www.research.cicc.com

默克(MERCK)

制药行业标杆，创新管线或将不断兑现



高远 分析员
全球研究
SAC 执证编号：S0080523030004
SFC CE Ref：BXE841
yuan5.gao@cicc.com.cn



刘雅馨 分析员
医药
SAC 执证编号：S0080525030004
yaxin.liu@cicc.com.cn

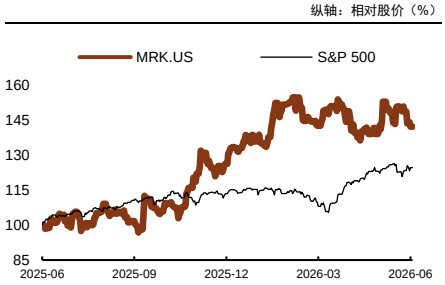


杨鑫，CFA 分析员
交运物流及出行
SAC 执证编号：S0080511080003
SFC CE Ref：APY553
xin.yang@cicc.com.cn

首次覆盖跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
MRK.US	* 跑赢行业	美元 138.00

股票代码	MRK.US
最新收盘价	美元 113.87
52 周最高价/最低价	美元 125.14~76.66
总市值(亿)	美元 2,812.4



(美元 百万)	2024A	2025A	2026E	2027E
营业收入	64,168	65,011	66,142	71,469
增速	6.7%	1.3%	1.7%	8.1%
归属母公司净利润	19,460	22,522	12,630	23,634
增速	N.M.	15.7%	-43.9%	87.1%
每股净利润	7.66	8.98	5.09	9.52
每股净资产	18.24	20.98	19.55	23.91
每股股利	3.12	3.29	3.42	3.49
每股经营现金流	8.45	6.57	5.37	9.97
市盈率	14.9	12.7	22.4	12.0
市净率	6.2	5.4	5.8	4.8
EV/EBITDA	12.5	11.7	20.3	10.7
股息收益率	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%
平均总资产收益率	33.2%	17.7%	9.4%	17.1%
平均净资产收益率	84.0%	45.5%	25.0%	43.8%

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

更多作者及其他信息请见文末披露页

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖默克（MERCK）（MRK）给予跑赢行业评级，目标价 138.00 美元，基于 P/E 估值法，对应 2027 年经调整 P/E 15x，公司是全球制药龙头之一。理由如下：

- **全球制药行业稳健增长，默沙东为行业标杆之一。根据 IQVIA，**2030 年全球医药市场规模达 2.6 万亿美元，CAGR 5%。默沙东 2025 年营收达 650 亿美元，为行业标杆之一。公司拥有全球销售额最高的抗肿瘤标杆产品帕博利珠单抗（Keytruda），2025 年单品销售额达 316 亿美元。此外，公司也在疫苗、心血管、动物保健等领域建立深厚护城河。
- **Sac-TMT 1H27E 获批，大癌种优势地位或可维持。**截至 2Q26，自科伦博泰引入的 TROP2 ADC Sac-TMT 已在全球开展 17 项关键 3 期临床，并获美国 FDA 局长优先审评券。我们预计该产品或将自 1H27 在美上市，有望在肺癌、乳腺癌、女性肿瘤等主要癌种上与 Keytruda 联用，改写标准疗法，并帮助公司跨越 Keytruda 专利受压期，维持行业领跑地位。
- **管线走向多元化，2030 年代中期商业机会达 700 亿美元。**公司已形成 Sac-TMT、Enlicitide、Winrevair 等 20 余个具有重磅单品潜力的管线矩阵。公司预计到 2030 年代中期，这些新增长引擎将贡献超过 700 亿美元的非风险调整收入。

我们与市场的最大不同？我们认为市场对 Sac-TMT、Enlicitide、Winrevair 等核心产品尚未充分定价。

潜在催化剂：Enlicitide 获批；Sac-TMT 等核心资产读数、获批。

盈利预测与估值

我们预计公司 2026-27 年 EPS 分别为 5.09/9.52 美元，2025-2027 年 CAGR 为 3%。考虑 2026 年 EPS 有一次性并购的干扰，我们以 2027 年经调整 EPS 进行估值，现价对应 2027 年经调整市盈率 12 倍。首次覆盖我们给予跑赢行业评级和目标价 138 美元，对应 2027 年经调整市盈率 15 倍，较现价有 21%上行空间。

风险

专利到期，竞争格局恶化，研发失败，降价超预期，商誉减值，监管处罚。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万美元)	2024A	2025A	2026E	2027E
利润表				
营业收入	64,168	65,011	66,142	71,469
营业成本	-15,193	-16,382	-16,680	-17,939
销售管理费用	-10,816	-10,733	-11,112	-11,792
研发费用	-17,938	-15,789	-27,780	-18,224
其他	-309	-889	-992	-1,072
营业利润	19,912	21,218	9,578	22,440
财务费用	-856	-1,014	-1,116	-1,039
其他利润	880	863	962	873
利润总额	19,936	21,067	9,425	22,274
所得税	-2,803	-2,804	-2,262	-3,007
净利润	17,117	18,254	7,154	19,258
少数股东损益	-16	-9	-9	-9
非通用准则净利润	19,460	22,522	12,630	23,634
EBITDA	24,435	26,905	15,850	29,150
资产负债表				
货币资金	13,242	14,565	8,183	18,001
应收账款及票据	10,278	11,775	11,980	12,945
存货	6,109	6,658	6,779	7,291
其他流动资产	9,153	10,518	10,518	10,518
流动资产合计	38,782	43,516	37,459	48,755
固定资产及在建工程	23,779	25,316	27,817	28,533
无形资产及其他长期资产	38,038	48,260	47,834	46,742
非流动资产合计	78,324	93,350	95,425	95,050
资产合计	117,106	136,866	132,885	143,805
短期借款	2,649	2,589	2,589	2,589
应付账款	4,079	4,404	4,484	4,577
其他流动负债	21,692	21,334	21,334	21,334
流动负债合计	28,420	28,327	28,407	28,500
长期借款	34,462	46,750	46,750	46,750
非流动负债合计	42,314	55,877	55,877	55,877
负债合计	70,734	84,204	84,284	84,377
少数股东权益	59	56	65	74
股东权益合计	46,313	52,606	48,536	59,354
负债及股东权益合计	117,106	136,866	132,885	143,805
现金流量表				
税前利润	19,936	21,067	9,425	22,274
折旧和摊销	4,499	5,838	6,425	6,875
营运资本变动	-3,667	-6,976	-246	-1,384
其他	700	-3,457	-2,262	-3,007
经营活动现金流	21,468	16,472	13,342	24,759
资本开支	-3,372	-4,112	-8,500	-6,500
其他	-4,362	-9,629	0	0
投资活动现金流	-7,734	-13,741	-8,500	-6,500
股权融资	-1,306	-5,084	-3,000	0
银行借款	2,309	11,377	0	0
其他	-8,035	-8,215	-8,224	-8,440
筹资活动现金流	-7,032	-1,922	-11,224	-8,440
汇率变动对现金的影响	-293	563	0	0
现金净增加额	6,409	1,372	-6,382	9,819

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	6.7%	1.3%	1.7%	8.1%
营业利润	745.5%	6.6%	-54.9%	134.3%
EBITDA	N.M.	10.1%	-41.1%	83.9%
净利润	N.M.	15.7%	-43.9%	87.1%
盈利能力				
毛利率	76.3%	74.8%	74.8%	74.9%
营业利润率	31.0%	32.6%	14.5%	31.4%
EBITDA 利润率	38.1%	41.4%	24.0%	40.8%
净利润率	30.3%	34.6%	19.1%	33.1%
偿债能力				
流动比率	1.36	1.54	1.32	1.71
速动比率	1.15	1.30	1.08	1.45
现金比率	0.47	0.51	0.29	0.63
资产负债率	60.4%	61.5%	63.4%	58.7%
净债务资本比率	51.5%	66.1%	84.8%	52.8%
回报率分析				
总资产收益率	33.2%	17.7%	9.4%	17.1%
净资产收益率	84.0%	45.5%	25.0%	43.8%
每股指标				
每股净利润(美元)	7.66	8.98	5.09	9.52
每股净资产(美元)	18.24	20.98	19.55	23.91
每股股利(美元)	3.12	3.29	3.42	3.49
每股经营现金流(美元)	8.45	6.57	5.37	9.97
估值分析				
市盈率	14.9	12.7	22.4	12.0
市净率	6.2	5.4	5.8	4.8
EV/EBITDA	12.5	11.7	20.3	10.7
股息收益率	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

默沙东（美国默克）是一家全球领先、研究密集型生物制药公司，总部位于新泽西州。公司覆盖肿瘤、疫苗、传染病、心血管与呼吸、炎症与免疫以及动物保健等多元化的治疗领域。其核心产品包括抗 PD-1 疗法帕博利珠单抗（Keytruda）、HPV 疫苗（Gardasil 家族）、肺炎球菌疫苗以及肺动脉高压创新药 Winrevair，并重点布局抗体偶联药物（ADC）、个体化肿瘤疫苗等前沿技术平台。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

目录

默沙东：百年科学之光，全球制药标杆 6
全球制药行业：刚需属性，稳健增长 6
默沙东：稳健运营的全球标杆药企 7
创新管线深厚，从 K 药大单品走向多元贡献 11
肿瘤：押注科伦博泰 ADC，巩固全球领导地位 14
PD-1+TROP2 ADC 构成核心策略，捍卫 SOC 16
血液瘤：雄心勃勃，5 款在研产品顺利推进 26
精准分子靶向：肿瘤三大支柱之一 28
多方向探索新的平台技术 31
心血管与呼吸：Winrevair 和 Enlicitide 或将相继放量 33
Winrevair：重塑肺动脉高压治疗金标准 33
Enlicitide：PCSK9 口服环肽，百亿美元潜力 35
Ohtuvayre：首创吸入机制，重塑 COPD 维持治疗范式 37
传染病与疫苗：存量承压，多亮点构筑 150 亿美元潜力 38
疫苗与预防性资产：重点关注 1406 和 Enflonsia 39
抗病毒：HIV 相关药物带来 50 亿美元潜力 41
眼科和自免：并购驱动的管线重塑 43
自免：存量出清，关注 TL1A 43
眼科：并购 Eyebio，2026E 数据有望读出 45
动物保健：贝卫多稳定放量，研发加速协同创新 46
盈利预测与估值 49
盈利预测：转向多元化增长驱动 49
估值：给予默沙东跑赢行业评级，目标价 138 美元，对应 2027 年经调整 P/E 15x 53
风险 54

图表

图表 1：2021-2027E 全球医药市场规模 6
图表 2：2021-2026 在研药物管线数量 6
图表 3：美国市场创新药专利到期情况 6
图表 4：默沙东发展历史 7
图表 5：全球药企收入排名（2025 年报） 8
图表 6：默沙东管理层梳理 8
图表 7：默沙东股权结构图（1Q26） 9
图表 8：药企销售费用率对比 10
图表 9：药企研发费用率对比 10
图表 10：药企毛利率对比 10
图表 11：药企资产负债率对比 10

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 12：默沙东近年来主要引入资产梳理 11
图表 13：默沙东核心在研管线梳理 12
图表 14：默沙东 2Q26-3Q26 主要催化剂梳理 13
图表 15：头部药企肿瘤业务收入对比 14
图表 16：2025 年全球前 10 肿瘤药物（销售额） 14
图表 17：默沙东核心肿瘤资产撞线规划（2026E-2029E） 15
图表 18：默沙东核心肿瘤资产梳理 15
图表 19：K 药核心获批/在研适应症梳理 16
图表 20：肿瘤免疫药物销售额梳理 17
图表 21：K 药 2028E 收入拆分 17
图表 22：K 药适应症数量变化（2021-2Q26） 17
图表 23：PD-1+ADC 联用示意 18
图表 24：默沙东 ADC 资产梳理 18
图表 25：默沙东与科伦博泰合作情况梳理 19
图表 26：默沙东与科伦博泰合作的具体资产梳理 19
图表 27：Sac-TMT 全球 Ph 3 梳理 20
图表 28：Sac-TMT 美国市场机会 20
图表 29：NSCLC 1L ADC 数据对比 21
图表 30：OptiTROP-Lung05 有效性数据（全患者） 22
图表 31：OptiTROP-Lung05 有效性数据（TPS ≥50%） 22
图表 32：1L TNBC 数据对比 22
图表 33：Sac-TMT 中国临床证据和全球开发进度梳理（部分） 23
图表 34：第一三共 ADC 资产的研发进展 24
图表 35：第一三共与两大药企的合作梳理 24
图表 36：B7-H3 ADC 在小细胞肺癌的对比 25
图表 37：PD-1/VEGF 双抗全球主要授权梳理 25
图表 38：默沙东血液瘤资产梳理 26
图表 39：血液瘤在研管线情况 26
图表 40：Zilovertamab Vedotin（ROR1 ADC）淋巴瘤 1L 竞争格局 27
图表 41：TERN-701（3 代 BCR-ABL 变构抑制剂）CML 2L+竞争格局 27
图表 42：默沙东精准分子靶向资产梳理 28
图表 43：Welireg 季度收入 29
图表 44：Lynparza 和 Lenvima 收入/增速 29
图表 45：Welireg 核心研究梳理 29
图表 46：默沙东精准分子靶向管线核心看点 30
图表 47：SCLC 2 线数据梳理 31
图表 48：V940（mRNA 个性化新抗原疗法）核心数据梳理 32
图表 49：个性化肿瘤疫苗（INT/PCV）全球竞争格局（2026.05） 32
图表 50：默沙东心血管与呼吸资产梳理 33
图表 51：Winrevair 核心临床研究梳理 34
图表 52：Winrevair 季度收入 34

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

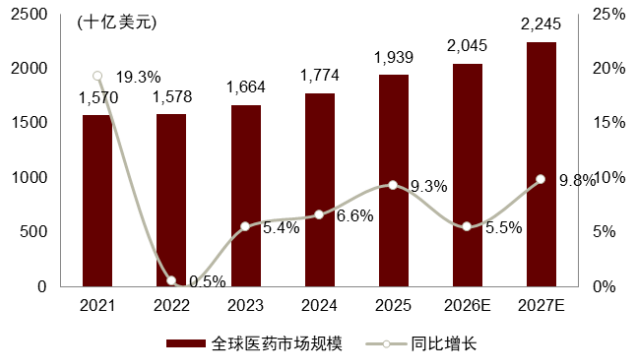
图表 53：STELLAR/ZENITH 等研究的汇总分析 34
图表 54：Enlicitide 核心临床研究梳理 35
图表 55：Enlicitide 销售峰值测算 35
图表 56：Enlicitide 竞争格局 36
图表 57：Ohtuvayre 核心临床研究梳理 37
图表 58：Ohtuvayre 竞争格局 37
图表 59：疫苗业务收入和增速 38
图表 60：抗病毒业务收入和增速 38
图表 61：默沙东疫苗与预防性药物资产梳理 39
图表 62：MK-1406 作用机制 40
图表 63：MK-1406 Ph 2 数据 40
图表 64：默沙东抗病毒药物资产梳理 41
图表 65：默沙东 HIV 药物矩阵及其对应阶段 42
图表 66：HIV 药物市场规模 42
图表 67：Protocol 052 研究数据（vs. 金标准） 42
图表 68：默沙东自免业务资产梳理 43
图表 69：UC+CD 药物市场规模 43
图表 70：UC 适应症 Ph 2 数据 43
图表 71：Tulisokibart（MK-7240）重要临床试验梳理 44
图表 72：默沙东眼科资产梳理 45
图表 73：公司主要动物保健产业梳理 46
图表 74：默沙东动物保健业务收并购梳理 47
图表 75：2025-2035 年全球动物保健市场规模 48
图表 76：2025 年动物保健市场分布 48
图表 77：全球主要动物保健公司梳理 48
图表 78：默沙东核心产品收入预测 49
图表 79：默沙东收入拆分预测 50
图表 80：损益表和增长/利润率预测 51
图表 81：资产负债表和现金流量表 52
图表 82：可比公司估值表 53
图表 83：历史 P/E 54
图表 84：历史 P/B 54

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

全球制药行业：刚需属性，稳健增长

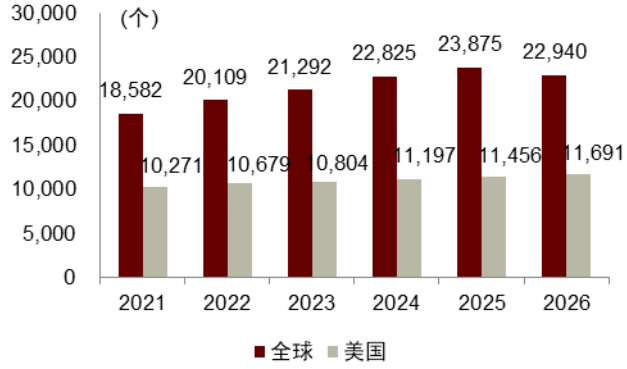
制药行业：刚需属性+稳健增长韧性。在全球人口老龄化加剧、慢性病负担上升以及前沿生物技术突破的共同驱动下，全球医药市场规模持续扩大。根据 IQVIA[1]预测，全球医药市场规模未来五年将以 CAGR 5%持续增长，2030 年将突破 2.6 万亿美元。与此同时，上游的药物研发活跃度持续提升。根据 Citeline[2]，截至 2026 年 1 月，全球研发管线在经历 30 年连续增长，2026 年 1 月研发管线数量达 22,940 个。我们认为当下全球制药行业面临的主要风险为各国政府控费降价，以及创新药专利到期。

图表 1：2021-2027E 全球医药市场规模



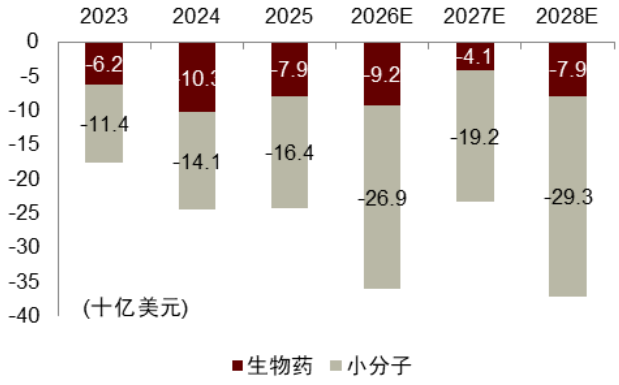
注：包括 COVID-19 疫苗和治疗支出估算
资料来源：IQVIA，中金公司研究部

图表 2：2021-2026 在研药物管线数量



注：截至 2026 年 1 月
资料来源：Cite Line，中金公司研究部

图表 3：美国市场创新药专利到期情况



资料来源：IQVIA，中金公司研究部

[1] https://www.iqvia.com/insights/the-iqvia-institute/reports-and-publications/reports/global-medicine-use-trends-2026
[2] https://www.citeline.com/en/rd26

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

默沙东：稳健运营的全球标杆药企

默沙东成立于 1891 年，最初是德国默克集团（Merck KGaA）在美国设立的分公司，但受一战影响，其股权于 1917 年被美国政府没收后转变为独立的美国公司，1953 年与 Sharp & Dohme 合并，成为 Merck Sharp & Dohme（MSD，默沙东），目前为一家在纽约证券交易所上市的公众公司，总部位于新泽西州。

图表 4：默沙东发展历史

时间	重大事项
1891	德国默克家族在纽约设立美国分公司（Merck & Co.），起家业务围绕药用植物生物碱、提取类原料药、精细化学品与实验室试剂供应。
1917	一战期间德方股权被没收；乔治·默克联合投行回购股份，美、德默克分家。
1933	建立系统性研发实验室（West Point），从贸易商正式转型为研发驱动型药企。
1943	资助发现链霉素（首个抗结核药），并放弃专利独占，践行“药物为人类而生产”。
1953	与 Sharp & Dohme 合并，成为全美最大制药商；国际业务统一更名为 MSD（默沙东）。完成从“化学品/原料药厂”到现代处方药研发制药公司的组织跃迁。
1958	Diuril（氯噻嗪）上市，掀起高血压治疗的利尿剂革命，确立心血管领域领先地位。
1960s-70s	莫里斯·希勒曼时代：主导研发 MMR（麻腮风三联疫苗）等40余种疫苗，重塑全球公卫版图。
1987	启动 Mectizan（伊维菌素）捐赠计划。
1989	向中国无偿转让重组乙肝疫苗生产技术，被誉为跨国药企对华最伟大技术转让之一。
1990s	Zocor（辛伐他汀）与 Crixivan（HIV蛋白酶抑制剂）上市，成为90年代重磅产品。
2006	Gardasil（HPV疫苗）获FDA批准，开创宫颈癌预防先河。
2009	以411亿美元收购先灵葆雅，收回Zetia/Vytorin控制权，并入Remicade及Intervet动保版图，扩充管线与全球渠道。
2014	Keytruda（帕博利珠单抗）获批，开启肿瘤免疫治疗（IO）全新时代，后成营收支柱。
2021-26	连续收购 Acceleron（肺高压）、EyeBio（眼科）等多个创新标的，持续加码前沿生物技术与新治疗领域。

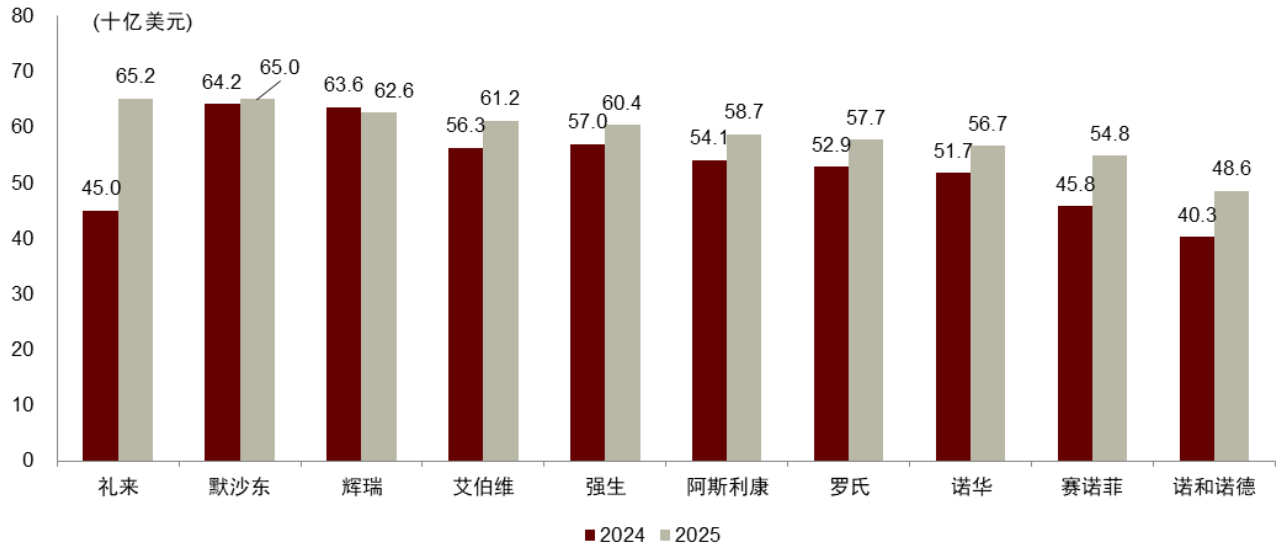
资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司起家于化学品和医药分销业务，从 20 世纪初期开始涉及创新药研发，涵盖了肿瘤、疫苗、心血管与呼吸、传染病、免疫学、眼科以及动物保健等多个关键领域。2025 年，公司全球总收入达到 650 亿美元，位居全球制药行业前列。

