下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

证券研究报告

全球 MNC 2026Q2 深度复盘和前瞻展望

2026.09.06

中泰医药首席 祝嘉琦
S0740519040001
zhujq@zts.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

关键结论

- **1、全球 MNC 整体格局：总量温和扩张，增量与估值高度集中。**2026 Q2季度，22 家 MNC 制药业务收入合计约 2,263 亿美元，同比增长约 10%。高增长集中于礼来（Mounjaro 99.4 亿美元、+91%，Zepbound 49.3 亿美元、+46%，二者合计占其制药收入约 65%）、argenx（+60%）与高德美（+26%）。低增长主要由三类因素造成：专利悬崖、汇率扰动、价格与份额压力。高集中度且面临专利到期的公司包括默沙东（Keytruda 系列占比 57%，同比转为 −1%）、赛诺菲（Dupixent 占比约 44%，美国化合物专利 2031 年 3 月到期）与百时美施贵宝（Eliquis 占比约 34%）。
- **2、从治疗领域来看，重视自免领域的真实临床需求。**十大疾病领域中，2026Q2 自免共计 337.0 亿美元、环比增长 20.9%，是唯一同比（+12.6%）与环比双高且内部高度一致的领域，Dupixent、Skyrizi、Rinvoq 同比分别为 37.6%、24%、24%，环比分别为 24%、23%、19%，我们认为体现了真实需求的扩张。实体瘤以 384.6 亿美元居首但 PD-1 增长接近持平，Keytruda 同比 −1%、Opdivo 同比 −4%。代谢/减重 317.2 亿美元、环比 +11.2%，疫苗 86.8 亿美元、环比 −0.6%，为唯一负增长领域。
- **3、全球大药：药王完成交替，Top10 由代谢与自免主导。**全球前十大品种 2026Q2 合计约 549 亿美元，较 2025Q1 的约 383 亿美元增长 43.3%。Mounjaro 由 2025Q1 的 38 亿美元增至 2026Q2 的 99 亿美元，Keytruda 于 83 亿美元见顶后回落至 79 亿美元，两者于 2026Q1 完成交替（87 亿对 79 亿），Q2 差距扩大至 20 亿美元。Keytruda 已连续两个季度持平，其中静脉剂型环比 −0.03%，系列增量全部来自皮下剂型转换。
- **4、中国分子：已成规模地进入 MNC 路演材料。**Fruquintinib（和黄，武田）、Zegfrovy（迪哲，阿斯利康）、CARVYKTI（传奇，强生）已进入 MNC 已上市品种，pimicotinib（和誉，默克集团）、rovadicitinib（正大天晴，赛诺菲）处于申请上市阶段；III 期及注册阶段另有 sac-TMT（科伦博泰，默沙东）、PF‘4404（三生，辉瑞）、iza-bren（百利天恒，BMS）、risvutatug rezetecan 与 mocertatug rezetecan（翰森，GSK）等多项在研管线。
- **5、移除管线：赛诺菲被动出清后期管线、罗氏主动移除早期管线。**赛诺菲移除 12 项居首，且集中于 III 期及注册阶段（itepekimab 全线终止、amlitelimab 放弃递交、riliprubart CIDP 无效性终止、venglustat 法布雷病未达标），在电话会中表示"加强 BD 势在必行"；罗氏移除 8 项但全部位于 I/II 期。跨公司出现一致性否定的靶点/疾病方向包括：HTT ASO 路径（tominersen 在罗氏与中外制药同时移除）、TIGIT（阿斯利康 Imfinzi 联合 domvanalimab 的 III 期）、TROP2 ADC 联合疗法。肥胖赛道同样在做减法，诺和诺德 monlunabant、安进 AMG 513、礼来 GBA1 基因治疗、辉瑞的口服均被移除。

下载日志已记录，仅供内部参考

关键结论

- **6、买方战略布局：交易规模扩张，中国资产占据金额前列。**2026Q2 新增重点 BD 16 笔、约 456 亿美元，新增重点并购 15 笔、约 574 亿美元，合计 31 笔、约 1,030 亿美元。金额前两大 BD 交易均来自中国，分别为 BMS 引进恒瑞资产（152 亿美元）与辉瑞引进信达资产（105 亿美元）。并购金额前三位为默克集团收购 Bio-Techne（113 亿美元）、艾伯维收购 Apogee（109 亿美元）与 GSK 收购 Nuvalent（106 亿美元），三者金额接近而资产阶段相差数年。
- **7、买方购买力：电话会表态反映各家 BD 意愿的差异，流动性规模决定 BD 的客观条件。**流动性绝对规模居前的为强生（207.6 亿美元）、安进（139.9 亿美元）与罗氏（120.6 亿美元），但安进资产负债率达 87.8%，其电话会口径相应为“主要关注小型、早期资产”。再生元、Vertex、中外制药与 argenx 为净现金公司，表态与财务能力自洽。艾伯维资产负债率 104.4%，吉利德单季确认 IPR&D 支出 111 亿美元后可部署流动性降至 31.8 亿美元、口径转为“整合新项目”。礼来为最活跃买方，占本季 31 笔重点交易中的 13 笔（41.9%），2026 年至今交易金额 549 亿美元、为 2025 年全年的 3.1 倍，交易方向明显差异于其现有收入结构。
- **8、重点板块：五条主线的共同规律是差异化维度的迁移。**其一，GLP-1 七大主流品种单季 241 亿美元、环比增长 3.2%，为 2024 年以来次低，10 家 MNC 的 31 项在研管线聚焦淀粉素、长效、口服与减脂增肌四条路径，疗效边际收益下降，差异化转向给药方式与减重质量。其二，CDK4/6 三家从未开展相互头对头研究，份额由早期辅助适应症覆盖广度决定，Kisqali 单季 17.0 亿美元居首；选择性 CDK4 抑制剂以耐受性为切口，BGB-43395 的 3 级中性粒细胞减少发生率为 0%，而已上市品种为 24%—59%，有望抢占市场份额。其三，PD-1 两大龙头静脉基本盘已停止增长，Keytruda 静脉剂型环比 −0.03%，增量完全来自皮下转换与后排差异化适应症，ADC 与 PD-1×VEGF 双抗的布局将决定 2028 年后的存量格局。其四，BTK 存在头对头优效证据，格局为替代而非共存，泽布替尼单季 12.48 亿美元居全球首位，我们判断相较于 CDK 市场，BTK 拥有明确的循证依据，未来仍会持续提高市占率。其五，Th17 轴已由“TNF 替代”进入“IL-23 内部分化与口服化”阶段，IL-23p19 两款合计 75.51 亿美元、显著超过 IL-17A 两款的 26.80 亿美元；Th2 轴疗效天花板偏低（目前Dupixent在 AD 适应症上 W16 EASI90 仅 30%—36%），Ebglyss 上市七个季度收入 2.01 亿美元、约为 Dupixent 的 3%，我们认为下一代 Th2 轴疗法至少需在疗效、给药频次、剂型三维中形成一维代际差距。

- **风险提示：关键临床试验读出不及预期；美国药品定价政策及 340B 相关规则变化超出预期；专利到期与生物类似药竞争进度快于预期；BD 与并购交易的后续里程碑兑现存在不确定性；汇率大幅波动；第三方数据失真；数据更新不及时等。**

下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券
ZHONGTAI SECURITIES

目录

CONTENTS

1 MNC 总览

2 单药与管线

3 交易与战略

4 五大重点板块拆解

5 重点公司分析

6 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券
ZHONGTAI SECURITIES

目录

CONTENTS

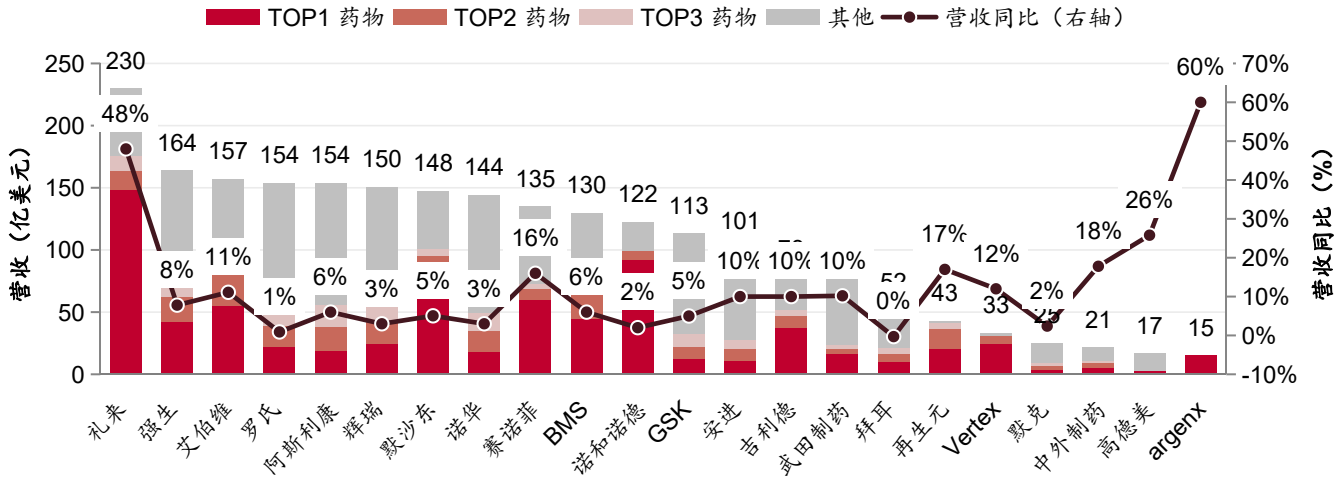
1 MNC 总览
2 单药与管线
3 交易与战略
4 五大重点板块拆解
5 重点公司分析
6 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 全球 MNC 整体格局：总量温和扩张，增量与估值集中

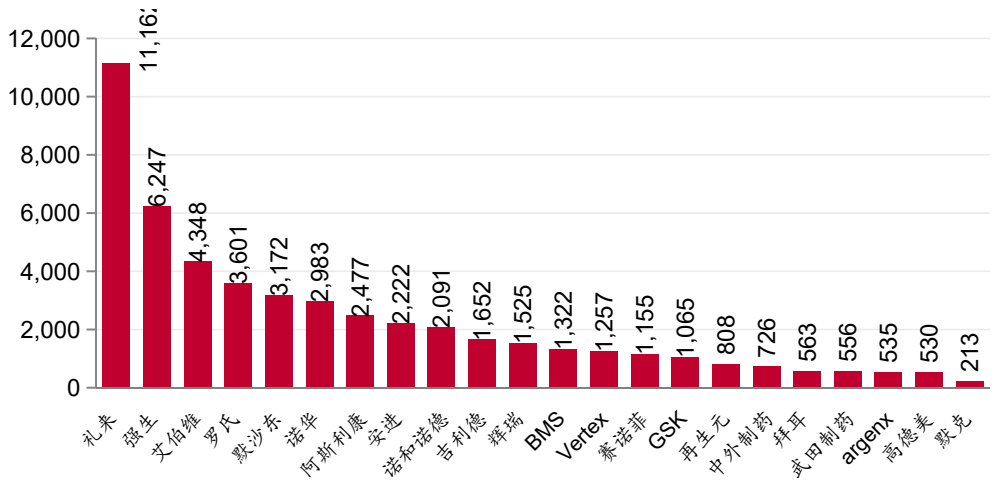
- 2026 年二季度，22 家跨国药企（MNC）制药业务合计实现收入约 2,263 亿美元，同比增长约 10%。
- **高增长公司：礼来、argenx、高德美。**礼来：Mounjaro 单季 99.4 亿美元（同比 +91%、环比 +15%）、Zepbound 49.3 亿美元（同比 +46%、环比 +18%），二者合计占公司制药收入约 65%；口服 GLP-1 orforglipron 于本季首次贡献收入 0.98 亿美元。argenx：增速 60% 来自于 VYVGART 在全血清型 gMG 扩标后放量，单季产品收入 15.16 亿美元，其中美国 12.73 亿美元（+59%）、日本 1.02 亿美元（+117%）；公司披露美国血清阴性 gMG 新增可及患者约 1.1 万人，已覆盖超过 80% 的相关处方医生。高德美：增速 26% 主要由 Nemluvio（nemolizumab）贡献，上半年该品种全球净销售 4.33 亿美元，占公司上半年收入增量的约 44%，其中结节性痒疹的美国付费新患者份额已达约 42%、特应性皮炎约 9%。
- **中增长公司：中外制药、再生元、赛诺菲。**中外制药：上半年收入同比增长 14.7%，主要来自对罗氏的 Hemlibra 出口与对高德美的 Nemluvio 出口放量，其中汇率正贡献（汇率对经营利润的贡献约占其利润增量的三分之一）。再生元：增速 17% 主要由 EYLEA HD（5.96 亿美元、环比 +27%）与 Libtayo（4.89 亿美元、+30%）贡献。赛诺菲：增速 16%（恒定汇率 +17.8%）由免疫业务驱动——Dupixent 单季 59.6 亿美元、同比 +37.6%（CER 口径），受益于 COPD、CSU 等新适应症放量，是公司整体增量的最大来源。需要注意的是，Dupixent 单季增速存在一次性因素，管理层口径内生增速约为 15%。

图表：MNC 2026Q2 制药业务营收，同比增速及 TOP3 药物占比



资料来源：各公司财报，中泰证券研究所，业绩口径统一至制药业务，EUR/USD 1.1563

图表：MNC最新市值（截至 2026 年 8 月 11 日，亿美元）



资料来源：Wind，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 全球 MNC 整体格局：总量温和扩张，增量与估值集中

- **低增速公司：诺华、辉瑞、罗氏、诺和诺德等。**原因大致可分为以下几类：
- **其一，专利悬崖主导。**诺华报告口径增长 3%，但是恒定汇率仅增长 1%。对于诺华而言，当前仿制药影响较大，失去专利独占权产品收入由 42 亿美元降至 23 亿美元；与此同时，8 个增长驱动品种恒定汇率增长 36%。辉瑞报告口径增速 3%，公司指引明确 2026 年仿制药与生物类似药竞争将拖累收入约 11 亿美元。
- **其二，汇率扰动。**罗氏上半年集团销售恒定汇率增长 6%，但是瑞郎口径下降 2%；其中制药业务恒定汇率增长 6%，瑞郎口径下降 1%。公司明确将两种口径的显著差异归因于瑞郎升值。按 3 月 31 日汇率保持稳定的情景假设，汇率对集团销售增速的影响预计为 Q1 −11 个百分点、Q2 −4 个百分点、Q3 −1 个百分点、Q4 0 个百分点。
- **其三，价格与份额压力。**诺和诺德报告口径增速 2%，其减重业务单季收入同比增长 16%，而同期全球品牌减重药市场容量增长 81%；美国市场收入仅增长 4%，而美国市场容量增长 87%。公司在业绩材料中明确归因于"lower realised prices"（实现价格下降）。

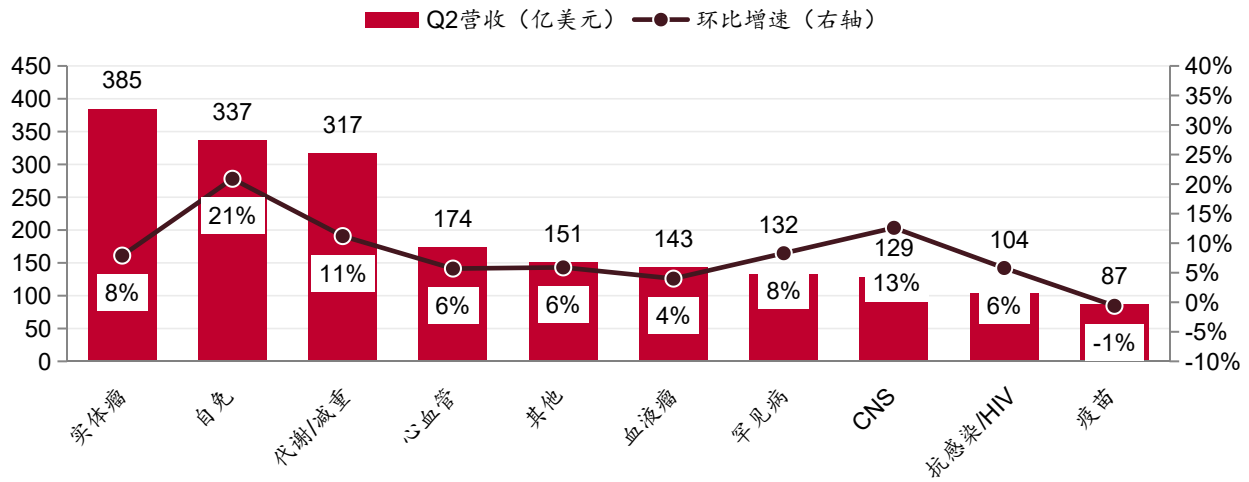
- **高集中度且面临专利悬崖的公司：默沙东、百时美施贵宝、赛诺菲、诺和诺德等。**2025—2030 年是行业史上规模最大的一轮专利悬崖，Evaluate 测算 2025—2030 年潜在受影响销售额超 3,000 亿美元，且本轮标的从小分子转向复杂生物药。
- **默沙东：**Keytruda 单季 79.0 亿美元、占比约 53%（计入皮下剂型 Keytruda Qlex 的 4.63 亿美元后系列占比约 57%），本季同比已转为 -1%；美国化合物专利 2028 年 12 月到期、欧洲 2031 年，且自 2029 年 1 月起将先受 IRA 政府定价冲击，此外公司还有 Januvia/Janumet 2026 年到期。
- **百时美施贵宝：**Eliquis 单季 44.8 亿美元、占比约 34%，2026 年到期并叠加 IRA 谈判价生效；Opdivo 美国 2028 年、欧盟 2030 年、日本 2031 年到期。两者合计约占公司利润一半。
- **赛诺菲：**Dupixent 单季 59.6 亿美元、占公司收入约 44%，美国化合物专利 2031 年 3 月到期。
- **辉瑞：**Eliquis（与 BMS 共有）2026 年、Ibrance 2027 年、Xtandi 2027 年到期；据GlobalData预测，受专利悬崖影响，包括BMS、辉瑞和诺华在内的部分大型药企，其前五大药品收入到2030年最大降幅可达62%。
- **诺和诺德：**司美格鲁肽在美欧主要市场专利延续至 2030 年代初，但中国专利自 2026 年起陆续到期；更现实的冲击来自替尔泊肽竞争与价格下行。

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 治疗领域维度：重视自免领域的真实临床需求

- **2026 年二季度十大领域合计收入 1965.3 亿美元，同比 +8.8%、环比 +9.7%，自免领域环比增长 20.9%。**规模由高至低依次为实体瘤（385 亿美元，环比 +7.9%）、自免（337 亿美元，环比 +20.9%）、代谢/减重（317 亿美元，+11.2%）、心血管（174 亿美元，+5.7%）、其他（150.7 亿美元，+5.9%）、血液瘤（143 亿美元，+4.0%）、罕见病（132 亿美元，+8.3%）、CNS（129 亿美元，+12.6%）、抗感染/HIV（104 亿美元，+5.8%）与疫苗（87 亿美元，−0.6%）。
- **自免是十大领域中同比（+12.6%）与环比（+20.9%）双高增、且内部高度一致的领域。**前三大品种 Dupixent（59.60 亿美元，同比 +38%、环比 +24%）、Skyrizi（55.1 亿美元，+24%/+23%）、Rinvoq（25.3 亿美元，+24%/+19%）。我们认为这一定程度上反映了全球自免领域的真实临床需求。

图表：各治疗领域 Q2 营收及环比增速



资料来源：各公司财报，中泰证券研究所。注：领域为手动分类标签；金额为实际汇率口径，增速为 CER 口径

图表：各治疗领域 Top3 代表产品 Q2营收明细

领域	产品	公司	亿美元	同比	环比
实体瘤	Keytruda	默沙东	79.0	-1%	-0%
	Opdivo	百时美施贵宝	24.9	-4%	16%
	Tagrisso	阿斯利康	19.4	6%	6%
自免	Dupixent	赛诺菲	59.6	**38%**	**24%**
	Skyrizi	艾伯维	55.1	**24%**	**23%**
	Rinvoq	艾伯维	25.3	**24%**	**19%**
代谢/减重	Mounjaro	礼来	99.4	91%	15%
	Zepbound	礼来	49.3	46%	18%
	Ozempic	诺和诺德	48.0	5%	13%
心血管	Eliquis	百时美施贵宝	44.8	21%	8%
	Eliquis	辉瑞	24.3	19%	12%
	Vyndaqel family	辉瑞	17.6	8%	10%
血液瘤	DARZALEX	强生	42.1	18%	6%
	Calquence	阿斯利康	10.2	16%	11%
	Venclexta	艾伯维	7.7	10%	0%
罕见病	TRIKAFTA	Vertex	25.0	-2%	6%
	Hemlibra	罗氏	16.1	11%	9%
	Ultomiris	阿斯利康	13.1	12%	3%
CNS	Ocrevus	罗氏	22.0	7%	5%
	VYVGART franchise	argenx	15.2	60%	17%
	Kesimpta	诺华	14.2	32%	22%
其他	Vabysmo	罗氏	12.8	8%	1%
	Trelegy	葛兰素史克	10.4	-7%	20%
	Botox Cosmetic	艾伯维	7.3	3%	9%
抗感染/HIV	Biktarvy	吉利德	37.7	7%	12%
	Dovato	葛兰素史克	10.1	13%	12%
	Descovy	吉利德	9.7	48%	20%
疫苗	Prevnar family	辉瑞	13.4	-4%	-21%
	Shingrix	葛兰素史克	11.9	3%	-13%
	Gardasil 9	默沙东	11.7	4%	9%

