海外制药企业2026Q3业绩回顾
——美国两党医药政策对比

行业研究 · 行业专题

医药生物

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：马千里
010-88005445
maqianli@guosen.com.cn
S0980521070001

证券分析师：陈曦炳
0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

证券分析师：彭思宇
0755-81982723
pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

摘要

- **美国两党在医药政策目标上共识大于分歧，差异主要体现在具体实施路径。**美国两党在降低处方药价格、提高药品可及性、规范医药流通体系及保障生物医药供应链安全等方面具有较高共识，政策分歧更多体现在实施路径及政府干预方式。**药价方面，以特朗普政府为代表的共和党更侧重通过MFN国际参考定价、与药企直接达成降价协议及TrumpRx自费购药平台推动降价；民主党则更倾向于在IRA框架下扩大Medicare药价谈判范围、提前谈判时间并强化通胀返利约束，推动药价管理机制的制度化**。两党政策工具并非完全对立，特朗普政府延续实施IRA框架下的Medicare药价谈判，参议院民主党亦于2026年6月提出政策讨论，明确考虑将国际参考价格纳入Medicare谈判。相比之下，PBM改革与BIOSECURE等议题具有更明确的跨党派共识，双方均支持提高药品流通环节透明度、约束PBM利益冲突，并通过限制联邦采购及资金涉及高风险生物技术供应商，加强供应链安全。总体看，美国医药政策呈现目标趋同、路径分化的特征，控制药价及强化供应链监管已成为跨党派的长期政策方向，政党轮替预计难以根本逆转这一趋势。

- **美股医药板块年内股价表现亮眼，市场或转向盈利确定性。**2026年初至今，美国制药板块明显跑赢大盘，IHE（美国制药）、PPH（全球大型制药）分别上涨30.5%、19.6%，高于标普500的11.2%，其中IHE亦明显跑赢科技板块（XLK）的19.1%。分阶段看，Q1市场开始关注AI估值及长期利率风险，资金偏好逐步转向盈利稳定的防御性资产，IHE、PPH分别上涨2.5%、0.7%，同期标普500及XLK分别下跌4.4%、7.6%；Q2随着AI产业链盈利预期改善，科技板块强势反弹，SOXX、XLK分别上涨95.1%、43.5%，显著跑赢大型制药板块；Q3至今，市场风格再次发生切换，SOXX、XLK分别下跌31.3%、10.2%，而PPH、IHE分别上涨11.9%、11.1%，XLV（医疗保健）及XLP（必选消费）亦表现强势。**在长期利率维持高位、AI资本开支回报存在不确定性的背景下，拥有稳定自由现金流、成熟商业化产品及可预测盈利增长的大型制药企业获得了更高的估值溢价。**

- **部分制药企业估值已处于近五年高位，盈利确定性溢价推动估值重塑。**2026年以来，部分成熟制药企业的估值扩张幅度显著，JNJ当前LTM P/E ~31.3x、P/S ~6.8x，较2021~2025年历史中位数分别溢价58%、53%；AbbVie当前LTM P/E ~27.1倍、P/S ~7.9倍，较历史中位数分别溢价51%、56%；Merck当前P/S ~5.4倍，较历史中位数溢价26%。**对于这些企业而言，前期估值修复带来的收益空间有所收窄，未来股价表现可能将更加依赖实际盈利增长及管线价值兑现，同时需要警惕市场风险偏好变化所引发的估值回落。**

- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，产品临床失败或有效性低于预期的风险，产品商业化不达预期的风险，技术升级迭代风险。

目录

01 美国两党医药政策对比

02 海外制药企业2026Q3业绩回顾

医药政策对比：Rep vs Dem

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：Rep及Dem医药政策对比

	Rep	Dem
药价调控	• **MFN（最惠国药价）**：以可比发达国家的较低药价为参照，与药企达成协议，涉及现有产品的 Medicaid 价格及未来新药定价承诺【已达成协议】 • **TrumpRx**：通过平台连接药企优惠购药渠道，为部分药品提供现金支付折扣，主要影响患者自费购药价格【已上线】 • **GENEROUS**：通过药企向参与州支付补充返利，使部分 Medicaid 药品净价接近国际价格水平【自愿试点】 • **GLOBE / GUARD**：分别针对 Medicare Part B、Part D的部分药品，以国际价格基准调整药企返利【GLOBE已定稿、计划2027年启动，GUARD仍为提案】 • **IRA延续与孤儿药豁免**：继续实施 Medicare 谈判，同时通过2025年立法扩大符合条件的孤儿药豁免，适用于2028年及之后的价格年度【已立法】	• **IRA药价谈判**：民主党推动建立 Medicare 对部分高支出、单一来源药品的直接谈判机制，首批10款药品的谈判价格于2026年生效【已实施】 • **IRA part D redesign**：2025年全面落地，取消catastrophic stage *(donut hole)*，part D beneficiary全年自付上限2000美元【已实施】 • **扩大谈判范围**：参议院民主党提出增加每年谈判药品数量、提前进入谈判的时间，并探索把国际参考价及降价机制延伸至商业保险市场【提案】 • **强化通胀返利**：在现行“药价涨幅超过通胀需返利”的基础上，探索调整计算基准和扩大适用范围，以进一步约束提价【现行制度＋扩围提议】
医保覆盖与支付能力	• **Medicaid资格及支出约束**：2025年立法引入部分成年人的工作/社区参与要求，并收紧部分州融资安排，社区参与要求原则上自2027年起实施【已立法，分阶段落地】 • **ACA补贴回归常规标准**：增强型保费税收抵免于2025年底到期，2026年适用常规收入门槛及补贴规则，部分家庭的参保负担上升【现行状态】	• **恢复增强型ACA补贴**：主张延续或恢复更高的保费税收抵免，并简化投保、续保程序，降低患者保费负担【提案】 • **维护及扩大Medicaid覆盖**：倾向于逆转覆盖收缩、降低参保障碍，并填补尚未扩大 Medicaid 州的保障缺口【政策征询】
渠道、返利与折扣分配	✓ **PBM改革**：两党支持提高费用透明度、限制与药价挂钩的报酬、强化返利传递和审计。2026年立法中的主要 Part D PBM 要求自2028计划年度起适用【已立法】 ✓ **SUSTAIN 340B**：两党议员共同提出保留购药时折扣、规范合同药房、增加信息披露和防止重复折扣【提案】 • **PBM费用披露**：劳工部要求服务大型自保雇主医保计划的 PBM 披露报酬、返利及相关费用，具体要求自2027年7月起开始的计划年度适用【规则已定稿】 • **340B事后返款试点**：特朗普政府推动部分药品先按较高价格采购、再返还差额至340B上限价，以增加交易核验能力【修订试点，计划2027年启动】	• **PBM关联交易与垂直整合**：参议院民主党进一步提出约束 PBM 自有品牌药品加价、关联业务利益冲突及阻碍药企与保险计划直接签约的条款【政策征询 / 提案】
药品关税与生产回流	• **Section 232药品关税**：对适用的进口专利药及相关原料设置高关税，默认税率可达100%，并按原产地、产品及企业资格提供不同待遇【已实施】 • **生产回流换取关税减免**：符合条件的美国建厂计划可取得较低税率，合格的 MFN＋生产回流协议可获得阶段性零关税，形成价格承诺与制造投资的联动【已实施，须核对具体资格】	**定向支持本土制造**：从拜登时期政策看，更侧重通过研发支持、基础设施和产业项目建设生物制造能力，并提升关键药品及原料供应韧性【既有政策路径】
BD/ BIOSECURE	✓ **BIOSECURE**：两党支持限制联邦采购及特定联邦资金使用涉及“受关注生物技术企业”的设备和服务【已立法，适用取决于名单和实施规则】 ✓ **敏感数据保护**：从拜登时期制定到特朗普时期实施，持续限制特定国家或主体获取美国大规模敏感健康、基因等数据【已实施】 • **扩大对外投资审查**：财政部拟将特定生物技术活动，包括部分药品研发和生产，纳入对外投资限制，影响符合条件的股权、合资等交易【2026年拟议规则】	**BINSA跨党派提案**：民主党Dingell与共和党Moolenaar共同提出，将涉及中国受覆盖主体的特定药物授权、股权和合资交易纳入审查，并明确涉及技术/IP授权【提案】

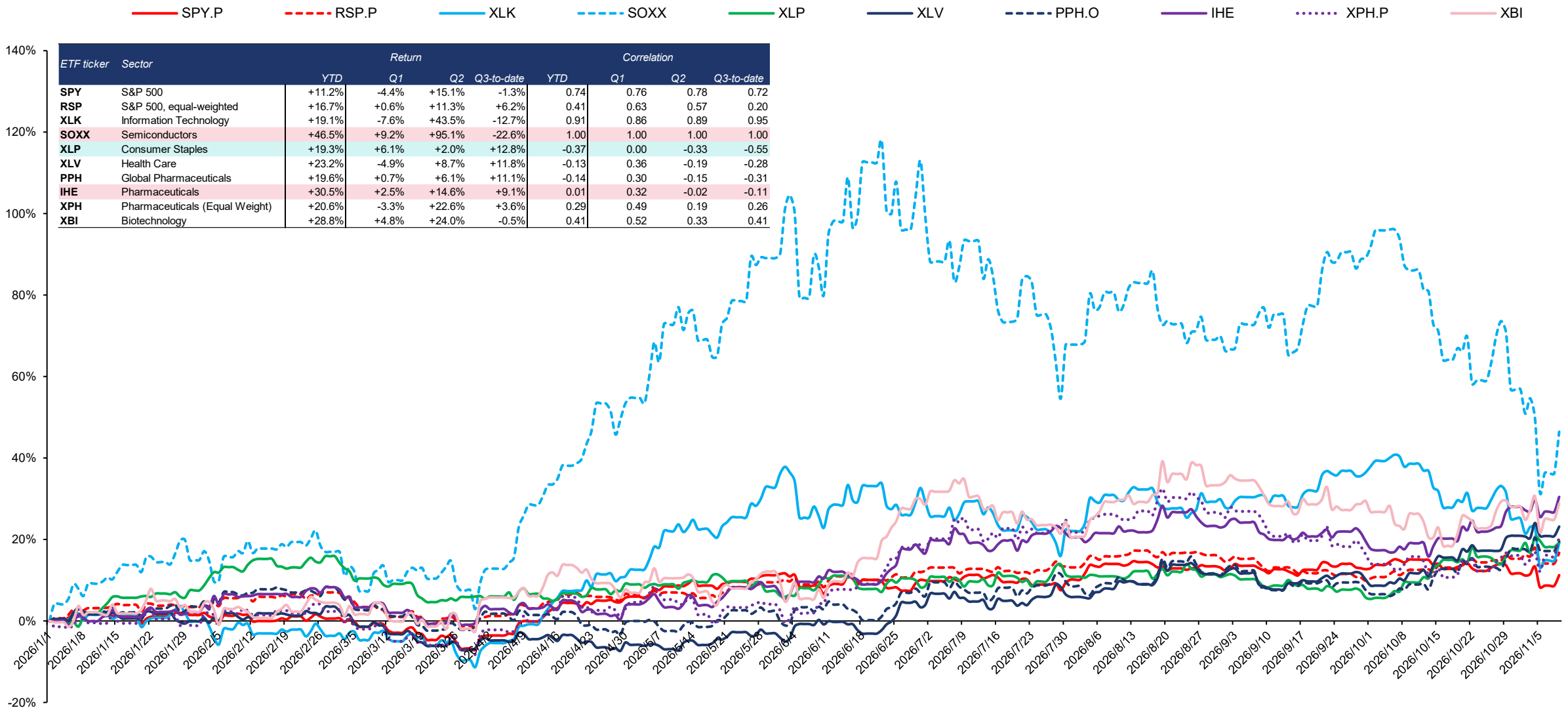
资料来源：CMS官网，国信证券经济研究所整理 注：灰色为提案或尚未立法/正式实施

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

美股医药行业年初至今股价表现回顾

图：美股医药行业年初至今股价表现回顾

ETF ticker	Sector	Return				Correlation			
		YTD	Q1	Q2	Q3-to-date	YTD	Q1	Q2	Q3-to-date
SPY	S&P 500	+11.2%	-4.4%	+15.1%	-1.3%	0.74	0.76	0.78	0.72
RSP	S&P 500, equal-weighted	+16.7%	+0.6%	+11.3%	+6.2%	0.41	0.63	0.57	0.20
XLK	Information Technology	+19.1%	-7.6%	+43.5%	-12.7%	0.91	0.86	0.89	0.95
SOXX	Semiconductors	+46.5%	+9.2%	+95.1%	-22.6%	1.00	1.00	1.00	1.00
XLP	Consumer Staples	+19.3%	+6.1%	+2.0%	+12.8%	-0.37	0.00	-0.33	-0.55
XLV	Health Care	+23.2%	-4.9%	+8.7%	+11.8%	-0.13	0.36	-0.19	-0.28
PPH	Global Pharmaceuticals	+19.6%	+0.7%	+6.1%	+11.1%	-0.14	0.30	-0.15	-0.31
IHE	Pharmaceuticals	+30.5%	+2.5%	+14.6%	+9.1%	0.01	0.32	-0.02	-0.11
XPH	Pharmaceuticals (Equal Weight)	+20.6%	-3.3%	+22.6%	+3.6%	0.29	0.49	0.19	0.26
XBI	Biotechnology	+28.8%	+4.8%	+24.0%	-0.5%	0.41	0.52	0.33	0.41