历史上，默沙东先后推出过多个重磅药物或疫苗：KEYTRUDA（帕博利珠单抗，K 药，我们预计峰值或达 350 亿美元）、Gardasil/Gardasil 9（佳达修/九价佳达修，HPV 疫苗，峰值销售额突破 85 亿美元）、Januvia/Janumet（捷诺维/捷诺达，DPP-4 抑制剂降糖药）、Singulair（顺尔宁，哮喘/过敏性鼻炎药，峰值突破 50 亿美元）、Zostavax（带状疱疹疫苗，峰值超 7 亿美元）、M-M-R II（麻腮风三联疫苗，长期稳健放量）、Winrevair（肺动脉高压创新药，2025 年销售额达 14.4 亿美元，快速跻身重磅炸弹级别）、BRAVECTO（贝卫多，动物保健领域的重磅驱虫药）等。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 5：全球药企收入排名（2025 年报）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

管理层底蕴深厚，股本结构稳定

管理层扎实可靠，组织架构迎来精细化调整。2026 年第一季度，公司推行以治疗领域为核心的事业部模式，Jannie Oosthuizen 执掌全球肿瘤及国际业务部；Brian Foard 领衔新成立的专科药、制药及传染病业务部；Chirfi Guindo 则全面负责战略准入、政策与沟通部。

图表 6：默沙东管理层梳理

姓名	职位	履历
Robert M. Davis	董事长兼首席执行官	2021年起全面领导公司。他主导了公司向“科学引领”的战略转型，并自2021年以来完成了总额超过600亿美元的一系列重大业务开发与收购（如Acceleron、Prometheus、Cidara等），旨在实现业务多元化。
Caroline Litchfield	执行副总裁兼首席财务官	在默沙东工作超过30年，拥有深厚的财务管理经验。自2021年担任CFO以来，负责执行纪律严明的“平衡资本配置策略”，确保公司在KEYTRUDA专利到期前维持稳健的增长和股东回报。
Dr. Dean Y. Li	执行副总裁兼默沙东研究实验室（MRL）总裁	2017年加入公司，2021年起执掌研发。他是获得委员会认证的心脏病专家，曾任犹他大学副院长，并共同创立了Recursion等多家生物技术公司。他负责公司全球人类疫苗和治疗药物的研发组织。
Jannie Oosthuizen	执行副总裁，全球肿瘤及国际业务部总裁	2026年初商业架构重组后担任现职。2014年加入默沙东，曾领导日本及美国人类健康业务。在加入默沙东之前，他在礼来（Eli Lilly）拥有20年的商业化领导经验。
Chirfi Guindo	战略准入、政策与沟通部负责人	2026年事业部重组后担任现职，此前为首席营销官。他曾在默沙东工作超过25年，期间曾离职担任Biogen执行副总裁，后回归默沙东负责全球产品战略、定价及可及性。
Brian Foard	执行副总裁，专科药、制药及传染病业务部总裁	2026年被任命为执行委员会成员，负责领导新成立的包含呼吸、自免、HIV及抗病毒药物在内的业务部门。他拥有深厚的商业化执行和市场开发背景。
Dr. Marjorie Green	高级副总裁，全球肿瘤临床开发负责人	负责默沙东最核心的肿瘤管线临床推进。她在肿瘤学领域拥有丰富的科研和临床经验，直接参与了KEYTRUDA及新一代ADC、TCE药物的全球开发决策。
Dr. Eliav Barr	高级副总裁，全球临床开发负责人兼首席医学官	1995年加入默沙东，心脏病专家背景。他领导公司人类健康投资组合及管线的所有后期临床开发，曾长期负责肿瘤和疫苗的医疗事务。

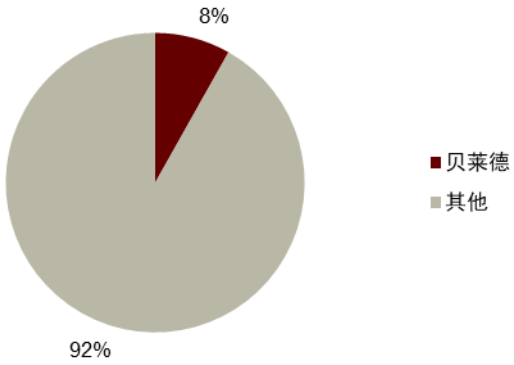
注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

股权结构分散。截至 2026 年 5 月，贝莱德集团为公司第一大股东，持股比例为 8.17%，较上年同期增加 0.17 ppt。

在资本运作与股东回报方面，公司在持续加大研发投入与资本支出的同时，兼顾股息的稳定增长；公司计划于 2026 年执行约 30 亿美元的股票回购计划，提升股东价值。

图表 7：默沙东股权结构图（1Q26）



注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

运营稳健的百年企业。与其他药企横向比较，默沙东：

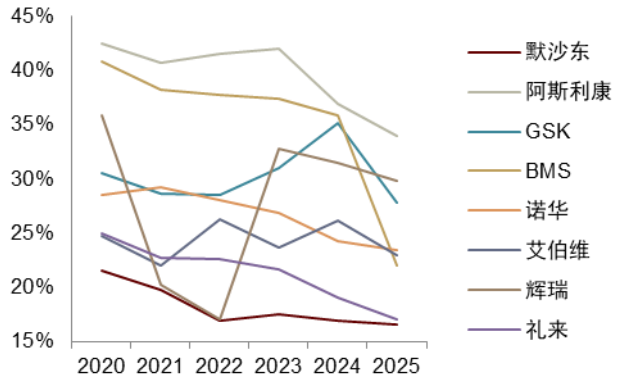
1）销售及管理费用：2020-2025 年，公司销售管理费用率（SG&A）介于 16.5%至 21.7%之间。对比同业大型药企，这一费率处于低位，反映出公司在成本控制方面的实际成效。

2）研发费用：2020-2025 年，研发费用率波动区间为 22.8%-50.7%，处于行业高位。波动主要来自公司的会计处理方式：将并购首付款及未获批里程碑直接计入当期费用。2023 年的激增即为例证，主要开支包括：收购 Prometheus（102 亿美元）以及与第一三共、Imago 的合作。

3）毛利率：2020-2025 年，默沙东毛利率从 67.2%稳步提升至 76.3%，位于行业中上水平。增长动力源于产品结构调整，特别是 Keytruda 等高毛利肿瘤药销售占比扩大，加上部分年份特许权使用费率下调，抵消了汇率和库存减值的压力。

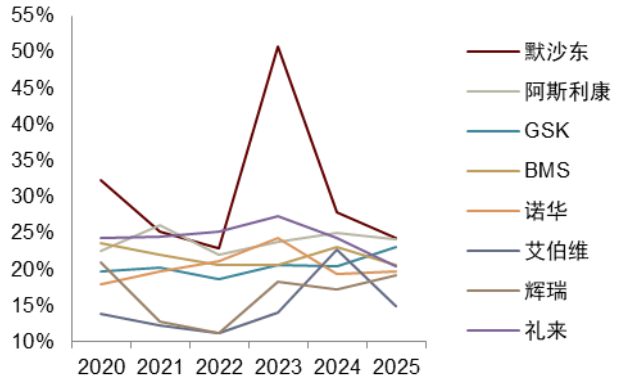
4）资产负债率：2024-2025 年，公司资产负债率处于行业正常偏稳健水平，财务结构总体健康。

图表 8：药企销售费用率对比



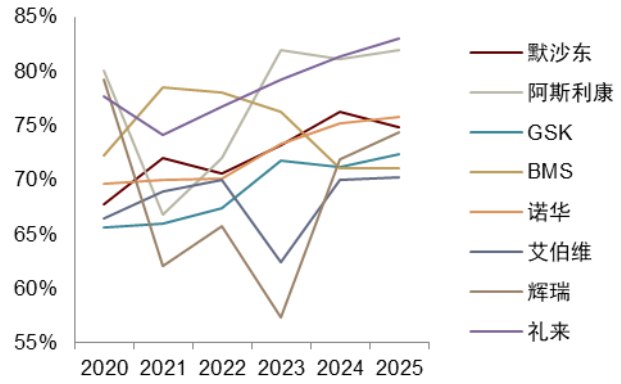
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 9：药企研发费用率对比



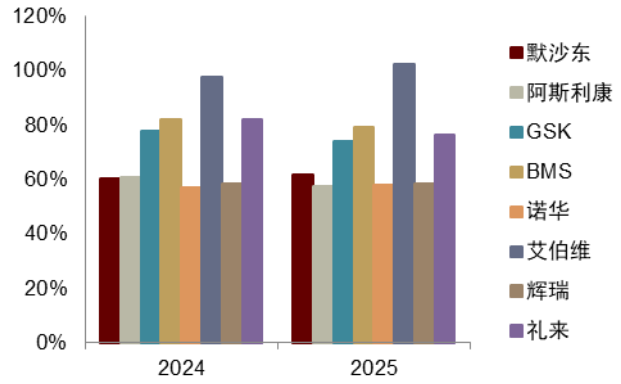
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 10：药企毛利率对比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 11：药企资产负债率对比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给自名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

创新管线深厚，从 K 药大单品走向多元贡献

公司正处于多元化转型中，由 Keytruda 单核驱动向多领域并行转变。研发管线覆盖肿瘤、心血管与呼吸、传染病、免疫学、眼科及动物保健六大板块。据公司测算，至 2030 年代中期，上述新增长点对应的商业化空间合计超过 700 亿美元（风险调整前）。

为完善管线，自 2021 年起，公司在外延并购与合作授权上的累计投入已超 600 亿美元。根据 4Q25 业绩会披露数据，近期并入的资产在 2025 年已实现约 100 亿美元收入，同比增速 14%；管理层预计 2026 年将延续两位数增长态势。

图表 12：默沙东近年来主要引入资产梳理

领域	时间	交易方	交易金额（亿美元）	核心资产	产品特点与优势	研发阶段
肿瘤	2023	第一三共	220	I-DXd (B7-H3 ADC) R-DXd (CDH6 ADC) P-DXd (HER3 ADC)	利用 DXd 平台技术构建 ADC 矩阵。I-DXd 已获美国 FDA 优先审评。	BLA / Phase 3
	2022-2024	科伦博泰	118	Sac-TMT (TROP2 ADC) MK-3120 (Nectin-4 ADC) SKB571 (EGFR/cMET ADC)	引入科伦博泰专有OptiDC平台，主力ADC Sac-TMT是TROP2 ADC领域的潜在Best-in-class，正开展17项全球3期研究。	Phase 3
	2026	Terns Pharma	67	TERN-701 (BCR-ABL)	早期数据在CML-CP领域具备Best-in-class潜力。	Phase 1/2
	2024	礼新医药	33	MK-2010 (PD-1/VEGF)	双特异性抗体，已公布积极的一线 NSCLC 临床数据。	Phase 1/2
	2024	Harpoon	6.8	MK-6070 (DLL3 TCE)	三特异性 T 细胞衔接器，精准引导杀伤小细胞肺癌细胞。	Phase 2
心血管与呼吸	2021	Acceleron	115	Winrevair (激活素抑制剂)	全球首个通过逆转血管重构重塑 PAH 治疗标准的药物。	已获批
	2025	Verona Pharma	104	OHTUVAYRE (PDE 3/4)	吸入式 COPD 维持治疗创新机制，兼具舒张支气管与抗炎作用。	已获批
	2025	恒瑞医药	19.7	MK-7262 (Lp(a) 抑制剂)	口服小分子降脂药，或可与 Enlicitide 形成联用方案。	Phase 2
免疫学	2023	Prometheus	108	Tulisokibart (TL1A)	免疫炎症“第三节点”，有望成为该领域的 First-in-class/Best-in-class 资产。	Phase 3
	2021	Pandion	19	MK-6194 (IL-2 突变体)	通过选择性扩增 Treg 细胞恢复免疫平衡。	Phase 2
	2024	同润生物	13	MK-1045 (CD19xCD3)	双抗 TCE，具备“免疫重置”潜力，覆盖血液瘤及 SLE。	Phase 1b/2
	2025	Falk	1.5 (首付)	MK-8690 (CD30L)	阻断致病性 Th17/Th1 通路，赛道竞争格局温和。	Phase 1
传染病	2025	Cidara Tx	92	MK-1406 (Fc 偶联药物)	潜在首创的长效流感预防抗体，每流行季仅需给药一次。	Phase 3
眼科	2024	EyeBio	30	MK-3000 (Wnt 激动剂) MK-8748	重返眼科赛道；视网膜疾病新机制。	Phase 3

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

截至 1Q26，公司正在进行的 3 期临床研究约 80 项，肿瘤业务占比较高，非肿瘤板块也有多个重要研究。公司目标是，在 2027 年底前，通过密集的 Phase 3 数据读出，推动核心潜力管线的临床去风险化。

1）肿瘤业务：约 60 项 3 期研究，包括肿瘤免疫、组织靶向（ADC 等）及精准分子靶向 3 个核心方向；其中 Sac-TMT（MK-2870）正开展 17 项全球 3 期研究。

2）非肿瘤领域，有约 20 项 3 期研究，心血管赛道：肺动脉高压 WINREVAIR；降脂药物口服 PCSK9 抑制剂 Enlicitide；免疫学：Tulisokibart（TL1A）；眼科

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

有 MK-3000 等新机制药物；传染病板块则聚焦于梯队 HIV 方案及创新疫苗组合。

图表 13：默沙东核心在研管线梳理

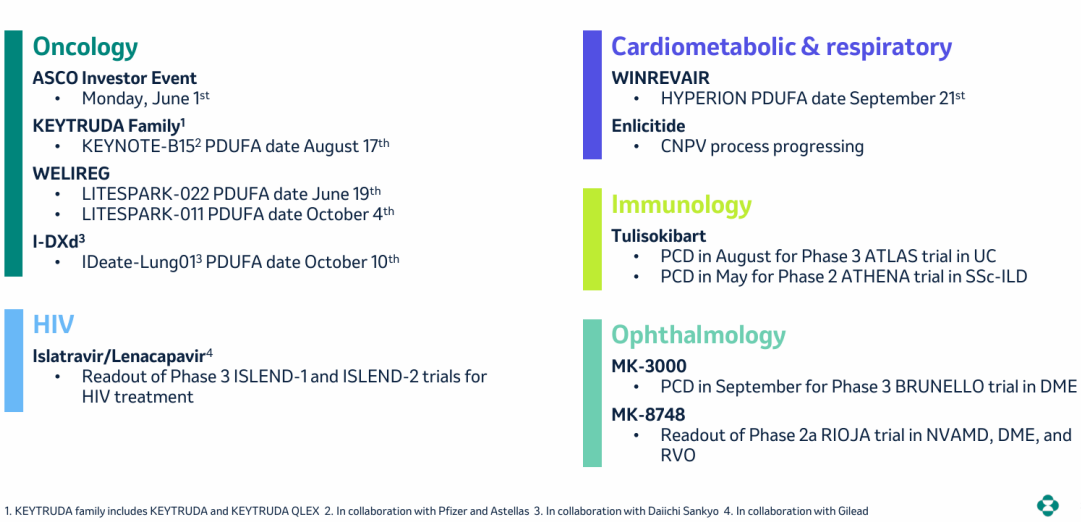
治疗大类	产品名称	技术路径	产品来源 (BD/自研)	细分适应症	研发阶段	核心数据/信息	预计获批时间
心血管/呼吸	Winrevair (MK-7962)	Activin 信号抑制剂	BD (收购 Acceleron)	PAH (1类)；CpcPH (2类)	已上市 / 2期	ZENITH 复合风险降低 76%	PAH 已获批；CpcPH 2029年左右
	Enlicitide (MK-0616)	口服大环肽	自研	高胆固醇血症	3期 (CORALreef)	LDL-C 降低约 60%，口服	2026年初申报
	Ohtuvayre (MK-5884A)	PDE3/4 抑制剂	BD (收购 Verona)	COPD 维持治疗	已上市	改善肺功能与减少发作	已获批上市
肿瘤	Keytruda Qlex (MK-3475A)	K药皮下注射剂型 (SC)	自研	K 药所有实体瘤适应症	已上市 (US/EU)	与 IV 剂型具药代动力学一致性	已获批上市
	Sac-TMT (MK-2870)	TROP2 ADC	BD (科伦博泰授权)	NSCLC、乳腺癌等	3期 (TroFuse)	全球开展17项Ph 3 中国获批多项适应症	1H27E
	I-DXd (MK-2400)	B7-H3 ADC	BD (第一三共合作)	SCLC、食管癌等	3期 (IDeate)	2025年获 FDA 突破性认定	4Q26E
	Welireg (MK-6482)	HIF-2α 抑制剂	BD (收购 Peloton)	RCC、VHL 相关肿瘤	已上市 / 扩展	多项适应症获批	持续扩展中
	R-DXd (MK-5909)	CDH6 ADC	BD (第一三共合作)	卵巢癌	3期	2025年获突破性疗法认定	2027年后 Readout
	Patritumab DXd (MK-1022)	HER3 ADC	BD (第一三共合作)	EGFRmt NSCLC、乳腺癌	已撤回BLA	针对 TKI 经治患者有PFS获益	2027年后
	Zilovertamab Vedotin	ROR1 ADC	BD (收购 VelosBio)	血液肿瘤 (DLBCL)	3期	针对复发难治患者有临床获益	2027年后 Readout
	Nemtabrutinib (MK-1026)	非共价 BTK 抑制剂	BD (收购 ArQule)	CLL/SLL 等血液肿瘤	3期	针对共价 BTK 进展患者有效	2026年后
	V940 (INT)	个体化新抗原疫苗	BD (Moderna 合作)	黑色素瘤、NSCLC 辅助	3期	降低黑色素瘤复发风险	2028年后
	Opevesostat (MK-5684)	CYP11A1 抑制剂	BD (Orion 合作)	前列腺癌 (mCRPC)	3期	抑制肾上腺雄激素合成	2028年后
	Calderasib (MK-1084)	KRAS G12C 抑制剂	BD (Taiho/Astex 合作)	转移性 NSCLC、CRC	3期	具高度选择性的小分子	2028年后
	Gocatamig (MK-6070)	DLL3 三抗 (TCE)	BD (收购 Harpoon)	小细胞肺癌 (SCLC)	2期	针对 DLL3 表达肿瘤的强力杀伤	2028年后
	Bomedemstat (MK-3543)	LSD1 抑制剂	BD (收购 Imago)	骨髓增殖性肿瘤 (ET/MF)	3期	获得 FDA 孤儿药/快速通道认定	2026-2027年
	MK-4208 (TERN 701)	BCR-ABL抑制剂（变构）	BD（收购Terns）	慢性髓性白血病 (CML)	1/2期	2026年获得突破性疗法认证	2027年后
	MK-1045 (CN201)	CD3xCD19	BD (Curon 授权)	B 细胞相关恶性疾病	2期	已获得临床概念验证	2027年后
免疫	Tulisokibart (MK-7240)	TL1A 单抗	BD (收购 Prometheus)	UC、CD 及其他自身免疫	3期 (UC/CD)	多适应症推进	2026年 Readout
眼科	MK-3000	三特异性抗体	BD (收购 EyeBio)	糖尿病性黄斑水肿 (DME)	3期	潜在首创 (FIC) 恢复血眼屏障	2026年 Readout
	MK-8748	Tie2 激动剂	BD (收购 EyeBio)	糖尿病性黄斑水肿 (DME)	2b/3期	血管稳定化机制	2028年后
传染病/疫苗	Enflonsia (MK-1654)	长效中和抗体	自研	预防婴儿 RSV 感染	已上市 (US 2025)	整个 RSV 季节的持续保护	已获批上市
	Capvaxive (V116)	结合疫苗	自研	成人肺炎预防	已上市 (US 2024)	针对成人致病血清型的高覆盖	已获批上市
	Islatravir+Doravirine	NRTTI+NNRTI	自研	HIV-1 感染治疗	已获批（Switch）	每日一次或每周一次口服方案	已获批上市
	islatravir + Lenacapavir3	NRTTI +衣壳抑制剂	BD (Gilead 合作)	HIV-1 感染治疗 (病毒受抑者)	3期	每周一次口服，研究: ISLEND-1/2	2027年后
	V181	四价减毒疫苗	自研	预防登革热疾病	3期 (2025进入)	N/A (临床前/早期数据稳健)	2027年后
	MK-1406	Zanamivir-Fc 偶联	BD (收购Cidara)	预防季节性/大流行流感	3期	获FDA突破性认定，长效抗病毒	2027年 Readout
	MK-8527	新型 NRTTI	自研	HIV-1 暴露前预防 (PrEP)	3期	每月一次口服，IAS2025展示数据	2028年后

注：管线截至 2026 年 5 月；获批时间为我们根据最后研发进度推测，可能与实际有误差
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

2026 年看点：管线去风险化、业务多元化转型

图表 14：默沙东 2Q26-3Q26 主要催化剂梳理



注：来自 1Q26 业绩资料
资料来源：公司公告，中金公司研究部

1）约 350 亿美元的未来收入机会将获得关键数据验证。核心 ADC 资产 Sac-TMT 开始读出全球 Ph3 数据，且已获得 FDA 局长优先审评券（Commissioner's Priority Voucher），公司预计今年内在美国递交上市申请；自免资产 Tulisokibart（MK-7240）针对溃疡性结肠炎（UC）的全球 3 期研究预计将于 2026 年 8 月迎来主要终点读出。眼科领域的首个核心资产 MK-3000 针对糖尿病黄斑水肿（DME）的 3 期研究数据预计于 2026 年 9 月披露，具有重塑视网膜疾病治疗格局的潜力；此外，与吉利德合作的每周一次口服 HIV 方案（ISL/LEN）2026 年读出 3 期数据，有望成为全球首个长效口服 HIV 治疗方案。（均为公司预期，下两段同）

