈佳；信达为商业权益篮子，剔除利厄替尼、奥雷巴替尼，类似药为贝伐珠、利妥昔、阿达木；中生为正大天晴八企业合计，类似药含帕妥珠静脉制剂；恒瑞为集团全口径；百济为中国商业权益篮子，类似药为百奥泰贝伐珠。占比不等于集团收入或利润敞口。

资料来源：医药魔方、浦银国际测算

科伦博泰 (6990.HK)、百济神州 (ONC.US/6160.HK/688235.CH) 及和黄医药 (0013.HK/HCM.US)：国内终端只覆盖部分收入。 芦康沙妥珠 2Q26 同比增加 1.49 亿元，在 TROP2 ADC 中的金额份额由约 40% 升至 85% (图表 12)，但终端约覆盖科伦博泰报表收入的四成，不宜据此推断公司收入。百济中国商业权益篮子 1H26 终端同比增长 18.3%，中国区产品收入 (折人民币) 增长 10.6% (美元口径 16.9%) (附录图表 A12)。和黄的披露口径与终端统计范围尚未对齐，本文暂不比较。三家公司的估值仍主要取决于全球临床开发、海外商业化及合作权益兑现情况。

3. 前瞻：3Q26 检验结构分化，2027 年看第二轮放量与价格

创新药终端销售 2Q26 增长保持高位，但增量向非肿瘤转移，传统 IO 销量走弱。我们预计这一分化趋势在 3Q 延续。康诺亚已于 10 月 16 日披露前三季度收入，初步验证放量向收入转化；10-12 月，荣昌三季报、3Q 终端及医保调整结果将陆续公布，重点检验行业增长趋势及两家公司收入。

3.1 3Q26 前瞻：非肿瘤增量有望延续，传统 IO 销量有待企稳

我们预计 3Q26 创新药终端增长结构延续分化，非肿瘤仍是重要增量来源。2Q26 非肿瘤同比净增 51.7 亿元，占主样本净增量 57%，剔除替尔泊肽后仍增加 39.1 亿元。PCSK9/siRNA、自免及其他降糖等品类持续扩容，3Q 重点关注这些品类的增长能否延续，以及降价放量品种的销量表现。我们预计，2026 年医保新价执行后的首轮放量过后，环比增幅将逐步收敛，后续增长更依赖用量持续扩大。

肿瘤增长仍面临传统 IO 放缓的压力，新增销售主要由口服靶向、血液肿瘤及新型疗法贡献。2Q26 传统 PD-(L)1 按标准剂量折算的销量同比下降，头部国产品种销量回落。考虑到 3Q25 基数较高，我们预计传统 IO 短期增长仍承压，重点关注头部产品能否企稳，以及口服靶向、ADC 和 IO 2.0 能否继续贡献增量。

治疗阶段前移有望为传统 IO 提供新的增长空间。美国 PD-(L)1 用药人群中，非转移期患者占比由 2019 年的 29% 升至 2024 年的 43%（IQVIA Institute，2025 年 5 月 22 日），反映其应用正向更早疾病阶段拓展。我们认为，国内围手术期及辅助治疗适应症的获批、医保支付覆盖和临床应用渗透，将是传统 IO 销量能否企稳的关键变量。当前单季折算销量同比下降，尚不足以判断长期需求空间已见顶。

3.2 关键催化剂：业绩、医保与全球临床读数

10-12 月将进入密集验证期。三季报先检验收入兑现，3Q 终端检验用量趋势，医保结果决定 2027 年新增支付空间；全球临床及监管事件则影响相关公司的海外资产价值（图表 23）。