资料来源：各公司财报，中泰证券研究所。注：金额为实际汇率口径，增速为 CER 口径

下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券
ZHONGTAI SECURITIES

目录

CONTENTS

1 MNC 总览

2 **单药与管线**

3 交易与战略

4 五大重点板块拆解

5 重点公司分析

6 风险提示

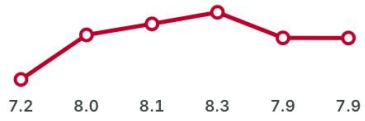
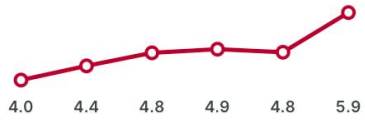
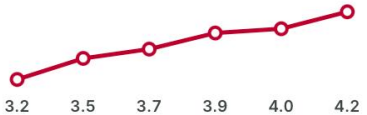
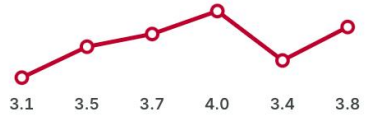
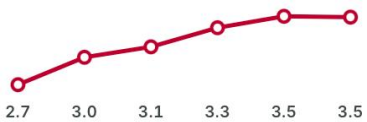
下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

3. 全球大药 Q2 变化：减重领域结构变化，Mounjaro 巩固药王地位，自免药物全面高增

- **全球前十大品种 2026 年二季度合计销售额约 549 亿美元，较 2025 年一季度的约 383 亿美元增长 43.3%。**Q2 药王 Mounjaro 由 2025 年一季度的 38 亿美元增至 2026 年二季度的 99 亿美元，同期 Keytruda 由 72 亿美元升至 83 亿美元高点后回落至 79 亿美元，两者于 2026 年一季度完成药王的交替（87 亿对 79 亿），二季度差距进一步扩大至 20 亿美元。

图表：全球Top10大药季度排名变化（产品、公司、靶点及治疗领域）

排名	产品	公司	靶点	领域	曲线（单位：十亿美金）	排名	产品	公司	靶点	领域	曲线（单位：十亿美金）
1	Mounjaro	礼来	GIP/GLP-1R	代谢/减重		6	Ozempic	诺和诺德	GLP-1R	代谢/减重	
2	Keytruda	默沙东	PD-1	实体瘤		7	Eliquis	百时美施贵宝	Factor Xa	心血管	
3	Dupixent	赛诺菲	IL-4Rα	自免		8	DARZALEX	强生	CD38	血液瘤	
4	Skyrizi	艾伯维	IL-23 p19	自免		9	Biktarvy	吉利德	INSTI + NRTI	抗感染/HIV	
5	Zepbound	礼来	GIP/GLP-1R	代谢/减重		10	Wegovy	诺和诺德	GLP-1R	代谢/减重	

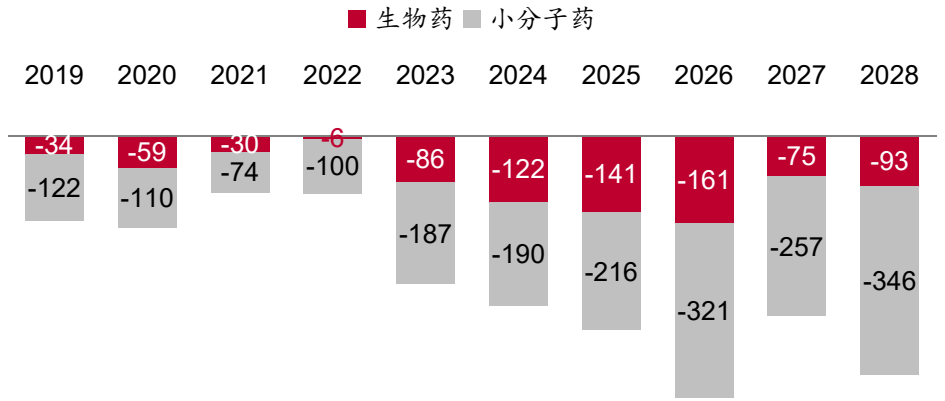
资料来源：各公司财报，中泰证券研究所，Ozempic 按照财报附录口径，EUR/USD 1.1563，曲线六个数据点分别代表2025Q1、2025Q2、2025Q3、2025Q4、2026Q1、2026Q2（由左至右）

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 专利悬崖：2025 年开始每年 LOE 300 亿美元以上，2028 年 Keytruda/Eliquis 集中冲击

- **LOE 冲击自 2025 年起每年维持在 300 亿美元以上。根据 IQVIA 测算 10 个成熟发达国家或地区受到 LOE 的持续侵蚀（包括当年到期、更早到期的销售额下滑预测值），**10 国品牌药 LOE 影响 2026 年达 482 亿美元（小分子 321 亿、生物药 161 亿），为 2019 年以来最高；2026—2028 年均 -418 亿，约为 2019—2022 年均值的三倍。
- **2028 年 K 药、O 药、Eliquis三大百亿美元级单品集中到期，将带来持续的 LOE 影响。**2028 年到期的五大单品在 26Q2 的合计销售额为 190 亿美元，其中 Keytruda 79.0 亿、Eliquis 69.1 亿，合计占 78%，约为 22 家 MNC 单季制药收入的 6.5%。

图表： 10 个发达国家品牌药专利到期影响（亿美元）



资料来源：IQVIA Market Prognosis, Sep 2023；IQVIA Institute, Nov 2023，中泰证券研究所

图表： 2026-2029 MNC即将面临专利悬崖的单品

年份	药品名	公司	靶点	上市时间	26Q2 销售额（亿美元）
2026	Farxiga（达格列净）	AstraZeneca	SGLT2i	2014	18.04
	Prevnar 13（13价肺炎球菌疫苗）	Pfizer	疫苗	2010	13.37
	Revlimid（来那度胺）	BMS	IMiD	2005	4.25
	Lenvima（仑伐替尼）	Eisai/Merck & Co.	VEGFR-TKI	2015	2.83
	Bridion（舒更葡糖钠）	Merck & Co.	肌松拮抗剂	2015	4.97
2027	Eylea（阿柏西普）	Regeneron/Bayer	VEGF Trap	2011	15.81
	Ocrevus（奥瑞利珠单抗）	Roche	CD20	2017	17.78
	Xtandi（恩扎卢胺）	Astellas Pharma/Pfizer	Ari	2012	5.34
	Trulicity（度拉糖肽）	Eli Lilly	GLP-1R激动剂	2014	12.19
	Lynparza（奥拉帕利）	AstraZeneca/Merck & Co.	PARP抑制剂	2014	11.94
2028	Keytruda（帕博利珠单抗）	Merck & Co.	PD-1	2014	79.04
	Eliquis（阿哌沙班）	BMS/Pfizer	Fxai	2012	69.06
	Opdivo（纳武利尤单抗）	BMS	PD-1	2014	24.85
	Gardasil（4/9价HPV疫苗）	Merck & Co.	HPV预防性疫苗	2006 / 2014	11.69
	Jakafi（芦可替尼）	Incyte / Novartis	JAK1 / JAK2 抑制剂	2011	5.76
2029	Jardiance（恩格列净）	BI/Eli Lilly	SGLT2i	2014	12.32
	Darzalex（达雷妥尤单抗）	Johnson & Johnson	CD38	2015 / 2020	42.07
	Cosentyx（司库奇尤单抗）	Novartis	IL-17A	2015	18.24
	Shingrix（重组带状疱疹疫苗）	GSK	水痘预防性疫苗	2017	8.88
	Ofev（尼达尼布）	BI	VEGFR TKI	2014	—

资料来源：genengnews，各公司财报，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

5. 写在 MNC 财报里的中国分子及临床进度

Ⅰ期 Ⅱ期 Ⅲ期/注册 已上市 申请上市

肿瘤	Ⅰ期 / 早期	Ⅱ期	Ⅲ期 / 注册	已上市
Roche	RG6537·济民可信 (AR 降解剂) RG6648·宜联 (c-Met ADC) RG6795·锐格 (CDK4i 抑制剂) RG6810·信达 (DLL3 ADC) RG6919·宜联 (B7-H3 ADC) RG6975·翰森 (CDH17 ADC) RG6794·锐格 (CDK4/2i 抑制剂)	RG6596·赞荣 (HER2 小分子)		
Takeda	IBI3001·信达 (实体瘤双抗)		IBI343·信达 (CLDN18.2 ADC) IBI363·信达 (PD-1×IL-2 双抗) Olverembatinib·亚盛 (BCR-ABL)	Fruquintinib·和黄 (VEGFR 小分子) Zegfrovy·迪哲 (EGFR TKI)
AstraZeneca			AZD0901·康诺亚×乐普 (CLDN18.2) AZD0120·亘喜 (BCMA CAR-T) Orpathys·和黄 (c-Met 小分子)	
AbbVie	ABBV-1480·荣昌* (PD-1×VEGF) SIM0500·先声 (GPRC5D三抗) alveltamig·泽璟 (DLL3×CD3 双抗)			
Merck & Co.		MK-3120·科伦博泰 (Nectin-4 ADC) MK-1045·同润 (CD19×CD3 双抗)	sac-TMT·科伦博泰 (TROP2 ADC)	
Pfizer	IBI3028·信达 (EGFR×cMet ADC)		PF'4404·三生 (PD-1×VEGF 双抗) disitamab ved·荣昌 (HER2 ADC)	
BMS			iza-bren·百利天恒 (EGFR×HER3) pumitamig·普米斯 (PD-L1×VEGF)	
GSK			mocertatug rez·翰森 (B7-H4 ADC) risvutatug rez·翰森 (B7-H3 ADC)	
Sanofi	uliledlimab·天境 (CD73 单抗)			rovadicitinib·正大天晴 (MF，仅中国)
Bayer	BAY 3713372·浦合 (PRMT5 小分子)			
J&J				CARVYKTI·传奇 (BCMA CAR-T)
Merck KGaA				pimicotinib·和誉 (CSF-1R 小分子)
BioNTech		BNT326/YL202·宜联 (HER3 ADC)	Elfetabart drozuntecan·映恩(B7-H3)	Trastuzumab pamirtecan·映恩(HER2)

自免 (9)
- AZD0120·亘喜 (BCMA CAR-T) [AZ]
- RG6981·荃信 (IL-33×TSLP 双抗) [Roche]
- GSK5784283·恒瑞 (抗 TSLP 单抗) [GSK]
- GSK5926371·恩沐 (CD19×CD20×CD3 三抗) [GSK]
- SA030·时安 [GSK]
- HXN-1002·Earendil [Sanofi]
- HXN-1003·Earendil [Sanofi]
- rovadicitinib·正大天晴 (JAK/ROCK；cGVHD) [Sanofi]
- gamgertamig·康诺亚 (BCMA×CD3 双抗) [Gilead]

代谢 (6)
- Redemplo·维亚臻 [Sanofi]
- XIANWEIYING·先为达 (GLP-1 长效多肽，仅中国) [Pfizer]
- YP05002·药友 [Pfizer]
- MK-7262·恒瑞 (口服小分子 Lp(a) 抑制剂) [Merck]
- olatorepatide·翰森 (GIPR/GLP-1R 双激动) [Regeneron]
- UBT251·联邦生物 (GLP-1/GIP/GCG 三激动) [NovoN]

其他 (2)
- GSK6582701·恒瑞 (PDE3/4 抑制剂) [GSK]
- Myqorzo·箕星 [Sanofi]

Novartis、Galderma、argenx、Amgen、Eli Lilly、Vertex、Chugai 的路演材料中尚无来自中国的分子

*资料来源：各公司路演材料，中泰证券研究所。*ABBV-1480 在 ABBV Q2 路演材料中未披露更新进展，但在 2026 年 8 月 10 日登记了一项一线 NSCLC 的全球 III 期临床。*

下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券
ZHONGTAI SECURITIES

目录

CONTENTS

1 MNC 总览

2 单药与管线

3 **交易与战略**

4 五大重点板块拆解

5 重点公司分析

6 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

6. 买方各领域战略布局——各 MNC 不同疾病领域的销售额分布

以下数字为 Q2 营收（亿美元），括号内为环比增速，0—10% 的增速不额外标注，图例和对应销售额区间：<10 10–20 20–40 40–80 ≥80

MNC	自免	实体瘤	血液瘤	代谢/减重	心血管	CNS	疫苗	抗感染/HIV	罕见病	其他
礼来	8.6 (+17%)	15 (+13%)	—	173 (+17%)	—	—	—	—	—	—
强生	37 (+12%)	13	59	—	18	21	—	7.2 (-15%)	—	—
艾伯维	88 (+21%)	2.4	14	—	—	32 (+12%)	—	3.0 (-16%)	—	19
阿斯利康	12 (+22%)	63	10 (+11%)	18 (-18%)	5.7 (-11%)	—	1.3 (-28%)	—	26	18 (-7%)
默沙东	—	93	1.2 (-18%)	4.3 (-25%)	7.9 (+11%)	—	22	5.6	—	7.0 (+16%)
罗氏	19 (+21%)	44	12	—	3.7 (+18%)	28	—	0.7 (+189%)	16	13
诺华	29	33	14	—	20	19 (+22%)	—	—	4.3	26
百时美施贵宝	11 (+26%)	40 (+18%)	12 (-11%)	—	49	2.3 (+33%)	—	—	7.4 (+32%)	8.2 (+12%)
赛诺菲	64	3.0	2.1	11	8.5	—	13	—	19	0.7
辉瑞	8.0 (+14%)	38	4.0	0.9	42 (+11%)	4.2 (+19%)	19 (-11%)	4.8	—	—
安进	23 (+33%)	12	7.9	16 (+14%)	9.5	—	—	—	16 (+24%)	12
诺和诺德	—	—	—	92 (+12%)	—	—	—	—	—	—
葛兰素史克	15 (+28%)	4.7	3.0 (+34%)	—	—	—	31	18 (+16%)	—	13 (+16%)
吉利德	—	4.6 (+14%)	4.2	—	—	—	—	65 (+12%)	1.7 (+26%)	0.5 (-12%)
拜耳	—	10 (+17%)	—	—	9.2 (-6%)	—	—	—	1.5	23
Vertex	—	—	—	—	—	—	—	—	31 (+12%)	0.5 (+71%)
武田制药	17 (+26%)	—	—	—	—	3.3	—	—	3.7 (+12%)	—
再生元	—	4.9 (+11%)	0.2	—	0.8 (+13%)	—	—	—	0.5	10
argenx	—	—	—	—	—	15 (+17%)	—	—	—	—
中外制药	4.0 (+25%)	1.5 (-5%)	—	—	—	—	—	—	5.0 (-34%)	—
默克集团	—	3.5	—	2.7 (-5%)	—	3.1	—	—	—	—
高德美	2.5 (+34%)	—	—	—	—	—	—	—	—	—

资料来源：各公司财报，中泰证券研究所。表中各疾病领域系按 8-K 财报逐个分子手动标注，可能存在误差与分类歧义；金额为实际汇率口径（非美元币种按 ECB 2026-07-10 固定汇率折美元），增速为各公司披露的恒定汇率（CER/operational）口径，括号内环比仅在该公司该领域 Q1 可比覆盖率≥95% 时显示。公司名标红者为 Q2 电话会对 BD 表态"积极"的 8 家。

下载日志已记录，仅供内部参考

6. 买方各领域战略布局——Q2 新增重点BD交易（按总金额排序）

- **重点交易高度头部化，礼来最为活跃。**Q2 新增重点交易 16 笔，潜在总额约 456 亿美元，而已披露首付款合计仅约 23 亿美元。前三笔为 BMS 引进恒瑞医药 9 项肿瘤/血液资产（152 亿美元，首付 6 亿美元）、辉瑞引进信达生物 8 个肿瘤项目（105 亿美元，首付 6.5 亿美元）、礼来与海思科最多 5 个靶点的平台合作（30.5 亿美元），合计占潜在总额的 63%；礼来单季出手 6 笔，为最活跃买方。
- **领域集中于肿瘤与神经，阶段显著前移。**肿瘤 7 笔（恒瑞、信达、Nurix、C4、Kymera、Antares、PineTree）、神经 3 笔（BioArctic、AlzeCure、艾伯维/海思科），其余为代谢内分泌（GSK/时安 SA030）、消化及罕见病（礼来/韩美 sonefpeglutide）与技术平台类。阶段上临床前 11 笔、I 期与 II 期各 2 笔，仅罗氏/Nurix 的 bexobrutideg 处于 III 期。
- **我们发现，标的资产呈现三点共性。**一是多资产打包与选择权结构（恒瑞 9 项、信达 8 项、海思科 5 靶点），以低首付锁定后端里程碑，披露首付占对应总额约 6%；二是新分子形式与使能平台富集，靶向蛋白降解/分子胶占 4 笔（bexobrutideg、TORPEDO DACs、Allo-Glue、KT-200），另有 AI 蛋白设计、RNA 外显子编辑与脑递送平台；三是中国资产成为核心供给，5 笔涉及中国企业、对应总额约 305 亿美元，占潜在总额的 67%。

图表： 2026Q2 Top20 MNC 新增重点 BD交易（按潜在总金额排序，亿美元）

受让方	转让方	标的资产	全球最高研发阶段	总金额/首付款（亿美元）	涉及领域
Bristol-Myers Squibb	恒瑞医药	4项恒瑞肿瘤学及血液学项目、5项创新项目	临床前	152.00 / 6.00	血液领域、肿瘤领域
Pfizer	信达生物	4个大中华区以外独家许可肿瘤项目、4个共同商业化肿瘤项目	I期临床	105.00 / 6.50	肿瘤领域
Eli Lilly	海思科	最多五个靶点创新药项目	临床前	30.54	
Roche	Nurix Therapeutics	bexobrutideg	III期临床	23.00 / 7.00	血液领域、免疫领域、罕见病、肿瘤领域
Eli Lilly	Profluent	AI设计的重组酶、基于重组酶的基因编辑疗法	临床前	22.50	其他领域
Novartis	Antares Therapeutics	FIC small molecular cancer therapy	临床前	19.05 / 1.05	肿瘤领域
Eli Lilly	Ascidian Therapeutics	RNA 外显子编辑技术、monogenic kidney disease therapy program	临床前	19.00	泌尿生殖领域
Novartis	Orionis Biosciences	Allo-Glue program	临床前	14.40 / 0.40	其他领域
Eli Lilly	Hanmi Pharmaceuticals	sonefpeglutide	II期临床	12.60 / 0.75	消化领域、罕见病
Roche	C4 Therapeutics	TORPEDO DACs	临床前	10.20 / 0.20	肿瘤领域
GSK	时安生物	SA030	I期临床	10.05	内分泌及代谢领域
Eli Lilly	AlzeCure Pharma	ACD680	临床前	10.00 / 0.10	神经领域
Eli Lilly	BioArctic	neurodegeneration drug candidate、BrainTransporter™ 技术平台	临床前	8.00 / 0.30	神经领域
Gilead Sciences	Kymera Therapeutics	KT-200	临床前	7.50 / 0.85	肿瘤领域
AbbVie	海思科	HSK51155、HSK55718	II期临床	7.45 / 0.30	神经领域、麻醉镇痛领域
AstraZeneca	PineTree Therapeutics	PTX-299	临床前	5.00	肿瘤领域

资料来源：医药魔方，中泰证券研究所。时间口径：2026.04.01-2026.07.01，金额口径：BD 交易/收购交易限定总金额超过 1 亿美元 / 5 亿美元，"受让方"仅选入医药魔方中定义为"Top20 MNC"的对手方。