2）监管审批与上市进程方面，公司拥有密集的 PDUFA 日期，涵盖肿瘤、心血管及传染病等多个领域。肿瘤业务中，Sac-TMT 或将在 2026 年底递交上市申请，1H27E 获批；针对小细胞肺癌的 ADC 药物 I-DXd（MK-2400）已获 FDA 优先审评，预计于 2026 年第四季度获得审批结果；Welireg 针对早期和经治晚期肾细胞癌（RCC）的两项扩证申请也分别定于 6 月和 10 月迎来监管决定。在心血管赛道，具有百亿美元潜力的口服 PCSK9 抑制剂 Enlicitide（MK-0616）在 2026 年初提交监管申请，凭借优先审评（CNPV）资格有望在 2026 年底或 2027 年初获批上市。

3）多款创新产品有望实现商业化放量，平滑核心资产专利到期的影响。传染病领域，全球首个不含整合酶抑制剂的二联日服方案 IDVYNSO 已于 2026 年 4 月获批，其在年内的市场渗透将是抗病毒板块的重要看点。在动物保健领域，第二代 JAK 抑制剂 NUMELVI 于 2026 年初在美国获批上市，正快速切入犬类皮肤病这一庞大的慢性病市场；WINREVAIR 针对肺动脉高压基于 HYPERION 研究的标签更新定于 2026 年 9 月获得反馈，将进一步巩固该领域治疗金标准的地位。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

肿瘤：押注科伦博泰 ADC，巩固全球领导地位

默沙东是全球肿瘤治疗的领导者。截至 2026 年 6 月，公司累计治疗全球肿瘤患者超过 420 万人，获批 58 项适应症。公司拥有全球最大的单品抗癌药 PD-1 单抗 Keytruda，2025 年收入 316 亿美元，同比增长 7%。

展望未来，公司核心战略导向包括：

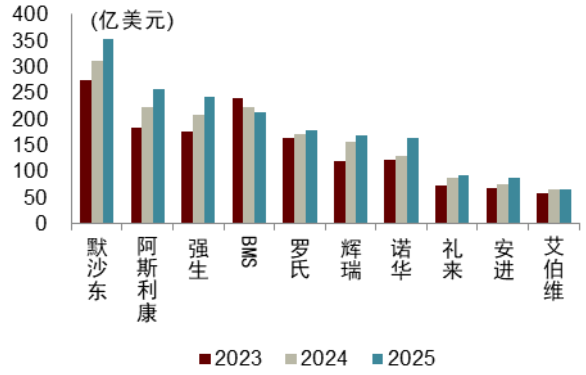
► **稳固基本盘，PD-1 + ADC 守住实体瘤 SoC**

1）押注 ADC 联用方案：与科伦博泰合作，以 Sac-TMT（TROP2 ADC）为“全能型（Workhorse）”资产，深度开展与 K 药的联用研究，旨在通过协同效应重塑大瘤种的标准疗法（SoC）。另外与第一三共合作 B7-H3 ADC 等 3 款产品。**2）延长 K 药生命周期：**加速推进皮下注射剂型（Keytruda Qlex）的转化，目标在 LOE 前实现 30-40%的患者替代，以提升便利性并构筑专利护城河；以及 ADC+K 药联用。**3）布局下一代 IO，**例如 PD-1/VEGF 双抗。

► **开辟新方向，实现多元化增长**

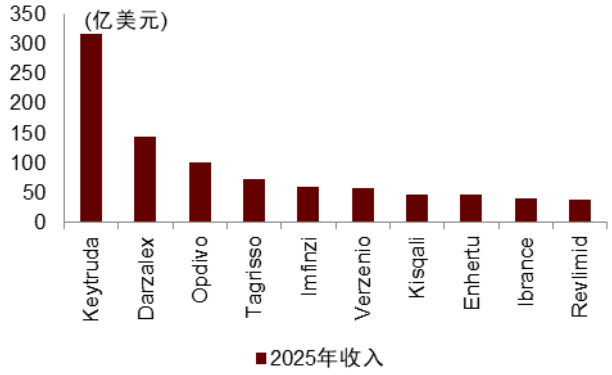
1）肿瘤疫苗创新机制：与 Moderna 合作的个体化新抗原疗法（V940）进军肿瘤疫苗领域，并在早期癌症中验证治愈潜力。**2）补齐血液瘤短板：**推进 Nemtabrutinib（BTKi）、Bomedemstat（LSD1i）及 ROR1 ADC 等管线，在血液肿瘤领域建立差异化优势。**3）精准靶向：**依托 Welireg（HIF-2α 抑制剂）确立在 VHL 综合征及肾癌领域的领导地位，并探索更多精准医疗机会。

图表 15：头部药企肿瘤业务收入对比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

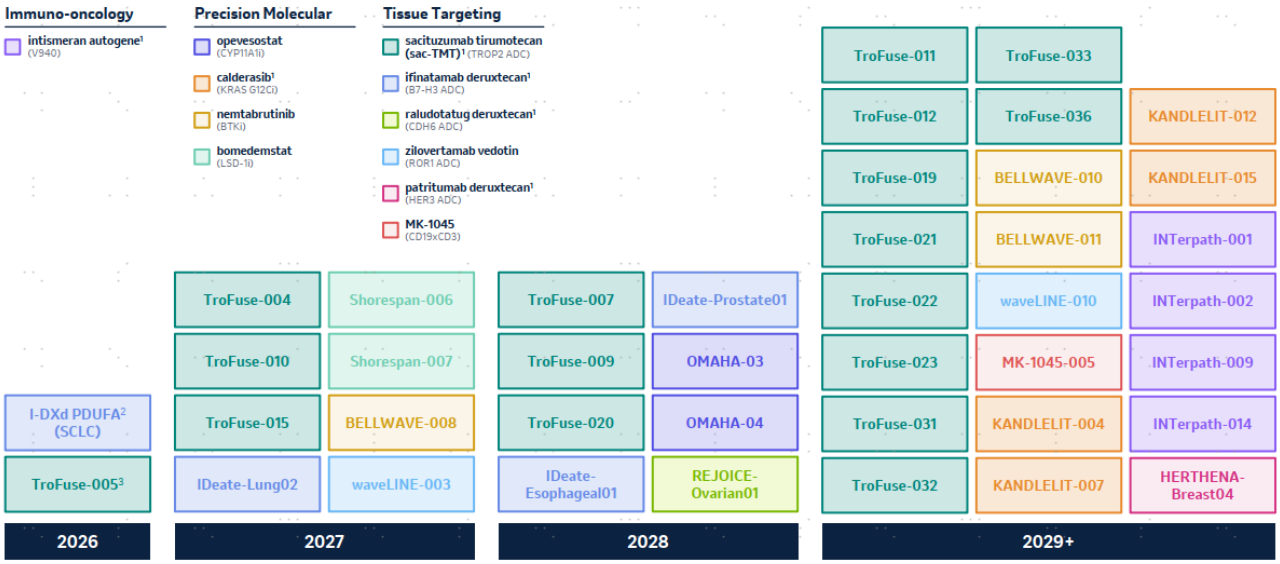
图表 16：2025 年全球前 10 肿瘤药物（销售额）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

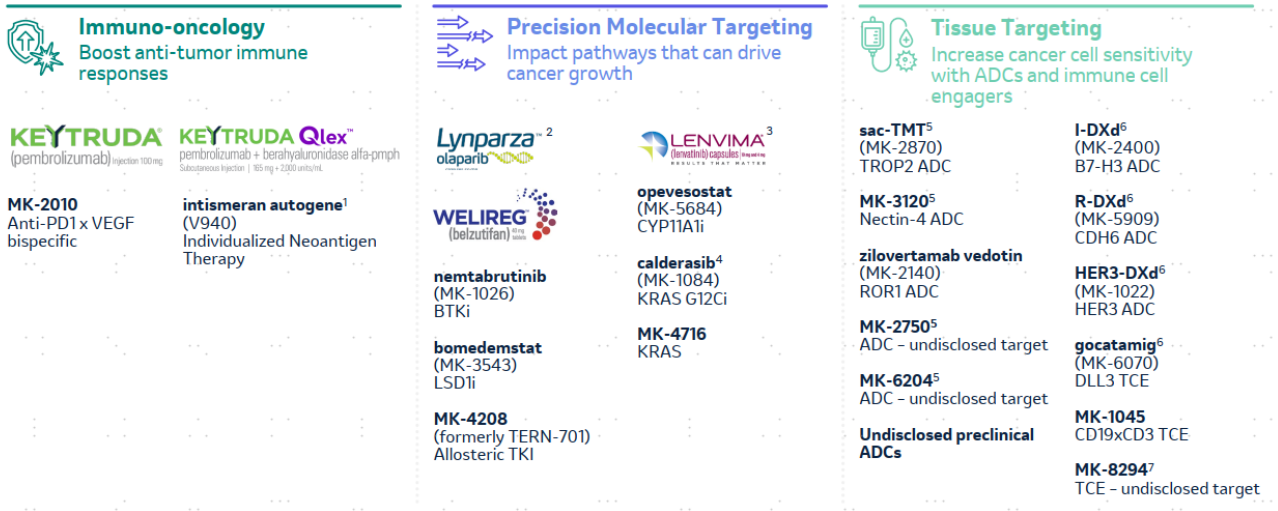
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 17：默沙东核心肿瘤资产撞线规划（2026E-2029E）



注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 18：默沙东核心肿瘤资产梳理



注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

PD-1+TROP2 ADC 构成核心策略，捍卫 SOC

K 药峰值或达 350 亿美元，稳居肿瘤药物榜首

肿瘤免疫（IO）旨在逆转肿瘤微环境的免疫抑制状态，重新激活机体自身的抗肿瘤应答。PD-1 是表达于活化 T 细胞表面的抑制性受体，能防止免疫过度激活。肿瘤细胞通过高表达配体 PD-L1 与之结合，向 T 细胞传递“刹车”信号，诱导其功能耗竭，实现免疫逃逸。**PD-1 单抗**通过竞争性阻断该通路，解除 T 细胞抑制，恢复其固有杀伤活性，是目前临床应用最成熟、覆盖瘤种广泛的 IO 靶点之一。

图表 19：K 药核心获批/在研适应症梳理

肿瘤大类	细分亚型	治疗线级/阶段	用法	获批年份
肺癌	非小细胞肺癌	早期/围手术期	术前联合化疗，术后单药辅助	2023
	非小细胞肺癌（非鳞）	一线	联合培美曲塞及铂类化疗	2018
	非小细胞肺癌（鳞癌）	一线	联合紫杉醇及铂类化疗	2018
	非小细胞肺癌（EGFR+）	TKI耐药后	联合Sac-TMT（在研）	—
	非小细胞肺癌（KRAS G12C）	一线	Keytruda Qlex联合MK-1084（在研）	—
	小细胞肺癌	-	-	—
头颈癌	局部晚期头颈部鳞癌	围手术期/同步放化疗	序贯；限CPS≥1	2025
	复发/转移性头颈鳞癌	一线	单药（CPS≥1）或联合化疗	2019
乳腺癌	三阴性乳腺癌	早期/围手术期	术前联合化疗，术后单药辅助	2021
	HR+/HER2-乳腺癌	后线/围手术期	联合Sac-TMT（在研）	—
泌尿系统肿瘤	肌层浸润膀胱（MIBC）	围手术期（顺铂不耐受）	Padcev＋K药	2025
	肌层浸润膀胱（MIBC）	围手术期（顺铂可耐受）	Padcev＋K药	—
	转移性尿路上皮癌	一线	Padcev＋K药	2023
	肾细胞癌	术后辅助	单药（限透明细胞）	2021
	转移性肾细胞癌	一线	联合仑伐替尼	2021
消化系统肿瘤	结直肠癌	一线（限 MSI-H/dMMR mCRC）	单药	2020
	胃/胃食管结合部腺癌	一线	（HER2-）联合化疗	2023
	胃/胃食管结合部腺癌	一线	（HER2+）联合曲妥珠单抗+化疗	2021
	肝细胞癌	≥2L（索拉菲尼经治）	K药单药	2018
	胆道癌	1L	K药＋化疗	2023
	食管/GEJ癌	1L	K药＋化疗（限 CPS≥1）	2019
	食管鳞癌	≥2L	K药单药（CPS≥10）	2019
广谱/标志物	MSI-H/dMMR实体瘤	后线（不限癌种）	单药	2017

注：截至 2026 年 5 月；K 药在美国首次获批为 2014 年 9 月，后线黑色素瘤
资料来源：公司公告，中金公司研究部

PD-1 单抗可瑞达（Keytruda，“K 药”）2014 年在美国首次获批，随后不断通过大型 3 期研究累积临床证据。截至 2026 年 5 月，K 药已开展数十项全球 3 期研究，其中已有 35 项 3 期研究证明了总生存期 OS 获益，仅在早期癌症阶段就有超过 30 项活跃的 3 期试验，在美国获批至少 44 项适应症。

商业化层面，2025 年，K 药全球收入 316 亿美元，稳居肿瘤药榜首，其中早期治

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

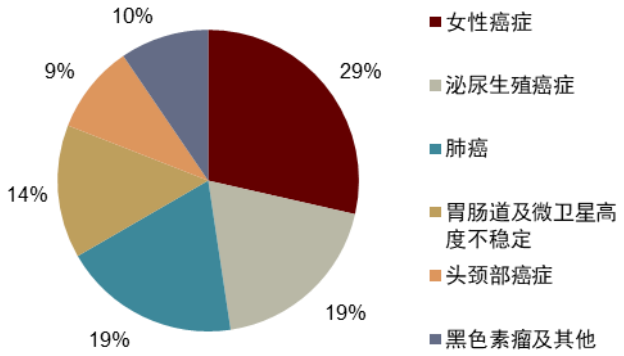
疗贡献了约 25%的收入份额。结合现有增长曲线和专利情况，我们预判其销售峰值大概率出现在 2028 年，届时规模约为 350 亿美元。

图表 20：肿瘤免疫药物销售额梳理

（亿美元）	产品	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
默沙东	Keytruda (PD-1)	1	6	14	38	72	111	144	172	209	250	295	317
BMS	Opdivo (PD-1)	0	9	38	49	67	72	70	75	82	90	93	100
罗氏	Tecentriq (PD-L1)	-	-	2	5	8	19	29	36	39	42	43	42
阿斯利康	Imfinzi (PD-L1)	-	-	-	0	6	15	20	24	28	40	47	61
BMS	Yervoy (CTLA-4)	13	11	11	12	13	15	17	20	21	22	25	29
再生元	Libtayo (PD-1)	-	-	-	-	0	2	3	5	6	9	12	15
BMS	Opdualag (LAG-3)	-	-	-	-	-	-	-	-	3	6	9	12
加总		**14**	**26**	**64**	**105**	**167**	**233**	**284**	**332**	**388**	**459**	**524**	**576**

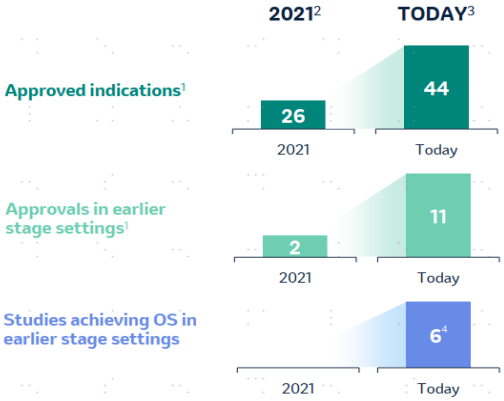
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 21：K 药 2028E 收入拆分



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 22：K 药适应症数量变化（2021-2Q26）



注：Today 指 2026 年 6 月初
资料来源：公司公告，中金公司研究部

K 药皮下注射剂型有望延长生命周期

Keytruda（K 药）2028 年 12 月在美国、2031 年在欧洲市场相继专利到期。公司于 2025 年正式推出 K 药皮下注射剂型，美国商品名为 **Keytruda Qlex**。公司表示，皮下剂型具有给药时间缩短（每 3 周一次仅需约 1 分钟，每 6 周一次仅需约 2 分钟）及较高便利性等优势，能有效减轻医疗机构的输注压力并提高患者依从性。**公司预计 K 药销售收入的 30%至 40% 可在 18 至 24 个月内转化为皮下剂型**。该皮下注射剂型在美国的专利保护预计到 2043 年，在欧洲则预计到 2031 年[3]。

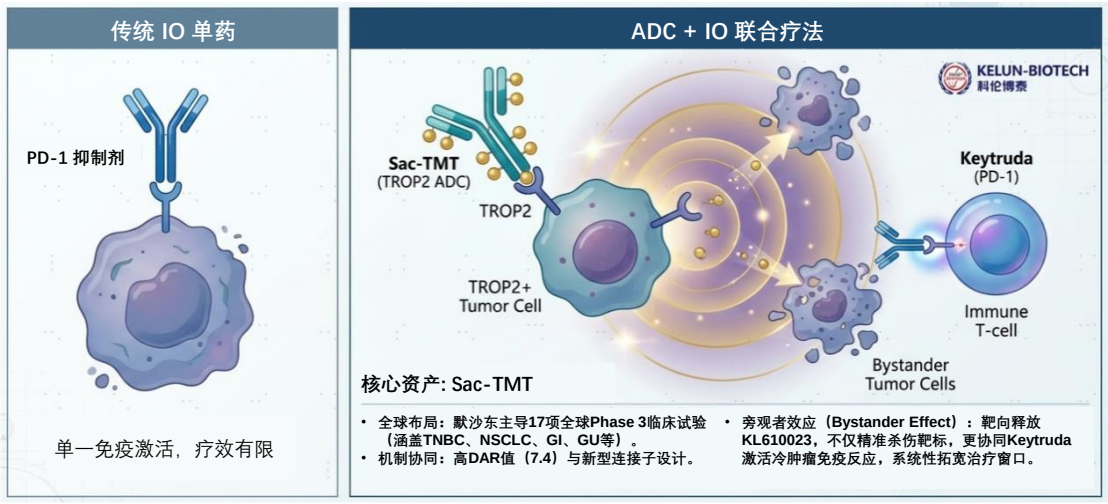
[3] https://www.merck.com/investor-relations/financial-information/sec-filings/

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

与科伦博泰深度绑定，押注 TROP2 ADC

公司通过与科伦博泰、第一三共等合作授权，构建行业内最广泛的 ADC 矩阵，利用多靶点与多载荷技术实现对传统化疗的全面替代，并与 Keytruda 形成强大的临床协同。

图表 23：PD-1+ADC 联用示意



资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司预计到 2030 年代中期，以 ADC 为核心的非 K 药肿瘤板块增量机会可达 250 亿美元以上。

截至 2026 年 5 月，公司共有 8 个 ADC 管线在研。**我们分析其中最重要的资产是 Sac-TMT（MK-2870），靶点为 TROP2，授权引进自科伦博泰，**截至 2026 年 5 月，默沙东目前已在全球范围为 Sac-TMT 推动 17 项 3 期临床研究。

图表 24：默沙东 ADC 资产梳理

合作/来源	产品名称	靶点	核心适应症	研发阶段
第一三共	I-DXd (MK-2400)	B7-H3	ES-SCLC、食管癌、前列腺癌	3期
第一三共	Patritumab DXd	HER3	EGFRmt NSCLC、乳腺癌	撤回申请
第一三共	R-DXd (MK-5909)	CDH6	铂耐药卵巢癌、肾癌	2/3期
科伦博泰	Sac-TMT (MK-2870)	TROP2	NSCLC、乳腺癌、妇科肿瘤	3期
科伦博泰	MK-3120 (SKB410)	Nectin-4	尿路上皮癌 (UC)、实体瘤	1/2期
科伦博泰	MK-2750 (SKB571)	EGFR/c-Met	肺癌、消化道肿瘤	2期
科伦博泰	MK-6204 (SKB535)	未披露	晚期实体瘤	1期
收购VelosBio Inc	Zilovertamab Vedotin	ROR1 ADC	DLBCL、CLL、实体瘤	3期

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

2022 年以来，默沙东与中国的科伦博泰围绕 ADC 产品深度合作。历经 3 次合作，截至 2026 年 6 月，累计总交易额达到近 118 亿美元，其中包括约 4 亿美元

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给自名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

首付款和约 114 亿美元潜在里程碑付款。

我们认为，默沙东看重科伦博泰的专有连接子-载荷平台与新型拓扑异构酶 I 抑制剂技术。双方合作已经覆盖多个产品，核心品种包括 TROP2 靶点的 Sac-TMT（MK-2870/ SKB-264）、Nectin-4 靶点的 MK-3120（SKB-410）等。

图表 25：默沙东与科伦博泰合作情况梳理

时间节点	涉及产品	合作内容与财务条款拆解（单位：美元）	累计/潜在总金额（单位：美元）
2022年5月	Sac-TMT (MK-2870)	首付款：3,000万；后续付款：技术转让费2,500万，及项目推进费3,000万。研发资助1.1亿美元。 里程碑：总计11.6亿，包括开发（9,000万，已付清）、首次商业销售（2.9亿）及销售里程碑（7.8亿）	约13.6亿，不含分级特许权使用费
2022年7月	SKB315 (MK-1200)	首付款：3,500万；里程碑：总计9.01亿	约 9.36 亿(权益已于2024年回转)
2022年12月	7项临床前ADC	首付款：1.75亿原定潜在总里程碑：高达 93 亿	约 94.75 亿(初始总规模)
2023年1月	股权绑定	默沙东注资1.0 亿认购科伦博泰B轮优先股，深化战略伙伴关系	1.0 亿
2023年-2024年	管线优化	默沙东先后终止 3 项临床前 ADC 的合作（属于正常管线筛选，科伦博泰保留已收取的首付）	管线聚焦调整
2024年7月	SKB571 (MK-2750)	默沙东行使独家选择权，支付 3,750万-3,800万 费用，将该双抗 ADC 正式纳入全球开发管线	纳入正式管线
2024年7月	SKB315 (MK-1200)	权益回转：默沙东通知终止合作，权益退还科伦博泰。科伦无需退还已收首付及里程碑款，并可独立开发海外市场	资产独立推进
2025年10月	黑石融资	黑石生命科学资助 Sac-TMT 研发，最高金额 7.0 亿	7.0 亿 (研发资助)