图表 23：近期关键催化剂与后续观察事项

时间或状态	事件	关注点
2026 年 10 月底前	荣昌、恒瑞三季报	荣昌产品收入兑现；恒瑞创新药收入与终端能否重新对齐
2026 年 10 月 25 日	ESMO：CMG901 全球 III 期完整数据	已披露三线及后线 OS 达标、全人群 PFS 未达统计学显著；关注完整数据及康诺亚相关权益
2026 年 11 月 14 日	依沃西美国 PDUFA	康方海外监管进展
预计 2026 年 11 月底前	医保及商保创新药目录调整	泰它西普新增适应症、传统 PD-(L)1 早期治疗及达尔西利辅助治疗的支付范围与价格
预计 2026 年 11 月底至 12 月	3Q26 终端数据	非肿瘤增量、降价品种销量、传统 IO 销量变化；泰它西普与司普奇拜放量
2H26（公司指引）	HARMONi-3 鳞癌队列 PFS 及 OS 分析	依沃西全球一线 NSCLC 临床数据
4Q26 及后续	合规新规、国家集采及生物药联盟采购	新品进院节奏；成熟仿制药和生物类似药的价格及份额
后续临床进展	RC148 全球 III 期首例入组及潜在里程碑	独立的全球资产催化；潜在里程碑不计入本报告国内产品销售收入测算

资料来源：国家医保局及相关公开文件、公司公告、医药魔方、浦银国际整理

投资风险

样本与渠道覆盖变化可能影响增速及渠道占比。 减重等自费产品的互联网医院与电商渠道覆盖不足；2026 年 5 月施行的修订版《药品管理法实施条例》规定用药风险较高的药品禁止网络零售（目录另行制定），减重产品的渠道结构仍可能变化；口服、DTP 渠道为主的产品，终端覆盖可能发生变化（如赛沃替尼）；样本、分子全市场和企业产品集合的范围不同，终端销售也不等于公司确认收入。

包装、规格、剂型和库存变化可能影响均价及销量解释；个别原始记录存在待核或疑似欠计。 销量折算的患者年不代表实际患者人数或实际治疗时长；总销售不拆分适应症，不能单独识别患者替代或留存。

合规收紧的影响可能滞后显现。《医药代表管理办法》（国家药监局等七部门，2026 年第 42 号公告）8 月 1 日起施行，2Q 数据只覆盖政策发布后的过渡期；医院登记与学术推广方式的调整可能在 3Q 及以后影响新品放量；依沃西、司普奇拜等依赖新进院的首年准入品种对此更敏感。

医保谈判、续约、集采及地方执行的范围、价格和时间存在不确定性。 竞争方案、医生采纳、患者续方和海外商业化变化，均可能影响新品收入及成熟产品存量。泰它西普新适应症能否纳入及降价幅度，影响我们对荣昌 2027 年收入增长的判断。

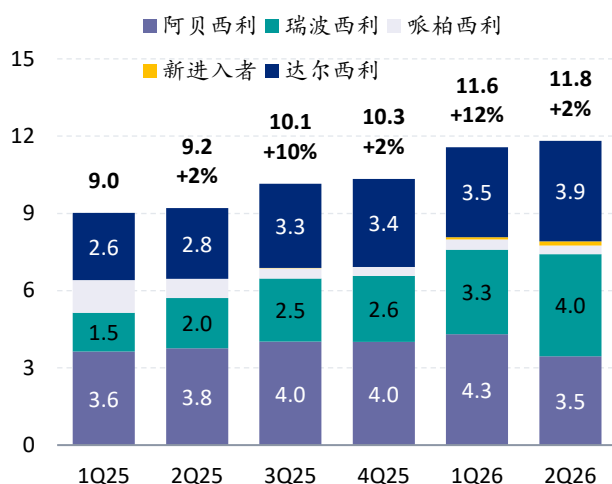
一致预期与比值存在口径风险。 一致预期为第三方汇总的券商预测均值，覆盖券商与更新时间不同，部分估计可能未反映中报。一致预期隐含的下半年收入按同口径全年预期减去上半年实际收入计算，不构成预测。报表与终端比值变化的原因无法由终端数据识别，历史比值不用于转换收入或销量门槛。

个股判断依赖事件结果。 康方的估值主要取决于美国 PDUFA 与 HARMONI-3 等全球结果，国内终端只降低国内部分的不确定性；康诺亚的收入集中于单品，荣昌的增量主要来自泰它西普；恒瑞全年产品收入仍受仿制药集采拖累。