下载日志已记录，仅供内部参考

6. 买方各领域战略布局——Q2 新增重点并购交易（按总金额排序）

- **交易向近上市与临床中期资产集中，礼来仍最活跃。**Q2 新增重点并购 15 笔、合计约 574 亿美元。前三笔——默克集团收购 Bio-Techne（113 亿美元）、艾伯维收购 Apogee（109 亿美元，含 zumilokibart 等 3 项自免/呼吸资产）、GSK 收购 Nuvalent（106 亿美元，neladalkib 与 zidesamtinib 均已申请上市）合计占 57%；礼来单季完成 7 笔，为最活跃买方。
- **领域以肿瘤为主，疫苗/抗感染、眼科与平台工具形成补充。**肿瘤 7 笔（Nuvalent、Kelonia、Tubulis、Ajax、Kestrel、Firefly、CrossBridge）；礼来在疫苗与抗感染拥有 3 笔交易，拜耳/Perfuse 补齐眼科，罗氏（PathAI）与默克集团（Bio-Techne）提升 AI 病理与工具试剂能力。阶段上 1 笔已申请上市、3 笔 II 期、6 笔 I 期或 I/II 期、仅 1 笔临床前，与 BD 交易以临床前为主形成差异。
- **标的共性：确定性更高、付款更前置、平台属性更强。**一是买“已验证资产”，Nuvalent 两项处于上市申请阶段，Apogee、Perfuse、Curevo 均有 II 期数据；二是首付大幅前置，Kelonia 32.5/70 亿美元、Tubulis 31.5/50 亿美元、PathAI 7.5/10.5 亿美元，占比 46%—71%，远高于 BD 交易的约 6%；三是偶联与递送平台密集，Tubulis ADC、Firefly DAC、CrossBridge CB-120、Engage Tethosome 与 Kelonia 体内递送共 5 笔。

图表： 2026Q2 Top20 MNC 新增重点并购交易（按总金额排序，亿美元）

受让方	转让方	标的资产	全球最高研发阶段	总金额/首付款（亿美元）	涉及领域
Merck KGaA	Bio-Techne	Bio-Techne（整体收购）	—	113.00	—
AbbVie	Apogee Therapeutics	zumilokibart(II期临床)、APG273(临床前)、APG333(I期临床)	II期临床	109.00	哮喘、特应性皮炎、嗜酸性粒细胞性食管炎、慢性阻塞性肺病、免疫相关疾病、炎症(未指明)
GSK	Nuvalent	neladalkib(申请上市)、NVL-330(I期临床)、zidesamtinib(申请上市)	批准上市	106.00	非小细胞肺癌
Eli Lilly	Kelonia Therapeutics	KLN-1010	I期临床	70.00 / 32.50	多发性骨髓瘤
Gilead Sciences	Tubulis	TUB-040(I/II期临床)、TUB-030(I/II期临床)	I/II期临床	50.00 / 31.50	实体瘤、非小细胞肺癌、卵巢癌、子宫内膜癌、输卵管癌、腹膜癌、头颈部鳞状细胞癌
Bayer	Perfuse Therapeutics	PER-001	II期临床	24.50 / 3.00	青光眼或高眼压症、干性年龄相关性黄斑变性、糖尿病视网膜病变、视网膜静脉阻塞
Eli Lilly	Ajax Therapeutics	AJ1-11095	I期临床	23.00	骨髓纤维化
Eli Lilly	Vaccine Company	VXCO-102	I期临床	15.50	EB病毒感染
Eli Lilly	Curevo Vaccine	amezosvatein	II期临床	15.00	带状疱疹、水痘
AbbVie	Kestrel Therapeutics	KST-6051	I期临床	14.50	实体瘤、非小细胞肺癌、结直肠癌、肉瘤、胰腺导管癌
Roche	PathAI	PathAI（整体收购）	—	10.50 / 7.50	—
Johnson & Johnson	Firefly Bio	Firelink™ 降解抗体偶联物（DAC）平台	—	10.00	肿瘤
Eli Lilly	LimmaTech Biologics	IBT-V02	I期临床	7.80	皮肤感染、葡萄球菌感染
Eli Lilly	CrossBridge Bio	CB-120	临床前	3.00	HR阳性乳腺癌、三阴性乳腺癌
Eli Lilly	Engage Biologics	Tethosome平台	—	2.02	—

资料来源：医药魔方，中泰证券研究所。时间口径：2026.04.01-2026.07.01，金额口径：BD 交易/收购交易限定总金额超过 1 亿美元 / 5 亿美元，"受让方"仅选入医药魔方中定义为"Top20 MNC"的对手方。

下载日志已记录，仅供内部参考

6. 买方购买力：流动性和资产负债率的客观条件

- **流动性规模：**截至 2026 年 Q2 末，流动性绝对规模居前的为强生（207.6 亿美元）、安进（139.9 亿美元）、罗氏（120.6 亿美元）、辉瑞（117.0 亿美元）与百时美施贵宝（110.7 亿美元）。安进资产负债率为 87.8%、总债务 573.0 亿美元，其 139.9 亿美元流动性的可动用程度受限，与其电话会"Primarily in smaller, earlier-stage assets"（主要关注小型、早期资产）的表态匹配。
- **负债率：**资产负债表最为宽裕的是四家净现金公司，再生元（流动性 79.9 亿美元、总债务 19.9 亿美元、资产负债率 24.0%）、Vertex（78.5 亿美元、无总债务、26.2%）、中外制药（59.5 亿美元、无总债务、17.2%）与 argenx（51.8 亿美元、无总债务、16.1%）。美国时间2026 年 7 月 6 日，Vertex 宣布以约 100 亿美元现金收购 Crinetics。需要注意的是，资产负债率的参考意义有限：大额并购形成的商誉与无形资产摊销、IPR&D 一次性费用化会侵蚀权益（艾伯维收购 Allergan 后账面资产负债率已达约 104%，即权益为负，但并不代表偿付能力不足），加之 US GAAP 与 IFRS 在租赁、或有对价等科目处理不一，横向可比性弱。我们认为评估买方购买力仍应以在手流动性、经营性现金流与净债务/EBITDA 为主。
- **购买力较为受限的 MNC：**吉利德（流动性 31.8 亿美元、资产负债率 76.2%）与武田（32.6 亿美元、51.7%）等。吉利德 Q2 单季确认 112 亿美元 IPR&D 支出（Arcellx、Tubulis、Ouro），杠杆率 (Debt/EBITDA) 由 1.62 倍升至 1.97 倍，其电话会口径相应为"Priorities are centered on integrating the new programs"（当前重点是整合新项目）。

图表：全球 MNC 可部署流动性、总债务与资产负债率（2026 Q2期末，亿美元）

公司	可部署流动性	总债务	资产负债率	公司	可部署流动性	总债务	资产负债率
强生	207.6	490.4	57.70%	诺和诺德	68.8	214.3	62.80%
安进	139.9	573	87.80%	艾伯维	65.7	708.2	104.40%
罗氏	120.6	394.2	62.40%	中外制药	59.5	—	17.20%
辉瑞	117	631.9	57.50%	拜耳	53.3	437.9	72.30%
BMS	110.7	431.2	74.50%	argenx	51.8	—	16.10%
礼来	89.5	549.1	76.20%	阿斯利康	49.7	294.9	56.50%
再生元	79.9	19.9	24.00%	GSK	41.7	244.8	72.30%
Vertex	78.5	—	26.20%	默克集团	35.4	140.6	44.40%
诺华	76.9	470.8	58.00%	武田制药	32.6	305.2	51.70%
赛诺菲	72.6	247.7	42.90%	吉利德	31.8	262.5	76.20%
默沙东	71.4	539.1	67.70%	高德美	8.4	27.1	39.10%

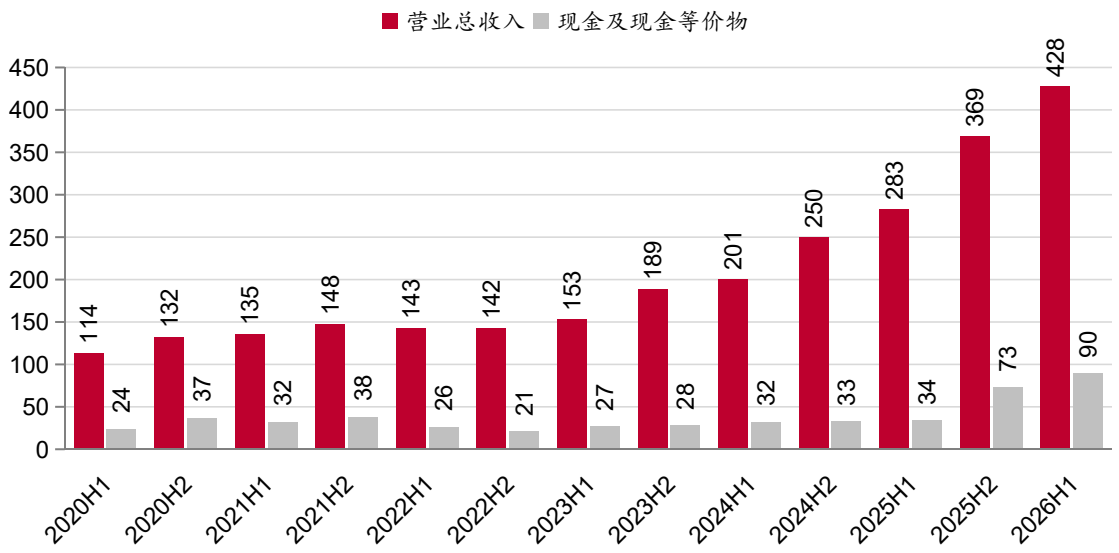
资料来源：Wind，各公司财报，中泰证券研究所，可部署流动性＝现金及现金等价物＋短期金融资产，与总债务均按 2026 Q2 期末原币金额及对应汇率折算为美元；资产负债率取自 Wind 最新一期（MRQ）。

下载日志已记录，仅供内部参考

6. 买方购买力：以礼来为例，现金流—购买力—管线的正反馈已经形成

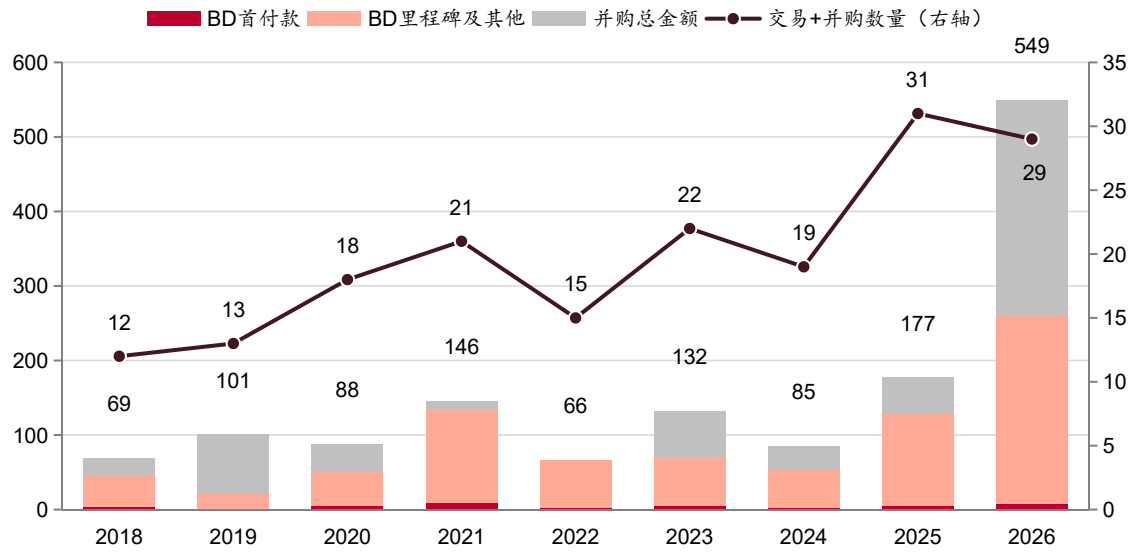
- **礼来的现金流扩张与替尔泊肽放量高度同步。**营业总收入由 2020 年上半年的 114 亿美元增至 2026 年上半年的 428 亿美元，六年间增长约 2.8 倍；2026 年上半年同比增长 51.2%（2025 年上半年为 283 亿美元）。同期现金及现金等价物由 24 亿美元增至 90 亿美元。
- **礼来释放购买力的同时，领域扩张特征明显。**礼来 BD 与并购金额由 2018 年的 69 亿美元增至 2025 年的 177 亿美元，而 2026 年至今已达 549 亿美元，为 2025 年全年的 3.1 倍。礼来在前文统计的 16 笔重点 BD 交易中占 6 笔、在 15 笔重点并购交易中占 7 笔，合计 13 笔，占本季全部 31 笔重点交易的 41.9%，为数量上最活跃的 MNC。其交易方向覆盖多发性骨髓瘤（Kelonia，70.00 亿美元）、骨髓纤维化（Ajax，23.00 亿美元）、疫苗（Vaccine Company, Inc.（EBV 疫苗）15.50 亿美元、Curevo 15.00 亿美元）、AI 蛋白设计与基因编辑（Profluent，22.50 亿美元）、RNA 外显子编辑（Ascidian，19.00 亿美元）及神经退行性疾病（AlzeCure 10.00 亿美元、BioArctic 8.00 亿美元），明显偏离其当前以替尔泊肽为主的收入结构，呈现主动的领域扩张特征。

图表：礼来营业总收入与现金及现金等价物（半年，亿美元）



资料来源：Wind，各公司财报，中泰证券研究所

图表：礼来BD与并购金额及交易数量（年度，亿美元）



资料来源：医药魔方，中泰证券研究所，截至 26.08.11

下载日志已记录，仅供内部参考

6. 买方购买力：各大 MNC 在 Q2 电话会针对 BD 的态度是怎样的？

图表：全球 MNC 在 2026Q2 电话会中针对后续 BD 的态度

MNC名称	态度	电话会原文	重点
GSK	积极	"We are very committed to BD."	非常坚定地投入BD
Sanofi	积极	"Absolutely imperative that we intensify our business development."	加强BD势在必行
AbbVie	积极	"Ample financial capacity for more business development."	有充足财务能力继续开展BD
Merck & Co. / MSD	积极	"Business development remains a high priority."	BD仍是高度优先事项
Eli Lilly	积极	"We expect to remain active in business development."	预计将继续积极开展BD
Regeneron	积极	"We can do small, we can do large."	小型、大型交易我们都能做
Novo Nordisk	积极	"We are in every data room."	正在广泛审视所有交易项目
Chugai / 中外制药	积极	"Even more actively than before."	比以往更加积极
Novartis	正向	"We focus on steady deals."	专注于持续、稳步交易
argenx	正向	"We can now widen the lens."	扩大BD搜寻范围
Johnson & Johnson	正向	"Acquisitions are an enabler of growth."	收购是增长的助推器
Bristol Myers Squibb	正向	"Business development remains a priority."	BD仍是优先事项
Merck KGaA	执行整合	"Strive for fast deleveraging after closing."	交易完成后力争快速降杠杆
Pfizer	执行整合	"Pfizer has placed the business development bets already."	已经完成主要BD押注
Gilead	执行整合	"Priorities are centered on integrating the new programs."	当前重点是整合新项目
Vertex	执行整合	"Very excited for the close of the Crinetics acquisition."	非常期待完成Crinetics收购
AstraZeneca	克制	"We don"t need additional BD (if the pipeline delivers as expected)."	我们不需要额外BD（如果管线按预期进行）
Roche	克制	"We are very disciplined when it comes to BD."	我们对BD非常讲求纪律
Bayer	克制	No explicit BD guidance*	未给出明确的后续BD指引
Galderma	克制	"Priority number one, two, and three."	有机增长是前三位优先事项
Amgen	克制	"Primarily in smaller, earlier-stage assets."	主要关注小型、早期资产
Takeda	克制	No explicit BD guidance*	未给出明确的BD/M&A指引

*资料来源：各公司电话会纪要，中泰证券研究所，*为电话会未给明确指引*

下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

7. 移除管线：哪些管线被移除？

公司	资产/项目	靶点/机制	适应症/试验	阶段	公司	资产/项目	靶点/机制	适应症/试验	阶段
赛诺菲	Dupixent / dupilumab	IL-4Rα	大疱性类天疱疮（EU）	Registration	中外制药	tominersen	HTT ASO	亨廷顿病	Phase 2
赛诺菲	amlitelimab	OX40L	特应性皮炎	Phase 3	中外制药	emugrobart + Evrysdi	anti-latent myostatin + risdiplam	脊髓性肌萎缩症（SMA）	Phase 2
赛诺菲	Dupixent / dupilumab	IL-4Rα	慢性单纯性苔藓	Phase 3	中外制药	emugrobart	anti-latent myostatin	面肩肱型肌营养不良（FSHD）	Phase 2
赛诺菲	itepekimab	IL-33	慢阻肺（COPD）	Phase 3	吉利德	Trodelvy + pembrolizumab	TROP2 ADC + PD-1	1L mNSCLC，PD-L1高表达（TPS>50%）	Phase 3
赛诺菲	itepekimab	IL-33	伴鼻息肉慢性鼻窦炎（CRSwNP）	Phase 3	吉利德	Lung Cancer Platform	平台项目（具体资产未披露）	NSCLC	Phase 2
赛诺菲	riliprubart	C1s	标准治疗难治CIDP	Phase 3	吉利德	Trodelvy + combinations	TROP2 ADC组合	转移性尿路上皮癌（mUC）	Phase 2
赛诺菲	venglustat	GCS inhibitor	法布雷病	Phase 3	拜耳	Mirena	宫内孕激素系统	子宫内膜增生	Phase 3
赛诺菲	balinatunfib	RIPK1 inhibitor	克罗恩病	Phase 2	拜耳	225Ac pelgifatamab mopaxetan	PSMA靶向α核素疗法	前列腺癌（页面归类Oncology）	Phase 1
赛诺菲	balinatunfib	RIPK1 inhibitor	溃疡性结肠炎	Phase 2	阿斯利康	Imfinzi + domvanalimab	PD-L1 + TIGIT	PD-L1阳性III期不可切除NSCLC	Phase 3
赛诺菲	itepekimab	IL-33	不伴鼻息肉慢性鼻窦炎（CRSsNP）	Phase 2	阿斯利康	Imfinzi + BCG	PD-L1 + BCG	BCG初治高风险非肌层浸润性膀胱癌（EU）	Regulatory
赛诺菲	riliprubart	C1s	抗体介导排斥反应	Phase 2	葛兰素史克	camlipixant	P2X3 receptor antagonist	难治性慢性咳嗽（CALM-1/2）	Phase 3
赛诺菲	SAR446959	页面未披露	膝骨关节炎	Phase 1	艾伯维	livmoniplimab	GARP–TGFβ1 antibody	一线NSCLC	Phase 2
罗氏	mosperafenib	BRAFi	实体瘤	Phase 1	辉瑞	sigvotatug vedotin	Integrin β6 / MMAE ADC	2L+非鳞转移性NSCLC	Phase 3
罗氏	CD19×CD3	CD19×CD3	系统性红斑狼疮（SLE）	Phase 1	礼来	GBA1 gene therapy	GBA1基因治疗	1型戈谢病	Phase 2
罗氏	HTT SNP ASO	HTT SNP ASO	亨廷顿病	Phase 1	再生元	fianlimab + cemiplimab	LAG-3 + PD-1	一线晚期NSCLC	Phase 2
罗氏	NME	页面未披露	实体瘤	Phase 1	再生元	Dupixent / dupilumab ※	IL-4Rα	大疱性类天疱疮（EC申请）	Registration
罗氏	selnoflast	NLRP3 inhibitor	炎症项目	Phase 1	诺和诺德	monlunabant	CB1R inverse agonist	肥胖	Phase 2
罗氏	anti-Tie2 agonist	Tie2 agonist	糖尿病黄斑水肿（DME）	Phase 2	安进	AMG 513	附件未披露	肥胖	Phase 1
罗氏	acmopatide	页面未披露	1型糖尿病	Phase 2	默沙东	tulisokibart	TL1A monoclonal antibody	系统性硬化症相关间质性肺病（SSc-ILD）	Phase 2
罗氏	tominersen	HTT ASO	亨廷顿病	Phase 2					

资料来源：各公司路演材料，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券
ZHONGTAI SECURITIES