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 26：默沙东与科伦博泰合作的具体资产梳理

产品名称	靶点	合作内容	核心适应症	研发/商业化进展
Sac-TMT (MK-2870 / SKB264)	TROP2	默沙东拥有除大中华区外的全球独家权利	肺癌 (NSCLC)、乳腺癌 (TNBC/HR+)、妇科及胃肠道肿瘤	全球：已启动约17项全球3期研究；获得 FDA CNPV，公司预计2026年内在美递交上市申请 中国：已获批2L+ TNBC、2L/3L EGFRmt NSCLC、2L+ HR+/HER2- BC。1L NSCLC 的 sNDA 已提交
MK-3120 (SKB410)	Nectin-4	默沙东作为申办方主导全球开发	膀胱癌等晚期实体瘤	全球 1/2 期临床进行中，默沙东已启动 4 项全球研究
MK-2750 (SKB571)	EGFR/c-Met	2024 年 7 月默沙东行使独家选择权纳入全球管线	肺癌、消化道肿瘤等实体瘤	2 期临床试验已在中国启动
MK-6204 (SKB535)	未披露	全球许可与合作开发	晚期实体瘤	1 期临床试验进行中
SKB315 (MK-1200)	CLDN18.2	权益已回转：2024 年 7 月默沙东终止合作，科伦独立推进	胃癌、GEJC	科伦博泰独立在中国进行 1b 期临床，并探索与 PD-L1 联用
其他退回产品	多项未披露靶点	管线优化/终止：默沙东先后于 2023 年 10 月退回 2 项、2024 年 4 月退回 1 项临床前资产	癌症/实体瘤	属于 2022 年 12 月 “7 项早期 ADC”协议中的管线筛选，权益已全部归还科伦博泰，科伦保留已收首付款

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

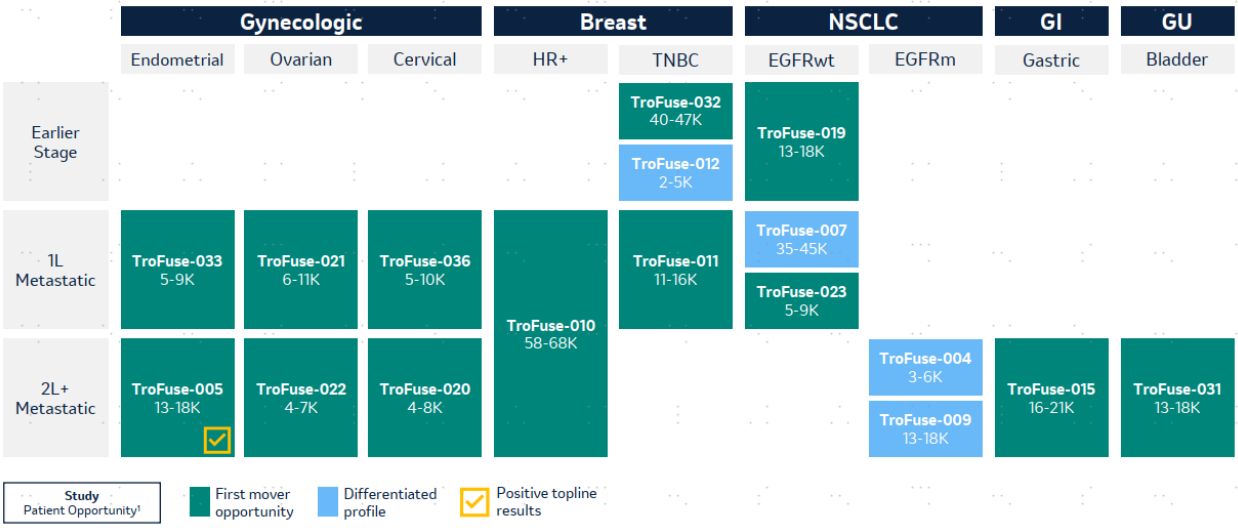
我们认为 **Sac-TMT（SKB-264/MK-2870）**是默沙东/科伦博泰管线中最重要的 ADC 资产，被默沙东管理层定位为主力产品（workhorse）。该产品有独特的连接子设计，实现了强效活性与易管理安全性之间的平衡，能够与 K 药联用，在不同 PD-L1 表达水平下广泛联用的潜力，可向肺癌一线、乳腺癌、妇科肿瘤及消化道肿瘤等大瘤种的早线治疗全面渗透。我们认为，Sac-TMT 未来有望替代传统化疗并重塑标准疗法。

图表 27：Sac-TMT 全球 Ph 3 梳理

领域	试验编号	适应症与治疗线数	用药方案	患者分型
肺癌 (5项)	TroFuse-004	3L NSCLC	单药	EGFR突变或其他基因组变异
	TroFuse-009	2L 非鳞NSCLC	单药	EGFR突变且 TKI 经治进展后
	TroFuse-007	1L NSCLC	联合 K药	PD-L1 TPS ⩾ 50%
	TroFuse-019	辅助 (Adj) NSCLC	联合 K药	手术切除后且未达到 pCR 的患者
	TroFuse-023	1L 维持 NSCLC	联合 K药	K药+化疗诱导治疗后的转移性鳞状患者
乳腺癌 (4项)	TroFuse-011	1L TNBC	联合K药或单药	PD-L1 CPS < 10
	TroFuse-012	辅助 (Adj) TNBC	联合 K药	新辅助治疗后未达到 pCR 的患者
	TroFuse-032	新辅助 TNBC / HR-low BC	联合 K药	高风险早期患者，旨在替代蒽环类药物
	TroFuse-010	2L+ HR+/HER2- BC	联合K药或单药	内分泌治疗 (ET) 进展后的患者
妇科肿瘤 (6项)	TroFuse-005	2L/3L EC (子宫内膜癌)	单药	铂类及 IO 经治后的患者
	TroFuse-033	1L EC (子宫内膜癌)	联合 K药	pMMR 分型患者
	TroFuse-020	2L CC (宫颈癌)	单药	经治复发或转移性患者
	TroFuse-022	2L+ OC (卵巢癌)	单药	铂类敏感复发性患者
	TroFuse-036	1L 维持 CC (宫颈癌)	联合 K药 ± 贝伐珠	PD-L1 CPS ⩾ 1 的新诊断或复发患者
	TroFuse-021	1L 维持 OC (卵巢癌)	± 贝伐珠	HRD 阴性，一线铂类化疗后的新诊断患者
胃肠/泌尿 (2项)	TroFuse-015	3L+ GEA (胃/胃食管结合部癌)	单药	晚期或转移性患者
	TroFuse-031	经治 UC (尿路上皮癌)	单药	经治转移性患者 (GU1 布局)

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 28：Sac-TMT 美国市场机会



注：截至 2026 年 5 月；合计患者约 24.6-33.4 万人
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

Sac TMT 有望进入 PD-L1 阳性 1L NSCLC 金标准。2026 年美国临床肿瘤学会（ASCO）年会上，科伦博泰公布中国注册 III 期临床 OptiTROP-Lung05 数据[4]，PFS 获益明显，且观察到 OS 获益趋势。

具体来看：中位随访 10.5 个月，单药组的 mPFS 为 5.7 个月，与既往研究水平一致；联合组 mPFS 未达到，但相较单药 HR 低至 0.35。其 PFS 获益在各预设亚组中趋势一致，其中 PD-L1 TPS1-49%和 TPS≥50%患者中 PFS 的 HR 值分别为 0.28 和 0.47，非鳞癌和鳞癌患者 PFS 的 HR 值分别为 0.28 和 0.44。mOS 未达到，但联用组相较单药组 HR 值 0.55，已显示获益趋势。安全性方面，联合组治疗期间≥3 级不良事件发生率 55.3%，安全耐受性良好。

我们分析，这是全球首个 TROP2 ADC 联合免疫（IO）1L 治疗 NSCLC 达到主要终点的 III 期研究。该适应症 2026 年 4 月在中国已经递交上市申请[5]，我们认为未来有潜力重塑 PD-L1 阳性 1L NSCLC 治疗格局。

图表 29：NSCLC 1L ADC 数据对比

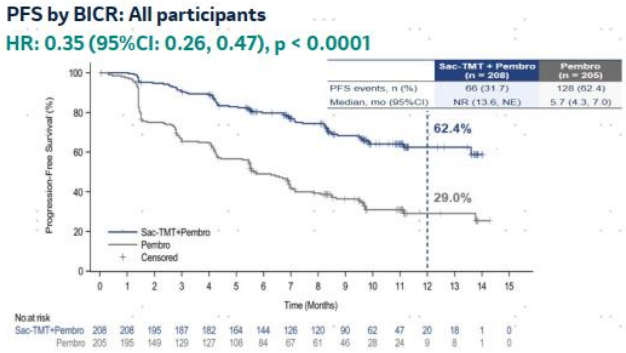
公司	产品 (靶点)	临床试验名称	mOS（月）	mPFS (月)	ORR	G3+ TEAEs	适用人群
默沙东	K药+化疗	KEYNOTE-189	22.0 (HR 0.56)	9	48%	67%	非鳞
默沙东	K药+化疗 vs. 化疗	KEYNOTE-407	17.1 (HR 0.71)	6.4	58%	70%	鳞癌
默沙东	K药单药 vs. 化疗	KEYNOTE-024	30.0 (HR 0.63)	10.3	57%	27%	非鳞+鳞，针对 TPS≥50%
默沙东	K药单药 vs.化疗	KEYNOTE-042	16.7 (HR 0.81)	5.4	39%	18%	非鳞+鳞，TPS≥1%
默沙东 科伦博泰	Sac-TMT+K药 vs. K药	OptiTROP-Lung05	未达到，HR 0.55	NR vs. K药5.7 HR 0.35	70%	55%	非鳞+鳞，TPS≥1%
	Sac-TMT+K药 vs. K药	TroFuse-007	-	-	-	-	非鳞+鳞，针对 TPS≥50%
吉利德	SG+K药 单臂	EVOKE-02 (Ph2)	-	13.1/7.0	67%/29%	76%	非鳞+鳞；PFS和ORR数据分别指TPS 50%以上和以下的患者
	SG+K药 vs K药	EVOKE-03 (Ph3) (KEYNOTE-D46)	2026年6月，宣告终止				非鳞+鳞，针对 TPS≥50%
第一三共/AZ	Dato-DXd+K药±化疗	TROPION-Lung02 (Ph1b)		11.2/6.8	55%/56%	37%/60%	非鳞+鳞；左侧数据为双药/三药方案
	Dato+K±化疗或 PD-1/TIGIT双抗	TROPION- Lung07/08/10	Ph3在研，数据待读出				非鳞
	Dato+Imfinzi+化疗	AVANZAR	Ph3在研，数据待读出				非鳞+鳞

注：截至 2026 年 5 月；除非单独标出，本表临床试验均为 Ph3；除非专门指出，否则未限制 PD-L1 表达水平
资料来源：公司公告，中金公司研究部

[4] https://www.kelun-biotech.com/search.aspx?sv=asco
[5] https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2026-05-09/1225286888.PDF

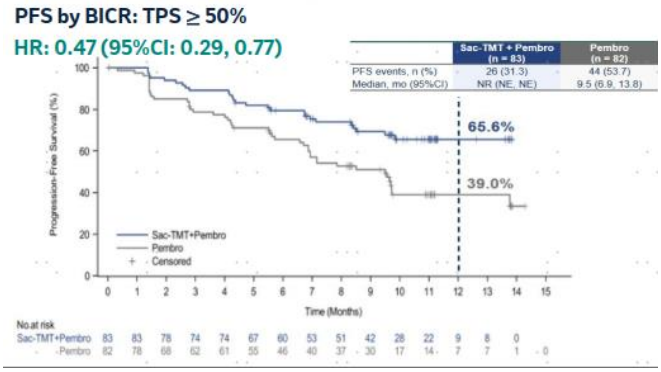
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 30：OptiTROP-Lung05 有效性数据（全患者）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 31：OptiTROP-Lung05 有效性数据（TPS≥50%）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

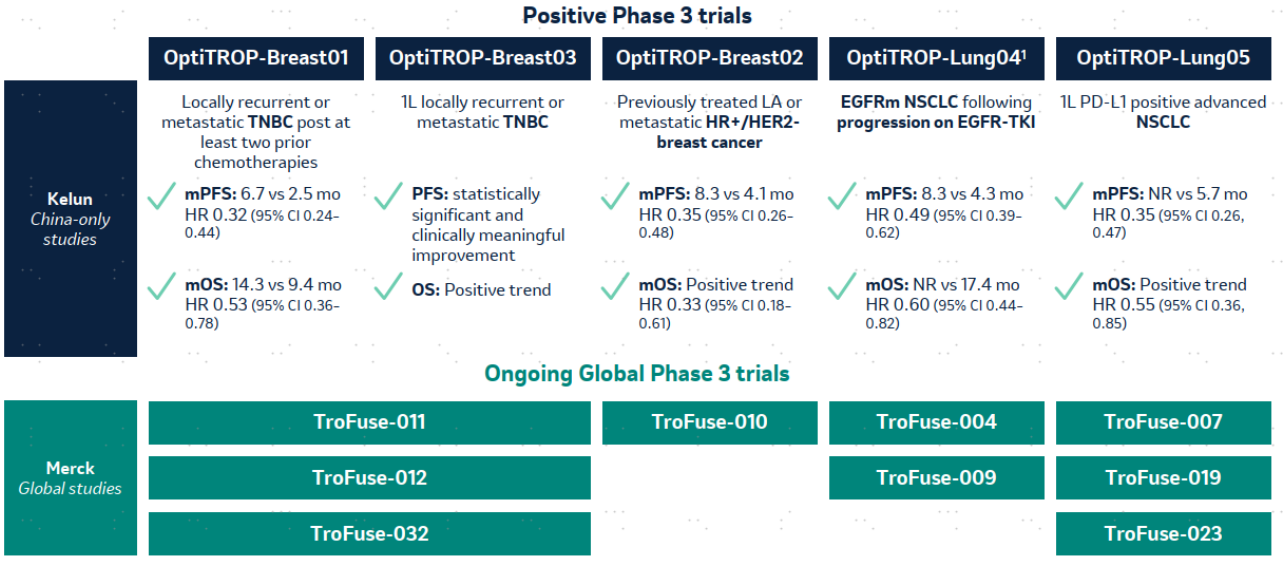
图表 32：1L TNBC 数据对比

公司	产品	临床试验名称	mPFS (月)	ORR	G3+ TEAEs	适用患者
第一三共	Dato-DXd+Imfinzi	BEGONIA (Ph 1b/2)	14	79%	57%	Arm 7数据，CPS未限制
	Dato单药 vs. 化疗	TROPION-Breast02	10.8 （HR 0.57）	63%	~50%	CPS<10，或PD-L1阳性但禁忌或者早期使用后耐药
	Dato+Imfinzi vs. K药+化疗 vs. Dato单药	TROPION-Breast05	-	-	-	CPS≥10
吉利德	SG+K药 vs. 化疗+K药	ASCENT-04（KEYNOTE-D19）	11.2 (HR 0.65)	60%	71%	CPS≥10
	SG单药 vs. 化疗	ASCENT-03	9.7 (HR 0.62)	48%	66%	CPS<10，或PD-L1阳性但禁忌或者早期使用后耐药
默沙东科伦博泰	Sac-TMT单药	OptiTROP-Breast05 (Ph2)	13.4	71%	63%（TRAE）	CPS未限制
	Sac-TMT单药 vs. 化疗	OptiTROP-Breast03	阳性	-	-	CPS<10，或PD-L1阳性但禁忌或者早期使用后耐药
	Sac-TMT vs. Sac-TMT+K药 vs.化疗	TroFuse-011	-	-	-	CPS<10，或PD-L1阳性但禁忌或者早期使用后耐药

注：截至 2026 年 5 月；除非单独标出，本表临床试验均为 Ph3
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 33：Sac-TMT 中国临床证据和全球开发进度梳理（部分）



注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

截至 2026 年 5 月，该产品在中国已经获批三阴性乳腺癌、EGFR 突变型非小细胞肺癌、HR+/HER2-乳腺癌等多个适应症，并提交了 1L 肺癌 NDA。在全球，由默沙东主导开展约 17 项关键 3 期研究。

2026 年 5 月，默沙东公告 **TroFuse-005（2L/3L 子宫内膜癌）**达到主要终点，此为 Sac-TMT（SKB-264/MK-2870）首个达成阳性结果的全球 Ph 3，也是该适应症首个达成 3 期阳性的 TROP 2 ADC。我们预计默沙东将从今年开始陆续读出全球 3 期数据，并有望自 2027 年开始全球获批。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

与第一三共合作多个潜力 ADC

2023 年 10 月 19 日，默沙东与第一三共达成三款 ADC 产品的授权合作协议，协议总价达 **220 亿美元**（45 亿美元首付款+10 亿美元研发预付款+最高可达 165 亿美元的未来销售里程碑付款）。

合作范围包括 Patritumab deruxtecan（HER3-DXd）、Ifinatamab deruxtecan（I-DXd，B3-H7 靶点）和 Raludotatug deruxtecan（R-DXd，CDH6 靶点）在全球（除日本外）的共同开发和商业化权益。2024 年 8 月，双方进一步合作开发 MK-6070（一种针对 DLL3 的 T 细胞接合器）。

图表 34：第一三共 ADC 资产的研发进展

产名称	靶点	合作伙伴	研发进度	关键临床/监管节点 (2025-2026年更新)
Enhertu	HER2	阿斯利康	已上市 / 一线拓展	2025年底获批HER2+乳腺癌一线疗法；中国获批胃癌适应症（2026.01）。
Dato-DXd	TROP2	阿斯利康	已上市 / 新组合探索	已在EGFRm NSCLC三线获批；正推进HR+/HER2-乳腺癌上市及尿路上皮癌新组合。
HER3-DXd	HER3	默沙东	Phase 3	撤回了EGFRm NSCLC的上市申请；目前全力推进HR+/HER2-乳腺癌的Phase 3。
I-DXd	B7-H3	默沙东	BLA 优先审评中	获FDA突破性疗法及优先审评，PDUFA日期定为 2026年10月10日（SCLC）。
R-DXd	CDH6	默沙东	Phase 2/3	获FDA突破性疗法认定（铂耐药卵巢癌），正加速推进注册性研究。
DS-3939	TA-MUC1	自研	Phase 1/2	初步临床数据积极

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 35：第一三共与两大药企的合作梳理

合作对象	合作时间	核心合作内容介绍	财务条款概览
阿斯利康 (AZ)	2019/2020年	双方共同开发 Enhertu 和 Dato-DXd。AZ 主要负责全球范围内的临床执行与部分区域的商业化（日本除外）。	总价值约 120 亿美元（含 20 亿美元首付款及后续里程碑付款）。
默沙东 (MSD)	2023年	针对 HER3-DXd、I-DXd 和 R-DXd 三款资产进行全球共同开发和商业化。默沙东利用其 K药的联用经验进行渗透。	总价值约 220 亿美元（含 40 亿美元首付款及高额的里程碑付款）。

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部



建议关注 I-Dxd 进展。该产品是截至 2026 年 6 月全球进度最快的 B7-H3 ADC，凭借 IDeate-Lung01 研究数据（ORR 48.2%，mDoR 5.9 个月，ILD 风险可控）获 FDA 受理并进入优先审评流程，PDUFA 为 2026 年 10 月 10 日。此外，该产品已开展用于治疗小肺/食管癌/前列腺癌的 Ph3 研究。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 36：B7-H3 ADC 在小细胞肺癌的对比

产品	研发公司	适应症	临床试验号	临床阶段	人数	ORR	mPFS (月)	G3+ TRAE
Ifinatamab Deruxtecan (I-DXd)	第一三共 / 默沙东	广泛期小细胞肺癌 (ES-SCLC)	IDeate-Lung01 NCT05280470	II 期	137	48.20%	4.9	36.50%
HS-20093	翰森制药 / GSK		ARTEMIS-001 NCT05276609	Ia/Ib 期	可评估65	52.30%	6.2	63.10%
YL201	宜联生物/罗氏		NCT05434234 / NCT06057922	I/Ib 期	可评估72	63.90%	6.3	54.50%

注：截至 2026 年 6 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

引入 PD-1/VEGF 双抗 (MK-2010 / LM-299)

2024 年 11 月，默沙东以最高 32.88 亿美元（5.88 亿首付款+最高 27 亿里程碑付款）的总对价，拿下了礼新医药自主研发的 PD-1/VEGF 双特异性抗体 LM-299（MK-2010）的全球独家开发、生产和商业化权益，目前该药物研发进展顺利，已于 2026 年 4 月的 AACR 年会上首次公布了积极的 I/II 期临床数据（在一线非小细胞肺癌中 ORR 达 55%，G3+ TRAE 17%）。

图表 37：PD-1/VEGF 双抗全球主要授权梳理

原研企业	合作伙伴	产品名	靶点	目前最高进展	授权交易总额（美元）	交易时进展
康方生物	Summit	依沃西 (AK112)	PD-1/VEGF	已上市/全球Ph 3	50 亿 (5 亿首付)	Ph 2
三生制药	辉瑞	SSGJ-707 (PF-4404)	PD-1/VEGF	全球 Ph 3	60 亿 (12.5 亿首付)	Ph 2
礼新医药	默沙东	LM-299	PD-1/VEGF	全球 Ph 2	33 亿 (5.88 亿首付)	Ph 1
普米斯	BioNTech	PM8002 (BNT327)	PD-L1/VEGF	全球 Ph 3	10 亿+ (收购方式)	Ph 2
宜明昂科	Instil Bio	IMM2510	PD-L1/VEGF	交易已终止	21 亿 (5000 万首付)	Ph 1
荣昌生物	艾伯维	RC148	PD-1/VEGF	Ph 2	56亿（6.5亿首付款）	Ph 2

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

血液瘤：雄心勃勃，5 款在研产品顺利推进

历史上，默沙东以 K 药为核心的肿瘤免疫资产优势领域为实体瘤；血液瘤方面，公司现有商业化资产相对单薄，只有 Keytruda 和 Reblozyl。

近年来，公司通过积极的外部收购与授权合作（BD），构筑了具竞争力的“非 K 药”血液疾病管线。截至 2026 年 5 月，共有 5 款核心资产处于临床中后期，分别是 TERN-701（BCR-ABL）、Zilovertamab Vedotin（ROR1 ADC）、Nemtabrutinib（非共价 BTK）、Bomedemstat（LSD1 抑制剂）以及 MK-1045/CN201（CD19xCD3 双抗）。

