下载日志已记录，仅供内部参考

中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

# 业绩兑现和产业趋势的共振；ESMO 2026 前瞻和读数指南

## ——医药生物行业 10 月月报

医药生物

证券研究报告/行业定期报告

2026 年 10 月 07 日

**评级： 增持（维持）**


**分析师：祝嘉琦**

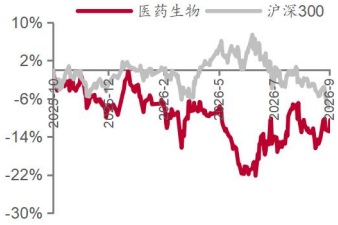
**执业证书编号：S0740519040001**

Email：zhujq@zts.com.cn


## 基本状况

| | |
|---|---|
| 上市公司数 | 508 |
| 行业总市值(亿元) | 69,066.54 |
| 行业流通市值(亿元) | 63,658.32 |

## 行业-市场走势对比




## 相关报告

1、《政策与产业催化共振，AI4S 及 ESMO 强化创新产业链主线》2026-09-27

2、《AI4S 主线持续升温，WCLC 数据与医药工业发展“十五五”规划强化创新产业链景气》2026-09-20

3、《AI4S 产业化加速，关注 WCLC 临床数据催化，积极把握创新产业链回调后的配置机会》2026-09-13

## 重点公司基本状况

| 简称 | 股价（元） | EPS 2024A | EPS 2025A | EPS 2026E | EPS 2027E | EPS 2028E | PE 2024A | PE 2025A | PE 2026E | PE 2027E | PE 2028E | 评级 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 药明康德 | 167.34 | 3.28 | 6.70 | 7.36 | 8.81 | 10.89 | 51.02 | 24.98 | 22.72 | 19.00 | 15.37 | 买入 |
| 科伦博泰生物 | 468.60 | -1.12 | -1.6 | -0.55 | 4.14 | 12.08 | -380.4 | -265.7 | -848.61 | 113.14 | 38.80 | 增持 |
| 康龙化成 | 44.97 | 1.01 | 0.94 | 1.08 | 1.33 | 1.61 | 44.38 | 47.62 | 41.54 | 33.71 | 27.99 | 买入 |
| 凯莱英 | 188.62 | 2.69 | 3.16 | 3.91 | 5.08 | 6.63 | 70.12 | 59.69 | 48.25 | 37.10 | 28.44 | 买入 |
| 普洛药业 | 27.74 | 0.89 | 0.77 | 0.89 | 1.11 | 1.43 | 31.30 | 35.92 | 31.29 | 25.01 | 19.43 | 买入 |
| 康诺亚-B | 77.50 | -2.64 | -2.38 | 3.57 | -1.38 | 1.68 | -48.5 | -47.8 | 21.70 | -56.33 | 46.21 | 增持 |
| 众生药业 | 24.03 | -0.36 | 0.33 | 0.36 | 0.41 | 0.90 | -66.75 | 72.82 | 66.31 | 58.02 | 26.63 | 增持 |
| 大参林 | 18.20 | 0.81 | 1.08 | 1.30 | 1.49 | 1.64 | 22.47 | 16.85 | 14.02 | 12.21 | 11.07 | 买入 |
| 和铂医药-B | 12.82 | 0.02 | 0.71 | 0.88 | 0.85 | 0.94 | 628.6 | 19.6 | 14.51 | 15.06 | 13.61 | 买入 |
| 迪安诊断 | 20.52 | -0.58 | 0.07 | 0.75 | 0.89 | 0.99 | -35.44 | 284.60 | 27.46 | 22.94 | 20.69 | 买入 |
| 海泰新光 | 76.06 | 1.12 | 1.44 | 1.58 | 2.24 | 2.74 | 67.91 | 52.82 | 47.99 | 34.02 | 27.80 | 买入 |
| 美诺华 | 28.59 | 0.31 | 0.48 | 0.44 | 0.57 | 0.71 | 92.23 | 59.56 | 64.79 | 49.83 | 40.32 | 买入 |