目录

CONTENTS

1 MNC 总览

2 单药与管线

3 交易与战略

4 **五大重点板块拆解**

5 重点公司分析

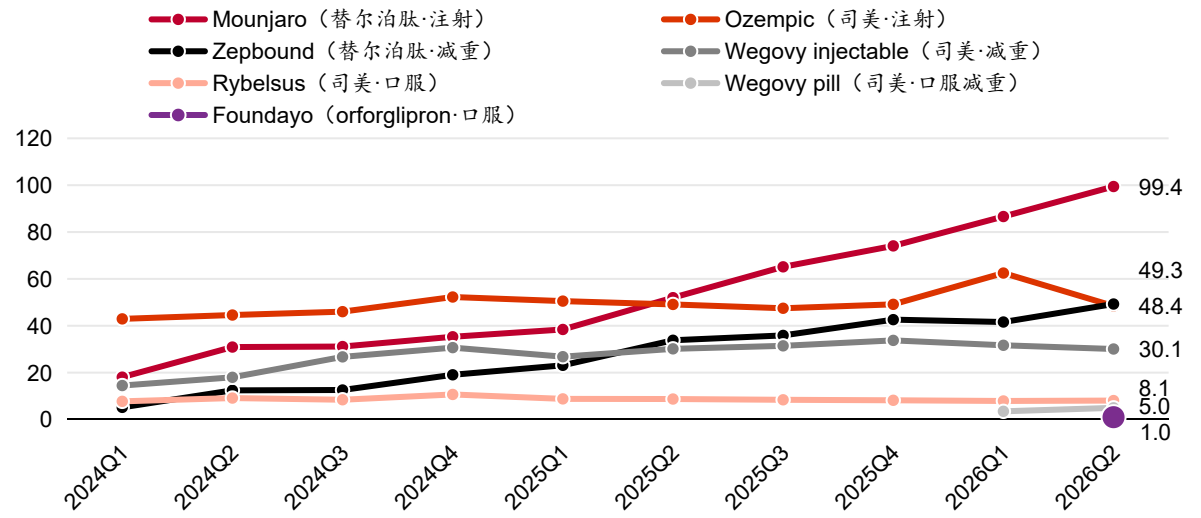
6 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

8. 重点板块分析 1：GLP-1 减重药——环比增速放缓，口服开始接力

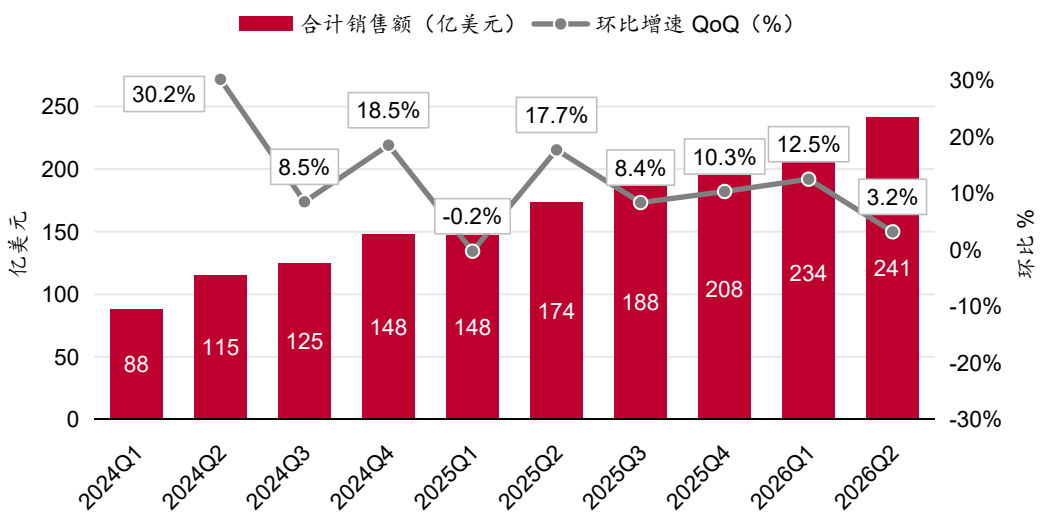
- **总量来看，七大主流 GLP-1 品种合计 241 亿美元，环比增速降至 3.2%。**以七大主流 GLP-1 类药物（Mounjaro、Ozempic、Zepbound、Wegovy 注射剂型、Wegovy 口服剂型、Rybelsus、Foundayo）合计，2026 年二季度全球销售额约 241 亿美元，环比增长 3.2%。该增速为 2024 年一季度以来除 2025 年一季度（-0.2%）外的最低水平。我们认为，这意味着 GLP-1 品类的整体高速扩张阶段已经结束，后续增长将更多取决于内部份额转移（如从司美格鲁肽向替尔泊肽转移）、剂型替代（如从注射剂型向口服剂型转移）与适应症拓展（合并代谢疾病）。
- **口服接力已经开始，但尚不足以改变总量斜率。**2026 年二季度口服剂型合计约 14.1 亿美元（Rybelsus 8.1 亿美元、Wegovy 口服 5.0 亿美元、Foundayo 1.0 亿美元），占七大品种合计的 5.8%，环比增速显著高于品类整体。诺和诺德披露，口服 Wegovy 上市 30 周累计处方超过 500 万张，全球约 150 万人在用，美国周处方约 26.5 万张。礼来方面，orforglipron 首季收入 0.98 亿美元，已在主要市场完成上市。我们认为，注射剂型的份额格局已基本定型，口服剂型的胜负仍处早期，诺和诺德在该细分具备先发优势与标签优势（口服司美格鲁肽无 **CYP3A4**、他汀及口服避孕药的联合用药限制），但礼来在该细分具备可及性优势（无需空腹、服用后无需等待），这是判断 2027 年格局的关键变量之一。

图表：主流 GLP-1 类药物全球季度销售额



资料来源：各公司财报，中泰证券研究所。汇率统一按1 DKK = 0.154398 USD（2026-08-11 汇率）折算。

图表：七大主流 GLP-1 类药物合计销售额及环比增速



资料来源：各公司财报，中泰证券研究所，汇率统一按1 DKK = 0.154398 USD（2026-08-11 汇率）折算

下载日志已记录，仅供内部参考

8. 重点板块分析 1：GLP-1 减重药——在研管线聚焦四个方向

- **我们根据路演材料中披露的管线（不包含未在路演材料中披露的临床管线）来看，22 家 Top MNC 中共 10 家 MNC 拥有共计 31 项在研及新近上市管线。**前文分析，在替尔泊肽和司美格鲁肽已将减重幅度达到相当高的程度之下，后续在研管线应当重点关注临床未满足需求：长效化、口服化、减脂增肌。我们看到 31 项在研管线主要聚焦以下四条路径：
- **1、胰淀素（Amylin）路径：目标突破疗效天花板，参与者最密集。**
  - 10 家 MNC 中有 5 家布局 Amylin 赛道：诺和诺德 cagrilintide 处于 III 期（高剂量 III 期研究 2026 年四季度启动），并已通过与司美格鲁肽的固定复方 CagriSema 进入申报阶段，另有 Amylin 355（NN9638）与 Amylin 1213（NN9839）两项 I 期资产；礼来 eloralintide 为选择性 AMY1R 激动剂，处于 III 期（联合用药 II 期 2026 年 8 月，III 期 2028 年一季度）；罗氏 petrelintide 处于 II 期（ZUPREME-2 于 2026 年读出，III 期 2026 年下半年启动）；阿斯利康 AZD6234（SARA）处于 III 期（与 AZD9550 的组合 IIb 于 2026 年下半年读出，单药 III 期已启动）；辉瑞 '3945 为超长效淀粉素类似物，处于 II 期。
  - 临床理论支撑：其一，淀粉素与 GLP-1 的减重机制互补，联合使用理论可突破单药天花板；其二，淀粉素的胃肠道耐受性优于 GLP-1，可降低停药率。诺和诺德 REDEFINE 1 中 CagriSema 减重 22.7%，高于司美格鲁肽单药的 16.1% 与 cagrilintide 单药的 11.8%（但不显著优于替尔泊肽）；cagrilintide 单药因胃肠道不良事件导致的停药率仅 1.3%。
  - 逻辑类似的还有三激动剂路线，现有 3 项在研——诺和诺德 UBT251（II 期，全球肥胖数据 2027 年上半年）与 NN9662（II 期已于 2026 年二季度启动）、礼来 retatrutide（III 期）。但 retatrutide 在肥胖、阻塞性睡眠呼吸暂停与膝关节骨性关节炎的监管递交已推迟至 2027 年，且 TRIUMPH-2/-3 在合并 2 型糖尿病与心血管疾病人群中的减重幅度（-20.8%/-22.6%）明显低于纯肥胖人群（-28.3%）。
- **2、长效路径：以给药频次为切口，可能成为后发者的差异化选择。**
  - 该路径目前有 2 家 MNC 重点布局：辉瑞 berobenatide（PF ‘3944，超长效 GLP-1R 多肽，III 期，2026 年推进 10 项 III 期研究、首批获批目标 2028 年）与 ’3945（超长效淀粉素类似物，II 期，I/IIa 数据 2026 年、SOLIS-1 IIb 于 2027 年）；安进 MariTide（AMG 133，GLP-1R 激动剂/GIPR 拮抗剂多肽偶联抗体，III 期，三项 2 型糖尿病 III 期研究于 2026 年启动）。辉瑞两项资产均源自 Metsera 收购，采用超长效多肽设计，月制剂 GLP-1 与月制剂淀粉素可进一步组合，预计2026 年下半年将读出长效淀粉素与长效 GLP-1 的首个组合给药数据；安进 MariTide 采用多肽偶联抗体形式，借助抗体的长半衰期实现极低给药频次。

下载日志已记录，仅供内部参考

8. 重点板块分析 1：GLP-1 减重药——在研管线聚焦四个方向

- **我们根据路演材料中披露的管线（不包含未在路演材料中披露的临床管线）来看，22 家 Top MNC 中共 10 家 MNC 拥有共计 31 项在研及新近上市管线。**其中 I 期 6 项、II 期 12 项、III 期 10 项、申请上市 1 项、已上市及生命周期拓展 2 项。前文分析，在替尔泊肽和司美格鲁肽已将减重幅度拉到相当高的程度之下，后续在研管线应当重点关注临床未满足需求：长效化、口服化、减脂增肌。我们看到 31 项在研管线主要聚焦以下四条路径：
- **3、口服路径：礼来、诺和诺德、阿斯利康、罗氏主导。**
  - 在口服减重领域，现有 5 项在研资产并已有两款上市产品。礼来 naperiglipron（口服 GLP-1R 小分子，II 期）与已上市的 orforglipron（商品名 Foundayo）；罗氏 CT-996/RG6652（口服 GLP-1R 小分子，每日一次，II 期读出 2026 年、III 期 2026 年下半年启动）；阿斯利康 elecoglipron（口服 GLP-1R 小分子，III 期，已推进 6 项 III 期研究，公司披露 36 周减重 11.8%、HbA1c 下降 1.9%）；诺和诺德口服 zenagamtide（III 期，2026 年三季度启动）与 Oral ACSL5i/NN6989（I 期），并已有口服司美格鲁肽 25 mg（Wegovy pill）上市。此外，辉瑞拥有来自药友制药的 GLP-1 口服小分子 PF-08642534，亦在 Phase 1 阶段。
- **4、减脂增肌/保肌路径：解决减重质量的问题，是差异化竞争的方向之一。**
  - REDEFINE 1 的体成分分析显示，CagriSema 治疗 68 周后脂肪量下降 35.7%、瘦体重下降 14.4%，脂肪占总减重的 67%、瘦体重占 33%。即在当前最优方案下，仍有约三分之一的减重来自瘦体重，这构成了肌肉保护类资产的市场空间。
  - 在减脂增肌路径下，现有 5 项资产、涉及 4 家公司：礼来 bimagrumab（anti-ActRII，II 期，2027 年 1 月完成）、罗氏 emugrobart/RG6237（anti-latent GDF8，GYMINDA II 期 2026 年读出）、中外制药 emugrobart（肥胖 II 期读出 2026 年，公司列为关键里程碑）、再生元 trevogrumab（anti-GDF8）与 garetosmab（anti-activin A）。**再生元 trevogrumab 与 garetosmab 在 2026 年下半年的概念验证数据，将是判断该路径的首个关键节点。**
  - 2026 年 8 月 24 日，罗氏旗下 Genentech 与韩美药品就 HM17321 签署独家许可协议：首付款 1.9 亿美元，叠加开发、注册与商业化里程碑后总规模最高约 23 亿美元（约 3.2 万亿韩元），另有阶梯式销售分成；HM17321 是长效 UCN2（尿皮素-2）类似物，经 CRF2 受体在减少脂肪的同时维持并改善肌肉量与肌肉功能，机制与 incretin 完全不同，可作为单药、固定复方或与 GLP-1 联用；目前美国 I 期由韩美完成，II 期起交由 Genentech 主导，可能成为减脂保肌的路径之一。

下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

8. 重点板块分析 1：GLP-1 减重药——10 家 MNC 减重管线全景与关键催化剂

一期

诺和诺德 Amylin 355 (NN9638)
Amylin analogue
皮下注射，每周一次*

诺和诺德 Amylin 1213 (NN9839)
Amylin analogue
皮下注射，每周一次*

诺和诺德 Oral ACSL5i (NN6989)
ACSL5 inhibitor
口服

诺和诺德 GLP-1 analogue (NN9695)
GLP-1 analogue
皮下注射*

吉利德 GS-4571
oral GLP-1R agonist
口服

默沙东 MK-4082（HS-10535·翰森）
oral GLP-1R small molecule
口服

再生元 trevogrumab
anti-GDF8 (myostatin) mAb
皮下注射 ▸ *概念验证数据 2026H2*

再生元 garetosmab
anti-activin A mAb
静脉注射 ▸ *概念验证数据 2026H2*

二期

诺和诺德 UBT251
GLP-1/GIP/GCG triple agonist
皮下注射，每周一次* ▸ *全球肥胖数据 2027H1*

诺和诺德 Triple (NN9662)
GLP-1/GIP/amylin triple agonist
皮下注射* ▸ *2026Q2 已启动二期*

礼来 macupatide
GIPR agonist (long-acting)*
皮下注射，每周一次* ▸ *两项二期 2027.03 / 2027.09*

礼来 naperiglipron
oral GLP-1R small molecule*
口服 ▸ *Q2 未披露*

礼来 bimagrumab
anti-ActRII (A/B) mAb*
静脉/皮下注射* ▸ *二期 2027.01 主要完成*

罗氏 petrelintide
long-acting amylin analogue
皮下注射，每周一次* ▸ *三期 2026H2 启动；申报 2029+*

罗氏 CT-996 (RG6652)
oral GLP-1R small molecule
口服，每日一次 ▸ *二期读出 2026；三期 2026H2 启动；申报 2029+*

罗氏 emugrobart (RG6237)
anti-latent GDF8 mAb
皮下注射 ▸ *GYMINDA 二期读出 2026；申报 2029+*

阿斯利康 AZD9550
GLP-1/GCG dual agonist*
皮下注射，每周一次* ▸ *与 AZD6234 组合 IIb 读出 2026H2*

再生元 olatorepatide (OLA)
GIPR/GLP-1R dual agonist
皮下注射* ▸ *全球三期 2026H2 启动；+ Praluent 临床 2026H2 启动*

中外制药 emugrobart
anti-latent GDF8 mAb
皮下注射 ▸ *肥胖二期读出 2026（关键里程碑）*

辉瑞 '3945
ultra-long-acting amylin analogue
每月一次 ▸ *单药 I/IIa 数据 2026H2；与 berobenatide 组合 I/II 数据 2026H2；SOLIS-1 IIb 2027*

三期

诺和诺德 cagrilintide
long-acting amylin analogue
皮下注射，每周一次 ▸ *高剂量三期 2026Q4 启动*

诺和诺德 zenagamtide (amycretin)
GLP-1/amylin dual agonist
口服/注射，每周一次 ▸ *口服三期 2026Q3；CVOT 2026Q4*

礼来 retatrutide
GIP/GLP-1/GCG triple agonist
皮下注射，每周一次* ▸ *T2D三期数据 2026；肥胖申报 2027*

礼来 eloralintide
selective AMY1R agonist*
每周一次 ▸ *联合二期 2026.08；三期 2028Q1*

罗氏 enicepatide (CT-388)
GLP-1R/GIPR dual agonist
皮下注射，每周一次 ▸ *二期104 读出 2026；申报 2028*

阿斯利康 elecoglipron
oral GLP-1R small molecule
口服 ▸ *6 项三期推进中*

阿斯利康 SARA (AZD6234)
long-acting AMY R agonist*
皮下注射，每周一次* ▸ *组合 IIb 读出 2026H2；单药三期启动*

中外制药 enicepatide (CT-388)
long-acting GLP-1/GIP dual agonist*
皮下注射，每周一次* ▸ *日本申报 2029+*

辉瑞 berobenatide (PF'3944)
ultra-long-acting GLP-1R peptide
皮下注射，每月一次 ▸ *三期 2026H2 启动；首批目标 2028*

安进 MariTide (AMG 133)
GLP-1R agonist / GIPR antagonist APC
皮下注射，每月一次 ▸ *3 项 T2D 三期 2026 启动*

申请上市

诺和诺德 CagriSema
amylin + GLP-1 FDC
皮下注射，每周一次* ▸ *美国监管决定 2026Q4；CVOT 2027H2；T2D 申报 2027 年末*

已上市 / 生命周期拓展

礼来 orforglipron
oral GLP-1R small molecule
▸ *OSA 三期数据、OSA/肥胖申报 2026*

礼来 tirzepatide
GIP/GLP-1R dual agonist
▸ *心血管结局（CVOT）监管行动 2026*

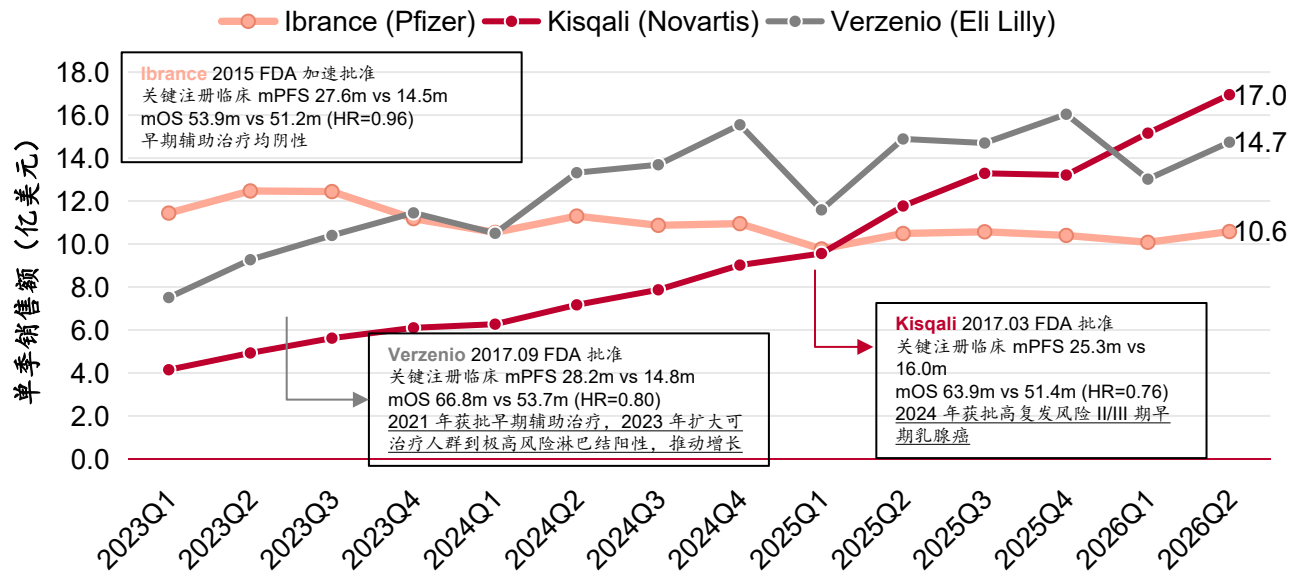
*资料来源：各公司路演材料，中泰证券研究所。*路演材料未披露，经公开资料补充：诺和诺德 2026Q2 投资者材料管线页、礼来 2025 ADA 投资者材料、AstraZeneca 体重管理投资者材料、Roche/Genentech 与 Zealand Pharma 官方新闻稿、ClinicalTrials.gov 试验登记信息。*