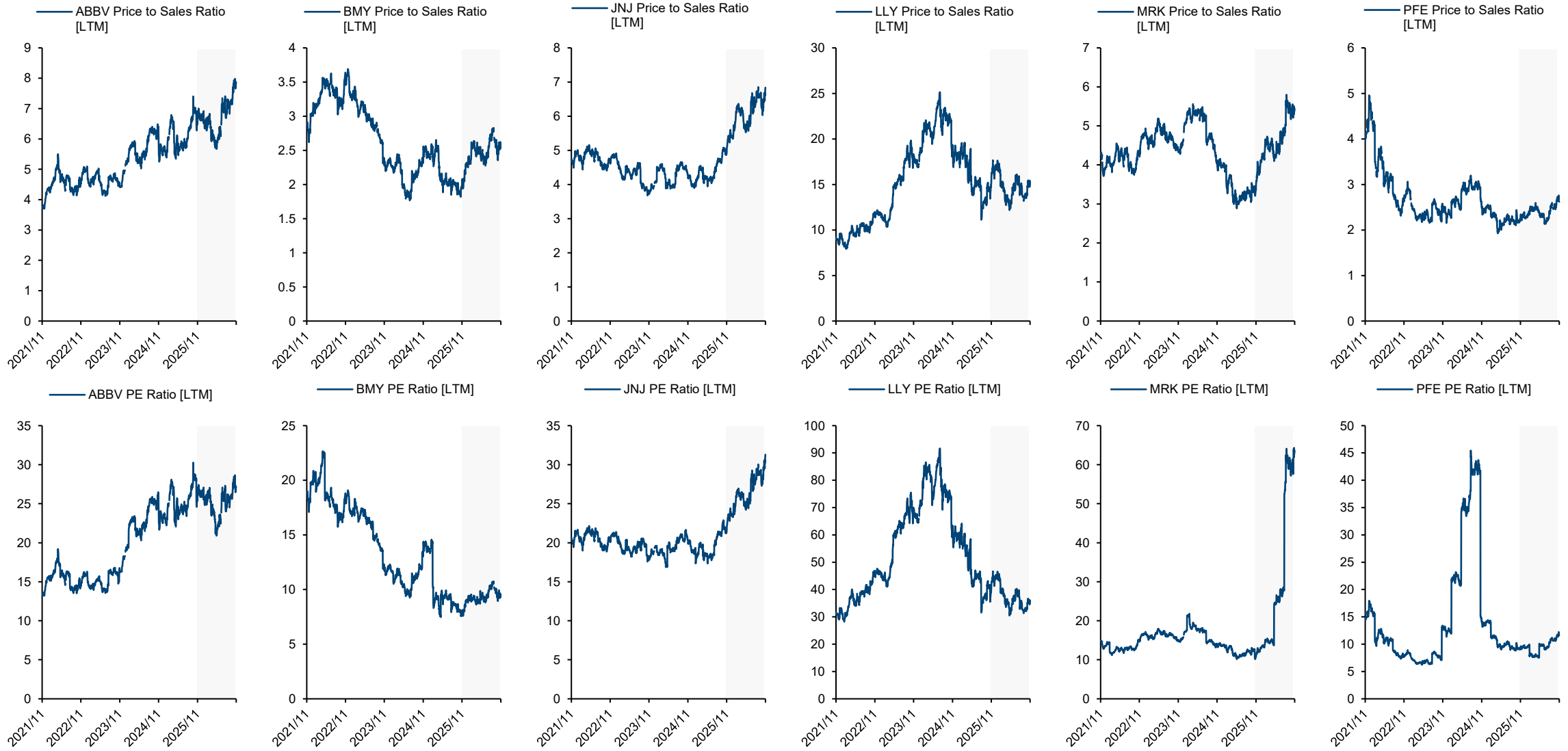


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：correlation计算基于单日涨跌幅数据，基准为SOXX

部分大型制药企业P/E及P/S已处于近五年较高水平

国信证券 GUOSEN SECURITIES

图：部分大型制药企业2021~2026年P/E-TTM及P/S-TTM数据



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

小结

- **美国两党在医药政策目标上共识大于分歧，差异主要体现在具体实施路径。**美国两党在降低处方药价格、提高药品可及性、规范医药流通体系及保障生物医药供应链安全等方面具有较高共识，政策分歧更多体现在实施路径及政府干预方式。**药价方面，以特朗普政府为代表的共和党更侧重通过MFN国际参考定价、与药企直接达成降价协议及TrumpRx自费购药平台推动降价；民主党则更倾向于在IRA框架下扩大Medicare药价谈判范围、提前谈判时间并强化通胀返利约束，推动药价管理机制的制度化**。两党政策工具并非完全对立，特朗普政府延续实施IRA框架下的Medicare药价谈判，参议院民主党亦于2026年6月提出政策讨论，明确考虑将国际参考价格纳入Medicare谈判。相比之下，PBM改革与BIOSECURE等议题具有更明确的跨党派共识，双方均支持提高药品流通环节透明度、约束PBM利益冲突，并通过限制联邦采购及资金涉及高风险生物技术供应商，加强供应链安全。总体看，美国医药政策呈现目标趋同、路径分化的特征，控制药价及强化供应链监管已成为跨党派的长期政策方向，政党轮替预计难以根本逆转这一趋势。

- **美股医药板块年内股价表现亮眼，市场或转向盈利确定性。**2026年初至今，美国制药板块明显跑赢大盘，IHE（美国制药）、PPH（全球大型制药）分别上涨30.5%、19.6%，高于标普500的11.2%，其中IHE亦明显跑赢科技板块（XLK）的19.1%。分阶段看，Q1市场开始关注AI估值及长期利率风险，资金偏好逐步转向盈利稳定的防御性资产，IHE、PPH分别上涨2.5%、0.7%，同期标普500及XLK分别下跌4.4%、7.6%；Q2随着AI产业链盈利预期改善，科技板块强势反弹，SOXX、XLK分别上涨95.1%、43.5%，显著跑赢大型制药板块；Q3至今，市场风格再次发生切换，SOXX、XLK分别下跌31.3%、10.2%，而PPH、IHE分别上涨11.9%、11.1%，XLV（医疗保健）及XLP（必选消费）亦表现强势。**在长期利率维持高位、AI资本开支回报存在不确定性的背景下，拥有稳定自由现金流、成熟商业化产品及可预测盈利增长的大型制药企业获得了更高的估值溢价。**

- **部分制药企业估值已处于近五年高位，盈利确定性溢价推动估值重塑。**2026年以来，部分成熟制药企业的估值扩张幅度显著，JNJ当前LTM P/E ~31.3x、P/S ~6.8x，较2021~2025年历史中位数分别溢价58%、53%；AbbVie当前LTM P/E ~27.1倍、P/S ~7.9倍，较历史中位数分别溢价51%、56%；Merck当前P/S ~5.4倍，较历史中位数溢价26%。**对于这些企业而言，前期估值修复带来的收益空间有所收窄，未来股价表现可能将更加依赖实际盈利增长及管线价值兑现，同时需要警惕市场风险偏好变化所引发的估值回落。**

- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，产品临床失败或有效性低于预期的风险，产品商业化不达预期的风险，技术升级迭代风险。

目录

01 美国两党医药政策对比

02 海外制药企业2026Q3业绩回顾

海外制药企业2026Q3营收及全年业绩指引

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：海外制药企业2026Q3营收及全年业绩指引

公司	市值/亿美元	Ytd	营收					2026业绩指引			
			26Q1	26Q2	26Q3	26Q1-3	2026A	Jan	April	July	Oct
Eli Lilly	13,283	+32%	198 *(+56%)*	230 *(+46%)*	244 (+39%)	672 *(~+45%)*		Sales= 80.0B~83.0B *(mid point +25%);* Non-GAAP EPS= 33.50~35.00	Sales= 82.0B~85.0B *(mid point +28%);* Non-GAAP EPS= 35.50~37.00	Sales= 85.0B~87.0B *(mid point +32%);* Non-GAAP EPS= 35.50~36.50	Sales= 91.0B~92.0B; Non-GAAP EPS= 35.00~36.00 *(incl. Q3 acquired IPR&D of $4.57/share; underlying midpoint raised $4.07)*
JNJ	6,791	+39%	154/86 *(+7.4%/ +4.6%)*	164/89 *(+6.8%/ +3.6%)*	168/86 *(+7.9%/ +2.5%)*	486/262 *(+7.4%/ +3.5%)*		operational sales= 99.5B~100.5B *(+5.7%~+6.7%);* adjusted EPS (operational)= 11.28~11.48 *(+4.5%~+6.5%)*	operational sales= 99.7B~100.7B *(+5.9% ~ +6.9%);* adjusted EPS (operational)= 11.30~11.50 *(+4.7% ~ +6.7%)*	operational sales= 100.3B~100.9B *(+6.5%~+7.1%);* adjusted EPS (operational)= 11.50~11.65 *(+6.6%~+8.0%)*	operational sales= 100.5B~100.9B *(+6.7%~+7.1%);* adjusted EPS (operational)= 10.95~11.05 *(+1.5%~+2.4%)*
AbbVie	5,184	+32%	150 *(+10.3%)*	170 *(+9.5%)*	174 (+10.5%)	494 *(+10.1%)*		sales= ~67.0B *(+9.5%);* adjusted diluted EPS= 14.37~14.57 *(excl. any impact from acquired IPR&D and milestones)*	sales= ~67.3B *(+10.0%);* adjusted diluted EPS= 14.08~14.28 *(incl. unfavorable impact of $0.41 from acquired IPR&D and milestones)*	sales= ~67.6B; adjusted diluted EPS= 13.87~14.07	sales= ~67.8B; Non-GAAP EPS= 13.95~13.99 *(incl. $0.69/share acquired IPR&D and milestones YTD)*
Roche	3,900	+22%	CHF 115/33 *(+7%/+3%)*	CHF 122/35 *(+6%/+4%)*	CHF 126/35 (+8%/+5%)	CHF 362/103 *(+7%/+4%)*		group sales growth= mid single digit; core EPS= high single digit	*group sales growth= mid single digit; core EPS= high single digit*	*group sales growth= mid single digit; core EPS= high single digit*	*group sales growth= mid single digit; core EPS= high single digit*
Merck	3,667	+44%	143/18 *(+2%/+6%)*	148/18 *(+4%/+5%)*	163/17 (+4%/+3%)	454/52 *(+3%/+5%)*		Sales= 65.5B~67.0B (nominal +1~3%, ex-FX +0~2%); Non-GAAP EPS= 5.00~5.15 *(incl. $3.95 negative impact from Cidara acquisition)*	*Sales= 65.5B~67.0B (nominal +1~3%, ex-FX +0~2%); Non-GAAP EPS= 5.04~5.16 (incl. ~$3.62 negative impact from Cidara acquisition, ~$0.10 positive impact from FX)*	Sales= 66.3B~67.3B *(ex-FX +1%~+3%);* Non-GAAP EPS= 2.66~2.76	Sales= 66.8B~67.3B; Non-GAAP EPS= 2.77~2.82 *(incl. Cidara $3.62, Terns $2.31 and SciBrunch $0.12/share charges)*
Novartis	3,091	+22%	131 *(-5%)*	144 *(+1%)*	145 *(+4%)*	420 *(0%)*		Net sales= grow low single-digit; Core operating income= decline low single-digit	*Net sales= grow low single-digit; Core operating income= decline low single-digit*	*Net sales= grow low single-digit; Core operating income= decline low single-digit*	*Net sales= grow low single-digit* Core operating income= flat to low single-digit growth
AstraZeneca	2,908	+3%	153 *(+8%)*	154 *(+5%)*	162 (+7%)	469 *(+7%)*		Sales= mid to high single-digit; Core EPS= low double-digit	*Sales= mid to high single-digit; Core EPS= low double-digit*	*Sales= mid to high single-digit; Core EPS= low double-digit*	*Sales= mid to high single-digit; Core EPS= low double-digit*
Amgen	2,516	+45%	82 *(+4%)*	101 *(+10%)*	104 (+8%)	290 *(+8.0% reported)*		Sales= 37.0B~38.4B *(+5.4% ~ +9.4%);* Non-GAAP EPS= 21.60~23.00;	Sales= 37.1B~38.5B *(+5.7% ~ +9.7%);* Non-GAAP EPS= 21.70~23.10;	Sales= 38.2B~39.4B; Non-GAAP EPS= 22.30~23.50	Sales= 38.9B~39.7B; Non-GAAP EPS= 22.90~23.70;

资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理 注：季度营收如无特别标示，则单位为亿美元；JNJ及Roche营收分别为药品/器械，Merck营收分别为药品/动保；营收增速均为不变汇率下计算；市值截至2026年11月10日

海外制药企业2026Q3营收及全年业绩指引（续）

国信证券 GUOSEN SECURITIES

表：海外制药企业2026Q3营收及全年业绩指引（续）

公司	市值/亿美元	Ytd	营收					2026业绩指引			
			26Q1	26Q2	26Q3	26Q1-3	2026A	Jan	April	July	Oct
Gilead	2,100	+40%	68 (+8%, excl. Veklury)	76 (+10%, excl. Veklury)	82 (+16%, excl. Veklury)	226 (+11.3%, excl. Veklury)		Sales ex-Veklury= 29.0B~29.4B (+4% ~ +5%); Non-GAAP diluted EPS= 8.45~8.85	Sales ex-Veklury= 29.4B~29.8B (+5% ~ +6%); Non-GAAP diluted EPS= -1.05 ~ -0.65	Sales ex-Veklury= 29.8B~30.1B (+6%~+7%); Non-GAAP diluted EPS= 8.50~8.85	Sales ex-Veklury= 30.7B~31.0B; Non-GAAP diluted EPS= -1.20~-0.85 (incl. ~$9.88/share transaction impact)
Novo Nordisk	1,831	-15%	DKK 968 (+32%)	DKK 785 (+7%)	DKK 792 (+4%)	DKK 2545 (+13%)		Sales= -13% ~ -5%; Operating profit= -13% ~ -5%	Sales= -12% ~ -4%; Operating profit= -12% ~ -4%	Adj. sales= -6% ~ 0%; Adj. operating profit= -6% ~ 0%;	Adj. sales= -2% ~ +2% Adj. operating profit= -2% ~ +2% (CER)
Pfizer	1,666	+25%	145 (+2%)	150 (+1%)	166 (0%)	461 (+1%)		Sales= 59.5B~62.5B (incl. ~5.0B COVID-19 products); adjusted diluted EPS= 2.80~3.00	Sales= 59.5B~62.5B (incl. ~5.0B COVID-19 products); adjusted diluted EPS= 2.80~3.00	Sales= 60.5B~62.5B (incl. ~4.0B COVID-19 products); adjusted diluted EPS= 2.80~3.00	Sales= 62.0B~64.0B (incl. ~4.0B COVID-19 products); adjusted diluted EPS= 2.95~3.05
Vertex	1,397	+22%	30 (+8%)	33 (+10%)	34 (+12%)	98 (+11%)		Sales= 12.95~13.10B (+8% ~ +9%);	Sales= 12.95~13.10B (+8% ~ +9%);	Sales= 13.1B~13.2B	Sales= 13.15B~13.25B
BMS	1,270	+20%	115 (+1%)	130 (+5%)	131 (+7%)	375 (~+4%)		Sales= 46.0~47.5B (-5% ~ -2%);	Sales= 46.0~47.5B (-5% ~ -2%);	Sales= 49.0B~50.0B; Non-GAAP EPS= 6.75~7.00	Sales= 49.75B~50.25B; Non-GAAP EPS= 6.35~6.55 (incl. ~$0.60/share net IPR&D and licensing impact)
Sanofi	1,144	+5%	€ 105 (+13.6%)	€ 116 (+17.8%)	€ 144 (+14.3%)	€ 366 (+15.2%)		Sales= high single-digit percentage growth; Business EPS= slightly faster than sales	Sales= high single-digit percentage growth; Business EPS= slightly faster than sales	Sales= ~+10% at CER; Business EPS= grow slightly faster than sales	Sales= low-teens growth at CER; Business EPS= mid-teens growth at CER
GSK	1,017	+8%	£ 76 (+5%)	£ 84 (+5%)	£ 89 (+5%)	£ 249 (+5%)		Sales= +3% ~ +5%; Core operating profit= +7% ~ +9%; Core EPS= +7% ~ +9%	Sales= +3% ~ +5%; Core operating profit= +7% ~ +9%; Core EPS= +7% ~ +9%	Sales= +3%~+5% (upper half); Core operating profit= +7%~+9% (upper half); Core EPS= +7%~+9% (lower half);	Sales= +3%~+5% (upper half); Core operating profit= +7%~+9% (upper half); Core EPS= +7%~+9% (lower half);
Regeneron	952	+20%	36 (+19%)	43 (+17%)	51 (+36%)	130 (+24%)		/	/	/	/