备注：数据截至 2026.10.07 收盘价，科伦博泰生物，康诺亚-B，和铂医药-B 股价单位港元

## 报告摘要


- **9 月回顾：医药跑赢沪深 300，“业绩兑现+产业趋势”双重支撑。**2026 年 9 月医药生物行业上涨 2.47%，同期沪深 300 收益率下跌 5.78%，医药板块跑赢沪深 300 约 8.26 个百分点，位列 31 个子行业第 2 位。本月医疗服务、生物制品分别上涨 8.38%、7.79%。医药走势先抑后扬、内部轮动明显，AI 制药成为板块最强催化，诺和诺德与 Anthropic 宣布合作、以 AI 模型支持药物发现与研发，字节系 AI 制药公司 Anew Labs 完成 2.9 亿美元首轮融资，“干湿闭环”放大湿实验需求的逻辑带动 CXO 与科研上游领涨。此外，9 月政策与产业催化密集，《医药工业发展“十五五”规划》发布、2026 版国家基药目录发布、医保目录现场谈判竞价完成。数据端，WCLC（9/12-15，首尔）上依沃西 HARMONi-2 头对头 K 药取得 OS 显著获益（高表达亚组 HR=0.58）；翰森与宜联两款 B7-H3 ADC 的复发 SCLC 三期均达 OS 主要终点；ESMO 公布 LBA 名单，中国来源研究在主席专场 12 席中占 5 席。26H1 A 股医药归母净利润同比+10.8%、Q2 单季+15.3%，医药板块基本面拐点向好的趋势已经明确，而 26Q2 末主动基金医药重仓占比 6.6%（环比-2.4pct），剔除医药主题基金后仅 2.0%，机构配置仍处低位，建议持续积极加配。
- **10 月布局思路：医药迎三季报和 ESMO 双窗口。**10 月市场核心矛盾有望由流动性与主题投资转向三季报业绩验证。三季报关注 CXO/科研上游景气延续与创新药“放量+BD 兑现”：药明康德将 2026 年收入指引上调至 585-605 亿元，凯莱英、康龙化成（CDMO 板块）新签订单分别同比+54.6%、+50%以上，百济神州已将全年营收指引上调至 449-462 亿元。政策与支付端，医保与商保双目录预计 11 月发布、2027 年 1 月 1 日起施行，《医药工业发展“十五五”规划》设定到 2030 年首创新药全球占比 25%以上，政策基调由“控费”进一步转向“支持原创”。

  **ESMO 2026 前瞻：中国创新药由“BD 事件催化”走向“全球三期数据兑现”。**ESMO 2026 将于 10 月 23–27 日在马德里召开，主席专场中国研究占 5 席，包括 SAFFRON、HARMONi-GI1、ARTEMIS-011、TroFuse-005 及 CLARITY-Gastric01。ADC 多靶点进入全球 III 期验证，竞争焦点从疗效转向前线布局与安全性；IO 2.0 中双抗、TCE 与 mRNA 疫苗+IO 分别在头对头、一线维持和辅助场景拿到 OS 级证据。交易层面，主席专场品种的阳性预期已部分计入，应更重视数据细节（OS 成熟度、对照组质量、亚组一致性）及会后 MNC 开发定位的边际变化，寻找预期差。

  **投资建议：持续看好创新药及产业链主线。**我们看好：①创新药及产业链主线，中国创新药正由“BD 事件驱动”迈入“全球三期数据+全球注册”兑现期，仍是医药中产业趋势最明确、成长空间最大的方向；②三季报业绩确定性：CXO/科研上游订单与指引上