图表 38：默沙东血液瘤资产梳理

产品名称	作用机制	产品来源	研发状态	核心适应症与治疗线数
Keytruda	PD-1 单抗	收购	已获批	cHL：R/R（ASCT失败或2线以上）；PMBCL：R/R
Reblozyl	红细胞成熟融合蛋白	收购 Acceleron 商业化权益与 BMS 合作	已获批	MDS 相关贫血：1L（ESA初治）及经治；β-地中海贫血：需定期输血患者
Nemtabrutinib (MK-1026)	BTK 抑制剂 (非共价)	收购 ArQule	3期	CLL / SLL：既往共价 BTK 进展患者；其他 B 细胞瘤 (FL, MZL, MCL, WM)
Zilovertamab Vedotin	ROR1 ADC	收购 VelosBio	3期	DLBCL：1L 及 R/R 治疗；其他 ROR1 高表达血液恶性肿瘤
Bomedemstat (MK-3543)	LSD1 抑制剂 (小分子)	收购 Imago	3期	ET (原发性血小板增多症)；MF (骨髓纤维化)；PV
MK-1045 (CN201)	CD19 x CD3 双抗 (TCE)	授权自 同润生物	2/3期	B-ALL (B细胞急性淋巴细胞白血病)：R/R 治疗
TERN-701	BCR-ABL 抑制剂 (变构)	收购 Terns	1/2期	CML (慢性粒细胞白血病)

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

在研管线分析

图表 39：血液瘤在研管线情况

产品名称	核心靶点	对应美国患者机会	现有金标准 (SoC) / 核心竞争者	峰值销售预测	核心临床数据 / 代表性研究
TERN-701 MK-4208	变构 BCR-ABL	CML 现存: ~11万；1L 新增: ~0.9万/年	1L: 伊马替尼；3L+: Asciminib (诺华)	20-30亿美元	Ph1/2 进行中：获 FDA 突破性疗法认定；2026 ASCO Ph1更新，显示深度分子学反应(MMR/DMR)信号，安全性支持每日一次口服。
Zilovertamab Vedotin	ROR1 ADC	1L DLBCL: 5.5 - 6.5 万；R/R DLBCL: 2.5 - 3.5万	1L: R-CHOP (罗氏)；R/R: CAR-T / R-GemOX	30-45亿美元	waveLINE-003 (Ph2)：ZV + R-GemOX 治疗 R/R DLBCL，1.75mg/kg 组 CR 率 43.8%，ORR 56.3%；waveLINE-007 (Ph3)：R/R DLBCL 确证性研究进行中；1L 替换 R-CHOP 为延伸探索。
MK-1045 / CN201	CD19 x CD3	R/R B-ALL: ~0.6万/年；NHL: ~8.0万/年	SoC: Blincyto (安进)	20亿美元+	Ph1：R/R B-ALL 中 CR/CRi > 90%，MRD 转阴率高；Ph2/3 注册临床 (ASCEND-201) 已于 2026 年启动，针对R/R B-ALL。
Nemtabrutinib (MK-1026)	非共价 BTK	CLL/SLL 现存: ~21.5 万；1L 新增: ~2.1万/年	1L: 阿卡替尼 / 泽布替尼；R/R: Jaypirca (礼来)	15-25亿美元	BELLWAVE-011 (Ph3)：1L CLL/SLL 头对头对比阿卡替尼进行中；Ph2 数据：既往多线经治患者 ORR 达 50-60%，对 C481S 突变有效。
Bomedemstat (MK-3543)	LSD1 抑制剂	ET 现存: ~15万；MF 现存: ~2万	1L ET: 羟基脲；2L ET: 阿那格雷 / 干扰素	10-20亿美元	Shorespan-006/007 (Ph3)：针对 ET 的注册研究，对比 羟基脲 (1L) / 阿那格雷 (2L)；Ph2 数据：77-80% 患者在 24 周达到血小板控制 (<400×10⁹/L)，安全性优于传统细胞毒药物。

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 40：Zilovertamab Vedotin（ROR1 ADC）淋巴瘤 1L 竞争格局

状态/分级	公司	产品 (靶点)	临床来源	数据状态	ORR	mPFS (月)	G3+ TRAEs
金标准	罗氏	R-CHOP	多项 (Ph3)	已获批	~80%	~26.0	~60%
金标准(强化)	罗氏	Polivy (CD79b ADC) + R-CHP	POLARIX (Ph3)	已获批	~75-80%	30+ (2y-PFS 76%)	~52.7%
3期在研	默沙东	Zilovertamab (ROR1 ADC) + R-CHP	waveLINE-010 (Ph3)	Ph2已读出	100%（Ph2 1.75mg）	1L开展中	33%（Ph2 1.75mg）
3期在研	百时美施贵宝	Breyanzi (CD19 CAR-T)	TRANSFORM (Ph3)	Ph3	-	-	-

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 41：TERN-701（3 代 BCR-ABL 变构抑制剂）CML 2L+竞争格局

类别	公司	产品 (靶点)	临床来源	MMR (24周)	特征
3代TKI	武田	普纳替尼（中美获批）	OPTIC (Ph3)	20%	强效解决T315I突变，但伴随血栓等心血管不良事件，FDA黑框警告。
变构	诺华	Asciminib（中美获批）	ASCEMBL (Ph3)	25.50%	首个上市的全变构抑制剂。有效解决 T315I 耐药，副作用明显低于1-3代TKI
变构	默沙东	TERN-701	CARDINAL (Ph1/2)	30-35% 75% (320mg QD)	24周 MMR 展现出优势的深度分子学反应潜力；2026 年初获 FDA 突破性认定
3代TKI	亚盛医药（武田有选择权）	奥雷巴替尼（中国获批）	全球Ph3	~48% (T315I+)	针对 T315I 突变强效，武田具有海外权益的选择权

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

我们认为，默沙东的血液瘤矩阵具有差异化竞争优势：

TERN-701，通过变构抑制机制，提供比现有的 TKI 更深层持久的分子学缓解，并且有潜在的安全性优势，具备 BIC 潜力。默沙东预计该产品拥有“数十亿美元的商业潜力”。

Zilovertamab Vedotin，靶向 ROR1 的 MMAE-ADC，具备肿瘤高表达/正常组织低表达的选择性，DLBCL 一线 II 期 CR 率 100%（1.75 mg/kg 剂量组，N=15），3 期研究 waveLINE-010 进行中。

MK-1045，在 1 期研究中展现了较高的 MRD 转阴率，不仅深耕 B 细胞恶性肿瘤，更具备向系统性红斑狼疮（SLE）等自身免疫领域跨界延伸的平台潜力。

2026 年建议关注：TERN-701 针对 CML 患者的 2 期数据更新；Bomedemstat 针对孤儿病 ET 的三期注册临床试验进度。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

精准分子靶向：肿瘤三大支柱之一

默沙东的肿瘤业务包括 3 细分：免疫肿瘤学（IO）、组织靶向治疗（Tissue Targeting）以及精准分子靶向治疗（Precision Molecular Targeting）。我们预计该产品或将在 2026 年底上市。

精准分子靶向治疗，是指针对驱动肿瘤生长的特定生物学信号通路而设计的疗法，通常为小分子抑制剂。这一领域主要满足那些对 IO 治疗不敏感、产生 IO 耐药或携带特定基因驱动突变（如 KRAS 等）的患者未被满足的临床需求。

图表 42：默沙东精准分子靶向资产梳理

产品名称	核心靶点	产品来源	研发/商业化状态	核心适应症与治疗线数
Welireg (Belzutifan)	HIF-2α 抑制剂	BD (收购 Peloton)	商业化放量期	2L+ 晚期 RCC (肾细胞癌)；VHL 相关肿瘤
Lynparza (Olaparib)	PARP 抑制剂	BD (与 AZ 合作)	已获批	卵巢癌、乳腺癌、胰腺癌、前列腺癌 (mCRPC)
Lenvima (Lenvatinib)	多靶点 TKI	BD (与 卫材 合作)	已获批	1L RCC (联用K药)、HCC (肝癌)、子宫内膜癌
Calderasib (MK-1084)	KRAS G12C 抑制剂	BD (与 Taiho 合作)	Phase 3	1L NSCLC (联用 Keytruda Qlex)；CRC
Opevesostat (MK-5684)	CYP11A1 抑制剂	BD (授权自 Orion)	Phase 3	mCRPC：OMAHA-2a（1NHA 后，前线）或 OMAHA-1（1NHA+1-2 紫杉后，后线）
Nemtabrutinib (MK-1026)	非共价 BTK 抑制剂	BD (收购 ArQule)	Phase 3	1L CLL / SLL (慢淋/小淋巴)
Bomedemstat (MK-3543)	LSD1 抑制剂	BD (收购 Imago)	Phase 3	ET (原发性血小板增多症)；MF；PV

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

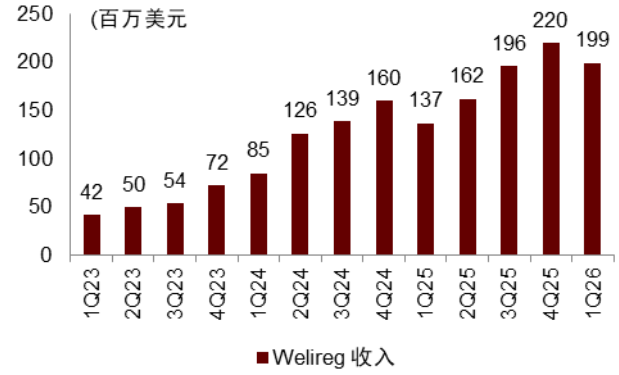
Welireg（Belzutifan）：全球首创的 HIF-2 α 抑制剂。尽管 2026 年 4 月 1L ccRCC 失败，但该药品已获批用于治疗 VHL 综合征相关肿瘤（包括 RCC、中枢神经系统血管母细胞瘤和胰腺神经内分泌肿瘤）、经治后的晚期肾细胞癌（RCC），以及 2025 年 5 月获批的嗜铬细胞瘤和副神经节瘤。2025 年 Welireg 收入 7.16 亿美元，同比+41%；1Q26 收入达 1.99 亿美元，同比+45%。

Lynparza（奥拉帕利）：作为 PARP 抑制剂，通过与阿斯利康的合作，已获批涵盖卵巢癌、乳腺癌、胰腺癌和前列腺癌（mCRPC）的多项适应症。2025 年默沙东录得 Lynparza 的合作协议收入为 14.5 亿美元，同比+11%。

Lenvima（仑伐替尼）：作为多靶点 TKI，与卫材合作开发，获批用于甲状腺癌、RCC、肝细胞癌（HCC）及子宫内膜癌。2025 年录得合作协议收入 10.53 亿美元，同比+4%。

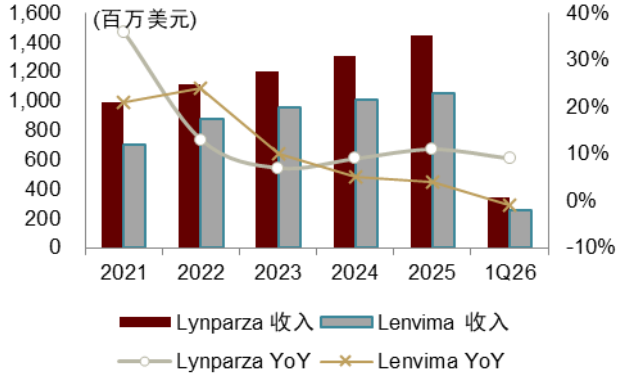
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 43：Welireg 季度收入



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 44：Lynparza 和 Lenvima 收入/增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 45：Welireg 核心研究梳理

临床试验	目标人群	核心数据	研发进度	对应美国患者人数
LITESPARK-005	晚期 RCC (2L/3L+)：既往接受过 PD-1/L1 及 VEGF 经治的成年患者	mPFS 5.6m vs 5.6m；HR=0.75；ORR 22% vs 4%	已获批 (2023.12)	约 1.5万 - 2.0万 (经治晚期 ccRCC)
MK-6482-004	VHL 相关肿瘤：包括 RCC、CNS 血管母细胞瘤、胰腺神经内分泌肿瘤 (pNET)	RCC ORR 49%；CNS ORR 63%；pNET ORR 83%；mDoR NR	已获批 (2021.08)	约 1.0万 (VHL 综合征患者，罕见病)
LITESPARK-011	晚期 RCC (2L)：联用 Lenvatinib 对标卡博替尼	belzutifan+lenvatinib vs cabozantinib：mPFS 14.8m vs 10.7m；HR=0.70；ORR 52.6% vs 40.2%	申报中 (PDUFA: 2026.10.04)	约 2.5万 (二线治疗群体)
LITESPARK-022	RCC 术后辅助治疗：联用 Keytruda 对标 K 药单药 (高危 clear cell)	DFS HR=0.72（28%相对降低）；mDFS NR	已获批 (PDUFA: 2026.06.19)	约 3.0万 (每年高危手术后患者)
LITESPARK-015	PPGL：局部晚期或转移性嗜铬细胞瘤和副神经节瘤	ORR 26% (95%CI 17–38)；mDoR 20.4m；部分降压减量信号	已获批 (2025.05)	约 0.2万

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

在研管线分析

截至 2026 年 5 月，有多个核心资产处于临床后期，包括 Calderasib（MK-1084）、Opevesostat（MK-5684）。

Calderasib（MK-1084）：高选择性 KRAS G12C 抑制剂。已开展肺癌和肠癌 Ph3：1）联合 K 药/K Qlex 用于非小细胞肺癌（非鳞）1L；2 联合西妥昔单抗 + mFOLFOX6（±贝伐珠单抗）用于 KRAS G12C 突变、pMMR/MSS（非 MSI-H）的 mCRC 1L。

Opevesostat（MK-5684）：由 Orion 引入，全球 FIC 的 CYP11A 抑制剂。该产品目前处于针对 mCRPC 的 2L Ph 3，通过阻断类固醇生成的关键限速酶，挑战现有标准疗法。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 46：默沙东精准分子靶向管线核心看点

产品名称	核心靶点	对应美国患者机会	核心临床数据 / 代表性研究
Calderasib (MK-1084)	KRAS G12C 抑制剂	NSCLC：非鳞约 13% 突变率；mCRC: 约 3-4% 突变率。	KANDLELIT-007 (1L NSCLC Ph3 进行中；Ph1/2 联用队列 ORR ~77%，缓解持久)；KANDLELIT-012 (1L mCRC Ph3 进行中；Ph1/2 lead-in 三联 ORR ~58%)
Opevesostat (MK-5684)	CYP11A1 抑制剂 (FIC)	mCRPC：每年约 9.5万 - 11万 受试机会	Ph3进行中：针对经治 mCRPC 的全球研究。OMAHA-1/2 Ph1/2 显示在重度经治患者中活性强劲。
Nemtabrutinib (MK-1026)	非共价 BTK 抑制剂	CLL/SLL：现存约 21万；共价 BTK 耐药人群	临床前及早期临床数据显示其对C481S突变有效；Ph3头对头研究阿卡替尼进行中。
Bomedemstat (MK-3543)	LSD1 抑制剂 (FIC)	ET (原发性血小板增多症)：约 15万	Ph2研究显示其能有效控制血小板计数，且安全性特征优于传统细胞毒药物；Shorespan-006/007(Ph3)注册研究进行中。

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

2026 年建议关注：

1）MK-1084 与 Keytruda 联用研究的数据读出，或将决定默沙东在 KRAS 突变肺癌市场中的竞争地位。

2）Welireg 在 RCC 的监管进展，2026 年 6/10 月两个重要 PDUFA。

3）Opevesostat 3 期注册临床研究的推进节点。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

多方向探索新的平台技术

TCE

T-cell Engagers（TCE），即 T 细胞衔接器，是一类工程化的多特异性抗体。TCE 通过双特异性结构强制桥接肿瘤细胞与 T 细胞，一端靶向肿瘤相关抗原（TAA），另一端结合 T 细胞表面的 CD3 受体。该机制绕开传统 TCR 识别通路，物理邻近触发 CD3 活化，诱导穿孔素与颗粒酶的释放，实现肿瘤杀伤。

2024 年初，默沙东完成对 Harpoon Therapeutics 的收购，引入 DLL3 3 靶点的 MK-6070（Gocatamig）；同年 8 月，公司与第一三共签署全球合作协议，共同推进该分子的后续开发及商业化。

截至 2026 年 5 月，MK-6070 的核心适应症小细胞肺癌（SCLC）正处于 2 期临床阶段。后续里程碑包括：单药疗法的持续数据披露，以及其与 I-DXd（B7-H3 ADC）联用方案的早期及中期临床读数。

图表 47：SCLC 2 线数据梳理

状态/分级	公司	产品名称	靶点/类型	治疗线数	临床阶段	核心数据 (SCLC)	G3+ TRAEs
已上市 (SoC)	安进	Imdelltra	DLL3 x CD3 双抗	2L+ (后线) 广泛期 ES-SCLC	已上市	ORR: 35%; mOS: 13.6m	27%
2期在研 (联用)	勃林格殷格翰	Obrixtamig	DLL3 x CD3 双抗 (IgG-like)	2L+ (后线) 广泛期 ES-SCLC	Phase 2	ORR: 30% (高剂量组 ORR 58%)	~20%
1/2期在研	泽璟/艾伯维	ZG006	DLL3 x CD3 双抗	2L+ (后线) 广泛期 ES-SCLC	Phase 2	ORR: 60-63%	~29%
2期关键	默沙东	MK-6070	DLL3/CD3/Albumin 三特异性衔接器□	2L+ (后线) 广泛期 ES-SCLC	Phase 2	ORR: 40.2%	18%
关键 1b/2 期	默沙东	MK-6070 + I-DXd	DLL3 三抗 + B7-H3 ADC	2L (复发难治) 及 1L 探索	Phase 1b/2	–	–

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

肿瘤疫苗

V940（通用名：Intismeran autogene）是默沙东与 Moderna 联合开发的一款个性化新抗原疗法（INT），也是目前全球进度最快、数据最扎实的肿瘤 mRNA 疫苗之一。

V940 是一种“定制化”疫苗。通过对患者肿瘤组织进行测序，识别出多达 34 种独特的肿瘤新抗原，随后将其编码进单链 mRNA。它相当于给免疫系统下达了精确的“通缉令（GPS 坐标）”，配合 Keytruda（释放免疫刹车）使用，实现对微小残留病灶的精准清除。主要定位为辅助治疗（Adjuvant），即在手术切除肿瘤后使用，以防止复发。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 48：V940（mRNA 个性化新抗原疗法）核心数据梳理

临床试验	目标人群	核心数据（有效性 / 安全性）	研发进度	对应美国患者人数
KEYNOTE-942	完全切除后高危黑色素瘤（ⅢB–Ⅳ期），无可见残灶	5年 med FU 60.3mo：RFS HR=0.51；5年RFS 68.8% vs 49.1%；DMFS HR=0.41；安全性以1/2级注射反应/寒战/疲劳为主，≥3级 irAE 两组相当（10.6% vs 12%），无新信号	Ph 2b 完成	~2.5–3.5万
INTerpath-001	完全切除后高危黑色素瘤（ⅡB–Ⅳ期，AJCC 8th），R0切除	Primary = RFS；N≈1,089；入组已完成	Ph 3 在研	~2.5–3.5万
INTerpath-002	完全切除 R0、Stage Ⅱ / ⅢA / ⅢB(N2) NSCLC	Primary = DFS；N≈868	Ph 3 招募中	~4.0–5.0万

注：截至 2026 年 5 月；RFS（Recurrence-Free Survival，无复发生存期）；DFS（Disease-Free Survival，无病生存期）
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 49：个性化肿瘤疫苗（INT/PCV）全球竞争格局（2026.05）

公司	产品名称	靶点/类型	治疗线数	临床阶段	核心数据 (RFS/DFS)	G3+ TRAEs
默沙东 / Moderna	V940	mRNA 个性化新抗原疗法 (34个抗原)	术后辅助 (1L)	Phase 3	RFS HR=0.51 (黑色素瘤 5年长期随访数据)	~15%
BioNTech / 罗氏	BNT122	mRNA 个性化新抗原疗法 (iNeST 平台)	术后辅助 (1L)	Phase 2	胰腺癌 响应者中位 DFS 未达到；CRC 3期筹备中。	~10-12%
Transgene / NEC	TG4050	病毒载体 个性化疫苗 (MVA 平台)	术后辅助 (1L)	Phase 2	头颈癌：Ph1 受试者在 24个月时仍维持无病生存。	< 5%
Gritstone bio	GRT-C901	自扩增 mRNA (samRNA) 平台	晚期 / 辅助	Phase 2	初步验证 samRNA 能以更低剂量诱导更强且持久的 T细胞反应。	待披露

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

心血管与呼吸：Winrevair 和 Enlicitide 或将相继放量

默沙东预计到 2030 年代中期，心血管与呼吸板块的非风险调整后的峰值销售机会将达约 200 亿美元，包括两项核心资产：

1）肺动脉高压药物 Winrevair，2024 年首次获批上市，是全球首款激活素信号传导抑制剂，从病理机制层面实现血管重构的逆转；

2）口服降脂药 Enlicitide（MK-0616），处于 Phase 3 阶段，是一款利用大环肽技术平台实现生物制剂级别降脂疗效的口服 PCSK9 抑制剂。

图表 50：默沙东心血管与呼吸资产梳理

产品名称	技术路径	核心适应症	获批时间 (E)	商业化情况 / 峰值预期	分析
Winrevair (Sotatercept)	**激活素信号抑制剂 (FIC)**	**肺动脉高压 (PAH)**	**已获批 (2024.03 US)**	**2025年收入14.43 亿美元 (同比 +244%)**	**全球首个针对 PAH 病理机制的"疾病修饰"疗法，通过改善血管重构重塑 SoC。公司需向 BMS 支付 22% 的销售分成。**
Ohtuvayre (Ensifentrine)	吸入式 PDE 3/4 双抑制剂	慢性阻塞性肺病 (COPD) 维持治疗	已获批 (2024.06 US)	2025年收入：1.78 亿美元 (10月并购后记录)	新机制吸入式 COPD 药，具备舒张支气管和抗炎双重作用。并购自 Verona Pharma。
Adempas (Riociguat)	可溶性鸟苷酸环化酶 (sGC) 激动剂	PAH、慢性血栓栓塞性肺高压 (CTEPH)	已获批	2025年收入3 亿美元 (同比 +9%)	与 拜耳 (Bayer) 深度合作。受美国专利到期（2023）影响。
Verquvo (Vericiguat)	sGC 激动剂	射血分数降低的心力衰竭 (HFrEF)	已获批 (2021)	收入计入合作分成 4.70 亿美元	与 拜耳 (Bayer) 合作。旨在减少心衰恶化后的死亡及住院风险，是心衰治疗的重要补充。
Enlicitide (MK-0616)	**口服大环肽 PCSK9 抑制剂**	**高胆固醇血症**	**2026.Q4-2027.Q1 (E)**	**峰值预期：百亿美元左右**	**首创口服 PCSK9，以口服形式实现生物制剂级降脂疗效。拥有 FDA 优先审评券，2026 年初申报。**
MK-7262 (HRS-5346)	口服小分子 Lp(a) 抑制剂	动脉粥样硬化相关疾病	2期在研 (2027+)	板块 200 亿美元 商业机遇的重要部分	授权自恒瑞医药。针对顽固性血脂风险靶点 Lp(a)，与 enlicitide 形成降脂管线合力。
MK-4082 (HS-10535)	口服小分子 GLP-1	减重与代谢疾病	1期在研	布局口服减肥药市场	授权自 翰森制药。押注口服化趋势，未来便于开发固定剂量复方制剂 (FDC)
Efinopegdutide (MK-6024)	GLP-1 / GCGR	脂肪性肝炎 (MASH)	2期在研	瞄准高景气度的代谢/肝病领域	侧重于通过减轻肝脏脂肪来治疗 MASH，而非单纯的减重竞争，具有明确的差异化定位
MK-5475	吸入式 sGC 激动剂	COPD 相关肺高压 (PH-COPD)	2/3期在研	填补细分领域治疗空白	利用吸入给药减少全身副作用，专门针对目前缺乏有效疗法的 PH-COPD 人群。