资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理 注：季度营收如无特别标示，则单位为亿美元；JNJ及Roche营收分别为药品/器械，Merck营收分别为药品/动保；营收增速均为不变汇率下计算；市值截至2026年11月10日

Eli Lilly：再次上调全年收入指引

- Eli Lilly 26Q3实现销售244.0亿美元（同比+39%），销量增长53%、实际价格下降15%；美国及海外分别实现销售151.4亿及92.6亿美元，同比+34%及+47%。GAAP EPS为7.22美元（+16%），Non-GAAP EPS为7.48美元（+7%），均包含4.57美元/股acquired IPR&D费用，去年同期为0.71美元/股。2026全年收入指引由850~870亿美元上调至910~920亿美（中值+55亿美元），EPS指引由35.50~36.50美元调整为35.00~36.00美元（含新增IPR&D费用4.57美元/股）。

- **CVRM**：Mounjaro销售107.23亿美元（同比+65%，环比+8%），美国49.98亿美元（同比+41%）、海外57.25亿美元（同比+93%），国际市场销量增长部分被中国医保准入后的价格下降抵消。Zepbound销售53.52亿美元（同比+49%，环比+9%），其中美国52.67亿美元（同比+48%）；Tirzepatide双品牌合计160.75亿美元，占公司收入约66%。美国incretin市场Q3 TRx同比+32%，其中肥胖用药TRx +82%、T2D用药TRx +8%；截至9月25日Lilly滚动四周TRx份额达到63.0%，国际市场份额约58%、环比提升近4pct。口服GLP-1 Foundayo（orforglipron）销售1.84亿美元，其中美国1.24亿美元，较Q2的9800万美元继续放量。美国Q3 TRx超过50万，口服肥胖药新增患者份额接近40%，新增患者数较Q2翻倍；美国T2D适应症预计26Q4获得监管决定。Mounjaro已获FDA批准用于降低成人T2D患者心血管风险；周制剂基础胰岛素Onswik（insulin efsitora alfa）已获FDA批准用于成人T2D。Medicare GLP-1 Bridge自7月1日启动后，已有超过50万人通过该项目获得礼来药物；管理层披露约70%的项目新增患者选择礼来产品，约75%选择注射治疗；初期存量患者转入后，后续新增受益者约80%此前未接受incretin治疗，显示准入扩展正在扩大治疗人群。Retatrutide在Ph3 TRANSCEND-T2D-2中与Ozempic 2mg头对头比较，第80周9/12mg组HbA1c均下降2.2个百分点、体重分别下降19.5%及20.9%，对照组分别下降1.8个百分点及9.4%；Retatrutide因AE停药率5%～8%，对照组3%。EloraTZP（eloralintide 9mg+tirzepatide 15mg）Ph2在肥胖/超重合并T2D人群中，第48周疗效估计体重下降23.3%，tirzepatide及eloralintide单药分别为14.8%及11.1%；HbA1c分别下降2.91、2.41及1.33个百分点。组合疗效优于单药，但因AE停药率为27%，高于tirzepatide单药的3%，公司将Ph3的剂量递增改为更慢、优化的方案，管理层预计可改善耐受性，但仍需后续试验验证；Ph3计划26Q4启动。

- **肿瘤**：Verzenio销售15.11亿美元，Jaypirca销售2.28亿美元（同比+59%），Inluriyo销售7300万美元，季度末在美国口服SERD市场的新处方份额超过60%、总处方份额约40%。FDA已批准Inluriyo与Verzenio联用治疗ER+/HER2-/ESR1突变晚期或转移性乳腺癌，并扩展Jaypirca至部分既往未经治CLL/SLL患者。

- **自免**：Ebglyss销售2.02亿美元（同比+59%），手足部中重度AD Ph3b结果显示皮损、瘙痒及疼痛等改善。Omvoh销售1.14亿美元（同比+76%），儿科UC Ph3达到临床缓解主要终点。Taltz销售8.56亿美元，与Zepbound的肥胖合并银屑病/银屑病关节炎联用策略持续取得随访数据。

- **神经**：Kisunla销售1.93亿美元（同比+175%），其中美国1.32亿美元、海外6200万美元。p-tau217血液检测量同比超过翻倍，诊断可及性改善有望支持阿尔茨海默病治疗渗透。

Novo Nordisk：Wegovy pill放量，全年销售及利润指引上调至-2% ~ +2%

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- Novo Nordisk 26Q3实现销售791.95亿丹麦克朗（CER +4%，下同），调整后经营利润317.20亿丹麦克朗（+27%），受益于GLP-1销售增长及去年同期约90亿丹麦克朗转型费用形成的低基数。全年调整后销售及经营利润增速指引均由-6%~0%上调至-2%~+2%，自由现金流指引由450~550亿提高至600~700亿丹麦克朗，CAPEX由约550亿下调至约500亿丹麦克朗。公司仍预计全年美国销售下降、国际增长。Q4面临去年同期约30亿丹麦克朗美国有利GtN调整形成的高基数，以及加拿大司美格鲁肽失去独占后价格压力加大。公司计划自2027年1月起将美国Wegovy及Ozempic相关规格的批发采购价降至675美元，较原挂牌价分别下降约50%及35%。

- **T2D**：26Q3糖尿病产品销售475.45亿丹麦克朗（-5%），其中GLP-1销售347.49亿丹麦克朗（-7%，合计约53.5亿美元），US/OUS 32.69/20.81 亿美元 (-10%/-2%)。Ozempic注射剂销售297.06亿丹麦克朗（-5%，合计约44.7亿美元），US/OUS 29.56/16.16 亿美元 (-11%/+8%)，美国销量及批发商库存变动拖累收入，国际端由欧洲放量支撑。Ozempic pill/Rybelsus销售49.38亿丹麦克朗（-10%），美国+5%、国际-19%。美国已完成新患者从Rybelsus向Ozempic pill品牌切换，周度新品牌处方较上市前约翻倍，超过60%来自此前未接受GLP-1治疗的患者。25 mg规格预计26Q4获FDA审评决定。胰岛素销售122.65亿丹麦克朗（+2%）。CagriSema 1.0/1.0 mg在T2D Ph3 REIMAGINE 5中，第60周HbA1c较基线下降1.71个百分点，对tirzepatide 5 mg达到非劣效，减重12.4% vs 9.1%（疗效估计口径）。皮下zenagamtide已启动T2D Ph3 AMBITION 7，与甘精胰岛素比较。

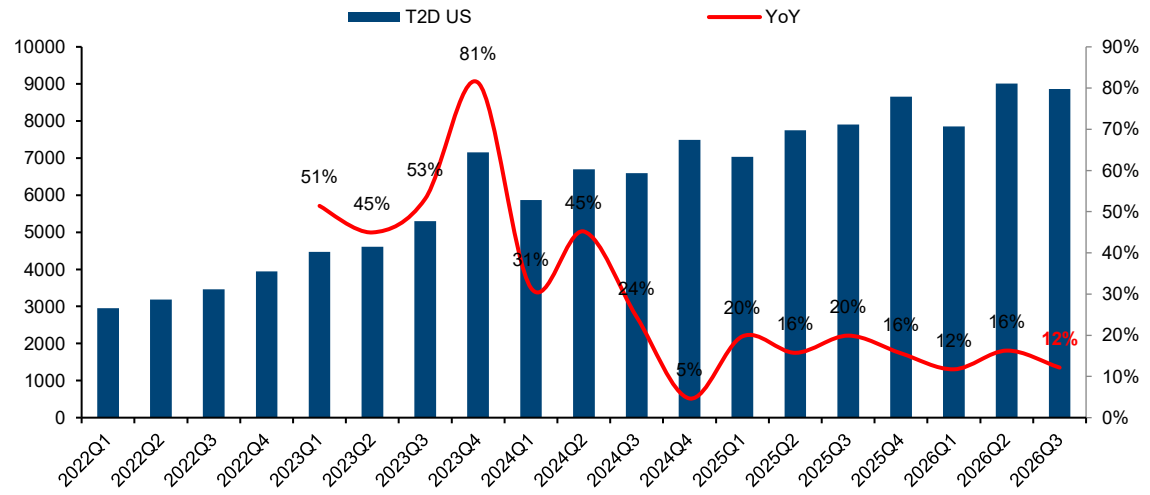
- **Obesity**：26Q3减重产品销售261.46亿丹麦克朗（+22%，合计约39.3亿美元），US/OUS 23.50/16.75 亿美元 (+20%/+24%)。Wegovy注射剂销售204.07亿丹麦克朗（-2%，合计约30.7亿美元），US/OUS 17.03/14.38 亿美元 (-13%/+16%)。美国注射剂销量环比约+10%，同比销售仍受净价下降影响。Wegovy pill销售53.94亿丹麦克朗，US/OUS 6.43/1.87 亿美元。美国Q3口服剂处方约360万张，销量环比约+20%，上市以来累计超过800万张。Medicare Bridge自7月起贡献增量，Wegovy全系列维持美国品牌减重药新患者处方份额超过50%，口服剂约占美国口服减重药新品牌处方80%。截至Q3末口服剂已在美国、英国、德国和阿联酋上市，业绩披露时全球已增至8个市场，公司预计27H1覆盖超过20个市场。CagriSema 1.0/1.0 mg在Ph3 REDEFINE 9第68周实现约21%减重（疗效估计口径），肥胖适应症美国审评决定预计26Q4，若获批计划2027年初全面上市，REDEFINE 11及高剂量研究分别预计27H1及28H1读出。口服zenagamtide（GLP-1/Amylin双受体激动剂）已启动Ph3 AMAZE 9，评估6~100 mg五个维持剂量，预计28H2读出；皮下制剂新启动与司美格鲁肽比较的AMAZE 7及心血管结局研究AMBIENCE。口服及皮下amylin 355进入Ph2，预计27H2读出。引进自联邦制药的UBT251（GLP-1/GIP/Glucagon）和自研GLP-1/GIP/Amylin三靶激动剂的肥胖早期研究均预计27H1读出，糖尿病Ph2数据预计27H2。Cagrilintide单药高剂量Ph3计划26Q4启动。

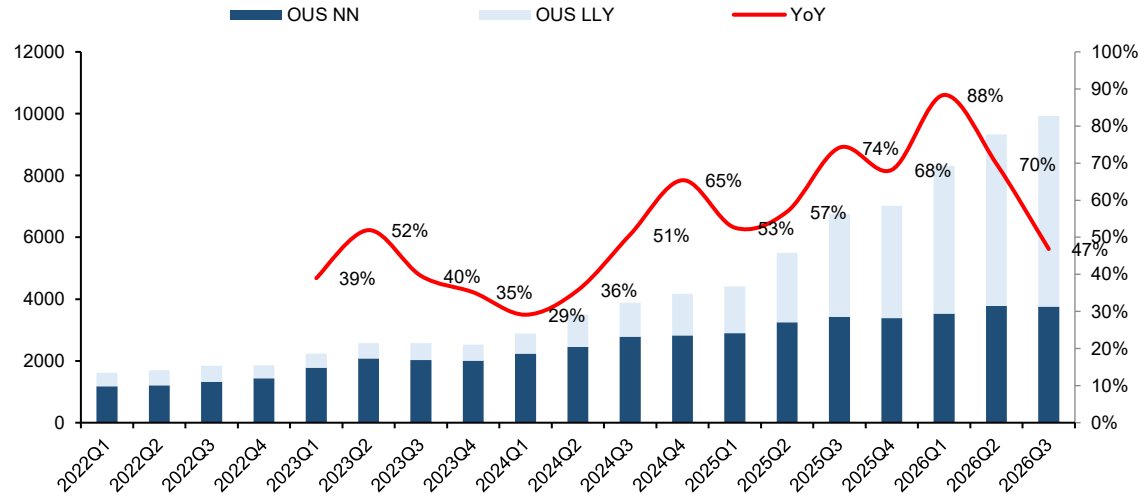
- **中国市场**：Region China销售50.34亿丹麦克朗（-5%），其中糖尿病产品46.37亿（-6%）、GLP-1降糖药14.39亿（-36%）、胰岛素29.25亿（+17%）。Ozempic注射剂销售12.69亿丹麦克朗（-22%），肥胖产品销售3.26亿（+162%），Wegovy注射剂销量增长部分被降价抵消。口服司美格鲁肽25 mg及CagriSema 2.4/2.4 mg减重适应症均已在中国递交上市申请，公司预计分别于2027年底至2028年初、28H1完成审评。

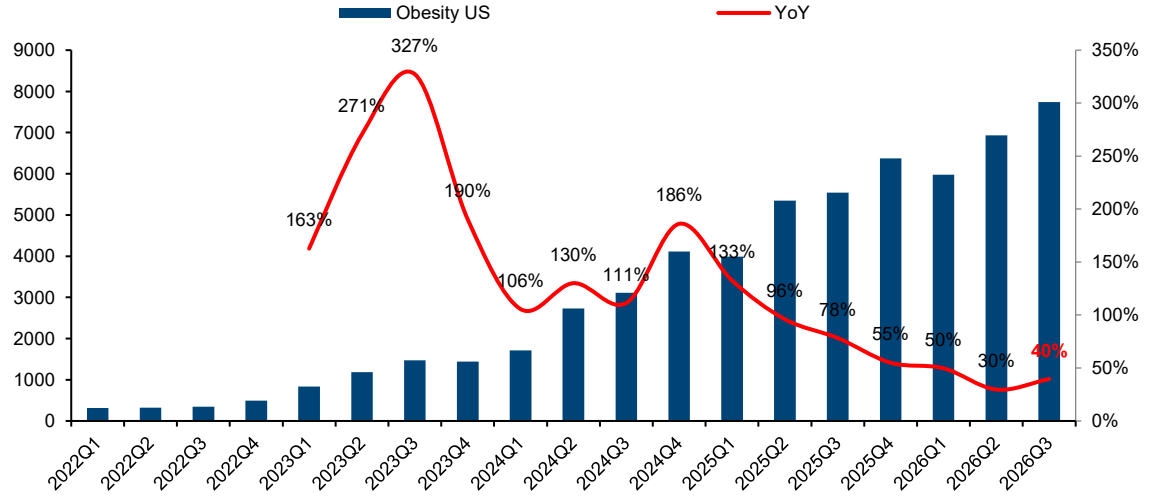
- **心血管及肝病**：继ZEUS未达到主要终点后，ziltivekimab HFpEF项目两项Ph3收到DMC终止建议，公司停止HERMES研究用药并关闭试验，ATHENA最后一名患者已完成给药，试验按计划收尾。两项数据预计27H1读出，AMI Ph3 ARTEMIS亦预计27H1读出。口服司美格鲁肽25 mg已在美国提交MASH适应症申请，审评决定预计27H1。