下载日志已记录，仅供内部参考



修、商业化放量叠加 BD 首付款确认的创新药、招采回暖与出海驱动的器械。

- **10 月重点推荐：药明康德、科伦博泰生物、康龙化成、凯莱英、普洛药业、康诺亚-B、众生药业、大参林、和铂医药-B、迪安诊断、海泰新光、美诺华。**
- **中泰医药重点推荐组合 9 月平均上涨 3.35%，跑赢医药行业 0.87 个百分点。其中普洛药业+27.95%、泰格医药+10.63%、康诺亚-B+8.66%，表现亮眼。**
- **行业热点聚焦：**（1）AI 制药：MNC 牵手大模型、互联网大厂加速入局，"干湿闭环"带动产业链领涨；（2）《医药工业发展"十五五"规划》印发，首创新药全球占比 25%指明方向；（3）2026 年国家医保谈判与商保创新药目录协商收官，节奏提前、规则更友好。
- **市场动态：**2026 年医药板块收益率-1.18%，同期沪深 300 绝对收益率-5.88%，医药板块跑赢沪深 300 约 4.70 个百分点。2026 年 9 月医药生物行业上涨 2.47%，同期沪深 300 收益率下跌 5.78%，医药板块跑赢沪深 300 约 8.26 个百分点，位列 31 个子行业第 2 位。本月医疗服务、生物制品、化学制药分别上涨 8.38%、7.79%、0.83%；医药商业、医疗器械、中药分别下跌 0.49%、0.52%、2.27%。以 2026 年盈利预测估值来计算，目前医药板块估值 27.4 倍 PE，全部 A 股（扣除金融板块）市盈率约为 19.9 倍，医药板块相对全部 A 股（扣除金融板块）的溢价率为 37.4%。以 TTM 估值法计算，目前医药板块估值 29.5 倍 PE，低于历史平均水平（34.7 倍 PE），相对全部 A 股（扣除金融板块）的溢价率为 20.9%。
- **风险提示：**行业政策扰动风险；药品质量风险；研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 内容目录

**10 月行业投资观点 ..... 5**
迎接 ESMO 2026 和 AIDD 催化，持续看好创新链主线 ..... 5
ESMO 2026 前瞻和读数指南 ..... 7
**中泰医药重点推荐组合 ..... 17**
10 月重点推荐：药明康德、科伦博泰生物、康龙化成、凯莱英、普洛药业、康诺亚-B、众生药业、大参林、和铂医药-B、迪安诊断、海泰新光、美诺华。 ..... 17
**行业热点聚焦 ..... 19**
（1）AI 制药：MNC 牵手大模型、互联网大厂加速入局，"干湿闭环"带动产业链领涨 ..... 19
（2）《医药工业发展"十五五"规划》印发，首创新药全球占比 25%指明方向 ..... 20
（3）2026 年国家医保谈判与商保创新药目录协商收官，节奏提前、规则更友好 ..... 20
**9 月板块回顾与分析 ..... 21**
板块收益 ..... 21
板块估值 ..... 22
个股表现 ..... 24
**附录 ..... 24**
中药材价格追踪 ..... 24
本期研究报告汇总 ..... 25
中泰医药主要覆盖公司及估值一览 ..... 26
**行业风险因素分析 ..... 26**
行业政策扰动风险 ..... 26
药品质量风险 ..... 26

# 图表目录

*图表 1：* ESMO 2026 主席研讨会 12 项 LBA 研究概览 ..... 8
*图表 2：* intismeran（mRNA-4157/V940）+Keytruda 组合 IIb 期数据和 III 期数据一览 ..... 9
*图表 3：* KEYNOTE-942 各轮分析与 INTerpath-001 关键数据 ..... 9
*图表 4：* 黑色素瘤辅助治疗及肿瘤疫苗相关临床试验对比 ..... 10
*图表 5：* mRNA 肿瘤疫苗后续催化剂时间表 ..... 10
*图表 6：* HER2 阴性胃/胃食管结合部腺癌 2L 及 3L+ 已获批方案与 CMG901 已公布数据 ..... 11
*图表 7：* 胃/GEJ 2L+ 在研疗法非头对头数据对比 ..... 11
*图表 8：* 1L BTC 标准疗法、依沃西单抗全球拓展及临床数据对比 ..... 12
*图表 9：* 铂类及 PD-(L)1 治疗后子宫内膜癌（post-IO EC）已获批与在研疗法数据对比 ..... 13
*图表 10：* MARIPOSA 中两组获得性耐药机制发生率对比 ..... 13
*图表 11：* 赛沃替尼联合奥希替尼两项 III 期研究设计 ..... 13
*图表 12：* SCLC 治疗格局及 DeLLphi-303 一线维持早期数据 ..... 14
*图表 13：* SCLC 治疗格局及 tarlatamab 临床布局 ..... 15
*图表 14：* 美国 SCLC 各治疗线患者数及生存期 ..... 15
*图表 15：* B7-H3 在多种实体瘤中高表达及 Ris-Rez 分子结构 ..... 15
*图表 16：* GSK/翰森制药 B7-H3 全球开发布局 ..... 15
*图表 17：* B7-H3 ADC 全球主要竞品适应症布局对比 ..... 16