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

Winrevair：重塑肺动脉高压治疗金标准

Winrevair 是全球首个且唯一的用于肺动脉高压的激活素信号调节剂（ActRIIA-Fc 配体陷阱）。截至 2026 年 6 月，全球并无同类进入 Ph 3 的候选产品。

不同于传统扩血管药物，Winrevair 能够平衡促增殖和抗增殖信号通路，针对疾病的底层机制（如 BMPR2 信号异常），实现逆转血管重构。

默沙东 2021 年 11 月通过 115 亿美元收购 Acceleron Pharma 获得 Winrevair。该产品是与百时美施贵宝（BMS）达成的许可协议受体；默沙东需向 BMS 支付销售额的 22%作为特许权使用费。

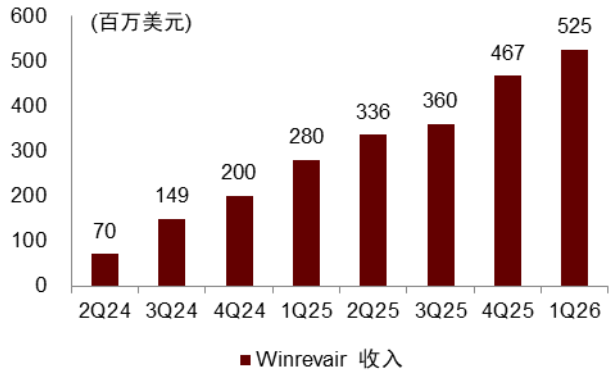
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 51：Winrevair 核心临床研究梳理

临床试验	目标人群	核心数据	研发进度	对应美国患者人数
STELLAR (Ph 3)	广泛期 PAH (WHO 第1组)	主要终点：6分钟步行距离 (6MWD)。数据：实现统计学显著且具有临床意义的改善。	已获批上市 (FDA: 2024.03)	~4.0万 - 5.0万 (PAH 总患病人数)
ZENITH (Ph 3)	高危/重症 PAH (WHO FC Ⅲ或Ⅳ)	主要终点：首次发生主要发病或死亡事件的时间 (复合终点：全因死亡、肺移植、PAH恶化住院)。数据：复合风险显著降低 76% (HR=0.24)；全因死亡风险单独降低 51%。	已获标签扩展 (FDA: 2025.10)	约占 PAH 患者总数的 1/3 (重症群体)
HYPERION (Ph 3)	新诊断 PAH (确诊1年内)	主要终点：首次发生临床恶化事件的时间。数据：相比安慰剂+背景疗法，将临床恶化风险显著降低 76%。	FDA 审评中 (PDUFA: 2026.09.21)	约占 PAH 患者总数的 1/3 (新诊群体)
CADENCE (Ph 2)	左心疾病相关 PH (CpcPH-HFpEF亚组，WHO第2组)	主要终点：24周时肺血管阻力 (PVR) 较基线的降低程度。数据：主要终点达标，PVR 显著下降；探索性次要终点显示临床恶化风险 HR=0.18 (降低 82%)。	Phase 2 成功；正推进至 注册性 Phase 3	~4.0万 - 5.0万 (与 PAH 相当) 理论总人数多达数十万人，检出率更低
SOTERIA (开放标签)	前序临床完成者的长期延伸随访人群(含各期存活患者)	随访15个月显示反转重构疗效具持久性，且严重不良反应率(SAE)仅为2.6%	持续进行中，用于动态收集长期安全耐受性、总生存期(OS)及风险评分改善的滚动数据	动态覆盖前序临床中持续用药的存活患者

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 52：Winrevair 季度收入



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 53：STELLAR/ZENITH 等研究的汇总分析

评估指标	WINREVAIR (n=323)	安慰剂 (n=278)	HR (95% CI); P值
复合终点发生	**25 (7.7%)**	**69 (24.8%)**	**0.25 (0.16, 0.40); <0.0001**
复合终点的组成成分：			
全因死亡	14 (4.3%)	21 (7.6%)	—
肺移植	2 (0.6%)	6 (2.2%)	—
PAH 恶化相关住院	10 (3.1%)	59 (21.2%)	—
无移植生存期 (TFS)	**16 (5.0%)**	**27 (9.7%)**	**0.44 (0.24, 0.83); 0.005**
总生存期 (全因死亡)	**14 (4.3%)**	**21 (7.6%)**	**0.49 (0.25, 0.98); 0.019**

资料来源：公司公告，中金公司研究部

Winrevair（Sotatercept）于 2024 年 3 月以孤儿药身份获 FDA 批准，用于肺动脉高压（PAH, WHO 第 1 组）治疗，通过改善患者运动能力与功能分级、降低临床恶化风险，填补该领域的病理机制治疗空白。作为孤儿药，其享有 7 年市场独占期及生物制品 12 年数据保护期，并曾获得优先审评与突破性疗法认定。

截至 2026 年 5 月，其标签覆盖范围已延伸至广泛期 PAH 维持治疗及高危患者死亡/住院风险降低。在此基础上，针对新诊断 PAH 患者的 HYPERION 研究已提前终止，相应标签扩展申请已提交监管；同时，公司正将管线潜力向患者基数更大的心衰领域延伸，针对左心疾病相关肺高压（CpcPH-HFpEF）的 3 期注册研究已启动布局。

我们分析后续该产品**里程碑**主要有

1）商业化放量；2）HYPERION 研究获批（PDUFA 定于 2026 年 9 月 21 日）；3）推进自动注射器的开发，以提升患者长期用药的便利性；4）

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给自名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

CpcPH-HFpEF 3 期临床的正式启动，将 Winrevair 的治疗潜力从罕见病 PAH 扩展至患者基数更大的心衰相关肺高压领域。

Enlicitide：PCSK9 口服环肽，百亿美元潜力

Enlicitide 是全球首个用于高胆固醇血症的口服大环肽 PCSK9 抑制剂。

截至 2026 年 5 月，全球并无同机制大环肽进入或完成 3 期临床阶段，Enlicitide 已进入审批阶段，并获得优先审评（CNPV）资格。我们预计该产品或将在 2026 年底上市。

不同于传统的注射型 PCSK9 单抗或小分子他汀类药物，它利用先进的大环肽技术平台和脂质渗透增强剂配方，突破大分子口服吸收屏障，直接靶向结合并抑制 PCSK9 与 LDL 受体的相互作用。通过每日口服的便利给药方式，能对标生物制剂（LDL-C 降低 60%左右）的强效降脂疗效。

该产品为默沙东自研，无需支付销售特许权使用费，我们认为该资产未来放量的毛利空间与净利润贡献能力值得期待。

图表 54：Enlicitide 核心临床研究梳理

临床试验	目标人群	核心有效性数据	美国潜在受众人数	研发进展
CORALreef Lipids	广泛高胆固醇血症 (含 ASCVD 风险)	LDL-C 显著降低 59.7% (调整后)；合规性 >97%。	约 3,000 万人 (全美服用降脂药但未达标的总人数)。	已完成 3 期
CORALreef HeFH	杂合子型家族性高胆固醇血症 (HeFH)	LDL-C 显著降低 59.4%；疗效在 52 周内维持稳定。	超过 100 万人。	已完成 3 期
CORALreef AddOn	稳定服用他汀但未达标的患者	相比指南推荐的其他非他汀口服药，LDL-C 降幅显著更优。	包含在上述 3,000 万核心人群中。	3 期成功 (ACC'26 披露)
CORALreef Outcomes	1.45 万名心血管高危受试者	主要终点：至首次发生主要心血管不良事件 (MACE) 的时间。	覆盖全美约 8,600 万 高胆固醇成人。	全入组已完成。主要终点读出预计在 2029 年 11 月。

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 55：Enlicitide 销售峰值测算

测算过程	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
美国患者人数（人）	31,212,000	31,836,240	32,472,965	33,122,424	33,784,873	34,460,570	35,149,781	35,852,777	36,569,833
YoY	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*
渗透率	*0.5%*	*1.2%*	*2.5%*	*4.5%*	*6.5%*	*8.0%*	*11.0%*	*13.0%*	*15.0%*
市占率	*100.0%*	*100.0%*	*100.0%*	*80.0%*	*72.0%*	*64.8%*	*58.3%*	*52.5%*	*49.9%*
接受该药物治疗的患者人数（千人）	156	382	812	1,192	1,581	1,786	2,255	2,446	2,735
月均治疗费用（千美元）	0.29	0.28	0.28	0.27	0.27	0.26	0.26	0.25	0.25
人均治疗时间（月）	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
美国市场收入（百万美元）	543	1,303	2,713	3,906	5,075	5,619	6,951	7,391	8,098
国际市场收入（百万美元）	217	521	1,085	1,562	2,030	2,248	2,781	2,956	3,239
成功率	*80%*	*80%*	*80%*	*80%*	*80%*	*80%*	*80%*	*80%*	*80%*
风险调整后收入（百万美元）	**608**	**1,459**	**3,039**	**4,374**	**5,684**	**6,294**	**7,786**	**8,278**	**9,070**

资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

我们测算 Enlicitide 峰值销售约百亿美元，核心假设包括：

1）价格：管理层多次表示将确保该突破性疗法在大众慢性病市场的广泛可及性。我们预计上市后将采取兼顾医保可及性与高渗透率的“亲民价格”定价策略，旨在规避全美商业医保苛刻的前置审批门槛，直接切入基层医疗（Primary Care）处方大盘。

2）患病群体：美国常规他汀治疗后 LDL-C 仍未达标的广泛高胆固醇血症（含 ASCVD 高危风险）适应症至少包含 3,000 万名患者池。Enlicitide 具备比肩传统注射用生物制剂的强效降脂（关键 3 期临床显示 LDL-C 降幅最高约 60%）和每次一次口服的便捷性优势。我们预计该产品有望跨越传统生物制剂的依从性壁垒，快速获得存量和增量市场，卡位成为心血管领域非他汀类口服联合用药的金标准之一。

图表 56：Enlicitide 竞争格局

竞争层面	公司	产品	技术路径	研发进度	核心数据	预计获批时间
传统疗法	安进 / 赛诺菲	Repatha / Praluent	皮下注射 PCSK9 单抗	已获批上市	强效降低 LDL-C 达 50%-60%，具备长效且扎实的心血管结局(CVOT)硬终点证据	已上市
	Esperion / 第一三共	Nexletol	口服 ATP 柠檬酸裂解酶抑制剂	已获批上市	联用依折麦布约 38%-40%；口服无空腹限制	已上市
口服PCSK9	**默沙东**	**Enlicitide (MK-0616)**	**口服大环肽 PCSK9**	**审批中**	**CORALreef系列显示联用他汀降脂~60%，依从性>97%；需空腹**	**2026年底**
	阿斯利康	AZD0780	口服小分子 PCSK9	全球 Phase 3	Phase 2联用他汀背景下LDL-C下降51%；为无进食限制	2028-2029E
小核酸	诺华	Leqvio (Inclisiran)	皮下注射型 PCSK9 siRNA	已获批上市，进入放量	强效降低 LDL-C 达 50%-52%，一年仅需皮下注射两针，临床端控脂确定性高	已上市

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

Ohtuvayre：首创吸入机制，重塑 COPD 维持治疗范式

Ohtuvayre（ensifentrine）是全球首创且唯一的吸入式磷酸二酯酶 3/4（PDE3/4）双重抑制剂。该产品 1Q26 收入 1.31 亿美元。默沙东于 2025 年 10 月通过约 104 亿美元现金收购 Verona Pharma 获得该资产。默沙东判断美国 COPD 市场规模 2025 年约为 170 亿美元，预计到 2032 年将增至 270 亿美元。

图表 57：Ohtuvayre 核心临床研究梳理

临床试验名称	目标人群	核心有效性数据	美国潜在受众人数	研发进展
ENHANCE	中重度有症状 COPD 患者	FEV1 显著改善（平均增加 87-94 mL）；急性加重风险降低 36%-43%。	约 860 万人（正在接受维持治疗的 COPD 患者）。	已获批上市。1Q26 单季销售额 1.31 亿美元；处方趋势在 3 月开始回升。
MK-5884A	COPD 维持治疗 (固定剂量复合制剂)	联合格隆溴铵 (LAMA)；体外数据显示对支气管平滑肌有强协同舒张作用。	包含在上述 860 万维持治疗人群中，重点针对需多药联用的患者。	2 期临床进行中。旨在确立最佳剂量并简化雾化给药流程。
Ph 2（NCFB）	非囊性纤维化支气管扩张 (NCFB)	针对中性粒细胞炎症。目前该领域 无 FDA 获批疗法。	约 37 万人（美国确诊的 NCFB 患者）。	2 期临床进行中。预计将于 2026 年 9 月 读出主要终点数据。

注：截至 2026 年 5 月；FEV1=Forced expiratory volume in 1 second，第一秒用力呼气容积
资料来源：公司公告，中金公司研究部

我们认为 Ohtuvayre 的差异化优势主要体现在其作为过去二十多年来首个具有创新吸入机制的 PDE3/4 双重抑制剂，能在单一分子中同时实现强效的支气管舒张、非甾体抗炎以及增强粘膜纤毛清除功能，能够满足全美约 50%接受标准维持治疗但仍持续有症状患者的加用治疗需求，以及临床上对于减少长期吸入激素（ICS）副作用、降低急性加重住院风险并改善呼吸质量等需求。

我们分析后续该产品的里程碑主要有：1）MK-5884A 的开发推进：通过与长效抗胆碱能药物（LAMA）联用，进一步强化 Ohtuvayre 的支气管舒张优势，确立在 COPD 维持治疗中的首选地位。2）NCFB（非囊性纤维化支气管扩张症）适应症拓展：公司预计 3Q26 读出 NCFB 的 2 期关键数据。

图表 58：Ohtuvayre 竞争格局

竞争层面	竞争逻辑	公司	产品	技术路径	研发进度	核心数据	获批时间
传统疗法	传统长效舒张剂 (SOC)	GSK/AZ	LAMA/LABA	吸入支气管舒张剂	已上市	FEV1提升100–200mL；但机制上无抗炎、无黏液清除；约半数维持人群仍残存症状/急性加重风险。	已上市
传统疗法	现有口服抗炎旧药	GSK	Roflumilast (罗氟司特)	口服选择性 PDE4 抑制剂	已上市	具备抗炎但无直接舒张疗效，且全身暴露引发严重的胃肠道毒性。	已上市
PDE3/4 吸入	首创双效机制	默沙东	Ohtuvayre	吸入型双重 PDE3/4	获批放量中	ENHANCE 研究：FEV1提升 87-94mL；降低急性加重风险 36%-43%；兼具舒张与抗炎。	已上市 (2024.06)
PDE3/4 吸入	同通路复方制剂	默沙东	MK-5884A	Ensifentrine + 格隆溴铵 (LAMA)	全球 Phase 2	体外显示强协同舒张作用；旨在通过雾化固定剂量复合制剂 (FDC) 接管一线维持治疗。	2029E - 2030E
生物制剂	靶向精准治疗	赛诺菲/再生元	Dupixent	皮下注射 IL-4Rα 单抗	已获批上市	针对 2 型炎症 (高 EOS，约20–25% COPD 人群)	已上市

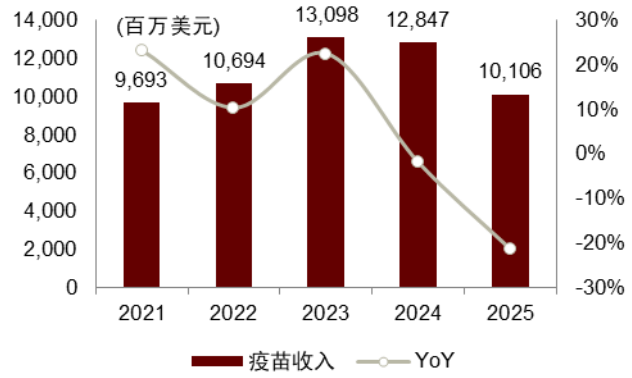
注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

传染病与疫苗：存量承压，多亮点构筑 150 亿美元潜力

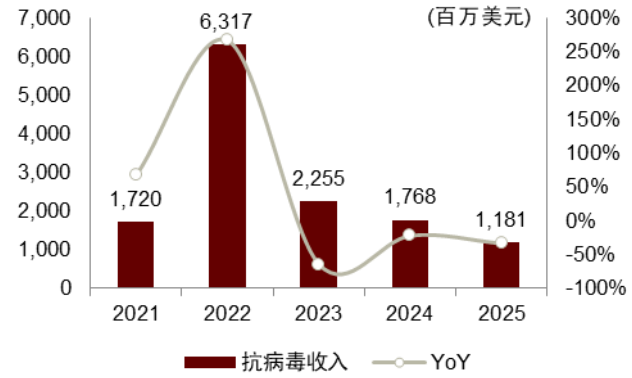
就 2025 年而言，默沙东的疫苗和传染病业务收入达到 113 亿美元，其中疫苗业务收入 101 亿美元，同比-21%；抗病毒收入 12 亿美元，同比-33%。

图表 59：疫苗业务收入和增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 60：抗病毒业务收入和增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

尽管有所承压，我们认为：一方面，以 Gardasil（HPV 疫苗）为代表的核心存量业务已触底。中国市场渠道去库存基本完成，男性适应症亦在中国顺利获批。同时，Capvaxive（21 价肺炎结合疫苗）有针对成人特有血清型的差异化覆盖（覆盖 84% 成人侵入性病例），或将转化为成人市场的领先标准。

另一方面，创新管线展现出高确定性与增长空间。2025 年报发布时，管理层**预计传染病与疫苗板块在 2030 年代中期的（风险调整前）产品销售潜力可达 150 亿美元**，其中包括：

1）HIV 药物在 2030 年代中期的非风险调整商业机会将超过 50 亿美元；

2）通过收购获得的**长效流感预防抗体 MK-1406（原 CD388）**，针对 1.1 亿高危及老年受众提供株系无关的全季保护，峰值或可达 50 亿美元以上；

3）**Enflonsia（clesrovimab）**，作为剂量与体重无关的婴儿 RSV 预防单抗，具备高操作便捷性和跨流行季的强效保护，或将快速放量。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

疫苗与预防性资产：重点关注 1406 和 Enflonsia

图表 61：默沙东疫苗与预防性药物资产梳理

产品名称	适应症	2025年营收 (同比)	美国获批时间	核心临床疗效	竞争格局	研发及商业化状态
Gardasil	HPV (人乳头瘤病毒) 预防	52.33 亿美元 (-39%)	2014年 (9价)	预防由多种 HPV 型号引起的癌症（如宫颈癌）及疾病。	曾为全球主导地位；近年来受到竞争格局恶化和渗透率提升放缓影响。	已上市；中国男性适应症于2025年初获批。
ProQuad/M-M-R Ⅱ/Varivax	儿科常规疫苗 (麻疹、腮腺炎、风疹、水痘）	24.51 亿美元 (-1%)	长期获批	为儿童提供标准的一类/二类疫苗保护。	全球儿科免疫的基础资产，提供稳健的现金流。	已上市；2025年受美国政府库存借调影响，销售额微降。
Vaxneuvance	肺炎球菌感染 (15价)	8.25 亿美元 (+2%)	成人: 2021; 儿童: 2022	针对 15 种血清型提供主动免疫。	儿科市场表现稳健，成人市场逐渐向 Capvaxive 迭代。	已上市；默沙东肺炎疫苗梯队的核心组成部分。
Capvaxive (V116)	成人肺炎球菌感染	7.59 亿美元 (新上市)	2024年6月	21价结合疫苗；针对成人特有血清型设计，覆盖 84% 的美国成人侵入性病例。	凭借“成人特异性”实现代差竞争，优于辉瑞 Prevnar 20 在成人中的覆盖。	已上市 (成人)；儿童适应症 PDUFA 日期为 2026年6月18日。
RotaTeq	轮状病毒胃肠炎	6.72亿美元 (-5%)	较早	保护婴幼儿免受轮状病毒感染。	经典的儿科疫苗资产。	已上市；主要受到国际市场（如中国）需求波动影响。
Pneumovax 23	肺炎球菌感染 (23价)	1.66 亿美元 (-37%)	1983年	23价多糖疫苗；曾是成人预防的长期标准。	衰退期资产；受新型结合疫苗替代影响，销量持续下滑。	已上市；主要作为特定场景下的辅助/序贯方案。
V181 (Dengue)	登革热预防	研发中	预计 2027E+	四价减毒活疫苗；旨在提供针对所有四种血清型的长效保护。	针对未满足需求大的热带地区，是传染病板块的潜在重磅品种。	Phase 3，具备重磅产品潜力
V117 / V118	下一代肺炎球菌疫苗	研发中	N/A	进一步增加年龄特异性血清型的覆盖范围。	或将维持默沙东在肺炎球菌领域的长期代差优势。	早期/临床阶段。
Enflonsia (Clesrovimab)	婴儿 RSV (呼吸道合胞病毒) 预防	1.00 亿美元 (2025年内启动)	2025年6月	长效单抗；无论婴儿体重多少均采用相同剂量的预防方案。	优势在于单剂量给药简便性。	已上市 (美/欧)；正处于商业化初期放量阶段。
MK-1406 (原 CD388)	流感预防 (季节性/大流行)	N/A (1Q26收购)	预计 2027E+	Fc 偶联抗病毒药；Phase 2 显示针对所有流感株系的预防效力达 76%。	与流感疫苗互补；解决免疫受损人群（约 8500 万受众）疫苗应答弱的痛点。	Phase 3 (ANCHOR 研究)；50 亿美元峰值潜力。