GLP-1s: US vs OUS, T2D vs obesity

图：GLP-1药物按照适应症及市场拆分后销售额（单位：百万美元）







Volume	*2024Q1*	*2024Q2*	*2024Q3*	*2024Q4*	*2025Q1*	*2025Q2*	*2025Q3*	*2025Q4*	*2026Q1*	*2026Q2*	*2026Q3*
T2D US	*~15%*	*>10%*	*>15%*	*>15%*	*>15%*	*>15%*	*>10%*	*>10%*	*13%*	*12%*	*12%*
Obesity US	*196%*	*143%*	*136%*	*152%*	*160%*	*160%*	*150%*	*108%*	*85%*	*87%*	*71%*
T2D OUS									*29%*	*29%*	*37%*
Obesity OUS	*48%*	*41%*	*45%*	*73%*	*101%*	*113%*	*114%*	*97%*	*84%*	*71%*	*68%*

资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理 注：US T2D产品包括：*Mounjaro*、*Trulicity*、*Ozempic*、*Rybelsus/Ozempic pill*、*Victoza*，US obesity产品包括：*Zepbound*、*Foundayo*、*Wegovy (incl. pill)*、*Saxenda*，部分美国以外国际市场Ozempic可同时用于T2D/obesity适应症；处方量增速表格中，浅蓝色为季度同比，灰色为*IQVIA moving-annual-total (MAT) growth estimates*

Roche：药品板块提速，Giredestrant及Fenebrutinib进入关键监管窗口

- 26Q3 Roche Group实现营收161.3亿瑞士法郎（CER/固定汇率+7%，下同），其中Pharmaceuticals Division实现营收125.8亿瑞士法郎（+8%）、Diagnostics Division实现营收35.5亿瑞士法郎（+5%）；药品板块分治疗领域看，肿瘤38.1亿瑞士法郎（同比持平）、血液学25.1亿瑞士法郎（+21%）、神经26.6亿瑞士法郎（+11%）、自免16.6亿瑞士法郎（-2%）、眼科11.6亿瑞士法郎（+13%）、其他治疗领域7.8亿瑞士法郎（+22%）。26Q3销售受益于日本中外制药ERP系统切换带来的发货时点变化，正向影响约1.8亿瑞士法郎（固定汇率）、对集团增速贡献约1pp，预计26Q4完全回转；剔除该影响，集团26Q3增速约6%。维持2026全年业绩指引，预计营收增速mid single digit、核心EPS增速high single digit，全年LOE影响仍预计约6亿瑞士法郎。
- **肿瘤**：26Q3 HER2系列产品合计实现销售20.5亿瑞士法郎（约-3%），其中Phesgo销售7.5亿瑞士法郎（+18%）、Perjeta销售6.5亿瑞士法郎（-9%）、Kadcyla销售4.2亿瑞士法郎（-15%）、Herceptin销售2.3亿瑞士法郎（-11%）。Phesgo/Perjeta全球转换率提升至59%（26H1为54%），接近此前设定的至少60%目标；公司继续预计HER2系列于2026年达峰，Kadcyla受美国及欧洲竞争加剧影响，长期销售预期有所下调；管理层当前预计Perjeta生物类似药在美国不早于2028年、欧洲不早于2027年进入。Giredestrant（口服SERD）adj. ER+/HER2- eBC及post-CDKi ER+/HER2- mBC适应症的美国PDUFA日期分别为2026年11月30日及12月18日，lidERA研究中联用abemaciclib的单臂亚组数据预计26Q4读出。Itovebi实现销售0.6亿瑞士法郎（+88%），post-CDKi适应症Ph3 INAVO121预计年内读出。Tecentriq销售9.1亿瑞士法郎（+3%），新适应症持续贡献增长，已获FDA批准用于III期dMMR结肠癌辅助治疗；Alecensa全年增速预期由持平上调至low single digit，Divarasib Ph3 KRASCENDO-1完整数据将于ESMO公布。
- **血液学**：Hemlibra实现销售12.6亿瑞士法郎（+13%），持续受益于全球患者渗透率提升及竞争环境好于预期，全年增长预期由mid single digit上调至high single digit，自动注射装置预计2027年底前上市。Polivy实现销售4.9亿瑞士法郎（+33%），一线DLBCL持续获得份额；Columvi销售1.3亿瑞士法郎（+63%），主要由二线及以上DLBCL渗透驱动。Lunsumio销售1.1亿瑞士法郎（+276%），三线及以上FL需求强劲，用于二线及以上FL的联合方案Ph3 CELESTIMO研究中期分析达到PFS主要终点，后续将向监管机构提交数据；Polivy+Columvi+R-CHP一线DLBCL研究SKYGLO预计2027年读出。
- **神经**：Ocrevus实现销售18.5亿瑞士法郎（+9%），皮下剂型Ocrevus Zunovo继续驱动增长，全球SC用药患者约5.6万人（26H1末约4.4万人），全球IV向SC转换率已超过20%，美国约60%的SC销量来自社区诊所；公司维持2026年high single digit增长预期，并继续预计该系列于2029年达到约90亿瑞士法郎峰值销售（按2025年固定汇率），其中SC带来约20亿瑞士法郎增量。Fenebrutinib RMS及PPMS美国申报均已获受理，并使用PRV获得优先审评；MSToronto披露的FENhance 1/2汇总数据显示，相较teriflunomide，年化复发率降低55.4%，并进一步展示其对慢性活动性病灶及脑容量损失的作用。Enspryng用于MOGAD已完成US/EU申报，美国获得优先审评，PDUFA为2027年1月10日；Trontinemab用于preclinical AD的Ph3 PrevenTRON已启动，与early AD的TRONTIER 1/2共同拓展开发人群。
- **自免**：Xolair实现销售8.5亿瑞士法郎（+8%，26Q1/Q2分别+26%/+28%），食物过敏适应症上市以来已治疗超过14.5万名患者；季度表现受到采购节奏影响，首个美国生物类似药已于26Q3上市，管理层仍预计2026年销售增长约20%、2027年基本持平，后续可能有1~2款额外美国生物类似药进入。Actemra/RoActemra销售5.5亿瑞士法郎（-11%），继续受到美国、欧洲及国际市场生物类似药竞争影响。Gazyva全适应症销售2.6亿瑞士法郎（+9%），LN全球已治疗约5000名患者，初期放量超过CLL及FL竞争带来的拖累；INS适应症已获FDA批准，MN及SLE美国PDUFA日期分别为2026年11月15日及12月4日。Sefaxersen（补体因子B ASO）Ph3 IMAgINATION中期分析显示，37周蛋白尿相较安慰剂显著下降。
- **眼科**：Vabysmo实现销售11.4亿瑞士法郎（+13%），其中美国销售7.3亿瑞士法郎（CER +4%），全球累计治疗患者约150万人，新增患者中超过60%为naïve患者，管理层认为美国市场已重新企稳，但销量增长仍部分被合约及价格因素抵消，美国销售后续预计维持low single digit增长，海外仍有较大渗透空间；全年全球增速预期维持low double digit。Enspryng用于TED已于2026年10月获FDA批准，Susvimo用于nAMD已获欧盟批准；Vamikibart用于UME已完成US/EU申报，美国PDUFA为2027年7月23日；VEGF/IL-6双抗DutaFab已进入DME Ph3开发，其中包括头对头Vabysmo研究。
- **心血管及代谢**：Enicepatide（CT-388，GLP-1/GIP双靶激动剂）在肥胖/超重伴T2D人群Ph2研究中，24mg组48周平均体重下降15.5%、HbA1c下降2.65个百分点，尚未观察到减重平台期；肥胖Ph3 ENITH-1/2持续推进，计划于2027H1启动四项降糖Ph3研究（含头对头tirzepatide）、CVOT及HFrEF研究。Petrelintide（长效amylin类似物）在伴T2D人群ZUPREME-2研究中显示减重及降糖获益，GI不良事件导致停药比例为1.9% vs 1.7% pbo；肥胖Ph3 ZUPREME-3/4/5均已启动并完成首例入组，与enicepatide联用的Ph2 ZYNERGY预计26Q4启动。口服GLP-1 CT-996（现称tifeglipron）肥胖Ph2研究阳性，计划于2027H1启动Ph3开发；此外，公司通过与Hanmi及Rona合作，分别引入UCN2类似物及靶向ALK7的RNAi，继续扩展肥胖治疗机制组合。

Amgen：IMDELLTRA一线维持及自免管线取得进展

- Amgen 26Q3实现营收103.65亿美元（同比+8%），其中药品销售98.83亿美元（+8%）、其他收入4.82亿美元（+15%）；Non-GAAP经营利润约46.8亿美元（+9%），经营利润率47.3%（同比+0.2pct），研发费用21.05亿美元（+11%），摊薄EPS 6.45美元（+14%），自由现金流37亿美元。上调2026全年营收指引由382~394亿美元至389~397亿美元，Non-GAAP EPS由22.30~23.50美元至22.90~23.70美元；维持资本开支约26亿美元、全年Non-GAAP经营利润率约45%~46%。
- **非专科药**：PCSK9抗体Repatha销售10.85亿美元（+37%），美国平均每周NBRx处方同比增长超过60%，公司预计2026年全球新增用药患者超过300万。EVENITY销售7.51亿美元（+39%），美国处方医生及患者覆盖继续扩大，日本骨形成促进剂市场销量份额接近60%。Prolia及XGEVA分别销售6.32亿美元（-45%）、2.88亿美元（-47%），生物类似药竞争导致量价下滑，其中Prolia销量下降23%、XGEVA销量下降32%。
- **炎症**：TEZSPIRE销售5.38亿美元（+43%），美国新患者处方增长15%、高于市场3%，过敏专科新患者份额达34%。EoE Ph3 CROSSING研究，Q4W 210mg/420mg第24周组织学缓解率64.8%/68.9% vs 安慰剂3.5%；DSQ较基线改善18.8/22.0分 vs 安慰剂14.7分，疗效持续至52周。两项BEC≥150 COPD Ph3继续入组，吸入TSLP Fab sunakiment仍计划与AZ推进哮喘Ph3。Otezla销售4.81亿美元（-18%），受量价及销售扣减影响；Enbrel销售6.11亿美元（+5%），主要由销售扣减估计改善及库存增加带动，净价格仍下降14%，反映IRA定价影响。CD40L融合蛋白dazodalibep在系统性干燥综合征Ph3 OASIZ-301达到主要终点，第48周Q4W及Q12W组ESSDAI较基线分别改善5.6、5.2分，安慰剂调整后分别改善1.8、1.4分；Q4W组患者报告干燥症状关键次要终点亦显著改善，完整数据计划11月ACR披露。以症状为主、系统性活动较低人群的OASIZ-303预计26Q4完成。ILT7抗体daxdilimab在盘状红斑狼疮Ph2中，第24周低/高剂量CLASI-A分别改善10.2/9.9分，安慰剂调整后6.0/5.7分，公司正准备推进Ph3。
- **肿瘤**：IMDELLTRA（DLL3xCD3 BiTE）销售4.06亿美元（+128%）。Ph3 DeLLphi-305在完成初始化疗联合免疫治疗且未进展的ES-SCLC患者中，IMDELLTRA+Imfinzi一线维持较Imfinzi单药使死亡风险下降58%、进展或死亡风险下降66%，mOS 21.1个月 vs 12.7个月，随访中位数15.9个月。DeLLphi-312一线诱导联合维持Ph3已完成入组，LS-SCLC Ph3及皮下制剂DeLLphi-315持续推进。BLINCYTO销售4.96亿美元（+27%），但两项皮下blinatumomab研究仍处于FDA部分临床暂停状态。STEAP1xCD3双抗xaluritamig正推进既往紫杉烷治疗后XALute及化疗初治联合阿比特龙XALience两项Ph3，ESMO早期全门诊队列支持进一步探索更便利的给药场景。
- **罕见病**：UPLIZNA（inebilizumab，CD19）销售4.51亿美元（+191%），NMOSD、IgG4-RD及gMG共同推动增长，美国gMG新患者及持续治疗患者数量环比增长45%，已在美国以外25个市场上市。gMG Ph3 MINT开放延长期显示，持续治疗及由安慰剂转换患者的一年MG-ADL、QMG评分继续改善；IgG4-RD MITIGATE延长期中，继续治疗者一年内全部保持无flare，超过70%实现无需糖皮质激素的完全缓解。已启动自身免疫性肝炎Ph2/3 MERCURY及原发性膜性肾病Ph3 MOMENT，CIDP Ph3预计26H2~27H1启动。TEPEZZA销售5.26亿美元（-6%），主要受上年同期库存建立基数影响，国际市场销售0.85亿美元；日本慢性甲状腺眼病Ph3 Chronic-J达到双主要终点。KRYSTEXXA销售4.19亿美元（+31%），主要由净价格改善推动。TAVNEOS销售1.05亿美元（-2%），FDA下属CDER已要求公司自愿撤回美国市场，公司仍在沟通并申请听证。
- **代谢**：MariTide（GLP-1激动/GIPR拮抗抗体肽偶联物）MARITIME-CV及两项OSA Ph3已完成入组，T2D与司美格鲁肽比较的首项Ph3已启动，另两项T2D Ph3计划26Q4启动。SWITCH及长期维持研究继续探索从周制剂转换及Q8W/Q12W给药，目标以约两个月、三步滴定进入维持治疗。Lp(a) siRNA olpasiran继续推进二级预防OCEAN(a)-Outcomes、一级预防PreEvent及冠脉斑块CCTA研究。
- **生物类似物**：Q3销售9.77亿美元（+26%），其中PAVBLU销售3.00亿美元（+41%），销量增长71%、净价格下降18%；EYLEA HD、OPDIVO、KEYTRUDA及OCREVUS类似药项目继续推进。

Gilead：基础业务增长加速，扩大自免板块布局

- Gilead 26Q3总收入83.0亿美元（+7%），产品销售82.89亿美元（+13%），剔除Veklury后基础业务销售82.03亿美元（+16%）。公司将2026全年产品销售指引由301~304亿美元上调至310~313亿美元，剔除Veklury后由298~301亿美元上调至307~310亿美元；Veklury仍预计约3亿美元；Non-GAAP diluted EPS指引由每股亏损0.65~0.30美元调整为亏损1.20~0.85美元，包含Arcellx、Tubulis、Ouro Medicines及PepStar交易、扣除Lakefront合作及税收影响后的约9.88美元/股负面影响；剔除收购IPR&D、全年相关融资费用及非经常性其他收入等约9.95美元/股影响的illustrative口径EPS为8.75~9.10美元，较8月同口径上调0.25美元。全年HIV销售增速预期提高至约12%，细胞治疗仍预计mid-teens下滑。