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 18： B7-H3 ADC 二线 SCLC 临床数据对比 ..... 16
图表 19： ESMO 2026 其他 LBA 整理 ..... 17
图表 20： 中泰医药 10 月推荐组合 ..... 18
图表 21： 重点推荐组合 9 月表现 ..... 19
图表 22： 医药板块 vs 沪深 300 相对收益率 ..... 21
图表 23： 各行业月涨跌幅比较（单位：%） ..... 22
图表 24： 医药子行业月涨跌幅比较 ..... 22
图表 25： 医药板块整体估值溢价（2026 盈利预测市盈率） ..... 23
图表 26： 医药板块整体估值溢价（扣除金融板块，2010 年至今） ..... 23
图表 27： 医药子板块估值对比（平均市盈率统计为 2010 年至今） ..... 23
图表 28： 本月涨幅前 15 位公司（扣除 ST 股） ..... 24
图表 29： 本月跌幅前 15 位公司（扣除 ST 股） ..... 24
图表 30： 中国成都中药材价格指数图 ..... 25
图表 31： 本期中泰医药小组研究报告汇总 ..... 25
图表 32： 中泰医药主要覆盖公司及估值一览 ..... 26

下载日志已记录，仅供内部参考



## 10 月行业投资观点

**迎接 ESMO 2026 和 AIDD 催化，持续看好创新链主线**

- **2026 年 9 月医药生物行业上涨 2.47%，同期沪深 300 收益率下跌 5.78%，医药板块跑赢沪深 300 约 8.26 个百分点，位列 31 个子行业第 2 位。本月医疗服务、生物制品、化学制药分别上涨 8.38%、7.79%、0.83%；医药商业、医疗器械、中药分别下跌 0.49%、0.52%、2.27%。**
- **医药走势先抑后扬、内部轮动明显。**上旬中报披露收官、进入业绩真空期，叠加美国 8 月非农新增就业大幅超出预期、强化加息预期，长久期资产承压，8/31-9/4 当周医药生物指数下跌 2.00%、跑输沪深 300；中旬起 AI 制药成为板块最强催化，诺和诺德与 Anthropic 宣布合作、以 AI 模型支持药物发现与研发，字节系 AI 制药公司 Anew Labs 完成 2.9 亿美元首轮融资，“干湿闭环”放大湿实验需求的逻辑带动 CXO 与科研上游领涨，9/14-9/18 当周医药上涨 3.26%、超额 3.32pct，近岸蛋白（+54.73%）、百普赛斯（+39.11%）、华大智造（+32.49%）、成都先导（+31.09%）单周涨幅居前；下旬行情向低位子板块扩散，9/21-9/27 当周申万医药上涨 1.38%、跑赢沪深 300（-1.51%），位列一级行业第 4，疫苗、其他生物制品、体外诊断涨幅领先，线下药店、中药相对落后。港股同样体现相对收益，同周恒生生物科技、恒生医疗保健指数分别上涨 1.88%、1.50%，跑赢恒生科技（-2.13%）与恒指（-0.97%）。
- **9 月政策与产业催化密集：**①9/18 十部门印发《医药工业发展“十五五”规划》，设定到 2030 年首创新药全球占比 25%以上、创新药产业规模年均增速 20%以上、全球年销售额超 10 亿美元品种 5 个以上等量化目标；②9/5-9/8 国家医保目录现场谈判竞价完成，124 个目录外药品入围，商保创新药目录同步调整、12 个药品入围价格协商，两目录预计 11 月发布、2027 年 1 月 1 日起施行，节奏较往年提前约一个半月；③2026 版国家基药目录（794 种，纳入 16 种创新药）自 9/1 起实施；④出海持续放量，国家药监局披露今年以来我国创新药对外授权交易总额突破 1200 亿美元、同比+36%，月末恒瑞医药将潜在周制剂口服 GLP-1/GIP 双激动剂 HRS-1596 的大中华区以外权益授权诺和诺德，首付款 3 亿美元、潜在总额最高 26 亿美元；⑤数据端，WCLC（9/12-15，首尔）上依沃西 HARMONi-2 头对头 K 药取得 OS 显著获益（高表达亚组 HR=0.58），翰森与宜联两款 B7-H3 ADC 的复发 SCLC 三期均达 OS 主要终点，ESMO 公布 LBA 名单，中国来源研究在主席专场 12 席中占 5 席。
- **我们可以明显看到，医药在本轮市场高低切换中的相对收益来自“业绩兑现+产业趋势”双重支撑：**2026 年上半年医药上市公司累计收入同比增长 2.2%，利润总额增长 9.3%，扣非归母净利润增长 18.8%；2026Q2 收入同比增长 1.9%，扣非归母净利润增长 25.2%。25Q3 开始收入连续 4 个季度保持正增长，扣非利润连续 2 个季度环比大幅改善；而机构配置仍处低位，26Q2 末主动基金医药重仓占比 6.6%（环比-2.4pct），剔除医药主题基金后仅 2.0%，主动、被动医药基金规模环比分别减少 123 亿元、122 亿元。近三个月主动权益基金涨幅前 15 名已全部为医药主题基金，赚钱效应扩散有望带动仓位回补，建议持续积极加配。我们看好：①创新药及产业链主线：中国创新药正由“BD 事件驱动”迈入“全球三期数据+全球注册”兑现期，仍是医药中产业趋势最明确、成长空间最大的方向；②三季报业绩确定性：CXO/科研上游订单与指引上修、商业化放量叠加 BD 首付款确认的创新药、招采回暖与出海驱动的器械，建议积极布局。
- **10 月布局思路：继续迎接业绩兑现和产业趋势的双重共振，医药迎三季报和 ESMO 双窗口。**10 月市场核心矛盾有望由流动性与主题投资转向三季报业绩验证。海外方面，美联储 9/16 加息 25bp 至 3.75%-4.00%，为 2023 年 7 月以来首次加息，会议信号偏鹰，近期市场对 10 月按兵不动的定价概率升至约 78%，但利率中枢上移对长久期资产的折现压制仍在，联系汇率下港股流动性对美联储政策更为敏感。我们认为，专利悬崖压力下 MNC 外延并购明显提速，BD 首付款事实上构成中国 biotech 的非稀释性融资渠道，