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

MK-1406：该品种是一种 Fc 偶联抗病毒药物（DFC），通过共价连接神经氨酸酶抑制剂与人抗体 Fc 片段，实现药物半衰期的显著延长。作为一种潜在的 First-in-class 疗法，我们分析其核心优势是提供株系无关的保护，高危人群在每个流行季仅需单次给药，即可同时覆盖季节性及大流行性流感。

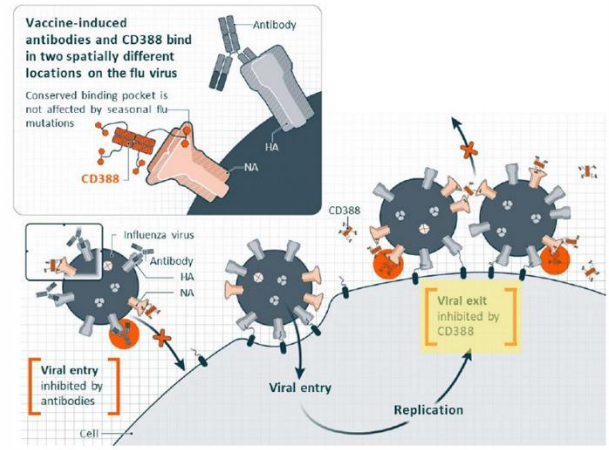
MK-1406 是默沙东 2026 年 1 月 92 亿美元收购 Cidara 获得的。针对约 1.1 亿人的高危及老年受众，填补现有疫苗在免疫受损人群中保护力不足的空白。

截至 2026 年初，该药正在进行 6,000 人规模的 3 期 ANCHOR 研究。北半球的入组已完成，我们预计公司可能在 2027 年初读出 3 期数据。

公司认为 MK-1406 具有超过 50 亿美元的非风险调整潜在商业机会，并将其视为 2030 年代中期驱动增长的核心引擎之一。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 62：MK-1406 作用机制



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 63：MK-1406 Ph 2 数据

主要终点 (ITT 人群)	150 mg组 (N=1,175)	300 mg组 (N=1,192)	450 mg组 (N=1,187)	安慰剂组 (N=1,172)
合资格患者数 [n (%)]	14 (1.2%)	13 (1.1%)	8 (0.7%)	33 (2.8%)
预防效力 (%)	57.70%	61.30%	76.10%	-
95% 置信区间 (%)	(21.1, 78.9)	(27.0, 81.2)	(49.3, 89.9)	-
P值	0.005	0.0024	<0.0001	-

资料来源：公司公告，中金公司研究部

Enflonsia（clesrovimab / MK-1654）：一款长效单抗，通过被动免疫机制，为新生儿及婴儿提供 RSV 流行季的保护。

基于 2b/3 期 CLEVER 及 3 期 SMART 试验的积极数据，Enflonsia 于 2025 年 6 月获 FDA 批准，用于预防婴儿 RSV 相关下呼吸道疾病（LRTD）；欧盟亦于 2026 年 4 月跟进批准。目前，该品种已获得美国 CDC 下属 ACIP 推荐，并被纳入“儿童疫苗计划（VFC）”，为其市场准入提供确定性。

操作简便性：它是全球首个且唯一无论婴儿体重多少均采用单一剂量（105 mg）给药的 RSV 预防方案。相比竞争对手需根据婴儿体重进行分级剂量计算，Enflonsia 明显的简化了诊所接种流程，减少了医疗差错风险。

2025 年在美上市，Q3 销售额因渠道铺货（包括 VFC 订单）达到 7900 万美元，Q4 真实世界应用销售额为 2100 万美元。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

抗病毒：HIV 相关药物带来 50 亿美元潜力

抗病毒板块正处于新旧动能转换期，新冠口服药 Lagevrio 的高基数正在出清；核心商业化资产 Prevymis 凭借适应症的不断拓展维持高增；此外 HIV 资产值得期待。

Prevymis（莱特莫韦）2025 年实现营收 9.8 亿美元，同比增长达 25%。该药物于 2017 年 11 月在美获批，是近 20 年来巨细胞病毒（CMV）预防领域的临床突破。凭借优异的安全窗确立了细分领域的领先地位；在巩固造血干细胞移植（HSCT）核心市场的基础上，Prevymis 成功将适应症扩展至肾移植受者等广阔人群。

图表 64：默沙东抗病毒药物资产梳理

产品名称	适应症	2025年营收 (同比)	美国获批时间	核心临床疗效	竞争格局	研发及商业化状态	资产来源
Prevymis	CMV (巨细胞病毒) 预防	9.8 亿美元 (+25%)	2017年11月	预防移植受者的 CMV 感染；是该领域近 20 年来的重大突破。	细分领域领先；凭借多项适应症扩展（如针对肾移植）维持强劲增长。	已上市；处于高速成长期。	**外部授权 (AiCuris)**
Lagevrio	轻中度新冠肺炎 (COVID-19)	3.80 亿美元 (-61%)	2021年12月 (EUA)	针对高风险成人，降低住院或死亡风险。	随疫情消退需求大幅下滑，面临辉瑞 Paxlovid 竞争。	已上市；处于市场衰退期。	**外部合作 (Ridgeback)**
Isentres	HIV-1 感染治疗	约 3-4 亿美元	2007年	经典的整合酶抑制剂，长期安全性和疗效得到验证。	受三联日服方案（如 Biktarvy）挤压，市场份额持续流失。	已上市；作为稳定的现金流资产。	**自研**
Delstrigo / Pifeltro	HIV-1 感染治疗	未单独列出	2018年	以多拉韦林 (DOR) 为核心的二联/三联日服单片方案。	针对特定患者提供耐受性更好的非整合酶抑制剂选择。	已上市；默沙东现有 HIV 治疗的基础方案。	**自研**
MK-8591A (IDVYNSO)	HIV-1 治疗 (病毒抑制人群)	N/A	2026	首个不含整合酶抑制剂的二联日服方案 (DOR/ISL)，旨在降低代谢毒性。	挑战传统三联疗法。	2026年4月获批	**自研**
MK-8527	HIV 暴露前预防 (PrEP)	在研	预计 2027E+	首创每月一次口服 PrEP 方案；提升用药依从性。	旨在解决日服药依从性挑战，是重要的增量机会。	Phase 3 (EXPrESSIVE 研究)。	**自研**
ISL + Lenacapavir (MK-8591D)	HIV-1 治疗 (病毒抑制人群)	在研	预计 2027E+	首个每周一次口服二联方案；ISL 与吉利德衣壳抑制剂联用。	针对追求便利的患者	Phase 3，2026年6月读出 ISLEND阳性顶线数据	**自研+合作**
ISL + Ulonivirine (MK-8591B)	HIV-1 治疗 (初治/转换)	在研	预计 2028E+	研的每周一次口服方案 (NRTTI + NNRTI)。	补充 ISL 平台组合，提供更灵活的临床选择	Phase 2/3。	**自研**

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

默沙东拥有颇具梯度的 HIV 资产组合。存量业务为差异化的低毒性二联方案；利用“每月一次/每周一次”的全口服长效管线提升份额。我们认为随着 2026 年 IDVYNSO 的获批以及后续多款 Phase 3 长效资产的数据读出，默沙东在 HIV 治疗与预防领域的竞争力与市场份额有望迎来拐点。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 65：默沙东 HIV 药物矩阵及其对应阶段

疾病阶段	目标人群属性	对应药物方案	给药频率	临床/商业状态
暴露前预防 (PrEP)	未感染的高危人群	MK-8527 (NRTTI)	每月一次 (口服)	Phase 3 (EXPrESSIVE 研究)
初治人群 (Naïve)	新诊断、未接受过 ART	IDVYNSO (DOR/ISL)	每日一次 (口服)	Phase 3 成功
初治人群 (Naïve)	新诊断、追求长效	ISL + Ulonivirine	每周一次 (口服)	重启Phase 2，前景尚待验证
病毒抑制切换 (Switch)	病毒量已控制，寻求简化方案	IDVYNSO (DOR/ISL)	每日一次 (口服)	2026年4月 FDA 获批
病毒抑制切换 (Switch)	追求便利，缓解"药疲劳"	ISL + Lenacapavir	每周一次 (口服)	Phase 3 (与吉利德合作)
基础/存量治疗	经典治疗方案	Delstrigo / Pifeltro	每日一次	已上市 (核心现金流资产)

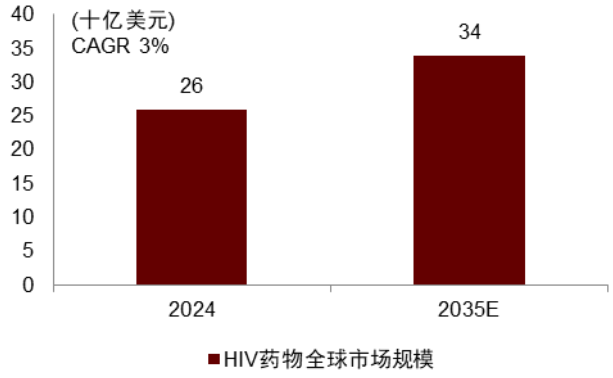
资料来源：公司公告，中金公司研究部

默沙东旨在通过 Islatravir（ISL）平台重塑 HIV 市场，目标在 2030 年代中期实现>50 亿美元的年销售额。

1）存量盘与新增量：Isentress 及 Delstrigo/Pifeltro 提供稳健现金流，但面临竞品挤压。IDVYNSO（DOR/ISL）于 2026 年 4 月获批 Switch label，是全球首个不含整合酶抑制剂（InSTI-free）的二联日服单片方案。针对美国 50%以上的老龄化患者，IDVYNSO 凭借低代谢毒性优势，成为切换人群避开传统 InSTI（如 Biktarvy）副作用的首选。

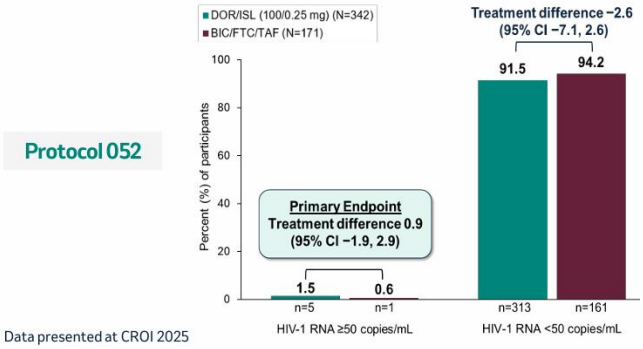
2）长效在研管线：重塑估值的核心驱动力每月一次 PrEP（MK-8527）：处于 Phase 3（EXPrESSIVE 研究）。作为全球首创月服口服预防药，其服药 1 小时内起效且无载入剂量的特性，能彻底解决依从性痛点，是板块内弹性最大的增量。每周一次治疗（ISL/LEN & ISL/ULO）：ISL + Lenacapavir：与吉利德合作，2026 年 6 月读出 Phase 3 数据，48 周有效性非劣于必妥维（Biktarvy）/标准抗反转录病毒治疗方案，我们预计有望成为首个获批的周服口服方案，缓解患者"药疲劳"。ISL + Ulonivirine：完全自研的备份方案，药片更小且无显著 DDI（药物相互作用）。

图表 66：HIV 药物市场规模



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 67：Protocol 052 研究数据（vs. 金标准）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

自免：存量出清，关注 TL1A

自免存量药物 Simponi 和 Remicade 的欧洲及部分地区市场权利于 2024 年 10 月回归强生，因此自免板块 2025 年创新药收入归零。

图表 68：默沙东自免业务资产梳理

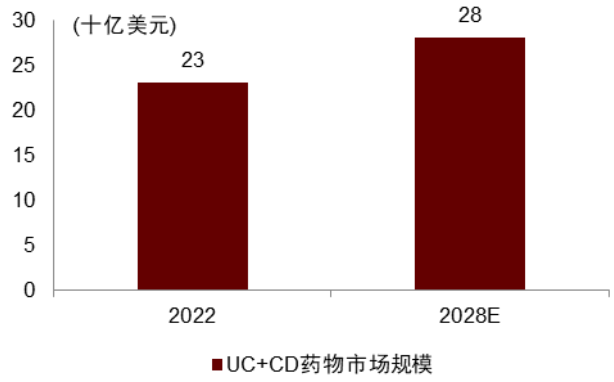
产品名称	核心靶点	产品来源	研发状态	核心适应症	看点
Tulisokibart (MK-7240)	TL1A	收购获得 (2023年108亿美元收购 Prometheus)	Phase 3	溃疡性结肠炎(UC)、克罗恩病(CD)等	2026年8月：预计读出3期ATLAS-UC研究数据。
MK-1045 (CN201)	CD19/CD3	BD获得 (2024年7亿美元首付购自同润生物 / Curon)	Phase 1	B细胞相关免疫疾病	利用双抗技术耗竭致病性B细胞，具备“免疫重置”潜力。
MK-8690 (PRA-052)	CD30L	收购获得 (2023年108亿美元收购 Prometheus)	Phase 1	免疫介导性疾病	默沙东于2025年11月取得该资产全球全权负责权益，正加速早期临床开发。

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

核心资产 Tulisokibart（MK-7240）：默沙东 2023 年 108 亿美元收购 Prometheus 获得，适应症为炎症性肠病（IBD），靶点为 TL1A（肿瘤坏死因子样配体 1A）。

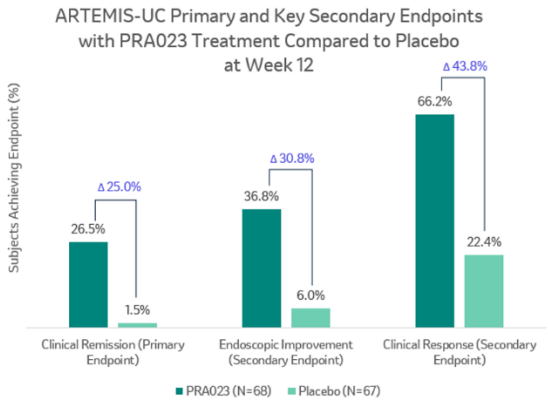
截至 2026 年 5 月，Tulisokibart 针对溃疡性结肠炎（UC）的 3 期 ATLAS 研究和针对克罗恩病（CD）的 3 期 ARES 研究正在稳步推进。

图表 69：UC+CD 药物市场规模



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 70：UC 适应症 Ph 2 数据



资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 71：Tulisokibart（MK-7240）重要临床试验梳理

临床试验	目标人群	核心数据	美国潜在受众	研发进展与核心催化剂
ARTEMIS-UC (Phase 2)	中重度活动性溃疡性结肠炎 (UC)	第12周临床缓解率：26.5% (安慰剂组1.5%)，经调整差值为25.0% (p<0.001)；内镜改善率差值：30.8%。	全美约200万确诊IBD患者中的核心基本盘 (约占半数)	诱导期已取得阳性结果，维持期研究正在进行中。
APOLLO-CD (Phase 2a)	中重度活动性克罗恩病 (CD)	第12周内镜应答率26.0% vs 历史安慰剂12% (p=0.0023，主要终点阳性)；临床缓解率(CDAI<150)：49.1% vs 16% (p<0.0001)	涵盖在全美200万确诊IBD患者中	开放标签诱导期研究证实该靶点具备双适应症泛用性。
ATLAS-UC (Phase 3)	中重度活动性溃疡性结肠炎 (UC)	尚未读出。作为确证性研究，将评估抗炎与抗纤维化双重机制在更大样本量下的维持期表现。	约100万中重度IBD患者(UC与CD合计，亟需二线及以上方案者)	已完成入组，公司预计2026年8月读出关键顶线数据。
ARES-CD (Phase 3)	中重度活动性克罗恩病 (CD)	尚未读出。	涵盖在约100万中重度IBD治疗人群中	正在进行中。
ATHENA (Phase 2)	系统性硬化症相关间质性肺病 (SSc-ILD) 。	尚未读出。主要评估50周时的用力呼气量(FVC)变化。	约4万至6万 (未被满足的罕见重症，具孤儿药潜力)	正在进行中，验证其肠道外抗纤维化潜力。
MK-7240-012/013/014 等 (Phase 2b)	化脓性汗腺炎(HS)、类风湿关节炎(RA)、中轴型脊柱关节炎(AxSpA) 等	尚未读出。	横向扩张的6项新适应症	正在进行中：多项针对皮肤和风湿免疫疾病的Phase 2b试验已于2025年密集启动。

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

MK-8690（CD30L 单抗）。该资产通过阻断致病性 Th17/Th1 细胞通路抑制炎症，代表了调节免疫疾病的新通路。目前处于 Phase 1 阶段，初步数据已验证其基础安全性与靶点结合活性。该靶点在自免赛道冷门，竞争格局温和，具备 First-in-class 潜力。作为填补早期管线的战略补充，丰富了机制多样性。下一步里程碑：加速 Phase1 试验进度，并确定首选开发的免疫适应症。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

眼科：并购 Eyebio，2026E 数据有望读出

默沙东于 2024 年 7 月以 30 亿美元收购 EyeBio，重返眼科领域。2025 年眼科板块暂无创新药产品销售收入。

我们认为眼科板块的关键催化是：MK-3000 针对 DME 的首个 3 期研究 BRUNELLO 主要终点读出（PCD 2026 年 9 月）。针对 anti-VEGF 应答不足的 30%-40%患者，随后通过联用或单药头对头研究，争取进入一线治疗方案。

图表 72：默沙东眼科资产梳理

产品	临床试验	目标人群	竞争逻辑	研发进展和里程碑
MK-3000 (Wnt 激动剂)	BRUNELLO (Phase 3)	糖尿病黄斑水肿(DME)	四价三抗，Wnt 激动剂（模拟 Norrin，无需 TSPAN12），20 年来首个非 VEGF 通路的 DME 机制。	入组已完成，主要完成日期 (PCD) 2026 年 9 月。
	BAROLO (Phase 3)	糖尿病黄斑水肿(DME)		入组已完成，预计 PCD 为 2027 年 3 月。
	SUPER TUSCAN (Phase 2)	新生血管性 AMD(nVAMD) 及视网膜静脉阻塞 (RVO)	验证 Wnt 通路在湿性 AMD 等更广泛视网膜疾病中的疗效。	正在积极招募受试者。
MK-8748 (Tie2/VEGF 双抗)	MALBEC (Phase 2b/3)	新生血管性 AMD(nAMD)	双靶点机制：同时激动 Tie2 通路并抑制 VEGF，旨在改善解剖结构并提高视力。	于 2026 年 4 月启动的关键性注册研究。
	MK-8748-00 (Phase 2b/3)	新生血管性 AMD(nAMD)	作为 MK-8748 后期开发计划的一部分，与 MALBEC 共同支撑监管申报。	于 2026 年 4 月启动的关键性注册研究。
	RIOJA (Phase 1/2a)	nAMD, DME 及视网膜静脉阻塞 (RVO)	早期阳性数据：2025 年 10 月公布的 1b 期 Phase 2 部分数据预计在 2026 年读出。	-

注：截至 2026 年 5 月；BRUNELLO 和 BAROLO 研究对照组分别为雷珠单抗/阿柏西普
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

动物保健：贝卫多稳定放量，研发加速协同创新

1940 年代，默沙东推出全球首款用于防治家禽球虫病的化药磺胺喹沙啉，奠定领先地位。

2025 年，该板块收入 64 亿美元，同比增长 8%。从结构上看，家畜业务贡献 39 亿美元，在各物种需求普涨的驱动下，同比增幅达 13%；宠物业务收入为 25 亿美元，同比增长 2%。1Q26 公司动物保健业务保持强劲势头，全球销售额达 18 亿美元，同比增长 13%。

公司通过战略交易持续完善产品布局。先后收购先灵葆雅、Antelliq、Acuvax & IdentiGEN 和 Elanco 水产动保业务。公司已构筑具竞争力的产品矩阵，覆盖宠物、禽、反刍、水产、马属动物的生物谱系；产品覆盖驱虫、疫苗及慢性病等治疗领域。

图表 73：公司主要动物保健产业梳理

核心领域	代表性产品	产品类型	核心用途与技术特点
宠物	Bravécto (贝卫多)	伴侣动物化药	全球首创3个月长效体内外驱虫药（口服/滴剂），宠物消费市场的绝对爆款，具备强定价权。
	Nobivac (卫佳/诺必ivac)	伴侣动物疫苗	全球宠物疫苗基石。用于犬瘟热、细小、猫三联等核心传染病的免疫预防。
	Sure Petcare	智能化硬件	利用物联网与微芯片技术，实现宠物日常饮食、饮水及猫砂盆行为的微观健康数据监测。
反刍动物	SenseHub® (包含Allflex)	智慧牧场SaaS	智能耳标/项圈监测系统。通过AI算法精准预测反刍动物的发情期、反刍行为并进行未病早期预警。
	Bovilis® 系列	经济动物疫苗	预防牛呼吸道综合征（BRD）、牛病毒性腹泻（BVD）等烈性传染病，是现代规模化牧场的刚需。
家禽	Innovax® 系列	经济动物疫苗	采用活体矢量疫苗技术（HVT），在孵化场对雏鸡实施胚胎期或1日龄接种，提供终身免疫保护。
	Exzolt®	经济动物化药	革命性的家禽饮水给药系统，24小时彻底根除鸡皮刺螨（红螨），免去传统喷药带来的群体应激。
生猪	Porcilis® (御猪威)	经济动物疫苗	猪圆环、蓝耳、支原体肺炎疫苗。支持多联免疫（一针双防），大幅降低场线接种的人工与时间成本。
	IDAL® 系统	数字化医疗器械	皮内高压无针注射系统。利用高压喷射取代传统金属针头，彻底防止交叉感染，杜绝猪肉内的断针隐患。
水产	SLICE®	水产动保化药	全球鲑鱼养殖业抗海虱的黄金标准。因水体用药面临极苛刻的环保审批，该产品具备极高排他性壁垒。
	Vaki	智能水产硬件	智能水产自动计数与生物测定系统，可在不捞鱼的无损状态下监测网箱内鱼群数量、均重与体征。
马属动物	Equilis® (麦斯系列)	马属动物疫苗	针对竞技赛马、高价值种马的专用生物制品。预防马流感（EI）、马破伤风及西尼罗河病毒（WNV）。