附录图表

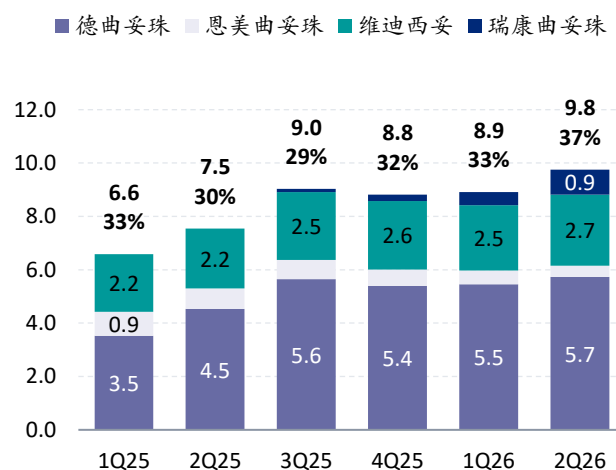
附录图表按固定分组排列，使用固定口径：肿瘤品类（A1-A4）、非肿瘤品类（A5-A8）、生物类似药（A9-A11）与公司报表对账（A12）。

图表 A1：CDK4/6：季度销售及产品结构



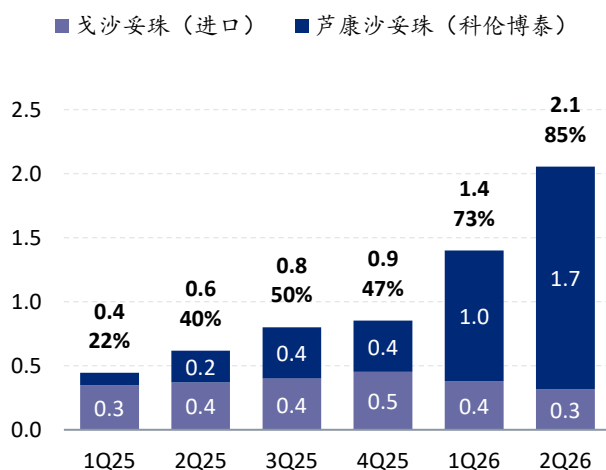
注：亿元；柱顶为类别规模及环比。
资料来源：医药魔方、浦银国际测算

图表 A2：HER2 ADC：季度销售及国产份额



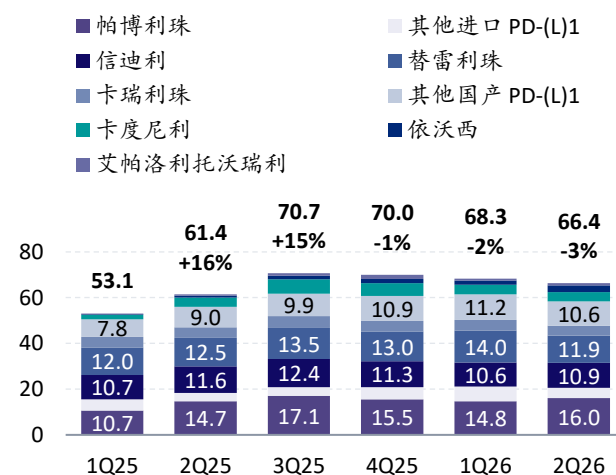
注：亿元；柱顶为类别规模及国产金额份额，仅展示已观察金额。
资料来源：医药魔方、浦银国际测算

图表 A3：TROP2 ADC：季度销售及国产份额



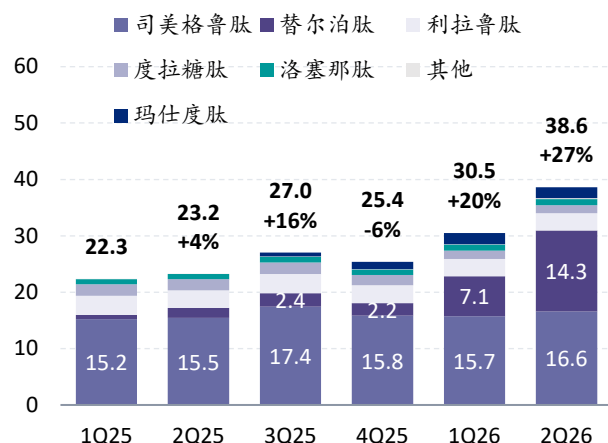
注：亿元；柱顶为类别规模及国产金额份额，仅展示已观察金额。
资料来源：医药魔方、浦银国际测算