下载日志已记录，仅供内部参考

8. 重点板块分析 2：CDK4/6 抑制剂

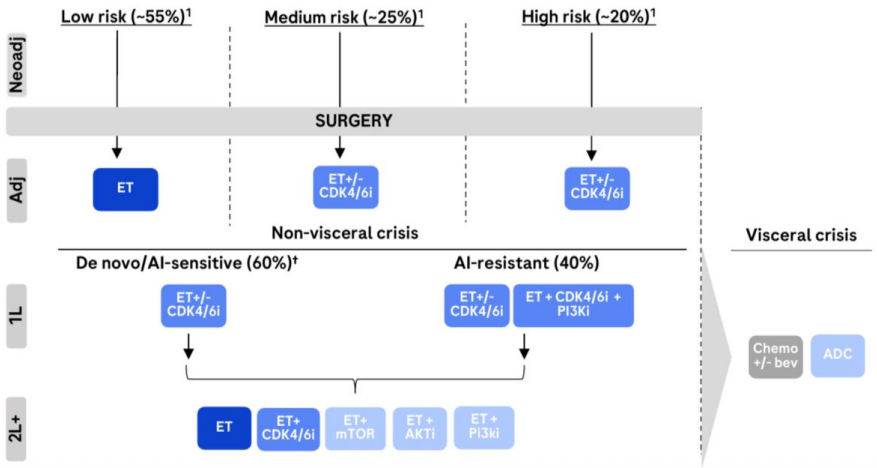
- **从存量格局来看，三家 CDK4/6 抑制剂的竞争由多重因素共同决定。**2026 年二季度，Kisqali（诺华）单季销售额 17.0 亿美元，Verzenio（礼来）14.7 亿美元，Ibrance（辉瑞）10.6 亿美元。三者的份额差异主要源于以下四点：1、从注册临床数据来看，PFS 数据的范围大体一致，OS 具有明显差异。2、从上市时间来看，Ibrance 拥有明显先发优势（2 年）。3、从给药频次来看，Ibrance 和 Kisqali 都是 QD（三周服用，停一周），而 Verzenio 是 BID（不停药）。4、从副作用来看，palbo/ribo 的中性粒细胞减少更突出，因此采用 intermittent dosing 给骨髓一个恢复窗口；abema 对 CDK4 相对更偏选择性，严重中性粒细胞减少相对少，因此能够 continuous dosing，但代价是腹泻明显更多。
- **三家 CDK4/6 抑制剂的份额变化主要来自早期辅助适应症的拓展。**Ibrance 的早期辅助研究全部为阴性结果，Verzenio 于 2021 年获批早期辅助并于 2023 年将可治疗人群扩大至极高复发风险淋巴结阳性患者，Kisqali 则于 2024 年获批高复发风险 II/III 期早期乳腺癌。诺华本季亦披露 NATALEE 研究的 6 年总生存数据，进一步巩固该适应症地位。在 2025 年 5 月进行的一项针对 143 名肿瘤医生的调查（PMID: 40344957）中，67% 会因为 OS evidence 选择 Kisqali。我们预计 Kisqali 的市占率仍会持续提升。

图表：CDK4/6 抑制剂单季销售额



资料来源：各公司财报，中泰证券研究所

图表：HR+ BC 治疗标准



资料来源：Roche Pharma Day 2025，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

8. 重点板块分析 2：CDK4/6 抑制剂——下一个方向是什么？

- **由于一线 HR+ BC 逐步实现慢病化，改善耐受性、提升用药时长成为临床未满足需求。**从机理上来看，骨髓抑制主要源自 CDK6 抑制，选择性保留 CDK4 抑制活性理论上可规避该毒性。选择性 CDK4 抑制剂的竞争逻辑并非超越现有疗效，而是通过改善耐受性提升治疗持续时间与联合用药空间，早期辅助治疗（需长期用药、患者预期生存长）与晚期一线均存在巨大的临床未满足需求。
- **百济神州 BGB-43395 和辉瑞 atirmociclib 展现出较好的早期疗效和安全性。**从早期数据看，atirmociclib（I/IIa 期，n=34，联合来曲唑）确认客观缓解率 69.7%，BGB-43395（I 期，n=19，400mg 剂量组，联合来曲唑）确认客观缓解率 63.2%，6 个月 PFS 率 94.7%。3 级中性粒细胞减少发生率方面，Ibrance 为 56%、Kisqali 为 59%、Verzenio 为 24%，而 atirmociclib 为 26.5%、BGB-43395 为 0%；因治疗相关不良事件停药率方面，已上市品种为 7%—13%，而 atirmociclib 为 2.9%、BGB-43395 为 5.3%。3 级腹泻方面，BGB-43395 为 10.5%，但随餐给药组为 0%。
- **目前，百济神州和辉瑞均已开启全球 III 期临床。**辉瑞 FOURLIGHT-3（NCT06760637）于 2025 年 1 月 6 日启动，目标入组 1,020 例；百济神州 BGB-43395-302（NCT07492641）于 2026 年 5 月 22 日启动，目标入组 1,056 例。

图表：百济神州和辉瑞 CDK4 抑制剂开启的全球三期对比

项目	BGB-43395-302	FOURLIGHT-3
登记号	NCT07492641	NCT06760637
申办方	百济神州（BeOne）	辉瑞（Pfizer）
试验组	BGB-43395（CDK4）+ 来曲唑	atirmociclib（CDK4）+ 来曲唑
对照组	CDK4/6 抑制剂 + 来曲唑	CDK4/6 抑制剂 + 来曲唑
适应症	1L HR+ HER2- BC	1L HR+ HER2- BC
试验分期	Phase III	Phase III
试验开始日期	2026-05-22	2025-01-06
主要完成日期	2029-04-01（预估）	2029-01-02（预估）
目标入组人数	1056	1020

资料来源：医药魔方，中泰证券研究所

图表：百济神州和辉瑞 CDK4 抑制剂与已获批上市的 CDK4/6 抑制剂非头对头对比

药物名	公司	线数	阶段	N	实验组	对照组	cORR	PFS 率	mPFS (HR)	mOS (HR)	因治疗停药	G3 中性粒细胞减少	G3 腹泻
atirmociclib	Pfizer	一线	I/IIa	34	+letrozole	/	69.70%	*12/18/24 月：90.9%/78.4%/67.2%*	/	/	*2.90%*	*26.50%*	*0.00%*
BGB-43395	Beone	一线	I	19 (400mg)	+letrozole	/	63.20%	*6月94.7%（68.1–99.2）*	/	/	*5.30%*	*0*	*10.5%（随餐0）*
Ibrance	Pfizer	一线	III	444 vs 222	+letrozole	placebo+letrozole	55.30%	*NR*	*27.6m(0.56)*	*53.8m(0.92)*	*10%*	*56%*	*1%*
Kisqali	Novartis	一线	III	334 vs 334	+letrozole	placebo+letrozole	52.70%	*24月54.7% vs35.9%*	*25.3m(0.57)*	*63.9m(0.76)*	*7%*	*59%*	*1.20%*
Verzenio	Lilly	一线	III	328 vs 165	+NSAI	placebo+NSAI	55.40%	*NR*	*28.2m(0.54)*	*66.8m(0.80)*	*13%*	*24%*	*9%*

资料来源：各临床试验，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

8. 重点板块分析 3：PD-1 抑制剂——K 药和 O 药静脉增长持平，增量来自皮下和后排 PD-1

- **2026 年二季度，Keytruda 系列收入 83.67 亿美元、环比增长 4.14%。**静脉剂型（KEYTRUDA）收入 79.04 亿美元、环比 -0.03%，皮下剂型（KEYTRUDA QLEX）收入 4.63 亿美元、环比增长 262%。静脉已实质进入零增长状态。公司在电话会中明确提示美国市场"若干关键适应症渗透已接近峰值"，并预告三季度存在批发商采购时点的逆风。
- Opdivo 系列同样呈现类似的结构。静脉剂型 24.85 亿美元、环比 +15.80%，皮下剂型 OPDIVO QVANTIG 2.61 亿美元、环比 +60.12%，系列合计 27.46 亿美元、环比 +18.93%。需指出的是，Opdivo 静脉剂型的同比增速实为 -3%，其环比高增长中包含约 2 亿美元的渠道库存补充，剔除后的真实环比增速应显著低于表观值。换言之，两大 PD-1 龙头的静脉基本盘均已停止增长，增长动能已从适应症扩张切换至剂型转换。
- 后排 PD-1 的增长主要来自差异化新适应症。阿斯利康 Imfinzi 的增长主要由围手术期与限期小细胞肺癌等新适应症驱动；再生元 Libtayo 的基本盘为皮肤鳞状细胞癌与基底细胞癌，属 Keytruda 覆盖较弱的领域；葛兰素史克 Jemperli 则聚焦 dMMR/MSI-H 子宫内膜癌。
- 各大 MNC 均广泛布局下一代 IO 主线。如 Opdivo 和 Keytruda 的拥有者 百时美施贵宝与默沙东分别布局 iza-bren（来自百利天恒）和 sac-TMT（来自科伦博泰）作为 IO 联用的强劲单品，同时布局 PD-1×VEGF 双抗 MK-2010 和 pumitamig。此外，辉瑞从三生制药购买的 PF'4404 同样被战略提及，辉瑞展示出前所未有的开发力度和决心。我们认为，在当前 K 药和 O 药已进入实质性增长持平的环境下，ADC 和 PD-1×VEGF 双抗的读出将是决定 2028 年后 PD-1 存量格局能否被重构的关键。

图表：全球主流PD-(L)1 抑制剂销售额情况和临床数量

资产	公司	靶点	上市时间	2025A（亿美元）	2026Q2（亿美元）	环比	同比	注册临床数量
Keytruda franchise	Merck & Co.	PD-1	2014-09	316.80	83.67	4.1%	5.2%	182
Opdivo franchise	Bristol Myers Squibb	PD-1	2014-12	102.89	27.46	18.9%	6.0%	94
Tecentriq	Roche	PD-L1	2016-05	43.06	11.30	9.2%	8.1%	76
Imfinzi	AstraZeneca	PD-L1	2017-05	60.64	18.54	9.4%	27.4%	49
Libtayo	Regeneron	PD-1	2018-09	14.52	4.89	11.6%	29.7%	15
Jemperli	GSK	PD-1	2021-04	11.38	3.33	6.4%	27.1%	11

资料来源：各公司财报，中泰证券研究所

图表：头部PD-(L)1 抑制剂静脉和皮下剂型销售额（亿美元）

分子/剂型	2026Q1	2026Q2	环比增速
K 药静脉剂型 KEYTRUDA	79.06	79.04	-0.03%
K 药皮下剂型 KEYTRUDA QLEX	1.28	4.63	+261.72%
K 药分子合计	80.34	83.67	+4.14%
O 药静脉剂型 OPDIVO	21.46	24.85	+15.80%
O 药皮下剂型 OPDIVO QVANTIG	1.63	2.61	+60.12%
O 药分子合计	23.09	27.46	+18.93%

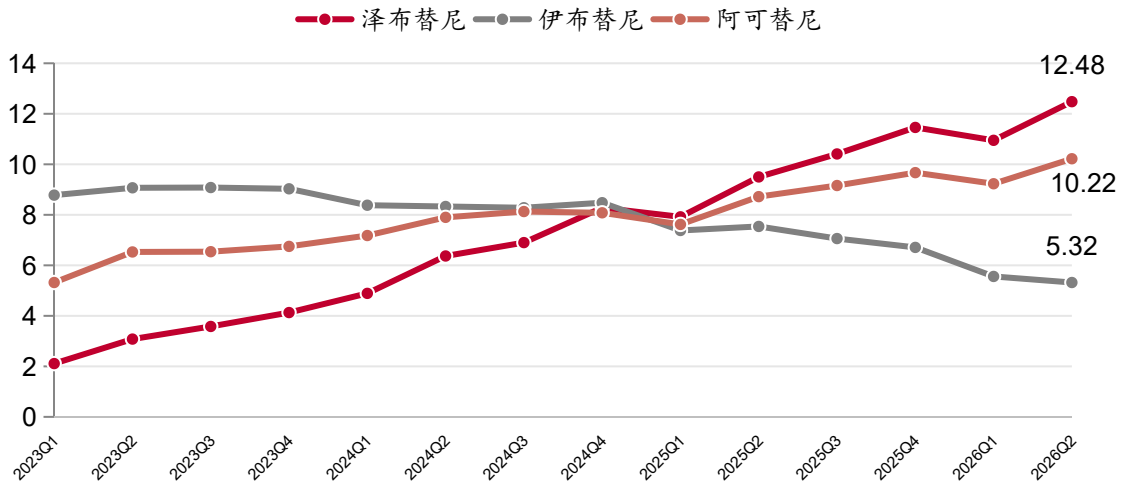
资料来源：各公司财报，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

8. 重点板块分析 4：BTK 抑制剂——不同于 CDK4/6，BTK 领域存在明确的循证等级差异

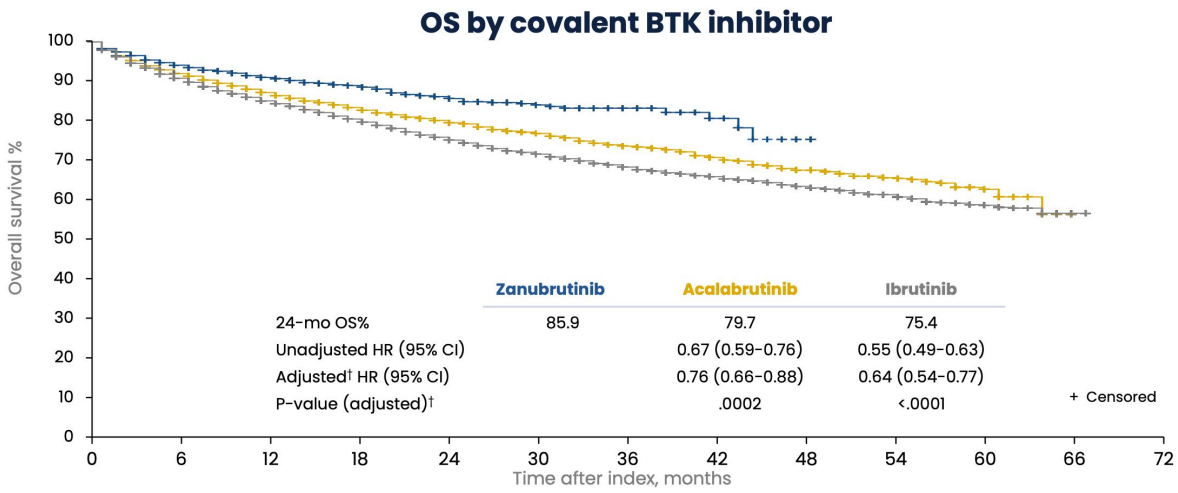
- **与 CDK4/6 市场三家分庭抗礼不同，BTK 抑制剂市场存在明确的循证等级差异，泽布替尼头对头取得胜利。**CDK4/6 三个品种从未开展相互之间的头对头 III 期研究，各自的注册试验均以“安慰剂+内分泌治疗”为对照，晚期一线数据高度接近，跨试验比较无法确立优劣；其份额最终由适应症覆盖广度决定。在缺乏头对头证据的市场中，三家得以长期并存。BTK 则相反：**存在直接的头对头随机对照证据，且证据层级不对称，因而发生的是替代而非共存，我们认为未来仍会延续这种趋势。**
- 其一，ALPINE 为优效性设计的头对头 III 期（泽布替尼 327 例 vs 伊布替尼 325 例，复发难治 CLL/SLL），最终分析中位随访 39 个月，PFS 风险比 0.68（95%CI 0.53—0.86，P=0.001），优效性成立；房颤发生率 6.8% vs 16.4%，39 个月时仍在治疗者 59% vs 47%。其二，ELEVATE-RR 为非劣效性设计（阿可替尼 vs 伊布替尼），两臂中位 PFS 均为 38.4 个月、风险比 1.00，仅达成非劣效并显示心血管耐受性改善，未显示疗效优效。
- 2026 年二季度，三大共价 BTK 抑制剂单季销售额分别为泽布替尼（百济神州）12.48 亿美元、阿可替尼（阿斯利康）10.22 亿美元、伊布替尼（艾伯维/强生）5.32 亿美元，合计约 28.0 亿美元。我们认为，BTK 赛道的意义超出品种本身：**这是中国创新药企业首次在一个全球十亿美元级的成熟靶点上取得销售额第一，且份额提升同时发生在美国、欧洲与中国市场。**

图表：全球 BTK 抑制剂季度销售额（亿美元）



资料来源：各公司财报，中泰证券研究所

图表：三大 BTK 抑制剂非头对头 OS 曲线



资料来源：百济神州路演材料，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

8. 重点板块分析 5：Th17 自免疾病——Skyrizi 和 Rinvoq 高增

- 26Q2 单季，两款 IL-23p19 药物 Skyrizi（55.05 亿美元，同比 +24.5%）与 Tremfya（20.46 亿美元，同比 +72.5%）合计 75.51 亿美元；两款 IL-17A 药物 Cosentyx（18.24 亿美元，+12.0%）与 Taltz（8.56 亿美元，+1.0%）合计仅 26.80 亿美元。我们认为 Th17 轴自免疾病正在发生以下几种改变：**其一，IL-23 相较于 IL-17A 呈现更长效的特征，**正在新处方中取代 IL-17A——IL-23 通过上游阻断 Th17 细胞活化，起效更持久、给药间隔更长（Q8W/Q12W vs Q4W），Taltz 增速已近乎归零。**其二，适应症覆盖决定天花板。**Skyrizi 与 Tremfya 均已跨越皮肤（PsO/PsA）进入肠道（CD/UC），而 Cosentyx、Taltz 主要停留在皮肤与脊柱关节（AS/HS），IBD 这块增量是两者增速分化的主要来源。**其三，给药方式本身可以决定其商业化的天花板。**Rinvoq 作为唯一口服（JAK1、每日一次）覆盖 6 个适应症、录得 25.25 亿美元——但 JAK 类的黑框警示限制了其在银屑病一线的渗透。我们看到包括 TYK2、高选择性 JAK 抑制剂的在研疗法致力于突破黑框限制，若后续关键注册数据验证疗效和安全性，可以推断其商业化空间广阔。
- **Th17 通路正从"TNF 替代"的第二阶段，进入"IL-23 内部分化 + 口服化"的第三阶段。**第一阶段（2020 年以前）修美乐凭 TNF 机制确立标准，2022 年后专利到期使其全年收入由 212 亿美元降至 2025 年的 45 亿美元；第二阶段 IL-17A（可善挺 2025 年全年 66.68 亿美元）与 IL-23p19 完成交接，Skyrizi 全年收入六年间由 15.9 亿美元增至 175.62 亿美元；当前第三阶段的竞争焦点是更高的皮损清除率与口服给药——Skyrizi 在 W16 PASI100 达约 36%—51%、显著优于修美乐的 23.0%，而 Rinvoq 以口服 JAK1 每日一次实现 2025 年全年 83.04 亿美元，验证了给药方式本身即为差异化来源。

图表：Th17 轴自免疾病相关生物制剂2026Q2 销售额及获批适应症

药物	靶点	公司	剂型	给药频率	26Q2 销售额（亿美元）	yoy	PsO	PsA	RA	CD	UC	AS	HS
Skyrizi	IL-23p19	AbbVie	皮下注射	Q12W/Q8W	55.05	24.50%	✓	✓		✓	✓		
Rinvoq	JAK1	AbbVie	口服	QD	25.25	24.50%		✓	✓	✓	✓	✓	
Tremfya	IL-23p19	J&J	皮下注射	Q8W	20.46	72.50%	✓	✓		✓	✓		
Cosentyx	IL-17A	Novartis	皮下注射	Q4W	18.24	12.00%	✓	✓				✓	✓
Taltz	IL-17A	Lilly	皮下注射	Q4W	8.56	1.00%	✓	✓				✓	

资料来源：各公司财报，各公司公告，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

8. 重点板块分析 6：Th2 轴自免疾病——dupi 持续高增，仍未看到接棒分子的上市

- 2026 年二季度，Th2 轴前五大生物制剂合计销售额约 95.7 亿美元、同比增长约 28%。其中 Dupixent（IL-4Rα，赛诺菲/再生元）单季 59.6 亿美元、同比增长 37.6%（CER 口径），单季收入首次突破 50 亿欧元；Xolair（IgE，罗氏/诺华）15.63 亿美元、+10.7%；Nucala（IL-5，葛兰素史克）8.19 亿美元、+22.0%；Tezspire（TSLP，安进/阿斯利康）6.58 亿美元、+44.9%；Fasenra（IL-5Rα，阿斯利康）5.70 亿美元、+14.0%。
- **我们认为，IL-4Rα 仍能实现高增的原因如下：**
- **其一，靶点本身决定了适应症广度。**IL-4Rα 是 IL-4 与 IL-13 的共享受体亚基（I 型受体 IL-4Rα/γc 传导 IL-4，II 型受体 IL-4Rα/IL-13Rα1 同时传导 IL-4 与 IL-13），阻断该亚基等于同时切断两条效应通路。对照同轴其他靶点：IgE 主要作用于肥大细胞与嗜碱粒细胞脱颗粒，IL-5 与 IL-5Rα 主要作用于嗜酸粒细胞，TSLP 虽居上游但下游冗余通路较多。相应地，IL-4Rα 获批适应症已达 9 个，且仍在不断增长。
- **其二，新疗法尚未实现对于 IL-4Rα 的替代。**Ebglyss（lebrikizumab，IL-13 单抗）上市七个季度收入由 0.20 亿美元增至 2.01 亿美元，同期 Dupixent 为 59.6 亿美元。根源在于 Ebglyss和 Dupixent特应性皮炎W16 EASI90 的数据分别为 31%—38% 与 30%—36%，没有拉开显著的代差。**我们后文会提到，新疗法要夺取 IL-4Rα 的份额，需在疗效、给药频次、剂型三者中至少一项形成代际差距。**
- **其三，38% 的增速包含一次性毛净调整，很可能与 340B 相关。**赛诺菲在业绩材料中两处明确该季增长包含 "a favourable adjustment of gross-to-net deductions"（有利的毛净扣减调整），并将其限定于美国；财务页同时标注 "partly supported by positive one-offs"。在恒定汇率下，赛诺菲给出的集团内生增长约 15%。