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 74：默沙东动物保健业务收并购梳理

时间	交易方式	交易金额（亿美元）	收购/整合对象	完善业务布局	内容
2009年	反向吞并与资产承接	411	Schering-Plough	经济动物高壁垒疫苗管线	全盘接收了全球顶尖的生物制品技术。直接补齐了猪（Porcilis）、家禽（Innovax）和反刍动物（Bovilis）的核心传染病疫苗业务。
2019年	现金收购	24	Antelliq Group	智慧牧场 SaaS 与物联网硬件	跨界拿下全球动物识别与电子监测巨头。引入了智能耳标、智能项圈及全套AI监控算法。
2021年	股权收购	-	IdentiGEN	供应链食品安全 DNA 溯源技术	引入了顶尖的 DNA 追溯技术。使默沙东能够为大型超市、肉类加工商和高端餐饮提供“从农场到餐桌”的肉质检测与供应链溯源服务。
2024年	现金收购	13	Elanco（部分业务）	全球冷水/温水鱼类疫苗与海虱化药	一举拿下大西洋鲑鱼养殖业抗海虱的黄金标准 SLICE®，以及 Vaki 智能水产自动计数与生物测定系统。

注：截至 2026 年 5 月
资料来源：公司公告，中金公司研究部

动物保健市场稳健增长，行业格局集中

受益于伴侣动物和经济动物保健需求的持续增长，全球动物保健市场稳健增长。根据 Precedence research[6]，2025 年全球动物医疗保健市场规模为 731 亿美元，预计 2035 年将增长至 1,720 亿美元，2026 年至 2035 年期间的复合年增长率达 8.94%。其中，北美和欧洲为动物保健的主要市场，二者市场份额占比合计超 62%，亚太地区市场占比紧随其后。

我们认为，动物保健行业展现出较强的**抗周期性**和稳健的增长潜力，主要基于：1）伴侣动物方面，随着全球宠物人性化的加深，宠主对宠物的健康投入呈现**高频次、非价格敏感性**的特征，年轻一代宠主对用药的便捷性提出更高要求；2）经济动物方面，世界卫生组织（WHO）及各国政府对食品安全和“人类抗生素耐药性”的监管日益严苛，传统在饲料中添加抗生素催肥、防病的模式正在被行业监管与限制，经济动物对于动物疫苗的需求逐渐增长。

全球动物保健市场行业集中度较高，已逐渐形成由硕腾（Zoetis）、默沙东以及勃林格殷格翰（Boehringer Ingelheim）为主导的市场格局。硕腾在伴侣动物的皮肤科单抗、高客单价慢性病管理、体内外驱虫化药领域拥有较高临床壁垒与品牌溢价；勃林格殷格翰主要聚焦传统的生猪、家禽烈性传染病疫苗，以及部分宠物心血管和经典驱虫药；默沙东不仅是全球经济动物生物疫苗的绝对龙头，通过收购 Elanco 的水产动保业务成为该领域的领导者，而且在“预防、免疫与数字化管理”领域实现卡位。

[6] https://www.precedenceresearch.com/animal-healthcare-market

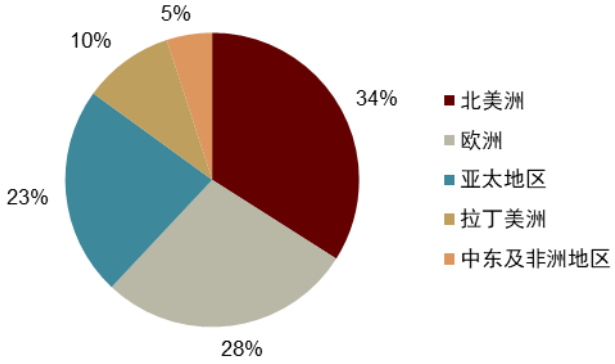
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 75：2025-2035 年全球动物保健市场规模



资料来源：Precedence research，中金公司研究部

图表 76：2025 年动物保健市场分布



资料来源：Precedence research，中金公司研究部

图表 77：全球主要动物保健公司梳理

公司	2025年动保营收（亿美元）	业务结构	2025年核心财务亮点
硕腾	**94.7**	伴侣动物收入占比约70%，主打宠物皮肤科、慢性病、单抗及驱虫药	2025年总营收 94.67 亿美元，同比增长 2%（内生增长 6%）。净利润高达 26.73 亿美元。
默沙东	**63.5**	经济动物与动物疫苗、水产动物保护领先	2025年动保销售额 63.54 亿美元，同比增长 8%（不计汇率增长 9%），增速领跑巨头。明星单品贝卫多（Bravécto）年销售额突破 11 亿美元。
勃林格殷格翰	**~57**	猪禽类疫苗约占50%，传统猪圆环/蓝耳疫苗强，宠物驱虫药（犬心保）为主	2025年动保业务维持平稳，畜禽产品受周期影响面临一定挑战。
Elanco	**47.2**	宠物业务收入占比约55%， 畜禽化药	2025年营收 47.15 亿美元，同比名义增长 6.2%。但由于巨额研发投入和重组费用，GAAP 净亏损 2.32 亿美元。

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司动保业务通过“伴侣+家畜”双轮驱动。1）伴侣动物板块，旗舰重磅**驱虫药 BRAVECTO（贝卫多）**系列展现出高品牌壁垒与海外提价红利，继 2025 年全年 11 亿美元营收后，1Q26 再度实现 3.79 亿美元的突破，同比+16%。此外，2026 年初获美国 FDA 批准的全球首个兼唯一用于治疗犬类过敏性皮炎的**第二代 JAK 抑制剂 NUMELVI**，我们认为有望成为继贝卫多之后的下一个明星单品；2）家畜板块，受益于全球对家禽、反刍动物产品的刚性需求，以及近期收购 Elanco 水产业务后带来的并表强化，1Q26 收入达 10.64 亿美元，同比增长 15%。

公司管理层预期到 2030 年代中期，动保板块年收入将较 2024 年基数实现翻倍以上增长。此外，默沙东正利用其在人类肿瘤学领域的深厚积累，将免疫肿瘤学技术（如 KEYTRUDA 机制）引入动物癌症治疗，加速人类健康研究成果与动物保健产品的协同创新。我们认为，公司动物保健业务近期催化剂主要为：1）长效版 Bravecto 和全新三效驱虫药等新剂型的放量；2）NUMELVI 在美欧两大核心宠物市场的快速渗透；3）大量 II 期临床阶段高壁垒管线加速兑现。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

盈利预测与估值

盈利预测：转向多元化增长驱动

1）K 药：2028 年核心专利到期，公司推出皮下注射剂型 QLEX，我们判断或将部分抵消专利风险，但整体而言 2028 年后面临明显压力。

2）核心肿瘤管线：我们预计 Sac TMT 或将于 1H27 在美国上市，默沙东至少开启了 17 项全球 3 期，我们测算该产品未来销售或可达 150-200 亿美元（风险调整前）；其余多个 ADC、肿瘤疫苗、IO 双抗、血液瘤药物等也将陆续实现销售贡献。

3）其他核心管线：肺动脉高压药物 Winrevair 已获批；口服大环肽 Enlicitide 已提交注册，我们预计将从 2027 年开始明显贡献，峰值或达百亿美元左右。

4）其他存量业务：HPV 疫苗承压，我们判断 2026 年仍有一定波动，后续或将企稳；动物保健业务较为稳健，或可维持个位数增长。

综上，我们预计公司 2026/27 年收入分别为 661/715 亿美元，同比+2%/+8%。

图表 78：默沙东核心产品收入预测

（百万美元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
总收入	**64,168**	**65,011**	**66,142**	**71,469**	**76,677**	**76,678**	**78,610**	**79,768**	**81,782**	**85,450**	**87,668**	**91,010**	**94,035**
YoY		*1%*	*2%*	*8%*	*7%*	*0%*	*3%*	*1%*	*3%*	*4%*	*3%*	*4%*	*3%*
Keytruda	29,483	31,640	32,083	32,404	27,543	20,657	15,493	10,845	7,809	6,091	4,751	4,038	3,432
YoY		*7%*	*1%*	*1%*	*-15%*	*-25%*	*-25%*	*-30%*	*-28%*	*-22%*	*-22%*	*-15%*	*-15%*
Keytruda Qlex		35	1,435	3,588	5,381	4,843	4,359	3,487	2,790	2,232	1,785	1,428	1,143
YoY			*4000%*	*150%*	*50%*	*-10%*	*-10%*	*-20%*	*-20%*	*-20%*	*-20%*	*-20%*	*-20%*
Sac-TMT					2,096	3,604	5,052	6,554	8,110	9,722	10,796	11,901	13,039
YoY						*72%*	*40%*	*30%*	*24%*	*20%*	*11%*	*10%*	*10%*
Zilovertamab Vedotin					1,346	2,064	2,366	2,419	2,474	2,530	2,587	2,645	2,704
YoY						*53%*	*15%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*	*2%*
V940					193	462	844	1,259	1,763	2,012	2,091	2,003	2,017
YoY						*139%*	*83%*	*49%*	*40%*	*14%*	*4%*	*-4%*	*1%*
Gardasil	8,581	5,232	4,081	3,673	3,673	3,673	3,673	3,673	3,673	3,673	3,673	3,673	3,673
YoY		*-39%*	*-22%*	*-10%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
Winrevair	420	1,442	2,743	4,164	5,343	6,037	6,533	7,016	7,407	7,608	7,679	7,616	7,485
YoY		*243%*	*90%*	*52%*	*28%*	*13%*	*8%*	*7%*	*6%*	*3%*	*1%*	*-1%*	*-2%*
Enlicitide				608	1,459	3,039	4,374	5,684	6,294	7,786	8,278	9,070	9,187
YoY					*140%*	*108%*	*44%*	*30%*	*11%*	*24%*	*6%*	*10%*	*1%*
Tulisokibart				684	1,308	1,861	2,448	2,825	3,253	3,508	3,759	3,941	4,095
YoY					*91%*	*42%*	*32%*	*15%*	*15%*	*8%*	*7%*	*5%*	*4%*

注：在研产品已进行成功率风险调整
资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 79：默沙东收入拆分预测

（百万美元）	2024A	2025A	2026E	2027E
总收入	**64,168**	**65,011**	**66,142**	**71,469**
	7%	*1%*	*2%*	*8%*
肿瘤	32,674	35,420	37,600	40,714
疫苗	12,847	10,106	9,200	9,231
医院急症用药	3,316	3,377	2,669	1,967
心血管	1,124	2,402	4,304	6,852
抗病毒	1,768	1,181	955	952
神经科学	223	185	189	192
免疫学	660			684
糖尿病	2,269	2,544	1,162	561
其他制药业务	2,507	2,927	2,839	2,754
动物健康	**5,876**	**6,354**	**6,864**	**7,195**
收入增速				
肿瘤	18%	8%	6%	8%
疫苗	-2%	-21%	-9%	0%
医院急症用药	-2%	2%	-21%	-26%
心血管	85%	114%	79%	59%
抗病毒	-22%	-33%	-19%	0%
神经科学	-3%	-17%	2%	2%
免疫学	-26%	-100%	-	-
糖尿病	-33%	12%	-54%	-52%
其他制药业务	7%	17%	-3%	-3%
动物健康	4%	8%	8%	5%

注：在研产品已进行成功率风险调整
资料来源：公司公告，中金公司研究部

如上文所述，公司毛利率处于行业中上水平，销售管理费用率处于较低水平。

公司采取较为特殊的会计处理方式，将前期预付款及未获批里程碑付款直接计入当期研发费用，因此研发费用较高，净利率经常受到大额并购而出现影响，且在公司披露的 Non-GAAP 利润中也并不会全额加回。但我们认为此等变动在管理层可控范围内，市场对此较为理解，部分投资者将会把并购事项的 EPS 影响剔除后来看待公司的盈利能力和估值水平。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 80：损益表和增长/利润率预测

利润表（百万美元）	2024A	2025A	2026E	2027E
收入净额	**64,168**	**65,011**	**66,142**	**71,469**
制药业务	57,399	58,149	58,917	63,914
动物健康	5,876	6,354	6,864	7,195
其它收入	893	508	361	361
收入成本	(15,193)	(16,382)	(16,680)	(17,939)
毛利润	48,975	48,629	49,462	53,529
产品开发费用	(17,938)	(15,789)	(27,780)	(18,224)
销售和管理费用	(10,816)	(10,733)	(11,112)	(11,792)
经营收入（亏损）	20,221	22,107	10,571	23,512
其它净收入（费用）	24	(151)	(154)	(166)
税前利润	19,936	21,067	9,425	22,274
所得税费用	(2,803)	(2,804)	(2,262)	(3,007)
归母净利润	17,133	18,263	7,163	19,267
经调整净利润	19,460	22,522	12,630	23,634
经调整摊薄每股收益（美元）	7.66	8.98	5.09	9.52
增速和利润率				
增速分析				
收入净额	6.7%	1.3%	1.7%	8.1%
制药业务	7.1%	1.3%	1.3%	8.5%
动物健康	9.2%	9.8%	10.4%	10.1%
利润率分析				
毛利率	76.3%	74.8%	74.8%	74.9%
销售和管理费用率	16.9%	16.5%	16.8%	16.5%
研发费用率	28.0%	24.3%	42.0%	25.5%
经营利润率	31.5%	34.0%	16.0%	32.9%
息税折旧摊销前利润率	38.5%	43.0%	25.7%	42.5%
息税前利润率	31.5%	34.0%	16.0%	32.9%
实际税率	14.1%	13.3%	24.0%	13.5%
经调整净利率	30.3%	34.6%	19.1%	33.1%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 81：资产负债表和现金流量表

资产负债表（百万美元）	2024A	2025A	2026E	2027E
现金及现金等价物	13,242	14,565	8,183	18,001
短期投资	447	0	0	0
应收账项及票据	10,278	11,775	11,980	12,945
存货	6,109	6,658	6,779	7,291
其他流动资产	8,706	10,518	10,518	10,518
流动资产	38,782	43,516	37,459	48,755
长期投资	463	956	956	956
固定资产	23,779	25,316	27,817	28,533
无形资产及其他	16,370	26,681	26,255	25,163
商誉	21,668	21,579	21,579	21,579
其他非流动资产	16,044	18,818	18,818	18,818
非流动资产	78,324	93,350	95,425	95,050
总资产	**117,106**	**136,866**	**132,885**	**143,805**
借款	2,649	2,589	2,589	2,589
应付账款	4,079	4,404	4,484	4,577
应付股息	2,084	2,140	2,140	2,140
应付所得税	3,914	4,726	4,726	4,726
其他流动负债	15,694	14,468	14,468	14,468
流动负债	28,420	28,327	28,407	28,500
长期贷款	34,462	46,750	46,750	46,750
其他长期负债	7,852	9,127	9,127	9,127
非流动负债	42,314	55,877	55,877	55,877
总负债	**70,734**	**84,204**	**84,284**	**84,377**
普通股	1,788	1,788	1,788	1,788
资本公积	44,704	45,029	45,029	45,029
库存股	-58,303	-62,999	-65,999	-65,999
留存收益	63,069	73,075	72,005	82,823
累积其他综合损失	-4,945	-4,287	-4,287	-4,287
归母权益	**46,372**	**52,662**	**48,601**	**59,428**
负债与权益总计	**117,106**	**136,866**	**132,885**	**143,805**
现金流量表（百万美元）	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**
净收入	17,133	18,263	7,163	19,267
折旧与摊销	4,499	5,838	6,425	6,875
营运资本变动	(3,667)	(6,976)	(246)	(1,384)
其他非现金调整项	3,503	(653)	-	-
经营活动产生的现金流量净额	21,468	16,472	13,342	24,759
资本性支出	(3,372)	(4,112)	(8,500)	(6,500)
投资活动产生的现金流量净额	(7,734)	(13,741)	(8,500)	(6,500)
筹资活动产生的现金流量净额	(7,032)	(1,922)	(11,224)	(8,440)
汇兑损益	(293)	563	-	-
现金及现金等价物净变动	6,409	1,372	(6,382)	9,819

资料来源：公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

估值：给予默沙东跑赢行业评级，目标价 138 美元，对应 2027 年经调整 P/E 15x

考虑 2026 年 EPS 有一次性并购的干扰，我们采用 2027E EPS 对公司进行估值。现价对应 2027 年经调整 P/E 12 倍。

考虑 Sac-TMT、Enlicitide 或将陆续商业化，我们认为公司顺利跨过 K 药专利到期压力，形成多个驱动构成的新增长态势，我们给予公司跑赢行业评级。

我们选择辉瑞/强生/艾伯维等 9 家可比公司，分别为默沙东在肿瘤、疫苗、心血管等领域的主要竞争对手。9 家公司市盈率有所分化，其中包含了近期面临大额专利压力的辉瑞/BMS，也包括核心产品放量、享受高估值的礼来等公司，我们认为可以较为全面地反映大药企板块的估值生态。

市场一度担心默沙东 K 药专利过期后面临业绩大幅下滑，但如我们分析，公司已经构筑了多元创新矩阵，我们认为公司正从被市场悲观定价中扭转，参考 9 家美股可比公司平均 2027E 经调整 P/E 15 倍，我们给予默沙东目标价 138 美元，较现价有 21%上行空间。

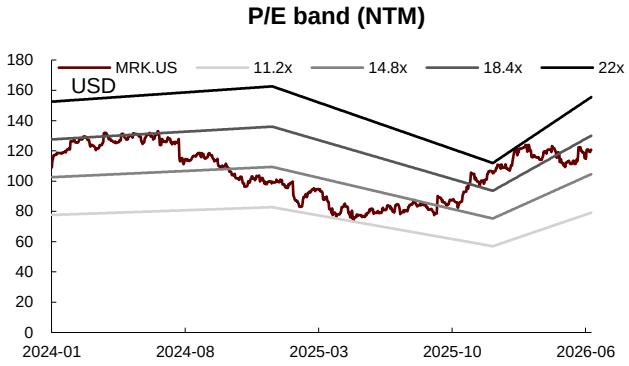
图表 82：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	收盘价 (06-18)	市值 （百万美元）	营业收入 （财报货币 百万）		市盈率		市销率		股息率（%）	
					2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
MRK.US	**默克(MERCK)***	**USD**	**113.87**	**281,239**	**66,142**	**71,469**	**22**	**12**	**4**	**4**	**3**	**3.1**
美股可比公司												
PFE.US	辉瑞制药*	USD	25.21	143,683	61,331	58,676	9	9	2	2	6.7	6.7
JNJ.US	强生	USD	228.39	549,784	100,901	107,808	20	18	5	5	2.3	2.5
LLY.US	礼来(ELI LILLY)*	USD	1098.57	1,034,569	83,032	99,121	31	24	12	10	0.8	1
ABBV.US	艾伯维(ABBVIE)	USD	216.49	382,493	67,330	72,996	15	14	6	5	3.2	3.3
BMY.US	百时美施贵宝	USD	54	110,272	47,320	46,203	9	9	2	2	4.7	4.9
NVS.US	诺华制药	USD	147.08	299,281	56,367	59,983	17	15	5	5	3	3.2
RHHBY.US	罗氏控股-ADR	CHF	49.74	322,524	62,674	65,247	16	15	4	4	3.1	3.2
GILD.US	吉利德科学	USD	123.76	153,657	30,433	32,359	N.M.	13	5	5	2.6	2.8
AZN.US	阿斯利康	USD	174.93	271,318	63,484	67,687	17	15	4	4	1.9	2
平均值							**17**	**15**	**5**	**5**	**3.1**	**3.3**

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期；各公司收盘于 2026-06-18；各公司市盈率均为经调整口径
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

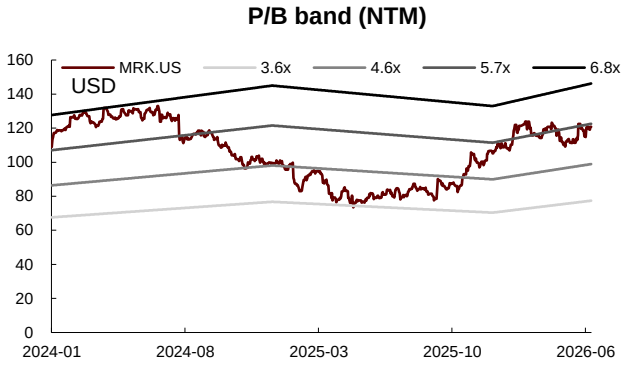
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 83：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 84：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

风险

专利到期。核心大单品 Keytruda 将于 2028 年步入专利到期窗口，此后将面临生物类似药的全面冲击。若后续管线未能及时形成接续，公司营收端或承受显著下行压力。

竞争格局恶化。公司在肿瘤及疫苗领域面临持续挑战。若竞品在疗效数据上实现反超，或在市场准入与推广上采取更激进策略，将对其现有市场份额构成实质性威胁。

研发失败。公司 ADC、口服环肽等前沿领域布局了上百个在研项目，但新药研发本身具备高失败率特征。一旦关键资产临床或注册失利，将直接影响远期增长逻辑的兑现。

降价超预期。美/欧/中等核心市场正面临控费压力（如美国 IRA 法案、部分区域带量采购）。叠加全球地缘政治引发的关税变动风险，均可能对盈利水平产生非线性冲击。

商誉减值。公司不断通过并购拓展业务边界，若标的资产管线兑现不及预期，或投后整合出现摩擦，不排除触发大额商誉减值，进而拖累当期业绩表现。

监管处罚。公司产品在全球所有主要地区上市，且为人体直接注射或服用的治疗药物，未来，若出现超出预期的副作用等问题，则可能对患者健康造成影响，并受到监管处罚，对公司经营造成影响。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

团队信息



高远　分析员
全球研究
SAC 执证编号：S0080523030004
SFC CE Ref：BXE841
yuan5.gao@cicc.com.cn



刘雅馨　分析员
医药
SAC 执证编号：S0080525030004
yaxin.liu@cicc.com.cn



杨鑫，CFA　分析员
交运物流及出行
SAC 执证编号：S0080511080003
SFC CE Ref：APY553
xin.yang@cicc.com.cn



张璇　分析员
医药
SAC 执证编号：S0080517040001
SFC CE Ref：BHM689
jin.zhang@cicc.com.cn



朱言音　分析员
医药
SAC 执证编号：S0080517120001
SFC CE Ref：BIH554
yanyin.zhu@cicc.com.cn

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，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。

V190624
编辑：樊荣

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。