- **HIV**：板块销售62.49亿美元（+18%），增长来自预防用药需求、平均实际价格及有利库存变化，管理层预计高于通常水平的Q3库存增加在年底前正常化，Q4季节性备货幅度预计小于以往。Biktarvy销售40.59亿美元（+10%），美国32.84亿美元，美国治疗市场份额达到53%新高；治疗市场尚未恢复通常2%~3%的增长，但已出现企稳迹象。CMS确定Medicare最高公平价格为每30天2600美元，较该渠道标价折让约38%，管理层初步估计2028年Biktarvy收入净影响约15亿美元。Descovy销售10.46亿美元（同比+49%，环比+8%），约80%销售来自PrEP，增速亦受高于通常水平的库存增加影响。Yeztugo（lenacapavir，Q6M注射PrEP）销售3.05亿美元（环比+31%），已成为美国领先的注射PrEP方案，全年约10亿美元销售目标保持不变；公司披露12个月持续率超过70%。美国PrEP市场同比增长约14%，公司预防业务销售接近翻倍，Yeztugo与用于PrEP的Descovy合计份额约50%；Yeztugo新启动仍以从其他PrEP方案转换为主，未经PrEP治疗者占比正在提升。管理层预计Q4环比增速受假日季节性影响趋缓。Bixlenvo（bictegravir/lenacapavir，每日一次口服单片）已获FDA批准用于病毒学抑制患者的治疗替换，包括从复杂多片方案转换的人群。ISL/LEN每周一次口服治疗预计2026年底前申报、2027年获得监管决定；每周一次口服lenacapavir PrEP已在FDA审评，预计2027年2月初获得决定。每年一次注射PrEP的PURPOSE-365预计2027年更新；GS-3242/LEN口服Ph2已启动、GS-1720/LEN口服Ph2预计2027年初启动，公司将选择更优候选进入Ph3。LEN联合两种bNAb的Q6M治疗Ph3 DAYBREAK-1/2及GS-3242/LEN注射Ph2 PULSAR-1/2亦已推进。

- **肝病**：板块销售9.27亿美元（+13%），Livdelzi销售2.03亿美元（同比+93%，环比+21%），美国二线PBC市场份额超过50%；美国及欧洲患者需求增加推动增长。Vemlidy销售3.33亿美元，Sofosbuvir/Velpatasvir销售2.74亿美元。Hepcludex已获FDA加速批准用于无肝硬化或代偿性肝硬化成人慢性HDV感染。

- **肿瘤**：Trodelvy销售5.06亿美元（同比+42%，环比+11%），mTNBC及既往经治HR+/HER2-乳腺癌需求增长驱动；已在美国及欧洲形成覆盖不同PD-L1状态一线mTNBC的单药或联合pembrolizumab方案；一线PD-L1高表达mNSCLC研究EVOKE-03未达到主要终点并已终止。ASCENT-GYN晚期/复发子宫内膜癌研究仍待更新。

- **细胞治疗**：销售合计3.55亿美元（同比-18%，环比-15%），Yescarta 2.94亿美元、Tecartus 6000万美元，竞争压力持续。Anito-cel用于4L+复发难治多发性骨髓瘤的FDA PDUFA仍为2026年12月23日，公司正在推进上市准备；若获批，公司目标为上市后6个月内激活约80%的授权中心、12个月内达到约90%支付方覆盖，并争取18个月内成为4L+市场领先品牌。iMMagine-3支持较前线患者的BLA最早可能于2027年提交；新诊断MM的移植适合及不适合人群试验计划于2027年初推进，MRD阴性完全缓解及PFS为关键开发终点，提前申报可能性仍待监管与数据支持。

- **自免**：拟收购PepStar的口服IL-23R项目，核心资产HCXT-2001为Ph1口服大环肽IL-23R抑制剂。口服α4β7抑制剂emvistegrast在Ph2 SWIFT中，200mg剂量达到第12周临床应答主要终点，公司计划2027年启动UC单药Ph3。

GSK：专科药物持续增长，乙肝及肿瘤新药上市推进

- 26Q3 GSK实现营收88.9亿英镑（CER +5%，下同），核心经营利润30.8亿英镑（+5%），核心经营利润率34.6%（同比-10bps），核心EPS为54.6便士（+1%）。专科药物销售38.8亿英镑（+15%），其中HIV、呼吸/免疫/炎症及肿瘤分别增长10%、21%及23%；疫苗销售25.8亿英镑（-2%），非专科药物销售24.3亿英镑（基本持平）。公司维持2026年全年业绩指引：营收增长3%～5%的上半区间、核心经营利润增长7%～9%的上半区间、核心EPS增长7%～9%的下半区间。

- **呼吸及免疫**：Nucala（美泊利珠单抗，IL-5抗体）销售5.82亿英镑（+18%），美国市场增长24%，COPD适应症上市及对其他适应症的品牌协同效应持续驱动增长；美国新患者启动数同比增长19%，中国COPD生物制剂未经治人群份额达到57%。Exdensur（depemokimab，超长效IL-5抗体）销售2700万英镑，其中美国销售1400万英镑，现已在8个国家上市，新增患者以生物制剂未经治人群为主。美国永久J-code于7月生效、ASP报销价格文件于10月提供；截至9月累计新增处方医生数较6月底增长68%，Q3新增患者启动数较Q2增长74%（包含fast start项目免费首剂患者），超过2/3的商业保险及Medicare患者已获得覆盖。Benlysta（贝利尤单抗，BAFF抗体）销售5.20亿英镑（+17%），患者需求及生物制剂渗透率提升推动增长。Felcorekibart（GSK5784283，超长效TSLP抗体）在哮喘、COPD及CRSwNP中的多项PERSIST Ph3研究已启动；Ozureprubart（IgE抗体）食物过敏Ph2b数据预计2027年读出，管理层计划于27H2启动Ph3。

- **HIV**：产品组合实现销售21.16亿英镑（+10%），长效注射产品贡献约80%的季度增量，占美国HIV销售额35%；其中Dovato销售7.54亿英镑（+9%）、Cabenuva销售4.78亿英镑（+35%）、Apretude销售1.43亿英镑（+21%）。Cabenuva贡献超过65%的HIV增长，美国转换患者中超过75%来自竞品；Ph3b CROWN研究在病毒未抑制患者中显示较每日口服标准抗病毒治疗更优的疗效。Apretude在美国长效PrEP竞争中保持份额。Q4M cabotegravir预防方案EXTEND 4M已获得PK桥接数据；治疗方案CUATRO则比较四个月一次cabotegravir/rilpivirine与两个月一次Cabenuva的疗效，预计2027年读出。

- **肿瘤**：Jemperli（dostarlimab，PD-1抗体）销售2.73亿英镑（+19%），美国新患者增速有所放缓，欧洲及国际市场准入扩张持续贡献增长；已获FDA加速批准用于dMMR/MSI-H局部晚期直肠癌。AZUR-1期中数据显示，在144例可评估患者中，68%达到至少持续12个月的临床完全缓解；获得缓解患者的两年随访尚未观察到复发。Ojjaara/Omjjara（momelotinib，JAK1/2及ACVR1抑制剂）销售1.95亿英镑（+35%），患者渗透及海外上市推动增长。Zejula销售1.04亿英镑（-23%），美国标签收窄及保险事前授权要求继续拖累。Blenrep（BCMA ADC）销售5000万英镑，其中美国2500万英镑，已在52个市场获批；美国重复处方医生贡献约1/3销售，医生使用经验及给药流程熟悉度仍是放量关键，DREAMM-10一线研究预计2028年获得MRD数据。Nuvalent管线方面，Jideytro（zidesamtinib，ROS1 TKI）已在美国用于既往经治ROS1+ NSCLC，上市初期销售300万英镑；ARROS-1一线人群ORR达94%、CR率15%，86%患者缓解持续超过12个月，预计26H2完成美国一线申报。Neladalkib（ALK TKI）既往经治人群ALKOVE研究mPFS为14.5个月，FDA决定预计11月作出；TKI未经治人群ORR为86%，Ph3 ALKAZAR入组已超过50%。B7-H3 ADC risvutatug rezetecan（Ris-Rez）中国Ph3 ARTEMIS-008二线SCLC研究较topotecan降低死亡风险54%、mOS为18.5个月，全球Ph1/2 EMBOLD-101 SCLC队列ORR为61%，全球Ph3 EMBOLD-SCLC-301预计2027年底获得初步数据；中国Ph3 ARTEMIS-011复发难治骨肉瘤研究降低进展或死亡风险67%。B7-H4 ADC mocertatug rezetecan（Mo-Rez）全球Ph1 BEHOLD-1在未按生物标志物筛选的卵巢癌人群中mPFS约11个月，五项卵巢癌及子宫内膜癌Ph3研究已开始入组。

- **疫苗**：Shingrix销售7.80亿英镑（-5%），美国销售增长14%，中国去库存及部分海外市场交付节奏拖累整体表现。美国累计接种率约46%（过去12个月+3pct），药房库存较上年同期增加，终端需求仍受成人疫苗市场疲软影响；中国月度接种量约30万剂、同比增长60%，渠道库存由2025年夏季约430万剂降至2026年8月约140万剂，管理层希望2027年恢复与实际需求匹配的补货。MACE独立研究计划26Q4启动，芬兰及丹麦约20万人随机研究将进一步探索心血管及痴呆风险，初步结果预计2029年获得。双靶点HA/NA mRNA季节性流感疫苗Ph3已于9月启动，计划纳入超过5万名65岁及以上成人，初步数据预计2027年获得。

- **非专科药**：26Q3销售24.27亿英镑（基本持平），其中呼吸产品17.08亿英镑（+1%）。Trelegy销售7.87亿英镑（+8%），美国市场恢复8%增长，反映患者达到Medicare免赔额；国际市场增长11%，SITT吸入三联仍是全球增速最快的吸入制剂类别，美国吸入制剂整体市场则继续承压。

- **肝病**：Hibsago（bepirovirsen，HBV ASO）分别于8月及10月在日本、美国获批，日本商业化已启动并纳入报销，美国即将开始供货，初期重点聚焦HBsAg<1000 IU/mL患者。美、日、中合计约占管理层估计潜在产品价值的80%；中国及欧盟审评仍在进行，监管决定预计27H1作出。Efimosfermin（FGF21类似物）用于MASH F2-F3的ZENITH-1/-2及F4代偿性肝硬化的NEBULA-1/-2 Ph3研究均在推进，酒精相关肝病Ph2 ALLSTAR已于8月启动。

AbbVie：上调全年收入指引，Skyrizi皮下诱导及血液瘤管线推进

- AbbVie 26Q3实现营收174.0亿美元（reported +10.3%，Operational +10.5%），调整后EPS为3.82美元，包含收购IPR&D费用0.11美元/股负面影响，较原指引中值高0.07美元。分业务，自免91.7亿美元（Operational +16.6%下同）、神经33.9亿美元（+19.5%）、肿瘤17.0亿美元（+0.9%）、医美11.8亿美元（-1.8%）。公司将全年收入指引再上调2亿美元至约678亿美元，较年初累计上调8亿美元；调整后EPS正式指引由13.76~13.96美元上调至13.95~13.99美元，包含前三季度收购IPR&D及里程碑费用0.69美元/股，不包含Q4可能新增的同类费用。分业务指引，自免349亿美元，其中Skyrizi 218亿美元、Rinvoq 103亿美元；神经130亿美元，其中Vraylar与Botox Therapeutic各42亿美元、口服CGRP组合31亿美元；肿瘤66亿美元，其中Venclexta 31亿美元、Imbruvica 21亿美元；医美维持50亿美元。Q4预计收入~184亿美元、调整后EPS 3.83~3.87美元。

- **自免**：Skyrizi销售57.8亿美元（+22.9%），其中美国50.2亿美元、海外7.6亿美元；美国银屑病新患者及换药患者份额维持约50%，近期口服竞品尚未实质影响其份额；IBD继续快速增长，CD皮下诱导方案已获FDA批准，采用与维持期相同的body-injector，可减少诱导及维持期支付渠道切换，管理层预计准入需数月逐步建立。Ph3 AFFIRM研究中，未接受过advanced therapy的CD患者16周内镜应答、内镜缓解及临床缓解率分别为60%、43%及74%。Rinvoq销售27.1亿美元（+24.3%），其中美国19.2亿美元、海外7.8亿美元，RA及IBD份额提升驱动增长；白癜风及斑秃已在欧洲推进商业化，美国监管决定预计于未来数月作出，两项适应症合计峰值销售预期接近20亿美元。Humira销售6.8亿美元（-30.6%），生物类似药侵蚀延续。在研管线方面，Skyrizi联用α4β7抗体ABBV-382的TARGET-CD Ph2研究中，24周内镜缓解率接近两种单药的两倍；公司已启动大型Ph2b研究，同时评估Skyrizi+ABBV-382及Skyrizi+长效TL1A抗体ABBV-701在CD/UC中的作用，并推进复方制剂。Lutikizumab（IL-1α/IL-1β双重拮抗剂）HS Ph3达到主要终点，16周HiSCR75应答率31%，并改善疼痛、疾病发作及生活质量；36周延长期结果预计2027年获得，计划27H2申报。Rinvoq HS Ph3的16周结果仍预计2026年底公布。Apogee收购已完成，长效IL-13抗体zumilokibart计划2026年内启动AtD Ph3。

- **神经**：Vraylar销售10.7亿美元（+14.3%），Botox Therapeutic 10.8亿美元（+9.8%），Ubrelvy与Qulipta分别4.49/3.98亿美元（+26.9%/+38.5%）。Qulipta用于经期偏头痛预防的LUNA Ph3达到主要及全部8项排序次要终点，欧洲申报将推进；Ubrelvy同适应症Ph3预计年末读出，拟于27年初美国申报。Vyalev销售2.86亿美元，全年仍预计超过10亿美元。Juvmo（tavapadon，选择性D1/D5受体激动剂）已获FDA批准并启动上市，可用于PD单药及左旋多巴附加治疗，管理层对PD组合峰值销售预期超过50亿美元。Emraclidine已完成剂量探索，拟以150mg开展精神分裂症单药及辅助治疗Ph2，预计年底开始入组；AD/PD精神病Ph2预计27年初启动。

- **肿瘤**：Venclexta销售8.03亿美元（+10.7%），固定疗程BTKi联用方案支持增长；Imbruvica 5.22亿美元（-26.1%），受IRA降价及竞争拖累；Elahere与Epkinly分别2.24/1.08亿美元（+31.2%/+60.8%）。Etentamig（BCMAxCD3双抗）CERVINO Ph3显示PFS及ORR显著改善，已提交美国BLA，预计2027年监管决定；2L+联用pomalidomide及初治AL淀粉样变性Ph3均已启动。Epkinly+R-CHOP用于一线DLBCL的EPCORE DLBCL-2 Ph3期中分析显示进展或死亡风险降低51%，计划27年初申报。ABBV-1480（PD-1xVEGF双抗）联用化疗的一线NSCLC Ph3已启动，同时推进与Temab-A等ADC组合。