图表 A4：IO：季度销售及产品结构



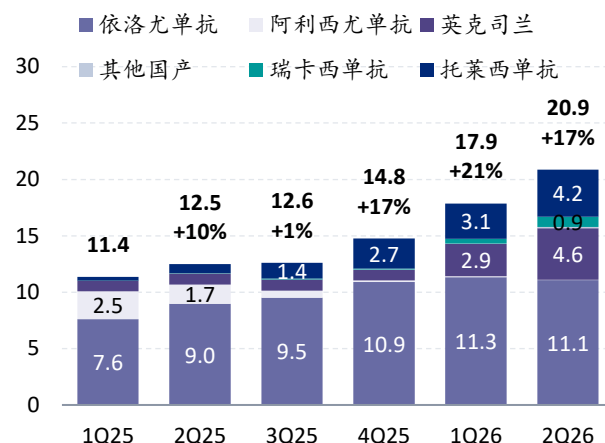
注：亿元；柱顶为类别规模及环比。全渠道（院内+零售）；进口 PD-(L)1 拆为帕博利珠与其他进口（纳武利尤、度伐利尤、阿替利珠），帕博利珠金额以零售为主。“其他国产 PD-(L)1”为特瑞普利等 13 个分子；IO 2.0 为卡度尼利、依沃西、艾帕洛利托沃瑞利。各药剂量不同，金额份额不等于患者份额。
资料来源：医药魔方、浦银国际测算