图表：Th2 轴自免疾病相关生物制剂2026Q2 销售额及获批适应症

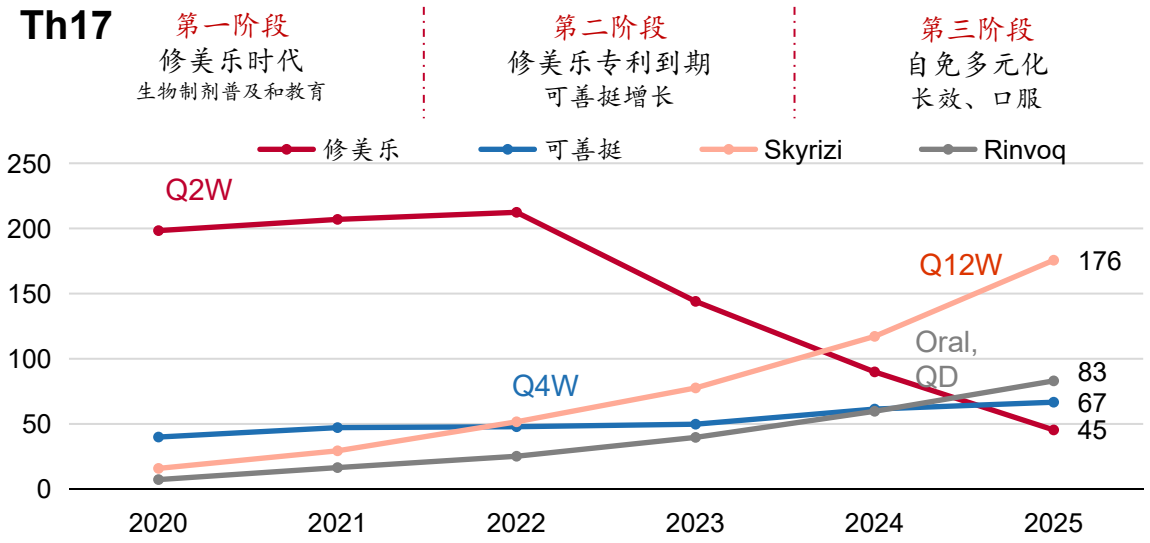
药物	靶点	公司	剂型	给药频率	26Q2 销售额（亿美元）	yoy	AD	哮喘	CRSwNP	EoE	PN	COPD	CSU	PV	EGPA	HES
Dupixent	IL-4Rα	Sanofi / Regeneron	皮下注射	Q2W	59.6	*38.00%*	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
Xolair	IgE	Roche / Novartis	皮下注射	Q2W/Q4W	15.63	*10.70%*		✓	✓				✓			
Nucala	IL-5	GSK	皮下注射	Q4W	8.19	*22.00%*		✓	✓						✓	✓
Tezspire	TSLP	Amgen / AstraZeneca	皮下注射	Q4W	6.58	*44.90%*		✓	✓						✓	✓
Fasenra	IL-5Rα	AstraZeneca	皮下注射	Q4W-Q8W	5.7	*14.00%*		✓								

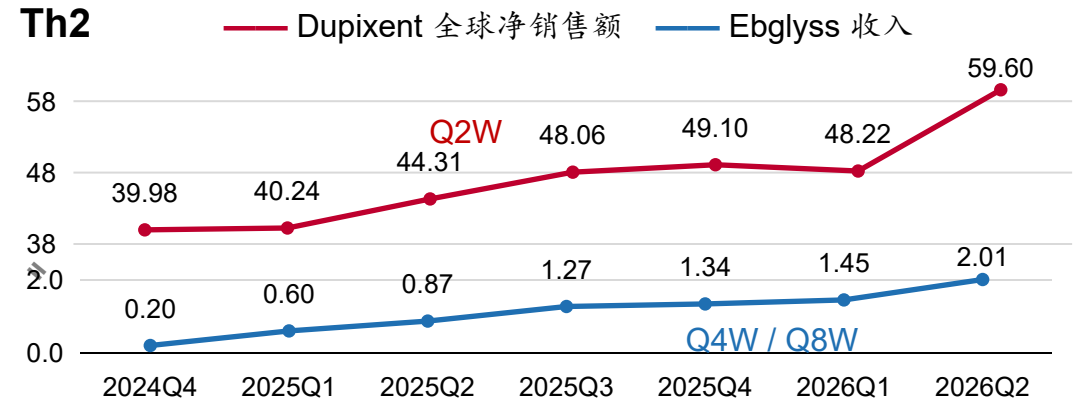
资料来源：各公司财报，各公司公告，中泰证券研究所，EUR/USD 1.1563

下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

8. 重点板块分析 6：从 Th17 的三阶段演绎，看 Th2 自免疾病未来的方向和机会





资料来源：各公司财报，中泰证券研究所。单位：亿美元；Dupixent 原披露为欧元，图中历史序列按 EUR/USD 1.1563 折算（末点 59.6 亿美元）；正文单季值按EUR/USD 1.1563换算，收入为59.60亿美元。

- 以银屑病为例，Th17 轴自免疾病经过三阶段替代，已实现较为彻底的皮损清除。当前 Skyrizi 在 W52 的 PASI90 已达 81%—86%，**同时做到 Q12W 的最高给药间隔，天花板不断提高，Rinvoq 在剂型上做出差异化，亦实现较好的销售表现。**

		修美乐	可善挺	skyrizi
W16	PASI90	47.4%	~72%	~75%
	sPGA/IGA 0/1	60.2%	~76%	~84–88%
	PASI100	23.0%	~37%	~36–51%
W52	PASI90		~63–70%	~81–86%
	sPGA/IGA 0/1		~68–73%	~84–87%
	PASI100		~38–42%	~56–60%

- 以特应性皮炎为例，**Th2 轴自免疾病仍然面临相当的临床未满足需求**，如 Dupixent W16 EASI90 仅 30%—36%，且仍为 Q2W，26Q2 单季仍实现 59.6 亿美元收入（同比 +37.6%，CER 口径），Ebglyss 尽管在给药频次上实现一定的突破（Q4W/Q8W），但在疗效、给药频次、剂型三方面的突破均不够显著，未能复制 Th17 的接替路径。
- Th2 自免疾病是 MNC 重点攻克的方向，但**难度显著高于 Th17：过去一年 OX40/OX40L 路径在 AD 适应症上已基本退出**。赛诺菲 amlitelimab（抗 OX40L）于 2026 年 7 月 24 日宣布不递交全球上市申请、终止 AD 开发；此前 2026 年 3 月，同样靶向 OX40 的 rocatinlimab 亦因卡波西肉瘤等恶性肿瘤信号终止。

		dupixent	ebglyss	
W16	EASI90	30–36%	31–38%	严重的临床未满足需求
	IGA 0/1	36–38%	33–43%	
	EASI100	-	~10–11%	
W52	IGA 0/1	36%	~65–81%	

下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

8. 重点板块分析 6：重视 Th2 型自免新疗法（以 AD 适应症为例）

Ⅰ 期 / 首次人体（4）	Ⅰb 期 / 联合方案（3）	Ⅱ 期（5）	Ⅱb 期 / Ⅲ 期（2）	已获批 / 已上市（1）
再鼎医药 (ZLAB) **ZL-1503** 长效 IL-13 × IL-31Rα 双抗 ▸ 2025-12-08 全球Ⅰ/Ⅰb 期首例给药；FIH 数据预计 2026H2，AD 患者数据 2027H1	Apogee (APGE) **APG279（APG777＋APG990）** 抗 IL-13 ＋ 抗 OX40L 联合方案 ▸ 头对头 Dupixent 的Ⅰb 期扩至 86 例并完成入组；24 周中期数据预计 2026H2	Apogee (APGE) **Zumilokibart（APG777）** 长效抗 IL-13 单抗 ▸ Ⅱ期 Part B 52 周数据预计 2027H1，拟进Ⅲ期	Inmagene (IMA) **Olevaprubart（原 IMG-007）** Fc 静默、非清除型抗 OX40 单抗 ▸ Ⅱb 期顶线指引 2027Q4	Incyte (INCY) **Opzelura（ruxolitinib 1.5% 乳膏）** 外用 JAK1/2 抑制剂 ▸ 2025-09-18 FDA 将轻中度 AD 扩龄至 ≥2 岁，为美国首个获批儿童 AD 的外用 JAK；加拿大扩至 2–11 岁、欧盟获批成人中度 AD
Arcutis (ARQT) **ARQ-234** CD200R 免疫检查点激动型融合蛋白 ▸ 2026启动健康人及中重度 AD 患者Ⅰa/Ⅰb 期	Aclaris (ACRS) **ATI-052** 抗 TSLP × IL-4Rα 双特异性抗体 ▸ 健康人Ⅰa 期显示约 45 天半衰期；2026-01 启动 AD Ⅰb 期，AD 概念验证数据预计 2026H2	康诺亚 (2162.HK) **CM512** 长效 TSLP × IL-13 双特异性抗体 ▸ Ⅰ期（健康人+中重度 AD）2025-11 达全部终点、2026-04 发表；CRSwNP Ⅱ期数据已公告阳性	Nektar (NKTR) **Rezpegaldesleukin（REZPEG）** 选择性扩增 Treg 的 IL-2 生物制剂 ▸ 2026-07-21 启动两项Ⅲ期 ZNITH AD-1/2，2026-09 再启动 AD-3；2027Q1 停药 52 周数据、2028 年中首批Ⅲ期顶线、2029 年目标递交 BLA	
AbCellera (ABCL) **ABCL575** Fc 静默、半衰期延长抗 OX40L 单抗 ▸ 健康人Ⅰ期，目标或为每 6 个月一次；Ⅰ期数据读出指引更新为 2026Q4	Celldex (CLDX) **Barzolvolimab（CDX-0159）** 抗 KIT 单抗，减少肥大细胞 ▸ AD Ⅱ期 2026 年初完成入组，顶线预计 2026 年末	Kymera (KYMR) **KT-621** 口服 STAT6 降解剂（每日一次） ▸ 2025-12 获 Fast Track，Ⅱb 期已完成入组，顶线提前至 2026 年末		
Regeneron (REGN) **REGN20423（AURA-AD）** 靶点未正式披露，或为长效抗 IL-13（推断） ▸ 2026启动 Ⅰ期，含健康人及 AD 患者		Corvus (CRVS) **Soquelitinib（CPI-818）** 口服选择性 ITK 抑制剂 ▸ 2026-03 启动约 200 人Ⅱ期，中国 AD 队列数据预计 2026 年末		
		Aclaris (ACRS) **Bosakitug（ATI-045）** 抗 TSLP 单抗 ▸ 2026-03 完成 109 例 AD Ⅱ期入组，顶线预计 2026Q4		

- 由此看后续 Th2 轴的在研路径有四：
- **其一，长效化**——Apogee 的 APG777（长效抗 IL-13，Q3M/Q6M 维持），康诺亚 CM512（TSLP×IL-13 双抗）等；
- **其二，口服化**——Kymera 的 KT-621（口服 STAT6 降解剂）已获 FDA 快速通道、Ⅱb 期完成入组；
- **其三，多靶点协同**——康诺亚 CM512（TSLP×IL-13 双抗）、Aclaris 的 ATI-052（TSLP×IL-4Rα 双抗）、再鼎 ZL-1503（IL-13×IL-31Rα）等；
- **其四，新机制**——Nektar 的 Rezpegaldesleukin（IL-2 扩增 Treg）、Corvus 的 Soquelitinib（口服 ITK 抑制剂）；Celldex 的 Barzolvolimab（抗 KIT，减少肥大细胞）与 Arcutis 的 ARQ-234（CD200R 免疫检查点激动型融合蛋白）分别从肥大细胞与免疫检查点切入。
- **通过复盘 Th17 三个时代的演变进程，我们判断以上四条路径是否可以在 Th2 路径中抢占市场份额，取决于能否在「疗效、给药频次、剂型」三维中至少一维形成代际差距。**

资料来源：各公司公告与投资者材料（Kymera / AbCellera / ImageneBio / Nektar / Apogee 2026 Q2 更新）、FDA 批准函、ClinicalTrials.gov（NCT06553209、NCT06947980），中泰证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券
ZHONGTAI SECURITIES

目录

CONTENTS

1 MNC 总览

2 单药与管线

3 交易与战略

4 五大重点板块拆解

5 重点公司分析

6 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

9. 重点公司分析 Tier1 礼来：成长单品高速放量，密集并购扩充在研管线

业绩概览 礼来 26Q2 总营收 229.74 亿美元（YoY +48%），主要由 Mounjaro 与 Zepbound 销量驱动；净利润 70.95 亿美元、EPS 7.94 美元（+26%），非 GAAP EPS 8.38 美元（+33%）。全年指引上调：营收由 820—850 亿美元上调至 850—870 亿美元，经营利润率由 47.0%—48.5% 上调至 49.0%—50.5%。

增长单品 Mounjaro 单季 99.43 亿美元（YoY +91%）与 Zepbound 49.28 亿美元（+46%）合计贡献约 63 亿美元的同比增量，是全行业最大的单一增长引擎；Kisunla +240.8%、Ebglyss +131.0% 为高增速新品，Jardiance 产品族 +78.6% 含勃林格殷格翰 2.5 亿美元的合并销售里程碑。

衰退单品 礼来在财报中披露了 6 个主要单品，其中官方 Q2 产品表中只有一个具名产品同比下降：Verzenio 单季 14.74 亿美元（YoY −1.0%，净减 0.15 亿美元），且降幅全部来自美国（8.45 亿美元对 9.29 亿美元），非美仍增长。礼来是唯一几乎没有显著衰退单品的公司——组合过于年轻，代谢双雄尚在爬坡期。暂无专利悬崖压力：Zepbound 已出现现金支付降价，Trulicity 的 +11.6% 部分来自返利估计调整。

但是，礼来营收中替尔泊肽产品占总营收的 65%，拓展适应症领域是礼来当前亟待解决的战略难题。2026 年截至 8 月 11 日，礼来总计签订 549 亿美元 BD 或并购交易，囊括 in vivo CAR-T、双载荷 ADC、三种疫苗、AAV 衣壳、致幻剂类药物等新兴研发方向。

图表：礼来 Foundayo 26-27 预期催化事件

	US	International	Expected Phase 3 Readouts
2026	✓ Sampling and HCP engagement ✓ DTC expansion launched in June ✓ Medicare GLP-1 Bridge effective July ○ Type 2 Diabetes Regulatory Action	✓ UAE (obesity) ✓ Mexico (obesity & T2D) ✓ Saudi Arabia (obesity) ○ Select additional markets	✓ Type 2 Diabetes (ACHIEVE-4) ○ Obstructive sleep apnea
2027+	○ Continued uptake and market expansion	○ Launched in all major markets	○ Stress urinary incontinence ○ Knee osteoarthritis pain ○ Hypertension ○ Peripheral artery disease ○ Cardiovascular outcomes

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：礼来 26Q2Top6 增长单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (USD 亿)	YoY
Mounjaro	替尔泊肽	GIP/GLP-1 双受体激动	多肽	99.43	+91.2%
Zepbound	替尔泊肽	GIP/GLP-1 双受体激动	多肽	49.28	+45.8%
Jardiance 系列	恩格列净	SGLT2 抑制剂	小分子	12.32	+78.6%
Trulicity	度拉糖肽	GLP-1 受体激动剂	多肽	12.19	+11.6%
Ebglyss	来瑞组单抗	IL-13 中和单抗	单抗	2.01	+131.0%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：礼来 26Q2Top6 衰退单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (USD 亿)	YoY
Verzenio	阿贝西利	CDK4/6 抑制剂	小分子	14.74	−1.0%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

9. 重点公司分析 Tier2 诺华：多增长引擎有力对冲专利悬崖危机

业绩概览 诺华 26Q2 净销售额 144 亿美元（美元口径 +3%，恒定汇率 +1%），销量贡献 +18pp，被仿制药竞争 −14pp 与价格 −3pp 大部分抵消后仍实现增长。报告口径经营利润 48 亿美元，净利润 32.57 亿美元（-19%）、EPS 1.71 美元（-17%），主因税负与利息支出上升；核心经营利润 59 亿美元（同比持平），核心经营利润率 41.2%（同比 -1.0pp，cc -0.7pp），核心净利润 46 亿美元（-3%），核心 EPS 2.41 美元（美元口径持平，cc -1%）。全年指引维持不变：净销售额低个位数增长、核心经营利润低个位数下滑（均为恒定汇率）。

增长单品 诺华多个领域的单品呈现强劲增长：Kisqali 单季 16.95 亿美元（YoY +44%）领跑，Kesimpta 14.24 亿美元（+32%）、Cosentyx 18.24 亿美元（+12%）；Scemblix +89%、Leqvio +61% 为高增速新品。增量集中在肿瘤 CDK4/6、放射性配体与神经/免疫生物药。

衰退单品 集中于专利悬崖。Entresto 美国独占期于 2025 年 7 月到期，单季 11.81 亿美元（YoY −50%，绝对减量 11.76 亿美元）为最大拖累；Promacta −64%、Tasigna −57% 受全球仿制药侵蚀，Xolair −23% 承压于生物类似药。

图表：诺华 26H2重要催化事件

预计读出时间	项目 / 资产	适应症 / 试验	阶段 / 状态
2026	iptacopan Fabhalta	补体抑制剂初治的非典型溶血性尿毒症综合征	Phase 3
2026	midostaurin Rydapt	新诊断FLT3突变儿童急性髓系白血病	Phase 2
2026	siponimod / ofatumumab Mayzent / Kesimpta	儿童多发性硬化	Phase 3
Q3 2026	inclisiran Leqvio	LDL-C降低；对照苯哌多酸	头对头研究 ESC 2026
H2 2026	del-desiran	DM1	Phase 3
H2 2026	ianalumab	一线免疫性血小板减少症	Phase 3
H2 2026	pelacarsen	Lp(a)升高的心血管事件二级预防	Phase 3
H2 2026	QCZ484	高血压	Phase 2中期
H2 2026	remibrutinib	复发型多发性硬化	Phase 3
H2 2026	remibrutinib Rhapsido	中重度化脓性汗腺炎	Phase 3
H2 2026	VHB937	肌萎缩侧索硬化（ALS）	Phase 2

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：诺华 26Q2Top6 增长单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (USD 亿)	YoY
Kisqali	瑞波西利	CDK4/6 抑制剂	小分子	16.95	+44%
Kesimpta	奥法妥木单抗	抗 CD20 单抗	单抗	14.24	+32%
Cosentyx	司库奇尤单抗	抗 IL-17A 单抗	单抗	18.24	+12%
Pluvicto	镥[177Lu]维匹凡肽	PSMA 放射性配体	RDC	6.51	+43%
Scemblix	阿西米尼	ABL 变构抑制剂	小分子	5.62	+89%
Leqvio	英克司兰	PCSK9 siRNA	siRNA	4.80	+61%

资料来源：各公司财报，各公司公告，中泰证券研究所

图表：诺华 26Q2Top6 衰退单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (USD 亿)	YoY
Entresto	沙库巴曲缬沙坦	ARNI（脑啡肽酶）	小分子	11.81	−50%
Promacta	艾曲泊帕	TPO-R 激动剂	小分子	1.79	−64%
Tasigna	尼洛替尼	BCR::ABL1 TKI	小分子	1.42	−57%
Xolair	奥马珠单抗	抗 IgE 单抗	单抗	3.42	−23%
Lucentis	雷珠单抗	抗 VEGF-A Fab	抗体片段	1.26	−27%
Kymriah	替沙仑赛	CD19 CAR-T	CAR-T	0.88	−11%

资料来源：各公司财报，各公司公告，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

9. 重点公司分析 Tier2 强生：全年将首次超过千亿美元收入

业绩概览 Q2 总营收 253.1 亿美元（报告口径 +6.6%，调整后 +5.7%），单季销售首破 250 亿美元；其中创新制药 163.8 亿美元（+7.8%，运营 +6.8%）、医疗科技 89.3 亿美元（+4.5%）。报告口径净利润 55.3 亿美元、EPS 2.27 美元（上年同期 2.29 美元）；调整后净利润 70.8 亿美元（+5.7%）、调整后 EPS 2.90 美元（+4.7%）。全年指引上调：报告销售额上调至 1,008—1,014 亿美元（中点 1,011 亿美元，+7.3%），调整后 EPS 上调 0.13 美元至 11.60—11.75 美元（中点 11.68 美元，+8.2%）；公司预计全年调整后税前经营利润率扩张约 75bp，并将首次实现年收入超千亿美元。