- **代谢**：ABBV-295长效amylin类似物已启动肥胖Ph2，PK支持每两周或每月给药的潜力，肥胖患者Ph1b期中数据预计年末更新。

- **医美**：Botox Cosmetic销售6.69亿美元（+4.1%），Juvederm 2.22亿美元（-11.8%），毒素市场有所改善，填充剂需求仍承压。Boey在欧洲及加拿大上市推进，美国CRL相关问题仍在解决，计划2026年底前重新提交、2027年中监管决定；Botox与Boey联用的眉间纹Ph2已启动。

JNJ：TREMFYA及新产品持续放量，并购及对外合作费用拖累EPS

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- 26Q3 JNJ药品板块实现营收167.6亿美元（reported +7.7%，operational +7.9%）；分治疗领域，肿瘤76.0亿美元（operational +16.7%，下同）、自免42.2亿美元（+1.4%）、神经23.7亿美元（+17.6%）、肺高压9.0亿美元（-19.2%）、心血管及代谢8.5亿美元（-5.5%）、传染8.1亿美元（-1.1%）。上调并收窄2026年全年业绩指引，相较7月29日更新，Operational sales由1003~1009亿美元上调至1005~1009亿美元（中值上调1亿美元，对应增速+6.7%~+7.1%）；Adjusted Operational EPS由每股10.86~11.01美元上调至10.95~11.05美元（中值上调0.06美元，对应增速约+2.0%）。

- **肿瘤**：多发性骨髓瘤产品组合合计实现销售54.3亿美元。DARZALEX实现销售42.4亿美元（+15.6%），主要受益于全治疗线份额提升约5pp、前线份额提升约10pp及市场扩容，部分被海外价格压力抵消；CARVYKTI实现销售7.1亿美元（+35.2%），增长来自更早治疗线份额提升及治疗中心持续扩张；TECVAYLI实现销售3.1亿美元（+77.3%），受益于TECVAYLI+DARZALEX FASPRO在美国获批后向更早治疗线渗透，美国销售同比翻倍以上；TALVEY实现销售1.7亿美元（+42.1%），主要由community setting处方深度提升驱动。26Q3披露的TECVAYLI+TALVEY Ph3结果显示，在早至2L的RRMM患者中，疾病进展或死亡风险降低89%、死亡风险降低62%。实体瘤方面，RYBREVANT/LAZCLUZE实现销售3.2亿美元（+63.5%），持续受益于全球上市放量、1~2L份额提升及皮下制剂快速渗透；RYBREVANT FASPRO用于晚期头颈癌已获FDA优先审评，预计年内获批。ERLEADA实现销售10.2亿美元（+9.4%），mCSPC份额提升及市场增长部分被不利患者结构抵消。INLEXZO季度销售超过0.9亿美元、年初至今约2亿美元，新患者植入量环比增长45%，符合条件患者中新患者份额约三分之一；目前CIS相关适应症对应患者约4000人，SunRISe-5及SunRISe-3所对应潜在人群分别约1.5万及5万人，SunRISe-5数据预计年内读出。

- **自免**：TREMFYA实现销售24.0亿美元（+68.2%），增长来自各适应症份额提升及IBD上市放量，UC及CD份额均提升约4pp，目前已成为美国UC、CD及PsA新患者份额第一的IL-23抑制剂；STAR研究显示其可改善轴性PsA患者的脊柱疼痛、僵硬及炎症。STELARA实现销售7.2亿美元（-54.0%），继续受到生物类似药竞争及新机制药物渗透影响。ICOTYDE自上市以来已有超过2万名患者启动治疗、近9000名医生开具处方，其中约60%患者此前未接受系统治疗，约20%来自其他口服药、约20%来自其他治疗；已在美国所有全国性商业保险计划获得广泛及优先准入，Medicare覆盖仍在推进。PsA Ph3及头对头STELARA的ICONIC-ASCEND数据预计未来数月公布，UC/CD Ph3研究入组进展较快。IMAAVY于26Q3获FDA批准用于温抗体型自身免疫性溶血性贫血，在gMG之外进一步拓展适应症；IL-23+TNF组合JNJ-4804已进入Ph3开发，面向单药治疗不足的患者。

- **神经**：SPRAVATO实现销售6.2亿美元（+36.0%），持续受益于医生采用及患者需求增长；CAPLYTA实现销售4.0亿美元（+66.1%），年初至今销售突破10亿美元，主要由重度抑郁障碍辅助治疗适应症放量及双相障碍、精神分裂症需求增长驱动，9月披露的关键Ph3数据显示其可快速、显著改善双相躁狂症状。INVEGA系列长效制剂合计实现销售10.0亿美元（+7.5%），有利患者结构及库存变化部分被市场份额下降抵消。

- **肺高压及心血管**：UPTRAVI实现销售4.8亿美元（-0.2%），不利患者结构基本抵消市场增长；OPSUMIT/OPSYNVI实现销售3.7亿美元（-35.2%），其中美国销售1.9亿美元（-52.8%），主要受美国仿制药上市后需求下降影响；XARELTO实现销售6.5亿美元（+2.7%），有利患者结构部分抵消份额下滑。Milvexian卒中二级预防研究为事件驱动，管理层预计最早可能于2026年内读出，房颤Ph3数据预计2027年读出。

Sanofi：扩大与Regeneron合作框架，重塑后Dupixent时代布局

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- Sanofi 26Q3实现营收144.44亿欧元（reported +16.2%，CER +14.3%），business EPS为3.55欧元（CER +19.6%，下同），IFRS EPS为2.52欧元。Pharma launches销售13.90亿欧元（+31.4%），连同新疫苗的launches合计21.76亿欧元（+19.2%），约占总销售15%。Business经营利润54.30亿欧元（CER +19.7%），按实际汇率计算经营利润率37.6%、同比+1.9pct；剔除偏一次性因素后，管理层估计Q3基础销售增速约12%。公司将全年收入指引由约+10%上调至low-teens增长、business EPS由略快于收入上调至mid-teens增长。公司将战略重点明确为自免、罕见病及疫苗，拟通过后期或已商业化资产BD/M&A填补增长缺口。

- **自免**：Dupixent销售56.87亿欧元（+34.8%），其中美国43.76亿欧元（+40.2%）、欧洲5.88亿欧元（+16.1%）、其他地区7.23亿欧元（+22.6%），全球在治患者超过150万。增长以需求为主，美国同时受GtN计提管理、控制不当340B返利等运营改善支持。Kevzara销售2.22亿欧元（+67.9%）。与Regeneron扩大合作，新增长效IL-13、IL-4Rα、IL-4抗体及IL-4×IL-13双抗。Sanofi支付10亿美元首付款，另有至多70亿美元里程碑，新增项目成本及全球利润50:50分担，由Regeneron主导研发、Sanofi主导全球商业化，Dupixent/Kevzara原条款保持不变。REGN20423长效IL-13抗体已在AD Ph1，目标每3~6个月给药，注册研究预计27年底至28年初启动；另外3个项目预计2027年进入临床。公司目标是在Dupixent生物类似药进入前推出后续产品，仍取决于临床及监管进展。研发管线方面，公司已决定不再推进amlitelimab在AD的全球监管申报，并终止itepekimab在COPD及慢性鼻窦炎的开发。Lunsekimig继续开展COPD Ph3及高风险哮喘Ph2，COPD两项Ph3预计2029年读出，完成后Regeneron可选择纳入联盟。Duvakitug（TL1A抗体）继续推进IBD，UC Ph3预计2028年读出，并探索新增适应症。Frexalimab在MS的Ph3已完成入组，公司延长观察期以积累足够事件、提高统计把握度，预计2028年读出。Cenrifki已在德国严格风险管理计划下有限上市，公司不计划扩展其开发项目。

- **罕见病**：组合销售约19亿欧元（+12.6%），主要由ALTUVIIIO、Ayvakit及新上市产品驱动。ALTUVIIIO销售4.08亿欧元（+37.8%），其中美国3.45亿欧元；Ayvakit 2.03亿欧元（+46.0%），美国已批准50mg剂量用于惰性系统性肥大细胞增多症。Fabrazyme 2.60亿欧元（+6.2%）、Nexviazyme/Nexviadyme 2.11亿欧元（+4.0%），部分Pompe产品受短期供货约束；Wayrilz 1900万欧元、Qfitlia 800万欧元。中国新产品包括Myqorzo、Anxu（rovadicitinib，ROCK/JAK双作用抑制剂）及Redemplo。

- **疫苗**：板块销售31.85亿欧元（-6.6%），好于此前预计Q3下降low-to-mid teens，主要由于Beyfortus季末采购优于原预期。Beyfortus销售6.31亿欧元（-15.4%），其中美国2.40亿欧元（-39.3%），包括CDC集中采购减少的影响；欧洲2.66亿欧元（+1.9%）、其他地区1.25亿欧元（+38.2%），可及性扩展至超过50个国家。流感/COVID-19疫苗12.56亿欧元（-18.8%），PPH及Heplisav-B组合8.23亿欧元（+24.9%），脑膜炎、旅行及地方病疫苗4.76亿欧元（+4.2%）。Heplisav-B本季销售约1.25亿欧元，备考同比约+60%。全年疫苗收入预计下降low single-digit。

Regeneron：扩大与Sanofi合作利框架，CIDEB及多项新机制推进

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- Regeneron 26Q3实现营收51.16亿美元（同比+36%），Non-GAAP净利润21.50亿美元，摊薄EPS为20.07美元（+70%），GAAP EPS为18.45美元（+35%）。增长主要来自Sanofi合作收入、EYLEA HD及Libtayo增长。

- **自免**：Dupixent全球销售65.41亿美元（CER+35%），其中美国50.64亿美元、海外14.76亿美元。Sanofi合作收入27.24亿美元，其中利润分成25.75亿美元（同比约+77%），主要由Dupixent销售增长及Q2末研发费用余额偿还完毕驱动。扩大与Sanofi合作框架，Regeneron获得10亿美元首付款，另有至多70亿美元开发、监管及商业里程碑；新增4个长效项目包括IL-13、IL-4Rα、IL-4抗体及IL-4xIL-13双抗。新增项目研发及商业成本、全球利润均50:50分担，研发费用随发生共同承担，不再形成研发欠款余额；Dupixent及Kevzara现有条款不变。IL-13抗体REGN20423正在AtD患者Ph1，目标给药间隔Q3M~Q6M，注册研究预计27年底至28年初启动；其余3个项目预计2027年进入临床。Lunsekimig在COPD两项Ph3完成后，Regeneron可选择将其纳入合作。

- **眼科**：EYLEA franchise美国合计销售10.99亿美元（同比约-1%），其中EYLEA HD 6.99亿美元（+62%）、占franchise约64%，医生单位采购需求环比+20%；EYLEA 2mg销售4.00亿美元（-41%），单位需求环比下降high single-digit，收入受有利GtN调整部分缓冲，两产品均有少量季末发货时点贡献。Q4预计EYLEA HD单位需求环比约+10%，价格压力将部分抵消，全年HD销售增长预计超过50%；2mg单位需求环比预计下降low-to-mid teens。HD预填充注射器仍以2026年底前获批为目标。海外由Bayer确认的EYLEA 8mg及2mg合计销售6.43亿美元，其中8mg 3.84亿美元；Regeneron确认Bayer合作收入2.67亿美元，其中利润分成2.12亿美元。

- **肿瘤**：Libtayo全球销售5.50亿美元（CER +51%），其中美国3.96亿美元（+81%），CSCC辅助治疗新适应症及一线NSCLC份额提升推动增长。Lynozyfic（linvoseltamab，BCMAxCD3双抗）销售约1900万美元，公司预计在进入更早治疗线前，后线适应症收入增长仍较温和；确证性研究预计2027年读出，一线不适合移植及与carfilzomib联用研究预计2028年更新，初治AL淀粉样变性Ph3拟于27年初启动，高危SMM Ph3正在入组。Ordspono（odronextamab，CD20xCD3双抗）r/r DLBCL重新提交的BLA已获受理，PDUFA为2027年2月；一线滤泡淋巴瘤Ph3预计2028年读出。Ubamatamab（MUC16xCD3双抗）在晚期低级别浆液性卵巢癌早期研究中ORR约70%，无需生物标志物筛选；正在入组潜在注册队列，确证性Ph3计划2027年中启动。

- **补体及罕见病**：Cemdisiran（C5 siRNA）gMG美国PDUFA仍为2026年11月，欧洲决定预计27H2，定位为每季度一次皮下注射。Cemdisiran+pozelimab用于PNH的关键研究预计2026年底读出；GA系统给药探索队列的26周数据读出节点由此前的26Q4延期至27年初，眼内pozelimab开发亦在推进。Pasatru（garetosmab，Activin A抗体）已于8月获FDA批准用于成人FOP，84周数据显示持续抑制新异位骨形成及发作；Evkeeza美国销售5500万美元（+28%）。

- **代谢**：CIDEB siRNA的Ph1/2期中数据显示，单次给药后12周肝脂较基线平均下降约70%，效应维持至24周，完整数据将于11月AASLD披露，计划26Q4启动MASH/MASLD Ph3。Baloncibart（NPR1拮抗抗体）POTS Ph2中，单次给药后心动过速及体位症状改善维持4周，待监管沟通后拟于27H1启动潜在注册研究。Olatorepatide（GLP-1/GIP双激动剂）的中国Ph3已在EASD披露，公司推进全球Ph3，并计划2027年启动与Praluent co-formulate的注册研究。Cenvacibart及amrecibart两款FXI抗体已启动多个Ph3临床研究，膝关节置换后VTE研究预计2027年开始读出，其他关键研究预计2028年及以后更新。

AstraZeneca：肿瘤及呼吸业务延续增长，多项Ph3数据支持后续上市

- AstraZeneca 26Q3实现营收162.1亿美元（CER +7%，下同），其中产品销售150.7亿美元（+5%）、联盟收入11.1亿美元（+36%）、合作收入0.36亿美元；核心EPS为2.79美元（+19%）。按治疗领域，肿瘤77.7亿美元（+17%）、CVRM 26.4亿美元（-18%）、呼吸及免疫25.2亿美元（+11%）、感染性疾病4.2亿美元（+1%）、罕见病26.3亿美元（+10%）。维持2026全年收入mid-to-high single-digit增长、核心EPS low double-digit增长指引。