图表 A5: GLP-1: 季度销售及产品结构



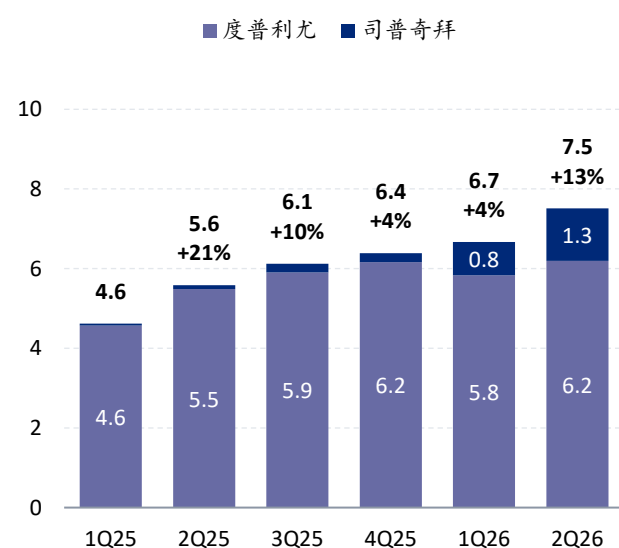
注：亿元；柱顶为类别规模及环比。
资料来源：医药魔方、浦银国际测算

图表 A6: PCSK9/siRNA: 季度销售及产品结构



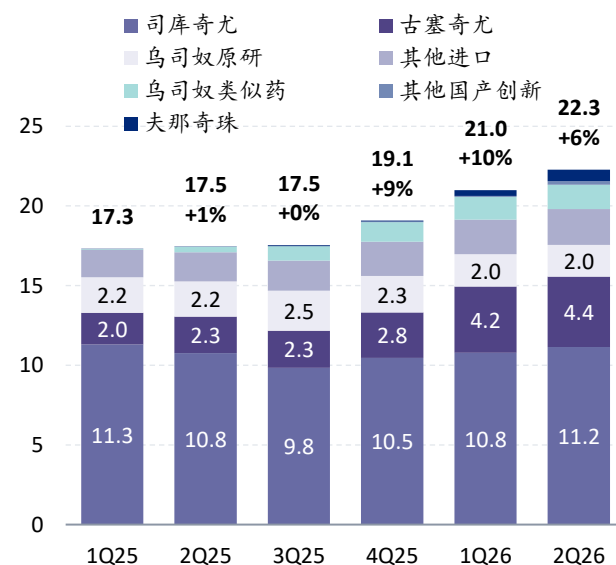
注：亿元；柱顶为类别规模及环比。
资料来源：医药魔方、浦银国际测算

图表 A7: IL-4R: 季度销售及产品结构



注：亿元；柱顶为类别规模及环比。度普利尤单抗、司普奇拜单抗均为分子全市场口径
资料来源：医药魔方、浦银国际测算

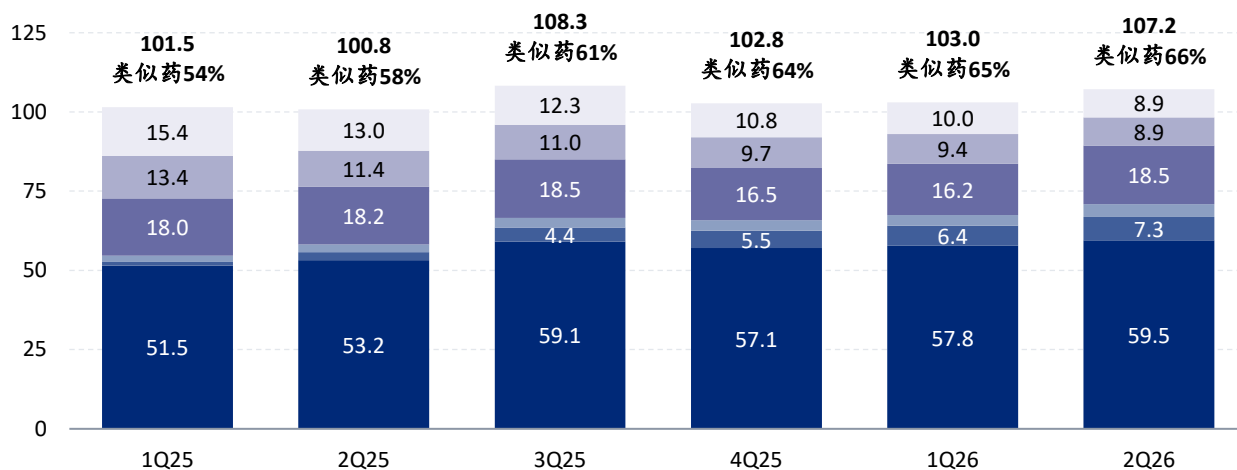
图表 A8: IL-17/23: 季度销售及产品结构



注：亿元；柱顶为类别规模及环比。“其他进口”为依奇珠、替瑞奇珠、利生奇珠；“其他国产创新”为依若奇、匹康奇拜；乌司奴按厂家拆分原研与类似药。
资料来源：医药魔方、浦银国际测算