增长单品 Darzalex 单季 42.07 亿美元（YoY +18.9%），Tremfya 20.46 亿美元（+72.5%）在 IBD 新上市带动下全适应症提量；Carvykti +49.4%、Caplyta +70.9%、Rybrevant/Lazcluze +60.8%、Spravato +40.8%（公司正式增速）构成第二梯队，增量以单抗、CAR-T 与 CNS 小分子为主。

衰退单品 Stelara 单季 7.40 亿美元（YoY −55.2%）为最大拖累，公司明确归因于全球生物类似药竞争与净价下降；Remicade −25.7%、Simponi −10.4% 同属 TNF-α 老品的生物类似药与份额流失，Imbruvica −18.5% 被新一代 BTK 抑制剂分流。

强生的衰退高度集中在免疫老品（Stelara、Remicade、Simponi），而增长同样来自免疫（Tremfya、Rinvoq 类竞品之外的 IL-23）与肿瘤细胞治疗；Stelara 的失血正被 Tremfya 的增量对冲。

图表：强生 26H2 催化事件

预计读出时间	项目 / 资产	适应症 / 试验	阶段 / 状态
26 H2	apalutamide ERLEADA	局限性前列腺癌	Phase 3
26 H2	gemcitabine intravesical delivery system INLEXZO	BCG经治高风险非肌层浸润性膀胱癌	Phase 3
26 H2	icotrokinra ICOTYDE	银屑病	Phase 3
26 H2	icotrokinra	银屑病关节炎	Phase 3
26 H2	lumateperone CAPLYTA	双相躁狂	Phase 3
26 H2	talquetamab TALVEY	CD38暴露的复发/难治多发性骨髓瘤	Phase 3

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：强生 26Q2Top6 增长单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (USD 亿)	YoY
Tremfya	古塞奇尤单抗	IL-23 p19 单抗	单抗	20.46	+72.5%
Darzalex	达雷妥尤单抗	CD38 单抗	单抗	42.07	+18.9%
Carvykti	西达基奥仑赛	BCMA CAR-T	CAR-T	6.57	+49.7%
Spravato	艾司氯胺酮	NMDA 受体拮抗剂	小分子	5.84	+41.1%
Caplyta	卢美哌隆	5-HT2A / D2 调节	小分子	3.61	+71.1%
Rybrevant+Lazcluze	埃万妥单抗 / 拉泽替尼	EGFR/MET 双抗+TKI	双抗	2.89	+61.5%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：强生 26Q2Top6 衰退单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (USD 亿)	YoY
Stelara	乌司奴单抗	IL-12/23 p40 单抗	单抗	7.40	−55.2%
Simponi	戈利木单抗	TNF-α 单抗	单抗	6.18	−10.4%
Imbruvica	伊布替尼	BTK 抑制剂	小分子	5.99	−18.5%
Prezista 家族	以地瑞那韦为核心	HIV 蛋白酶抑制剂	小分子	3.72	−6.1%
Remicade	英夫利西单抗	TNF-α 单抗	单抗	3.38	−25.7%
Concerta	哌甲酯缓释	DAT/NET 抑制剂	小分子	1.46	−11.0%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

9. 重点公司分析 Tier2 艾伯维：Th17 型自免高增，Q2 通过收购正式进入 2 型炎症领域

业绩概览 26Q2 净收入 169.90 亿美元，同比 +10.2%，其中免疫 87.86 亿美元（+15.1%）、神经科学 32.28 亿美元（+20.3%）、医美 12.82 亿美元（+0.3%）。GAAP 摊薄 EPS 2.03 美元（+290.4%），调整后摊薄 EPS 3.65 美元（+22.9%，含收购在研 IPR&D 及里程碑费用 -0.17 美元）。全年指引：营收再上调 3 亿美元至约 676 亿美元（年初以来累计上调 6 亿美元）；调整后摊薄 EPS 区间由 13.91—14.11 美元调整为 13.87—14.07 美元，中值下调 0.04 美元，主要因拟收购 Apogee 带来 0.14 美元摊薄、被 0.10 美元业绩超预期部分抵消，指引内含年内 IPR&D 及里程碑费用 -0.58 美元。

增长单品 Skyrizi 单季 55.05 亿美元（+24.4%）与 Rinvoq 25.25 亿美元（+24.5%）合计构成绝对增量，IBD 放量是核心驱动；Vraylar +18.9%、Qulipta +30.9% 稳定增长，Vyalev 为组合内增速最高品种，处于上市后首个完整放量阶段。

衰退单品 Humira 单季 7.56 亿美元（YoY −35.9%）仍是最大拖累，主因美国及全球生物类似药替代与净价下降；Imbruvica −29.4% 被新一代 BTK 抑制剂与固定疗程组合分流，Mavyret −21.3% 受可治愈 HCV 存量患者池收缩影响。

艾伯维 Humira 的收入流失已被 Skyrizi 与 Rinvoq 的双引擎显著超额覆盖，衰退单品中共 5 项具名产品为负增长。剩余压力来自成熟专科品（Mavyret、Creon）与可选消费属性的医美业务（Juvederm）。

图表：艾伯维 26H2 催化事件

预计读出时间	项目 / 资产	适应症 / 试验	阶段 / 状态
26 H2	atogepant Qulipta	经期偏头痛预防	Phase 3
26 H2	epcoritamab + R-CHOP Epkinly	一线DLBCL	Phase 3
26 H2	etentamig	三线多发性骨髓瘤单药	Phase 3
26 H2	lutikizumab	化脓性汗腺炎	Phase 3
26 H2	ubrogepant Ubrelvy	经期偏头痛预防	Phase 3
26 H2	upadacitinib Rinvoq	化脓性汗腺炎	Phase 3

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：艾伯维 26Q2Top6 增长单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (USD 亿)	YoY
Skyrizi	瑞莎珠单抗	IL-23 p19 单抗	单抗	55.05	+24.4%
Rinvoq	乌帕替尼	选择性 JAK1 抑制剂	小分子	25.25	+24.5%
Vraylar	卡利拉嗪	D3/D2、5-HT1A 调节	小分子	10.71	+19.0%
Botox Therapeutic	A 型肉毒毒素	裂解 SNAP-25	生物毒素	10.42	+12.3%
Qulipta	阿托吉泮	CGRP 受体拮抗剂	小分子	3.50	+31.1%
Vyalev	磷卡比多巴 / 磷左旋多巴	皮下持续输注左旋多巴	小分子	2.56	+161.2%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：艾伯维 26Q2Top6 衰退单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (USD 亿)	YoY
Humira	阿达木单抗	TNF-α 单抗	单抗	7.56	−35.9%
Imbruvica	伊布替尼	BTK 抑制剂	小分子	5.32	−29.4%
Creon	胰酶	胰酶替代	重组蛋白	3.45	−14.6%
Mavyret	格卡瑞韦 / 哌仑他韦	HCV NS3/4A 蛋白酶	小分子	2.95	−21.3%
Juvederm 系列	交联透明质酸	软组织容积填充	填充剂	2.45	−5.8%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

9. 重点公司分析 Tier3 辉瑞：增长不抵下滑，面临新冠产品滑坡与专利悬崖双重压力

业绩概览 26Q2 总收入 150.34 亿美元，同比 +3%（运营口径 +1%）；剔除新冠产品后，已上市及并购产品运营口径同比 +18%。受 43 亿美元无形资产非现金减值影响，GAAP 口径净亏损 2.48 亿美元、摊薄每股亏损 0.04 美元；调整后净利润 44.40 亿美元、调整后摊薄 EPS 0.77 美元。全年指引：营收中值上调 5 亿美元至 605—625 亿美元（原 595—625 亿美元），其中非新冠产品超预期约 15 亿美元、新冠产品收入预期由约 50 亿美元下调至约 40 亿美元；调整后摊薄 EPS 指引维持 2.80—3.00 美元，并已吸收信达生物授权交易 6.5 亿美元收购在研 IPR&D 费用（约 -0.10 美元，于 Q3 计入）。

增长单品 强劲增长仍依靠 Eliquis 与 Padcev。Eliquis 单季 24.25 亿美元（YoY +21%）领跑，Vyndaqel family 17.62 亿美元（+9%）、Padcev 6.67 亿美元（+23%）跟进；Abrysvo +46% 为组合内最高增速。增量以小分子、ADC 与疫苗为主。

衰退单品 Paxlovid 单季 0.21 亿美元（YoY −95%）为最大拖累，主因感染与处方季节性下滑及政府采购减少；Comirnaty −32%、Xeljanz −22% 同向承压，Prevnar family 因美国接种率下降环比 −20.9%。

图表：辉瑞 26H2 催化事件

预计读出时间	项目 / 资产	适应症 / 试验	阶段 / 状态
26 H2	berobenatide + PF-08653945	慢性体重管理：GLP-1联合胰淀素	Phase 1/2a
26 H2	PF-08653945	肥胖/超重；胰淀素类似物单药	Phase 1/2a
26 Q4	mevrometostat	阿比特龙后转移性去势抵抗性前列腺癌	Phase 3

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：辉瑞 26Q2Top6 增长单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (USD 亿)	YoY
Eliquis	阿哌沙班	凝血因子 Xa 抑制剂	小分子	24.25	+21%
Vyndaqel family	氯苯唑酸	TTR 四聚体稳定剂	小分子	17.62	+9%
Padcev	维恩妥尤单抗	Nectin-4 ADC	ADC	6.67	+23%
Nurtec ODT	瑞美吉泮	CGRP 受体拮抗剂	小分子	4.21	+18%
Lorbrena	洛拉替尼	第三代 ALK/ROS1 TKI	小分子	3.54	+41%
Abrysvo	RSV 融合前 F 蛋白疫苗	RSV prefusion F 疫苗	疫苗	2.08	+46%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：辉瑞 26Q2Top6 衰退单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (USD 亿)	YoY
Prevnar family	13 / 20 价肺炎结合疫苗	肺炎链球菌多糖-载体	疫苗	13.37	−3%
Paxlovid	奈玛特韦 / 利托那韦	SARS-CoV-2 Mpro 抑制	小分子	0.21	−95%
Comirnaty	新冠 mRNA 疫苗	SARS-CoV-2 刺突 mRNA	mRNA	2.61	−32%
Xeljanz	托法替布	JAK1/JAK3 抑制剂	小分子	2.51	−22%
Adcetris	维布妥昔单抗	CD30 ADC（MMAE）	ADC	1.96	−23%
Sulperazon	头孢哌酮 / 舒巴坦	β-内酰胺十酶抑制剂	小分子	1.16	−30%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

9. 重点公司分析 Tier3 罗氏：大幅缩减早研管线，增长 Top1 今年 9 月仿制药上市

业绩概览（26H1，罗氏按半年披露损益） 销售额 304 亿瑞郎，固定汇率(CER) +6%、以瑞郎计 -2%；其中制药 236 亿瑞郎(+6%)、诊断 67 亿瑞郎(+3%，剔除中国 +6%)。核心经营利润 119 亿瑞郎，核心经营利润率 53%，同比扩张 1.7 个百分点；核心 EPS 10.85 瑞郎(CER +9%、瑞郎 -2%)；IFRS 经营利润 97 亿瑞郎(瑞郎 -6%)，IFRS 摊薄 EPS 瑞郎口径 -8%。全年指引维持不变：销售额中个位数增长、核心 EPS 高个位数增长（均为 CER）；并将 2026 年专利到期影响下调至约 6 亿瑞郎。

增长单品 Xolair 单季 9.65 亿瑞郎（YoY +20.6%）领跑，主要来自美国食物过敏新适应症与 CSU 需求，但该品类将于 2026 年下半年面临仿制药上市；Ocrevus 17.78 亿瑞郎（+2.9%）、Hemlibra 13.02 亿瑞郎（+3.7%）、Tecentriq 8.93 亿瑞郎（+3.5%）为存量支柱，Evrysdi +12.2%、Activase / TNKase +18.6% 提供增量。

衰退单品 Actemra 单季 5.40 亿瑞郎（YoY −18.2%）主因美国、欧洲及国际市场生物类似药侵蚀；Avastin −23.4%、Herceptin −14.9%、MabThera −4.5% 同属长期生物类似药侵蚀，Perjeta −7.2%、Kadcyla −10.2% 则受内部向 Phesgo 转换与竞争影响。

此外罗氏在 Q2 集中清理早期在研管线，一次性从 I 期移出多个新分子实体：mosperafenib（BRAF 抑制剂，实体瘤）、RG6382（CD19×CD3）、RG6496（HTT 等位基因选择性 ASO，亨廷顿病）等。

图表：罗氏 26H2 催化事件

预计读出时间	项目 / 资产	适应症 / 试验	阶段 / 状态
26H2	CT-996 (RG6652)	肥胖	Phase II
26H2	emugrobart (RG6237) + tirzepatide	肥胖（GYMINDA）	Phase II
26H2	enicepatide (CT-388; RG6640)	合并2型糖尿病的肥胖（Study 104）	Phase II
26H2	Itovebi (inavolisib) + fulvestrant	CDK抑制剂治疗后PIK3CA突变HR+/HER2-转移性乳腺癌（INAVO121）	Phase III
26H2	Itovebi (inavolisib) + Phesgo Itovebi + Phesgo	一线PIK3CA突变HER2+转移性乳腺癌（INAVO122）	Phase III
26H2	Lunsumio (mosunetuzumab) + lenalidomide	二线及以后滤泡性淋巴瘤（CELESTIMO）	Phase III
26H2	petrelintide (RG6849)	合并2型糖尿病的肥胖（ZUPREME-2）	Phase II
26H2	sefaxersen (RG6299)	IgA肾病（IMAgINATION）	Phase III中期

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：罗氏 26Q2Top6 增长单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (CHF 亿)	YoY
Xolair	奥马珠单抗	抗 IgE 单抗	单抗	9.65	+20.6%
Evrysdi	利司扑兰	SMN2 前体 mRNA 剪接	小分子	5.04	+12.2%
Ocrevus	奥瑞珠单抗	抗 CD20 单抗	单抗	17.78	+2.9%
Activase / TNKase	阿替普酶 / 替奈普酶	tPA 纤溶酶原激活剂	重组蛋白	3.00	+18.6%
Hemlibra	艾美赛珠单抗	FIXa/FX 双特异性抗体	双抗	13.02	+3.7%
Tecentriq	阿替利珠单抗	抗 PD-L1 单抗	单抗	8.93	+3.5%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：罗氏 26Q2Top6 衰退单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (CHF 亿)	YoY
Actemra	托珠单抗	抗 IL-6R 单抗	单抗	5.40	−18.2%
Perjeta	帕妥珠单抗	抗 HER2 二聚化单抗	单抗	7.17	−7.2%
Kadcyla	恩美曲妥珠单抗	HER2 ADC（DM1）	ADC	4.77	−10.2%
Avastin	贝伐珠单抗	抗 VEGF-A 单抗	单抗	1.90	−23.4%
MabThera	利妥昔单抗	抗 CD20 单抗	单抗	3.17	−4.5%
Herceptin	曲妥珠单抗	抗 HER2 单抗	单抗	2.28	−14.9%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

9. 重点公司分析 Tier3 阿斯利康：增长主力仍为 PD-L1 单抗、HER2 ADC 和 BTK 抑制剂

业绩概览 26Q2 总收入 153.84 亿美元，同比 +6%（CER +5%），H1 肿瘤与罕见病双位数增长部分被 Farxiga 美国专利到期及中国集采抵消；核心经营利润率 34%（+2pp），报告口径经营利润 -10%（新品上市与后期管线投入加大），净利润 25.1 亿美元（+2%），核心 EPS 2.63 美元（CER +18%）。全年指引重申总收入中高个位数增长、核心 EPS 低两位数增长（均为 CER），核心税率 18%—22%；同时重申 2030 年 800 亿美元收入目标。

增长单品 Imfinzi 单季 18.54 亿美元（YoY +27%）领跑，Tagrisso 19.41 亿美元（+7%）、Ultomiris 13.14 亿美元（+12%）、Calquence 10.22 亿美元（+17%）构成肿瘤与罕见病双支柱；Enhertu +33%、Strensiq +36% 增速最高，增量以单抗、ADC 与小分子为主。

衰退单品 Farxiga 单季 18.04 亿美元（YoY −16%）为最大拖累，美国多家仿制药于 Q2 上市；Brilinta −62%、roxadustat −81% 分别受美欧仿制与中国 VBP 冲击；Soliris −27% 属自家向 Ultomiris 的主动转换。

阿斯利康的衰退可清晰分为三类：真实专利悬崖（Farxiga、Brilinta）、政策定价（roxadustat 中国 VBP）与自家产品换代（Soliris 向 Ultomiris）；Beyfortus −37% 主要是合作方库存与季节性影响因素。增长仍由肿瘤主力与 ADC 平台贡献。

图表：阿斯利康 26H2 催化事件

预计读出时间	项目 / 资产	适应症 / 试验	阶段 / 状态
26H2	camizestrant Etcamah	一线HR阳性/HER2阴性晚期乳腺癌	III期
26H2	datopotamab deruxtecan + durvalumab Datroway + Imfinzi	一线鳞状/非鳞状 TROP2阳性NSCLC	III期
26H2	datopotamab deruxtecan ± osimertinib Datroway ± Tagrisso	二线EGFR突变NSCLC	III期
26H2	durvalumab + oleclumab/monalizumab Imfinzi + oleclumab/monalizumab	不可切除III期NSCLC	III期
26H2	osimertinib + savolitinib Tagrisso + Orpathys	二线EGFR突变NSCLC	III期
26H2	tezepelumab Tezspire	嗜酸性食管炎	III期

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：阿斯利康 26Q2Top6 增长单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (USD 亿)	YoY
Imfinzi	度伐利尤单抗	抗 PD-L1 单抗	单抗	18.54	+27%
Enhertu	德曲妥珠单抗	HER2 ADC（拓扑抑制）	ADC	8.88	+33%
Calquence	阿可替尼	共价 BTK 抑制剂	小分子	10.22	+17%
Strensiq	阿舒福酶 α	碱性磷酸酶替代	重组蛋白	5.36	+36%
Ultomiris	瑞维利珠单抗	长效抗补体 C5	单抗	13.14	+12%
Tagrisso	奥希替尼	突变选择性 EGFR-TKI	小分子	19.41	+7%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：阿斯利康 26Q2Top6 衰退单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (USD 亿)	YoY
Farxiga	达格列净	SGLT2 抑制剂	小分子	18.04	−16%
Soliris	依库珠单抗	抗补体 C5 单抗	单抗	3.89	−27%
Brilinta	替格瑞洛	P2Y12 受体拮抗剂	小分子	0.80	−62%
roxadustat	罗沙司他	HIF-PH 抑制剂	小分子	0.14	−81%
Beyfortus	尼塞韦单抗	RSV F 蛋白单抗	单抗	0.79	−37%
Symbicort	布地奈德 / 福莫特罗	ICS＋长效 β2 激动剂	小分子	6.71	−6%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

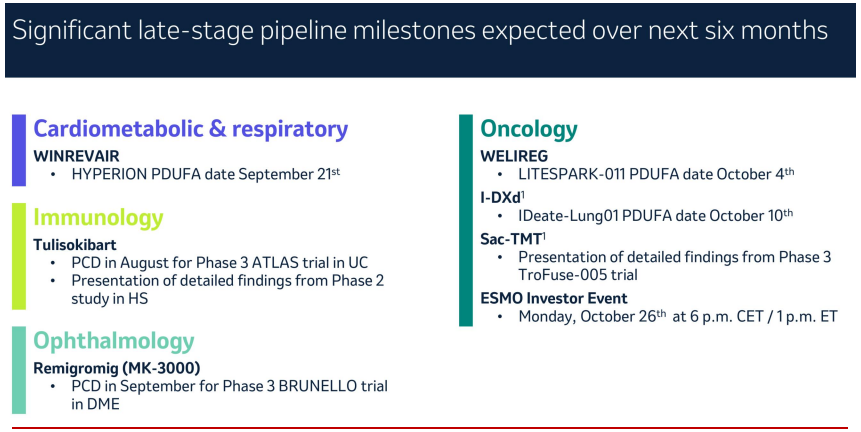
9. 重点公司分析 Tier3 默沙东：K 药增量来自皮下剂型，但基数仍小

业绩概览 26Q2 营收 166.1 亿美元，同比 +5%（剔除汇率 +4%）；Keytruda 家族销售额 84 亿美元、同比 +4%（含皮下剂型 Keytruda Qlex 4.63 亿美元），WINREVAIR 5.88 亿美元、同比 +75%。因收购 Terns Pharmaceuticals 计提 57 亿美元不可抵税费用（合 2.31 美元/股，推升非 GAAP 税率至 160.3%），当季 GAAP 每股亏损 0.54 美元、非 GAAP 每股亏损 0.13 美元（好于市场预期的亏损 0.26—0.27 美元）。全年指引：营收上调并收窄至 663—673 亿美元（原 658—670 亿美元，中点 668 亿美元、同比 +2%—+4%）；非 GAAP EPS 由 5.04—5.16 美元下调至 2.66—2.76 美元（中点 2.71 美元）。