- **肿瘤**：Tagrisso销售20.9亿美元（+12%），季度首次突破20亿美元，FLAURA2联合方案持续渗透。SAFFRON在奥希替尼治疗后MET扩增/高表达NSCLC中，Orpathys+Tagrisso较含铂化疗降低死亡风险32%，中位OS延长近5个月；SANOVO在初治MET高表达EGFRm NSCLC中，中位PFS超过两年，对照Tagrisso单药约一年，中位OS改善9.6个月。Imfinzi与Imjudo分别销售19.9/1.03亿美元（+26%/+25%），Calquence 10.7亿美元（+16%），固定疗程AMPLIFY方案支持一线CLL增长。Truqap销售2.10亿美元（+9%），美国包装切换带来去库存影响。Enhertu Q3全球销售约17.14亿美元，其中AZ确认收入9.69亿美元（+35%），美国增长受既有HER2适应症及DESTINY-Breast09一线HER2+乳腺癌、DESTINY-Breast05/11早期乳腺癌上市共同驱动。DESTINY-Lung04一线HER2突变NSCLC研究中，Enhertu较pembrolizumab+化疗改善PFS，中位PFS 14.3个月、ORR 70%。Datroway收入7800万美元，后线EGFRm NSCLC及一线TNBC贡献增长；口服SERD Etcamah（camizestrant）已于9月在美国按SERENA-6方案上市，但其联用palbociclib的一线SERENA-4 Ph3未达到PFS主要终点。Sonesitatug vedotin（CLDN18.2 ADC）CLARITY-Gastric01研究中，3L+胃癌死亡风险降低53%，中位OS由5个月延长至10个月；2L+总体人群死亡风险降低42%，获益覆盖CLDN18.2表达≥25%的患者；公司已启动一线CLARITY-Gastric02，并探索胆道及胰腺癌。AZ向Summit投资20亿美元，并开展ivonescimab与sone-ve/Datroway的临床组合合作。

- **CVRM**：Farxiga产品收入16.1亿美元（-25%），美国仿制药、中国VBP及部分市场专利到期继续拖累。Wainua销售6800万美元（+17%）。Baxfendy（baxdrostat）上市初期收入900万美元，预计未来数季以商业保险患者为主，Medicare Part D报销预计2028年逐步建立。Elecoglipron已启动10项Ph3研究，amylin受体激动剂lenbelintide（AZD6234）已启动3项Ph3研究，覆盖肥胖/超重伴或不伴T2D及既往接受incretin治疗人群；其与GLP-1/glucagon双激动剂AZD9550的Ph2单药及组合数据拟于后续会议公布。Laroprovstat单药首批Ph3数据预计27H1读出，固定复方亦预计2027年读出。

- **呼吸及免疫**：Fasenra销售6.02亿美元（+14%），中国医保及适应症扩张贡献增长；Breztri 3.74亿美元（+14%），中国份额提升及美国哮喘适应症上市支持增长；Tezspire的AZ确认收入4.29亿美元（+51%），Saphnelo 2.35亿美元（+32%）。Tezspire的EoE Ph3 CROSSING研究中，Q4W 210mg/420mg两剂量均改善24周组织学缓解及吞咽症状，最高69%患者达到组织学缓解，对照3.5%，效果持续至52周。Tozorakimab COPD的OBERON/TITANIA合并数据中，全人群中重度急性加重下降30%，BEC＜150、≥150及≥300 cells/μL亚组分别下降23%、34%、43%；公司维持非风险调整峰值销售超过50亿美元预期，若获批拟于27Q1美国上市，Part D覆盖预计2028年逐步建立。

- **罕见病**：Ultomiris销售14.32亿美元（+19%）、Soliris 2.98亿美元（-35%）、Strensiq 5.88亿美元（+34%）、Koselugo 2.38亿美元（+9%）。Ultomiris IgAN已获美国加速批准，预计优先聚焦进展风险较高、炎症活跃的患者，约占IgAN患者20%。

Novartis：核心利润增长并上调全年指引，DM1管线减值拖累报表EPS

- Novartis 26Q3实现营收145.2亿美元（固定汇率/cc +4%，下同），核心经营利润60.4亿美元（+10%），核心经营利润率41.6%（同比+200bps），核心EPS为2.46美元（+8%）。受del-desiran在研资产19亿美元部分减值及其他费用增加等影响，报表经营利润降至18.4亿美元（-61%），净利润12.0亿美元（-71%），EPS为0.63美元（-70%）。公司维持2026年全年营收low single-digit增长指引，将核心经营利润指引由low single-digit下滑上调至持平至low single-digit增长；预计26H2营收增长mid-to-high single-digit，核心经营利润增长high single-digit至low double-digit，26Q4营收增速进一步加快。

- **肿瘤**：Kisqali（瑞波西利，CDK4/6抑制剂）实现销售18.2亿美元（+37%），美国及海外市场分别+38%/+35%。美国eBC NBRx份额环比提升3pct，53%的eBC患者来自相对竞品具有差异化覆盖的人群；mBC一线NBRx份额达到55%。NATALEE六年随访显示OS HR为0.809，提示具有临床意义的生存获益，停药后获益持续加深。Pluvicto实现销售6.7亿美元（+20%），美国及海外市场分别+9%/+68%，主要由美国pre-taxane mCRPC需求及海外准入扩张驱动。mHSPC适应症已于26Q3在美国及中国获批，处于上市初期；美国约2/3的激素敏感性前列腺癌患者由已使用Pluvicto或具备转诊路径的医生管理，约90%患者距离治疗中心不超过30英里。新患者从检测、排程至治疗通常需要5~10周，管理层预计26Q4开始贡献增量、2027年进一步加速。Scemblix实现销售5.9亿美元（+67%），美国一线新患者份额达到33%，日本及德国一线NBRx份额分别达到56%及33%。Pelabresib用于骨髓纤维化的欧盟申报已完成，预计2027年获批；公司计划于年底前与FDA讨论基于MANIFEST-2数据的潜在加速批准路径，MANIFEST-3验证性研究正在推进。

- **CVRM**：Leqvio（inclisiran，PCSK9 siRNA）实现销售5.1亿美元（+63%），美国及海外市场分别+60%/+65%；美国Medicare渠道份额达到22%，中国进入医保后的放量及欧洲需求持续贡献增长。ORION-4心血管结局研究预计26Q4读出，VICTORION-2-PREVENT预计2027年读出。Entresto/诺欣妥实现销售11.7亿美元（-38%），美国仿制药竞争仍是主要拖累；管理层暂不预计欧洲仿制药在26Q4造成影响，后续时间取决于各国专利诉讼及禁令进展。Fabhalta（iptacopan，口服CFB抑制剂）实现销售2.4亿美元（+60%），PNH及肾脏适应症持续扩张，IgAN已获FDA传统批准及日本批准。Vanrafia（atrasentan，ETA选择性拮抗剂）实现销售3100万美元，IgAN已在日本及中国完成申报。基于anti-APRIL药物的积极数据，管理层正在重新评估Fabhalta及Vanrafia在IgAN中的定位，仍预计Fabhalta跨适应症峰值销售达到30亿美元、Vanrafia具备blockbuster潜力；zigakibart用于IgAN的数据预计2027年读出。Pelacarsen（Lp(a) ASO）Ph3 HORIZON虽降低Lp(a)，但未达到降低心血管事件风险的主要终点，完整数据将于11月AHA公布；公司仍在评估后续Lp(a) siRNA DII235的开发路径。

- **自免**：Cosentyx/可善挺实现销售18.6亿美元（+9%），增长主要由HS及SpA适应症驱动，剔除收入扣减调整等影响后增速约mid single-digit；美国HS新患者份额维持在高40%区间。PMR适应症已获欧盟批准，FDA决定预计26Q4作出；HS静脉制剂已于10月纳入标签。Rhapsido（remibrutinib，口服BTK抑制剂）实现销售1.01亿美元，美国CSU上市后累计覆盖超过6000名处方医生及1.5万名患者，NBRx份额约26%（环比+3pct），目前约50%患者可按标签范围获得准入，预计26Q4及2027年继续扩张。Rhapsido已获FDA批准用于症状性皮肤划痕症，该亚型约占CIndU患者的2/3；公司正推进三类CIndU亚型的全球申报，将CSU及CIndU合计峰值销售预期上调至超过40亿美元，HS Ph3数据仍预计2026年内读出。Ianalumab（BAFF-R单抗）用于干燥综合征的FDA审评仍在进行，原26Q3获批预期调整为2026年底前获得监管决定，公司正补充分析并讨论标签及获益人群表述；一线ITP Ph3数据预计2026年内读出，SLE、狼疮性肾炎及系统性硬化症研究预计2027年读出。Rapcabtagene autoleucel（rap-cel，CD19 CAR-T）自免研究仍因IEC-HS安全性问题暂停，公司正开展安全性评估及风险缓解方案讨论，管理层希望2027年重启。

- **神经**：Kesimpta（奥法妥木单抗，CD20）实现销售14.8亿美元（+22%），美国及海外市场分别+21%/+23%。美国整体MS市场TRx份额达到16%（同比+3pct）、B细胞治疗市场份额达到27%（同比+4.5pct），77%的NBRx来自一线或首次换药患者；每两个月给药方案的数据预计2027年读出。Remibrutinib用于RMS的Ph3 REMODEL-1及-2均达到主要终点，较teriflunomide显著降低年化复发率，并改善全部关键次要终点；6个月确认的复发无关残疾进展（PIRA）风险降低约30%，未见肝脏安全性信号或感染不平衡，AE导致停药较对照减少近50%。公司计划26Q4向FDA申报并使用优先审评券，预计2027年获批，管理层估计RMS单一适应症峰值销售潜力超过40亿美元，nrSPMS仍有额外上行空间。另一方面，remibrutinib用于gMG的Ph3研究因无效性分析终止，未发现安全性问题，其他适应症研究继续推进。

Merck：上调全年指引，2027年预计温和增长

- Merck 26Q3实现全球销售180.9亿美元（reported+5%，ex-FX +4%），其中制药业务162.7亿美元（ex-FX +4%，下同）、动保业务16.8亿美元（+3%）。公司将2026年全年销售指引由663～673亿美元收窄并上调中值至668～673亿美元，将Non-GAAP EPS由2.66～2.76美元上调至2.77～2.82美元。对2027年展望，初步预计营收温和增长，Bridion、Januvia等产品的仿制药及专利到期压力超过20亿美元，Keytruda部分适应症渗透接近高位、增长趋缓，特许权费用到期则有望支持毛利率。

- **肿瘤**：Keytruda及皮下剂型Keytruda Qlex合计销售86.01亿美元（+6%）；其中静脉剂型77.71亿美元（-5%）、Qlex 8.30亿美元，剂型转换持续推进。永久J-code于4月生效后美国采用率继续提升，公司维持2027年底美国转换率30%～40%的目标。Welireg销售3.07亿美元（+56%），FDA已基于LITESPARK-011批准其与Lenvima联用治疗部分既往经治透明细胞RCC患者；Lenvima及Lynparza合作收入分别2.87亿及3.52亿美元。在研管线方面，sac-TMT用于既往接受铂类化疗及PD-1/L1抑制剂的晚期/复发子宫内膜癌，Ph3 TroFuse-005显示死亡风险降低32%、进展或死亡风险降低41%；FDA已受理优先审评，PDUFA日期为2027年6月15日。公司计划27H1启动sac-TMT与PD-1/VEGF双抗MK-2010联用的一线NSCLC Ph3，当前全球TroFuse肺癌开发已有5项Ph3在开展。与Moderna合作的个体化肿瘤疫苗intismeran autogene（V940）联合Keytruda在术后IIB-IV期黑色素瘤Ph3 INTerpath-001中，较Keytruda单药降低复发或死亡风险42%（HR=0.58，p<0.001），公司正与FDA沟通申报，同时推进其他早期肿瘤适应症研究。KEYNOTE-C93一线dMMR子宫内膜癌研究显示Keytruda较化疗降低进展或死亡风险43%。I-DXd用于既往经治广泛期SCLC的加速批准BLA已主动撤回，其他SCLC、前列腺癌等研究仍在继续。

- **疫苗及传染**：Gardasil/Gardasil 9销售19.95亿美元（+14%），其中美国13.66亿美元、海外6.29亿美元，美国增长受CDC集中采购及价格共同推动。Capvaxive销售2.63亿美元（+8%），美国份额虽提升，但当地成人肺炎球菌接种率下降令美国销售同比下降约13%；Vaxneuvance 1.95亿美元（-14%），儿童联合疫苗ProQuad/M-M-RII/Varivax销售7.30亿美元（+7%）。Enflonsia销售1.87亿美元（+138%），用于第二个RSV季、两岁以下高风险儿童的标签拓展申请已获FDA受理，PDUFA日期为2027年3月22日。IDVYNSO用于既往未经治HIV患者及补充96周随访数据的sNDA已获FDA受理，PDUFA均为2027年4月22日。

- **心肺及代谢**：Winrevair销售6.94亿美元（+94%），其中美国6.10亿美元；FDA已批准标签纳入HYPERION研究中新诊断PAH患者的疗效与安全性数据。美国季度内约1600名新患者获得处方，其中约30%的背景治疗不含前列环素类药物，支持更早线使用；Ph3 CHORUS拟将activin信号抑制拓展至HFpEF相关CpcPH人群。Ohtuvayre销售1.84亿美元，美国需求继续贡献收入；Januvia及Janumet分别销售1.86亿及1.94亿美元，同比分别下降约51%及20%。Lipfendra（口服PCSK9环肽）Q3处方超过1.1万张、处方医生超过6500名，新增使用主要来自已接受其他降脂背景治疗的患者，短期收入受到赠药及优惠券影响，预计2027年完成商业医保准入，预计2028年扩展Medicare，商业化放量仍需时间。

- **自免及眼科**：Tulisokibart用于中重度HS的Ph2b达到主要及关键次要终点，公司计划推进HS Ph3；ATLAS-UC Ph3数据正在汇总，预计近期披露。Remigromig（四价、三特异性Wnt通路激动抗体）用于DME的Ph2b/3 BRUNELLO一年数据达到主要终点，两个按月给药剂量组的BCVA均不劣于每月0.5mg ranibizumab。

BMS：上调全年收入指引，授权交易费用拖累EPS

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- BMS 26Q3实现营收130.7亿美元（reported+7%，ex-FX +7%），其中成长产品组合销售76.6亿美元（ex-FX +12%，下同）、成熟产品组合销售54.2亿美元（+1%）。GAAP EPS为1.05美元（同比-3%），Non-GAAP EPS为1.35美元（同比-17%），均包含acquired IPR&D及授权收入合计每股0.58美元负面影响。公司将2026年全年收入指引由490～500亿美元上调至497.5~502.5亿美元，将Non-GAAP EPS由6.75~7.00美元调整至6.35~6.55美元，新指引包含acquired IPR&D及授权收入净额约0.60美元/股的负面影响。成熟产品组合全年销售预计下降3%~5%，Eliquis全年销售预计增长20%~25%。

- **肿瘤**：Opdivo销售23.74亿美元（-6%），皮下剂型Opdivo Qvantig销售3.34亿美元（同比超过200%），两剂型合计27.08亿美元、同比约+4%，Opdivo静脉剂型下滑主要反映向Qvantig转换，Qvantig环比增长28%，静脉向皮下转换比例~17%，预计最终达到30%～40%区间上沿，社区诊所效率及患者偏好支持推广。Yervoy销售7.93亿美元（+7%），Opdualag销售3.67亿美元（+23%）。Krazati销售5800万美元（同比+10%）。在研管线方面，iza-bren用于既往接受EGFR TKI的EGFR突变非鳞NSCLC的Ph3 PANKU-Lung01期中分析显示PFS较铂类化疗显著改善；PANKU-Breast01在既往经治HR+/HER2-乳腺癌中显示mPFS为8.2个月 vs 4.0个月、进展或死亡风险降低59%。Pumitamig与docetaxel联用的Ph2 ROSETTA Lung-107在一线免疫联合化疗后进展NSCLC中显示积极抗肿瘤活性。RYZ101用于既往接受Lu-177治疗后进展的SSTR阳性GEP-NET，Ph3 ACTION-1期中分析达到PFS主要终点。