图表 A9：生物类似药：季度销售及类似药份额

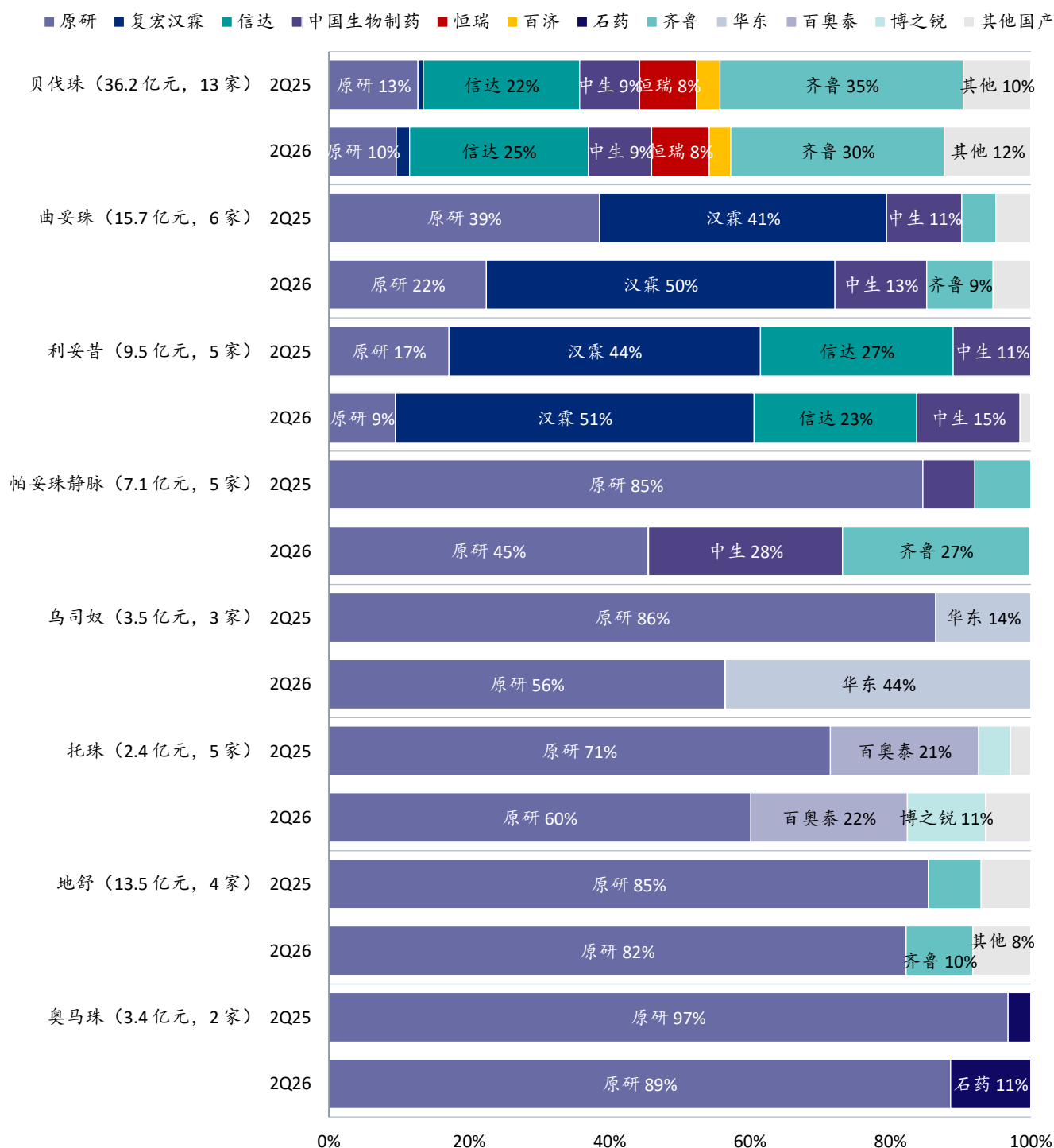
■ 类似药：已国产化 ■ 类似药：替代进行中 ■ 类似药：原研主导 ■ 原研：原研主导 ■ 原研：替代进行中 ■ 原研：已国产化



注：亿元；柱顶为合计及类似药金额份额。12 个可拆分原研与类似药的生物药分子，按 2Q26 原研金额份额分三组，各季沿用同一分组：已国产化（低于 30%）为贝伐珠、曲妥珠、利妥昔、阿达木；替代进行中（30%—70%）为帕妥珠（静脉）、乌司奴、英夫利西、托珠；原研主导（高于 70%）为地舒、阿柏西普、奥马珠、雷珠。阿达木、英夫利西、阿柏西普、雷珠按“创新药合计 / 生物类似物合计”拆分。