增长单品 Winrevair 单季 5.88 亿美元（YoY +75.0%）领跑，来自美国持续放量及日本、欧洲等国际市场上市；Welireg 2.71 亿美元（+67.3%）、Capvaxive 1.84 亿美元（+42.6%）、Prevymis 2.95 亿美元（+29.4%）同为高增速新品；Gardasil 11.69 亿美元（+3.8%）与 Bridion 4.97 亿美元（+7.8%）提供存量增量。

衰退单品 Januvia 单季 2.58 亿美元（YoY −30.6%）与 Janumet 1.71 亿美元（−31.9%）因美国竞争致量价双降、中国及多数国际市场仿制替代，为最大拖累；Lagevrio −94.0%、Dificid −77.1% 分别源自 COVID 需求消退与美国仿制；Vaxneuvance −35.4% 来自于年美国公共采购高基数。

图表：默沙东 26H2 催化事件



资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：默沙东 26Q2Top6 增长单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (USD 亿)	YoY
Winrevair	索特西普	ActRIIA-Fc 配体陷阱	融合蛋白	5.88	+75.0%
Welireg	贝组替凡	HIF-2α 抑制剂	小分子	2.71	+67.3%
Prevymis	来特莫韦	CMV 末端酶抑制剂	小分子	2.95	+29.4%
Capvaxive	21 价肺炎结合疫苗	21 价肺炎球菌结合疫苗	疫苗	1.84	+42.6%
Gardasil	九价 HPV 疫苗	HPV 型别特异中和抗体	疫苗	11.69	+3.8%
Bridion	舒更葡糖钠	包裹 rocuronium	小分子	4.97	+7.8%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：默沙东 26Q2Top6 衰退单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (USD 亿)	YoY
Januvia	西格列汀	DPP-4 抑制剂	小分子	2.58	−30.6%
Janumet	西格列汀 / 二甲双胍	DPP-4 抑制＋二甲双胍	小分子	1.71	−31.9%
Vaxneuvance	15 价肺炎结合疫苗	15 价肺炎球菌结合疫苗	疫苗	1.48	−35.4%
Lagevrio	莫诺拉韦	SARS-CoV-2 RdRp	小分子	0.05	−94.0%
Dificid	非达霉素	细菌 RNA 聚合酶抑制	小分子	0.22	−77.1%
Keytruda 静脉制剂	帕博利珠单抗	PD-1 单抗	单抗	79.04	−0.7%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

9. 重点公司分析 Tier3 赛诺菲：增长仍靠 Dupixent，大幅缩减研发后期管线

业绩概览 26Q2 净销售额 115.97 亿欧元（CER +17.8%、实际汇率 +16.0%），其中 Dupixent 51.54 亿欧元（+37.6%）、制药新上市产品 13 亿欧元（+48.3%）、疫苗 11 亿欧元（-4.7%）。业务净利润 25.01 亿欧元（+28.9%、CER +31.0%），业务净利率 21.6%（+2.2pp）；业务 EPS 2.09 欧元（+31.4%、CER +33.3%）。IFRS 口径受 10.31 亿欧元减值（其中 amlitelimab 9.52 亿）拖累，净利润 3.43 亿欧元（-91.3%）、IFRS EPS 0.29 欧元（-91.0%）。全年指引上调：销售额增速由此前口径上调至约 +10%（CER），业务 EPS 增速略快于销售；按 7 月汇率，汇兑对销售约 -1%、对业务 EPS 约 -2%。

增长单品 Dupixent 单季 51.54 亿欧元（约 59.60 亿美元，YoY +37.6%、QoQ +23.6%，均为 CER 口径）以绝对量级压倒性领跑，各适应症全球量增；Beyfortus +50.0%、Sarclisa +33.6%、Rezurock +23.5%、ALTUVIIIO +19.9%、Praluent +19.7% 构成第二梯队，增量集中于单抗与融合蛋白。

衰退单品 Myozyme 单季 1.08 亿欧元（YoY −22.9%）为最大拖累，患者持续转向新一代 Nexviazyme；Lovenox −13.9% 受欧洲及其他地区生物类似药侵蚀，Lantus −7.5% 来自于美国上年 gross-to-net 调整形成的高基数，Plavix −5.7%、Cerezyme −4.0%、Fabrazyme −1.9% 降幅温和。

图表：赛诺菲 26H2 催化事件

预计读出时间	项目 / 资产	适应症 / 试验	阶段 / 状态
H2 2026	isatuximab Sarclisa	初治、适合移植的多发性骨髓瘤（HD7）	III期

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：赛诺菲 26Q2Top6 增长单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (EUR 亿)	YoY
Dupixent	度普利尤单抗	IL-4Rα 单抗	单抗	51.54	+37.6%
ALTUVIIIO	重组凝血因子Ⅷ-Fc 融合蛋白	FVIII–VWF-XTEN 融合	融合蛋白	3.49	+19.9%
Sarclisa	艾沙妥昔单抗	CD38 单抗	单抗	1.87	+33.6%
Beyfortus	尼塞韦单抗	RSV 预融合 F 单抗	单抗	1.08	+50.0%
Rezurock	贝舒地尔	ROCK2 抑制剂	小分子	1.63	+23.5%
Praluent	阿利西尤单抗	PCSK9 单抗	单抗	1.64	+19.7%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：赛诺菲 26Q2Top6 衰退单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (EUR 亿)	YoY
Myozyme	阿糖苷酶 α	重组酸性 α-葡糖苷酶	重组蛋白	1.08	−22.9%
Lovenox	依诺肝素	低分子肝素（抗 Xa）	小分子	1.80	−13.9%
Lantus	甘精胰岛素	长效胰岛素	多肽	3.94	−7.5%
Plavix	氯吡格雷	P2Y12 不可逆拮抗剂	小分子	2.16	−5.7%
Cerezyme	伊米苷酶	葡糖脑苷脂酶替代	重组蛋白	1.66	−4.0%
Fabrazyme	阿加糖酶 β	重组 α-半乳糖苷酶 A	重组蛋白	2.58	−1.9%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

9. 重点公司分析 Tier3 百时美施贵宝：新老交替剧烈，增长 Top1 仍靠 Eliquis

业绩概览 26Q2 总收入 129.73 亿美元，同比 +6%（剔除汇率 +5%）；其中增长组合收入 75.60 亿美元、同比 +15%（剔除汇率 +14%），占总收入近 60%，传统组合 54.22 亿美元、同比 −4%（剔除汇率 −5%），Eliquis 增长被 Revlimid、Pomalyst 的专利到期下滑抵消。GAAP 净利润 33 亿美元、EPS 1.62 美元（上年同期 0.64 美元）；非 GAAP 净利润 42 亿美元、EPS 2.04 美元（上年同期 1.46 美元，同比 +40%），主要来自收入增长、并购在研（IPR&D）费用与无形资产摊销的减少。全年指引上调：总收入由约 460—475 亿美元上调至约 490—500 亿美元，非 GAAP EPS 由 6.05—6.35 美元上调至 6.75—7.00 美元；Eliquis 全年收入增速指引上调至 20%—25%，传统组合降幅预计 4%—6%，经营费用指引约 165 亿美元。

增长单品 Eliquis 单季 44.81 亿美元（YoY +22%）为最大增量来源，源于美国需求增长与份额提升；Reblozyl 7.35 亿美元（+29%）、Camzyos 4.16 亿美元（+60%）、Breyanzi 4.84 亿美元（+41%）构成新品组合，Opdivo Qvantig 2.61 亿美元（>200%）为组合内最高增速，反映皮下剂型的快速转换。

衰退单品 Pomalyst 单季 2.04 亿美元（YoY −71%）与 Revlimid 4.25 亿美元（−49%）为最大拖累，均为已发生的仿制药悬崖（Pomalyst 欧洲 2024 年 8 月、美国 2026 年 3 月；Revlimid 授权仿制自 2026 年 1 月 31 日起不再限量）；Abraxane −47%、Sprycel −27% 同属成熟品牌侵蚀。

图表：BMS 26H2 催化事件

NME registrational data

2026
- Admilparant IPF (ALOFT-IPF)
- Arlo-cel 4L+ MM (QUINTESSENTIAL)
- Iberdomide RRMM PFS (EXCALIBER-RRMM)
- Mezigdomide RRMM (SUCCESSOR-2) (Mar'26)
- Milvexian SSP (LIBREXIA-STROKE[1])
- RYZ101 2L+ GEP-NETs (ACTION-1)

2027
- Golcadomide High-Risk 1L LBCL (GOLSEEK-1)
- Milvexian AF (LIBREXIA-AF[1])
- Zola-cel SLE (Breakfree-SLE)

2028
- Atigotatug + nivolumab 1L ES-SCLC (TIGOS)
- Iza-bren 1L TNBC (IZABRIGHT-Breast01)
- Pumitamig 1L ES-SCLC (ROSETTA-Lung-01[2])

LCM pivotal data

2026
- Sotyktu SLE (POETYK SLE-1 & 2)

2027
- Admilparant PPF (ALOFT-PPF)
- Cobenfy AD Psychosis (ADEPT)
- Cobenfy Bipolar-I (BALSAM-1 & 2)
- Mezigdomide RRMM (SUCCESSOR-1)
- Sotyktu Sjogren's Disease (POETYK SjS-1)

2028
- Arlo-cel 2-4L MM (QUINTESSENTIAL-2)
- Cobenfy AD Agitation (ADAGIO-2)
- Cobenfy AD Cognition (MINDSET-1 & 2)
- Cobenfy Adjunctive Bipolar-I (BALSAM-4)
- Golcadomide 2L+ FL (GOLSEEK-4)
- Iza-bren EGFRm NSCLC (IZABRIGHT-Lung01)
- Krazati 1L NSCLC (KRYSTAL-4)
- Krazati 1L NSCLC PD-L1 ≥50% (KRYSTAL-7)
- Reblozyl 1L NTD MDS Associated Anemia (ELEMENT)
- Zola-cel SSc (Breakfree-SSc)

Key next wave early-stage data

2026
- BCMAxGPRC5D dual-targeting CAR T RRMM
- Golcadomide 1L FL (GOLSEEK-2)
- Imzokitug (anti-CCR8) Solid Tumors
- Delocamten (MYK-224) HFpEF (AURORA)
- Navlimetostat (PRMT5 inhibitor) Solid Tumors
- Pumitamig Solid Tumors[2]
- Zola-cel Autoimmune Diseases (Breakfree-1 & 2)

2027
- Moponetug (anti-MTBR-tau) Alzheimer's Disease (TargetTau-1)
- Irafamdastat (FAAH/MAGL) AD Agitation (BALANCE-AAD-1)
- Irafamdastat (FAAH/MAGL) MS Spasticity (BALANCE-MSS-1)

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：BMS 26Q2Top6 增长单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (USD 亿)	YoY
Eliquis	阿哌沙班	凝血因子 Xa 抑制剂	小分子	44.81	+22%
Reblozyl	罗特西普	Activin 受体 IIB 配体陷阱	融合蛋白	7.35	+29%
Camzyos	玛伐凯泰	心肌肌球蛋白变构抑制剂	小分子	4.16	+60%
Breyanzi	利基迈仑赛	CD19 定向自体 CAR-T	CAR-T	4.84	+41%
Orencia	阿巴西普	CTLA4-Ig 共刺激阻断	融合蛋白	10.34	+7%
Opdivo Qvantig	纳武利尤单抗 / 透明质酸酶	皮下 PD-1 单抗+透明质酸酶	单抗	2.61	+200%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：BMS 26Q2Top6 衰退单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (USD 亿)	YoY
Pomalyst	泊马度胺	CRBN E3 连接酶调节剂	小分子	2.04	−71%
Revlimid	来那度胺	CRBN E3 连接酶调节剂	小分子	4.25	−49%
Opdivo IV	纳武利尤单抗	PD-1 单抗	单抗	24.85	−3%
Abraxane	白蛋白紫杉醇	白蛋白结合紫杉醇	化疗	0.55	−47%
Sprycel	达沙替尼	BCR-ABL/SRC 多靶点 TKI	小分子	0.88	−27%
Abecma	伊基奥仑赛	BCMA 定向自体 CAR-T	CAR-T	0.72	−17%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

9. 重点公司分析 Tier3 葛兰素史克

业绩概览 26Q2 营业收入 84.09 亿英镑，按固定汇率与实际汇率均同比 +5%，专科药与疫苗个位数增长、普药继续承压；核心经营利润 28.00 亿英镑（CER +7%），核心 EPS 50.5 便士（CER +9%，上年同期 46.5 便士）；受 camlipixant 13 亿英镑减值及或有对价费用影响，IFRS 口径经营利润同比 -75%、总体 EPS -69% 至 10.8 便士。全年指引重申并细化（均为 CER）：营业收入增长 3%—5% 且指向区间上半部，核心经营利润增长 7%—9% 亦指向上半部，核心 EPS 增长 7%—9% 但指向区间下半部（全年指引利息支出 8 亿英镑，已含 Nuvalent 交易影响）；Q2 每股股息 17 便士、全年预计 70 便士，并维持 2031 年销售额 400 亿英镑以上的展望。

增长单品 Dovato 7.49 亿英镑（YoY +14%）与 Cabenuva 4.53 亿英镑（+33%）构成 HIV 组合的双引擎，长效注射替代每日口服是核心驱动；Nucala 6.10 亿英镑（+22%）受各地区与适应症需求带动，Ojjaara +36%、Jemperli +27% 延续放量，Arexvy 1.92 亿英镑（+100% 以上）受澳洲招标交付与上期返利调整推动。

衰退单品 Trelegy Ellipta 单季 7.75 亿英镑（YoY −7%）为最大拖累，主因美国 Medicare 福利设计变化、渠道组合与价格；Zejula −33% 受美国标签更新后患者量下降影响，Ventolin −22%、Relvar −13%、Flixotide −19% 同属成熟吸入剂的仿制与价格侵蚀，Triumeq −15% 属组合内部迁移。

图表：GSK 26H2 催化事件

预计读出时间	项目 / 资产	适应症 / 试验	阶段 / 状态
H2 2026	cabotegravir	HIV 暴露前预防；每年 3 次给药	IIb 期
H2 2026	depemokimab Exdensur	嗜酸性肉芽肿性多血管炎（EGPA；OCEAN）	III 期

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：GSK 26Q2Top6 增长单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (GBP 亿)	YoY
Dovato	度鲁特韦 / 拉米夫定	INSTI＋NRTI 双药	小分子	7.49	+14%
Cabenuva	卡替拉韦 / 利匹韦林	INSTI＋NNRTI 长效	小分子	4.53	+33%
Nucala	美泊利珠单抗	IL-5 单抗	单抗	6.10	+22%
Arexvy	RSV F 蛋白＋AS01E 佐剂	RSV 预融合 F 抗原疫苗	疫苗	1.92	+100%
Ojjaara	莫美洛替尼	JAK1/2 及 ACVR1	小分子	1.87	+36%
Jemperli	多塔利单抗	PD-1 单抗	单抗	2.48	+27%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：GSK 26Q2Top6 衰退单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (GBP 亿)	YoY
Trelegy Ellipta	氟替卡松 / 乌美溴铵 / 维兰特罗	ICS/LAMA/LABA	小分子	7.75	−7%
Zejula	尼拉帕利	PARP1/2 抑制剂	小分子	1.01	−33%
Relvar	氟替卡松 / 维兰特罗	ICS/LABA	小分子	2.31	−13%
Ventolin	沙丁胺醇	短效 β2 受体激动剂	小分子	1.30	−22%
Flixotide	丙酸氟替卡松	吸入糖皮质激素	小分子	0.90	−19%
Triumeq	度鲁特韦 / 阿巴卡韦 / 拉米夫定	INSTI＋两个 NRTI	小分子	2.04	−15%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

9. 重点公司分析 Tier3 吉利德

业绩概览 26Q2 总收入 78 亿美元（同比 +10%），基础业务（剔除 Veklury）产品销售 76 亿美元、同比 +10%；HIV 57 亿美元、同比 +12%，PrEP 单季首次突破 10 亿美元并同比翻倍。受 Arcellx、Tubulis、Ouro Medicines 三笔收购合计约 111 亿美元收购在研（IPR&D）费用影响（合每股 -9.02 美元），GAAP 摊薄每股亏损 8.45 美元、非 GAAP 摊薄每股亏损 6.75 美元（上年同期分别为 +1.56、+2.01 美元）；剔除上述收购及一次性其他收入后，非 GAAP 摊薄 EPS 为 2.27 美元、同比 +13%，同口径经营利润率 49%、毛利率 87%。全年指引上调：基础业务销售由此前区间上调至 298—301 亿美元（同比 +6%—7%），Veklury 预期由约 6 亿美元下调至约 3 亿美元。

增长单品 Biktarvy 37.72 亿美元（YoY +7%）仍是绝对基石，Descovy 9.67 亿美元（+48%）受 PrEP 扩容与更高实现价格推动；Yeztugo 2.32 亿美元（环比 +40%）美国上市快速爬坡。非 HIV 侧 Trodelvy 4.57 亿美元（+26%）受需求驱动和 6 月一线 mTNBC 批准扩容，Livdelzi +115%（美国二线 PBC 份额已过半）与 Vemlidy +15% 提供增量。

衰退单品 Veklury 单季 0.23 亿美元（YoY −81%）为最大拖累，主因 COVID-19 相关住院率下降；Genvoya −23%、Odefsey −20% 属患者向 Biktarvy 及长效方案迁移，Sofosbuvir −11% 反映丙肝可治愈市场患者池收缩，Yescarta −12%、Tecartus −24% 受同类及跨类竞争压力。

图表：吉利德 26H2 催化事件

预计读出时间	项目 / 资产	适应症 / 试验	阶段 / 状态
2H 2026	GS-3107 + INSTI	每月口服 HIV 治疗	I 期
2H 2026	sacituzumab govitecan Trodelvy	二线及以上晚期/复发性子宫内膜癌（ASCENT-GYN）	III 期

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：吉利德 26Q2Top6 增长单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (USD 亿)	YoY
Descovy	恩曲他滨 / 丙酚替诺福韦	两个 NRTI	小分子	9.67	+48%
Biktarvy	比克恩丙诺	INSTI＋两个 NRTI	小分子	37.72	+7%
Trodelvy	戈沙妥珠单抗	Trop-2 靶向 ADC	ADC	4.57	+26%
Yeztugo	来那卡帕韦	HIV 衣壳抑制剂，半年一次	小分子	2.32	+100%
Vemlidy	丙酚替诺福韦	HBV 逆转录酶/NRTI	小分子	2.89	+15%
Livdelzi	西拉德帕	PPARδ 激动剂	小分子	1.67	+115%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

图表：吉利德 26Q2Top6 衰退单品

药品名	通用名	靶点	分子类型	Q2 (USD 亿)	YoY
Veklury	瑞德西韦	病毒 RdRp 抑制剂	小分子	0.23	−81%
Genvoya	艾维雷韦复方	INSTI＋药代增强剂	小分子	2.89	−23%
Odefsey	利匹韦林复方	NNRTI＋两个 NRTI	小分子	2.39	−20%
Sofosbuvir	索磷布韦 / 维帕他韦	NS5B 聚合酶抑制剂	小分子	3.03	−11%
Yescarta	阿基仑赛	CD19 自体 CAR-T	CAR-T	3.46	−12%
Tecartus	倍雷基奥仑赛	CD19 自体 CAR-T	CAR-T	0.70	−24%

资料来源：公司路演材料，公司官网，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券
ZHONGTAI SECURITIES

目录

CONTENTS

1 MNC 总览

2 单药与管线

3 交易与战略

4 五大重点板块拆解

5 重点公司分析

6 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

6. 风险提示

- **关键临床试验读出不及预期：**核心在研管线的关键读出（多集中于 2026—2028 年）存在疗效数据不及预期、安全性事件或临床延期、终止的风险。
- **美国药品定价政策及 340B 相关规则变化超出预期：**IRA 药价谈判扩围、MFN 定价与 340B 折扣范围及返利机制调整，可能压制 MNC 的收入与利润预期，并改变其定价与上市策略。
- **专利到期与生物类似药竞争进度快于预期：**Keytruda、Eliquis、Stelara 等重磅品种的 LOE 时点、生物类似药进入节奏与降价幅度均可能超出当前假设。
- **BD 与并购交易的后续里程碑兑现存在不确定性：**交易能否落地、反垄断与跨境审查结果、研发及销售里程碑的实际兑现，以及并购标的整合与协同效果均存在不确定性。
- **汇率大幅波动：**主要货币汇率波动可能影响 MNC 业绩的折算口径与同比可比性，进而影响本文相关测算结果。
- **第三方数据失真：**本文部分数据源自于第三方数据库，可能存在失真风险。
- **数据更新不及时：**本文部分数据来自历史数据口径，可能存在更新不及时的情况。

下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。