- **血液学**：Reblozyl销售7.50亿美元（+22%），Breyanzi销售5.26亿美元（+46%）；Revlimid及Pomalyst/Imnovid分别销售3.03亿及1.30亿美元，同比下降47%及81%，仿制药竞争继续影响成熟产品。Zenbexus（iberdomide，CELMoD）已于8月获FDA加速批准，与daratumumab/hyaluronidase及dexamethasone联用治疗既往至少接受一线、包含PI及IMiD的多发性骨髓瘤患者；10月公布EXCALIBER-RRMM进一步阳性结果，PFS双主要终点之一达到统计学显著性，进展或死亡风险降低51%，完整PFS数据将于12月ASH公布。上市初期医院及社区均有使用，管理层预计后续主要机会来自社区市场，逐步替代Revlimid/Pomalyst类方案。第二款CELMoD mezigdomide的PDUFA日期为2027年5月13日，golcadomide一线滤泡淋巴瘤Ph2数据亦计划在ASH披露。GPRC5D CAR-T arlo-cel的注册性Ph2 QUINTESSENTIAL达到ORR主要终点及关键次要终点，Ph3 QUINTESSENTIAL-2继续入组。

- **心血管**：Eliquis销售46.90亿美元（+25%），其中美国36.53亿美元（+39%）、海外10.37亿美元（-7%），增长由净价格、需求及份额提升共同驱动；欧洲专利到期预计自26Q4起带来压力，管理层维持2027年Eliquis收入下降约15亿~20亿美元的预期。Camzyos销售4.20亿美元（+42%），9月FDA扩展其标签至体重至少30kg的成人及儿科症状性梗阻性肥厚型心肌病患者，MAVA-LTE长期数据支持持续治疗最长五年的疗效及安全性。Q3 Camzyos收入环比受通常的库存消化影响，管理层预计Q4恢复正常，患者启动及社区渗透仍在增长。Milvexian卒中二级预防Ph3预计2026年底前读出，房颤Ph3预计27Q1读出。

- **自免及纤维化**：Orencia销售9.83亿美元（+2%），Sotyktu销售1.00亿美元（+26%）；POETYK PsA-2及开放延长期显示PsA疗效持续、安全性与既有结果一致，公司正推进PsA适应症推广；SLE Ph3结果预计2026年底前公布。Admilparant用于IPF的Ph3 ALOFT-IPF达到60mg剂量组主要终点，第52周FVC较安慰剂显著改善；120mg剂量组虽减缓FVC下降，但未达到统计学显著性；PPF Ph3结果预计27Q1公布。

- **神经**：Cobenfy销售5700万美元（同比+33%，较Q2的6300万美元环比下降约10%），Zeposia销售1.68亿美元（同比+5%）。Cobenfy TRx环比增长约3%~4%，销售下降主要由Q2备货后的Q3去库存造成，预计Q4收入与处方趋势重新接近；处方医生数较上年翻倍，但新患者启动、重复处方、剂量递增及早期胃肠道耐受性仍是商业化需要改善的环节。Zola-cel在Ph1 Breakfree-2的高度活动性复发型及进展型MS队列中披露早期积极疗效与安全性数据，仍处于早期验证阶段；Cobenfy在阿尔茨海默病相关激越、认知及精神症状等方向的后期开发继续推进；11月CTAD将披露ADEPT-1及ADEPT-3开放标签数据，更广ADEPT项目及双相I型BALSAM数据预计2027年更新。

Pfizer：非新冠业务增长7%，上调全年指引，肿瘤及自免管线持续推进

国信证券 GUOSEN SECURITIES

- Pfizer 26Q3实现全球销售165.8亿美元（Operational同比基本持平，下同），剔除Comirnaty及Paxlovid后收入同比+7%；近期上市及并购产品合计收入约38亿美元（+32%）。Adjusted EPS为0.87美元，包含信达生物交易6.5亿美元IPR&D费用、约0.10美元/股影响。上调2026全年营收指引中值15亿美元，由605~625亿美元提高至620~640亿美元，其中Comirnaty+Paxlovid全年收入预期维持约40亿美元；Adjusted EPS由2.80~3.00美元上调并收窄至2.95~3.05美元，研发费用指引由105~115亿美元上调至108~118亿美元。

- **肿瘤**：26Q3板块销售43.3亿美元（+10%）。Ibrance销售10.8亿美元（+3%），Xtandi销售5.41亿美元（-6%）；Padcev（Nectin-4 ADC）销售7.20亿美元（+55%），主要由一线la/mUC份额提升及MIBC围手术期渗透带动。Lorbrena销售3.87亿美元（+43%），持续提高一线ALK+ NSCLC患者份额。10月FDA已批准Talzenna+Xtandi用于HRR突变的转移性雄激素通路调节初治/敏感性前列腺癌，将TALAPRO-3阳性数据转化为更前线适应症；Tukysa联合曲妥珠单抗及帕妥珠单抗亦获批用于HER2+晚期乳腺癌一线诱导治疗后的维持。Elrexfio（BCMAxCD3双抗）销售0.83亿美元（基本持平），Ph3 MagnetisMM-32在既往接受至少一线、含anti-CD38及来那度胺治疗的r/rMM患者中，单药较研究者选择EloPd、PVd或Kd显著改善PFS；预设中期分析时超过75%患者未发生进展或死亡，估计18个月PFS率约68%。Elrexfio及对照组≥3级感染分别为27.5%及18.1%。公司拟结合MM-32及MM-5支持向首次复发前移，MM-5完整数据预计年底前医学会议披露。选择性CDK4抑制剂atirmociclib联合氟维司群在二线HR+/HER2-晚期乳腺癌Ph2 FOURLIGHT-1中，使进展或死亡风险下降40%（HR=0.60），入组者均既往接受CDK4/6抑制剂；早期乳腺癌FOURLIGHT-2中，联合来曲唑第14天完全细胞周期停滞比例88%，来曲唑单药18%。一线晚期Ph3持续推进，计划未来数月启动联合Roche口服SERD giredestrant的早期乳腺癌Ph3。PD-1xVEGF双抗tivunatamig（PF-4404/SSGJ-707）已推进10项研究，全球超过1200名患者接受治疗，两项Ph3正在进行，另两项计划年内启动。ESMO披露中国Ph2选定剂量联合化疗的一线NSCLC数据，非鳞/鳞癌确认ORR分别77.5%/80.7%，替雷利珠单抗联合化疗对照44.7%/67.7%；mPFS分别13.8/13.6个月，对照9.7/8.3个月。与ivonescimab的比较仍为跨研究展示，尚无两药头对头数据。EZH2抑制剂mevrometostat的MEVPRO-1读出预期由此前26Q4调整至27Q1、目前约2月，MEVPRO-2预计27Q4，均为事件驱动研究。

- **代谢&罕见病**：Eliquis销售25.2亿美元（+25%），美国18.1亿美元（+40%），增长受净价格、返点及渠道结构改善和需求带动，国际市场受仿制药进入及价格压力抵消。Vyndaqel family销售17.7亿美元（+12%），US/OUS 10.86/6.87 亿美元 (+14%/+9%)，诊断率提升、市场扩容及准入改善继续推动增长。Nurtec ODT/Vydura销售5.47亿美元（+33%），美国4.85亿美元（+27%），国际上市及准入逐步贡献增量。肥胖方面，berobenatide（MET-097i，超长效GLP-1RA）2026年计划推进10项正在进行或拟启动的Ph3研究，月度体重管理VESPER-6已完成约50%入组，覆盖周制剂、月制剂及由已上市周GLP-1转换等场景，首次潜在获批目标仍为2028年。超长效amylin类似物PF-3945单药及与berobenatide联合的Ph2b SOLIS-1已完成入组，疗效数据预计27H2；Ph1/2a计划2026年底更新，主要评价安全性及PK。

- **自免**：IL-4/IL-13/TSLP三抗tilrekimig（PF-07275315）AtD Ph2第16周200mg及400mg Q4W安慰剂调整后EASI-75应答差分别为51.9及49.4个百分点。两项AD Ph3已启动，其中一项为与dupilumab头对头研究；严重哮喘Ph3及COPD Ph2b/3亦已启动，相关后期项目预计2028~2029年读出。Litfulo（ritlecitinib，TEC/JAK3）两项非节段型白癜风Ph3在第52周显著改善面部及全身复色，公司计划向全球监管机构提交申报。

- **疫苗**：Prevnar family销售15.6亿美元（-10%），美国10.3亿美元（-11%），成人及儿童接种率下降、成人市场份额流失构成拖累；Abrysvo销售3.03亿美元（+9%），美国1.41亿美元（-33%），国际1.62亿美元增长抵消美国疲弱。儿童PCV25 Ph2中，与PCV20共有的20个血清型均达到第四针后IgG GMR两倍非劣标准；Ph3采用更严格的1.5倍非劣标准，公司模型预测至少22/25血清型有望达标，尚待Ph3验证，批间一致性Ph3已完成入组。成人PCV35预计2026年底前启动Ph1。Lyme疫苗EMA已受理上市申请，CHMP意见预计2027年，加拿大亦已提交，美国FDA路径预计26Q4更新。Comirnaty及Paxlovid本季分别销售8.08及4.49亿美元，同比分别下降29%及63%，全年约40亿美元预期维持，多数Comirnaty收入预计于Q4确认。

Vertex：Pove进入上市准备阶段，完成Crinetics收购

- Vertex 26Q3实现营收34.41亿美元（同比+12%），其中美国约21.7亿美元（+10%）、海外约12.7亿美元（+16%）；CF组合32.73亿美元（+8%），CASGEVY/JOURNAVX分别销售9920/5830万美元，收购Crinetics后9月并表贡献PALSONIFY收入1010万美元。Non-GAAP净利润12.14亿美元，EPS为4.76美元；GAAP净利润6.54亿美元，受Crinetics相关薪酬及交易费用约5亿美元等影响。季度Non-GAAP毛利率85.6%，季末现金及投资98亿美元，收购融资包括45亿美元定期贷款。公司将全年收入指引由131亿～132亿美元上调至131.5亿～132.5亿美元，增量主要为PALSONIFY并表，全年预计贡献4000万～5000万美元；CASGEVY与JOURNAVX合计收入仍预计至少5亿美元，不含PALSONIFY。全年外汇净收益仍预计贡献约150bps收入增速；Non-GAAP研发、收购IPR&D及SG&A合计费用指引调整至约60亿美元，主要加入Crinetics全年并表期经营及整合费用约2.5亿美元，Non-GAAP税率维持19.5%～20.5%。
- **CF**：TRIKAFTA/KAFTRIO销售24.37亿美元（同比约-8%），ALYFTREK销售7.06亿美元，环比约+23%，全球超过1.8万名患者使用ALYFTREK，主要来自TRIKAFTA转换及罕见突变新增患者。下一代3.0 CFTR corrector VX-828在F/MF患者小样本研究中，三联方案相对TRIKAFTA基线在第28天汗氯下降6.6mmol/L、截至第28天的分析下降9.4mmol/L，两联方案未改善汗氯。公司将等待VX-581、VX-272等完整3.0组合数据后决定后续注册临床路径，4.0分子仍在临床前阶段。
- **SCD/TDT**：CASGEVY销售9920万美元，环比+30%、同比接近6倍。上市以来已有超过750名患者启动治疗、约200人完成回输，连续4季各超过100名患者启动；2026年前三季度回输人数约为2025全年的两倍，由于收入在回输时确认，因此单季收入受患者选择与季节性影响。
- **疼痛**：JOURNAVX（suzetrigine，选择性NaV1.8抑制剂）销售5830万美元，环比+18%；季度处方量超过75万张、环比增长40%+，医院与零售渠道约各半，收入增长低于处方增长，主要原因是患者支持计划持续及7月新增Medicare Part D覆盖带来的既有处方净价格一次性调整，公司明确将支持计划延续至2027年、预计27年中逐步退出，届时GtN预计稳定在50%~60%，2026全年处方量仍预计超过2025年的3倍。Suzetrigine DPN两项Ph3及VX-993 DPN Ph2预计2026年底完成入组、2027年中公布数据。
- **罕见内分泌**：Crinetics收购于9月1日完成，PALSONIFY（paltusotine，口服每日一次SST2选择性激动剂）成为第四个商业化疾病支柱，治疗肢端肥大症，产品完整Q3销售约2400万美元，其中Vertex仅确认9月约1010万美元。Atumelnant（口服ACTH受体拮抗剂）成人CAH Ph3正在进行，预计27Q1完成入组，之后给药32周；终点同时要求雄激素正常化及糖皮质激素降至生理剂量。儿童CAH处于Ph2剂量探索，ACTH依赖性库欣综合征Ph2/3已在OUS国家启动，US方案仍需监管沟通。
- **T1D**：公司将优先加速VX-017，采用O型“通用供者”来源、异体、现成可用的葡萄糖反应性胰岛细胞，目标覆盖所有血型，初始可治疗人群由zimislecel约6万人扩大至约12万人。VX-017 Ph1/2已开始入组给药，计划2027年启动注册临床。
- **肾病及自免**：Povetacicept（BAFF/APRIL双重拮抗剂）IgAN美国PDUFA为2026年11月30日，公司已完成商业团队及患者支持体系准备。RAINIER Ph3的36周期中分析显示24h-UPCR较基线下降52.0%、安慰剂调整后下降49.8%，42.2%患者达到UPCR<0.5g/g，严重感染两组均为0.5%。拟采用每4周一次、0.46mL皮下自动注射器。pMN Ph2/3 OLYMPUS研究已启动80mg Q4W剂量Ph3阶段；gMG Ph2已完成入组，预计27H1公布PoC结果。Inaxaplin（APOL1抑制剂）AMPLIFIED Ph2b中，低度蛋白尿AMKD队列入组22人、合并T2D队列17人，13周有评估的治疗中患者分别18/14人；两队列UACR较基线分别下降42.7%/17.3%，UPCR分别下降44.7%/25.4%。AMPLITUDE关键研究已完成整体入组，48周期中分析预计27年初公布，若阳性将支持潜在美国加速批准。VX-407用于ADPKD的AGLOW Ph2已完成入组，预计2027年读出。VX-670用于DM1的GALILEO Ph1/2期中数据仍预计2026年底前更新。

风险提示

- 市场竞争加剧的风险；
- 产品临床失败或有效性低于预期的风险；
- 产品商业化不达预期的风险；
- 技术升级迭代风险。

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046　总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032