本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。 它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。

第一三共

本文内容由 Alex Wu (吴俊豪) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话：(852) 2237 9250 / 电邮：wminvestmentsolutions@citics.com.hk

4568 JP

日本医疗保健行业

需要耐心

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 11 月 16 日发布的题为《Patience needed》的报告，随着 Datroway 的 Avanzar 数据读出持续延迟，以及 I-DXd 在美国 BLA（生物制品许可申请）撤回后相对于 B7-H3 ADC 同类药物失去早期市场进入优势，分析认为第一三共的 DXd 组合面临日益加剧的竞争压力。

Avanzar 延迟

在 III 期 Avanzar 研究顶线数据读出第三次延迟后，中信里昂对第一三共的 Datroway 更加谨慎，该读出目前预计在 2027 年一季度。尽管管理层继续将延迟归因于事件累积慢于预期，而非任何疗效问题，但分析指出，时间线延长增加了 Datroway 联合 durvalumab 相对于日益持久的基于 pembrolizumab 的标准治疗产生有意义差异化的能力的不确定性。与此同时，竞争的 TROP2 ADC sac-TMT 已在 ASCO 2026 和 ESMO 2026 报告阳性一线 NSCLC III 期结果，进一步提高了 Avanzar 关键读出前的竞争门槛。

I-DXd 申报推迟

分析指出，在 2L ES-SCLC 加速批准申报撤回后，I-DXd 面临的压力加大，未来监管批准目前取决于 III 期 IDeate-Lung02 研究。与此同时，竞争对手 GSK/Hansoh 的 Ris-Rez 在 WCLC 2026 报告了令人鼓舞的 III 期数据，凸显出 B7-H3 ADC 格局正在迅速加剧。随着 IDeate-Lung02 预计在 2028 财年读出，且 Embold SCLC-301 在 2027 年 11 月达到主要完成，研究指出 I-DXd 已在很大程度上失去其潜在先发优势，目前在全球 2L ES-SCLC 市场面临日益加剧的竞争压力。分析指出，第一三共的 DXd 组合面临日益加剧的竞争压力。

催化因素

未来的关键催化因素包括 NSCLC 中的四项 III 期试验读出，尤其是针对 Datroway、在 2026 年和 2027 年的延迟 AVANZAR。

投资风险

虽然 Enhertu 等药物高度有效，但毒性并非微不足道。FDA 对 Enhertu 的黑框警告可能限制其在具有更多治疗选择的更早期治疗线患者中的使用，尤其是在转移性乳腺癌中。试验或真实世界临床环境中的任何患者死亡都可能损害这些药物的收入。随着时间的推移，第一三共可能严重依赖 Enhertu 等少数明星产品。市场基于对其药物成功的高预期，给予第一三共股价回报。如果临床、监管或商业结果未能达到预期，股价可能受损。 Covid-19 相关风险：在医疗机

构中配发的药物，如注射剂，会因患者避免前往医院和诊所并推迟就医而受到影响。在家居环境中给药的药物，如口服和自注射制剂，受益于备货；在受疫情影响地区，销售和营销活动受限，并损害新产品的使用；随着资源被用于抗击病毒，临床试验的进行可能延迟或完全停止。已经结束的临床试验不受影响。

公司概况

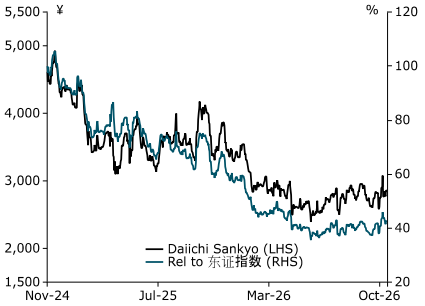
第一三共株式会社是一家通过三共与第一制药合并成立的控股公司。集团生产人用/兽用药品以及医疗器械和设备。它还通过世界各地的关联公司研究和推广产品。集团还生产食品、食品添加剂、牲畜饲料和农用化学品。

收入按产品分类	
处方药	95.3%
医疗保健	4.6%
其他	0.1%

收入按地区分类	
亚洲	43.1%
美洲	34.0%
欧洲	22.2%
中东和非洲	0.6%

资料来源: 中信里昂

股票信息



股价(@ 2026 年 11 月 13 日): 2852.5 日元

12 个月最高/最低价: 3864.0 日元/2392.0 日元

市值: 332.80 亿美元

3 个月日均成交额: 124.81 百万美元

市场共识目标价（路孚特）: 3955.60 日元

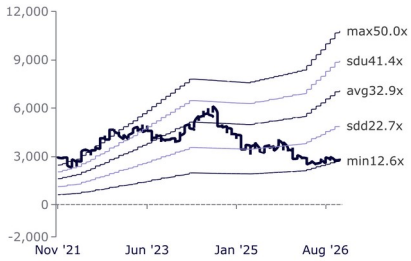
主要股东:

贝莱德 9.01%

摩根大通 5.54%

资料来源：彭博, 路孚特

市盈率区间



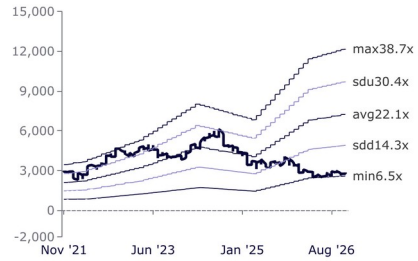
资料来源：彭博

市净率区间



资料来源：彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源：彭博

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (lcc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F
武田药品	4502 JP	695.0	6926.00	-71.6	44.7	32.1	1.4	1.4	1.4	2.9	2.9	2.9	-2.1	3.2	4.5

资料来源: 彭博、路孚特　注: 截至 2026 年 11 月 13 日的收盘价。lcc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资／产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资／产品专员个人观点，或投资／产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和／或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和／或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和／或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。