资料来源：医药魔方、浦银国际测算

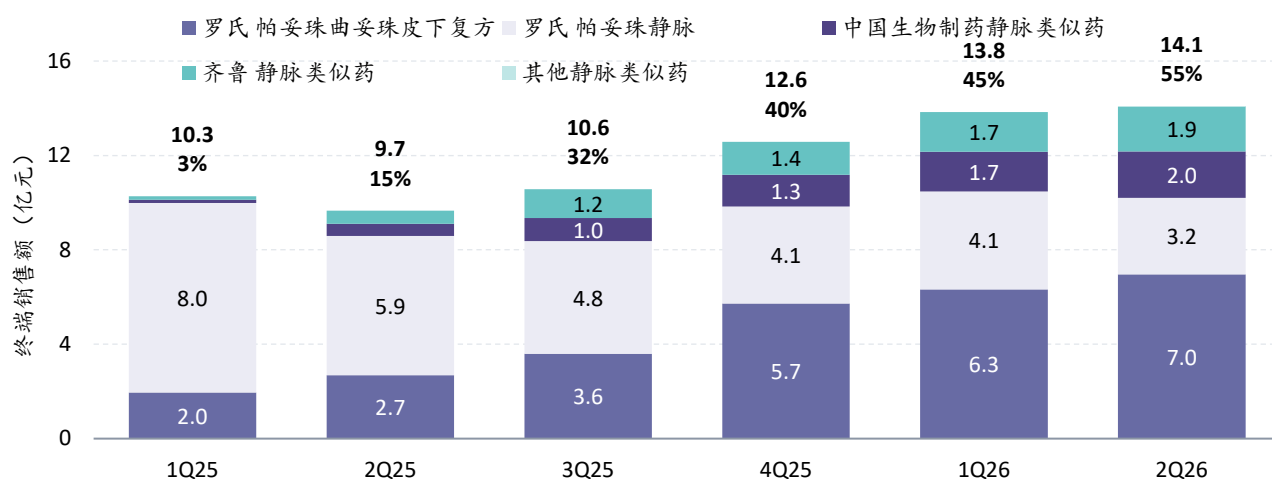
图表 A10：生物类似药：分子内厂家份额（2Q25、2Q26）



注：终端销售额的厂家份额；分子后为 2Q26 规模及有终端销售的厂家数，段内标注份额不低于 8% 的厂家。深色为覆盖公司，蓝紫色为原研，浅色为非覆盖厂家（任一分子 2Q26 份额不低于 8% 的单列），其余并入“其他国产”。按厂家看，中生为正大天晴，恒瑞为苏州盛迪亚，石药为巨石生物，百济为其在华商业化的百奥泰贝伐珠；地舒原研部分产品由百济在华商业化，仍计入原研。A9 中阿达木、英夫利西、阿柏西普、雷珠无厂家拆分，未列入；帕妥珠只计静脉制剂。

资料来源：医药魔方、浦银国际测算

图表 A11：帕妥珠相关市场：静脉类似药与皮下固定复方



注：静脉制剂与罗氏帕妥珠曲妥珠皮下复方的季度终端销售额（亿元），柱顶为合计及类似药占静脉池的份额。

资料来源：医药魔方、浦银国际测算

图表 A12：报表与终端的金额及比值（覆盖公司）

公司	口径（报表 ÷ 终端）	报表		终端		报表 ÷ 终端			2026 年季度
		1H25	1H26	1H25	1H26	1H25	2H25	1H26	
恒瑞	创新药销售收入 ÷ 25 款创新药终端	75.69	88.09	67.87	83.06	1.12	1.13	1.06	1Q 1.14, 2Q 0.98
百济	中国区产品收入（折人民币） ÷ 商业权益篮子	59.84	66.21	59.12	69.96	1.01	—	0.95	1Q 0.92, 2Q 0.98
荣昌	医药产品销售 ÷ 泰它西普与维迪西妥终端	10.92	13.47	9.35	12.31	1.17	1.03	1.09	1Q 约 1.15, 2Q 约 1.05
汉霖（国内）	国内产品收入 ÷ 集团终端	25.17	28.33	23.75	29.06	1.06	—	0.97	—
信达	药品销售收入 ÷ 商业权益篮子	52.34	82.01	48.28	66.86	1.08	1.06	1.23	1Q 1.25, 2Q 1.21
康方	商业销售收入 ÷ 五款终端	14.02	18.03	7.67	13.97	1.83	1.06	1.29	—
康诺亚	康悦达销售 ÷ 司普奇拜终端	1.69	3.93	0.14	2.15	12.4	3.3	1.83	—

注：金额为人民币亿元；比值为同期间报表收入÷样本终端销售额，不代表出厂价与终端价之比，仅比较同一公司各期变化。恒瑞：创新药销售收入对应中报所列 25 款 1 类创新药。百济：中国区产品收入按客户所在地划分，以季度月均汇率折人民币，终端含授权产品；1H26 美元收入同比为 16.9%。荣昌：医药产品收入对应泰它西普与维迪西妥。信达：药品销售收入对应商业权益篮子，终端不含减重产品线上销售。汉霖：全球产品收入扣除海外收入，对应集团终端，未含汉奈佳。康方：扣除分销成本后的商业销售收入，对应已观察五款产品，卡度尼利零售金额转入院内。图表 21 未列康诺亚（入院期低基数，报表同比 132%、终端约 1,474%）、科伦博泰（终端约覆盖报表四成）及和黄（终端与披露口径未对齐）。康方全年净额一致预期按 Visible Alpha 未取整产品收入均值 43.1581 亿元减分销成本均值 0.7314 亿元计算。

资料来源：医药魔方、公司公告、浦银国际测算

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

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

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

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

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

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

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

英国

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

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

权益披露

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

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

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

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

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