下载日志已记录，仅供内部参考



基本面受加息冲击小于海外同业，但是估值端仍受折现率约束，“现金流可见度”将成为医药内部定价的核心变量。资金结构上，26Q2 医药主题基金规模双降，边际定价权正向全市场基金迁移，而全基配置医药更偏好业绩可验证资产，与 9 月 CXO/科研上游领涨相互印证；10 月下旬基金三季报披露后，全基医药配置能否自低位回升，将是验证本轮行情持续性的关键资金指标。同时，三季度医药主题基金业绩领先，年末不排除部分资金阶段性兑现，板块内部将更看重“业绩+数据”的双重验证。

- **1. 三季报窗口：业绩确定性定价，关注 CXO/科研上游景气延续与创新药“放量+BD 兑现”。** CXO/CDMO：需求端由海外投融资回暖、中国创新药 BD 外溢及全球大单品放量共同驱动，药明康德将 2026 年收入指引上调至 585-605 亿元（持续经营业务增速 35%-39%），6 月末持续经营业务在手订单同比+25.2%；凯莱英、康龙化成（CDMO 板块）新签订单分别同比+54.6%、+50%以上，替尔泊肽 26H1 全球销售额 276.93 亿美元（+88%）拉动多肽 CDMO，口服小分子 GLP-1 orforglipron（4 月获 FDA 批准）、daraxonrasib（8/26 获 FDA 批准）等复杂分子商业化更依赖中国 CDMO 供应链，三季报重点跟踪在手/新签订单增速与全年指引能否再上修。风险端需跟踪两项海外节点：《生物安全法案》已于 2025 年 12 月随 NDAA 成为法律，美国 OMB 须在 2026 年 12 月 18 日前发布首批“受关注生物技术公司”名单，采购限制落地尚有约 2 年过渡期；232 条款对专利药及其 API 的 100%关税自 9/29 起对其余企业全面生效，仿制药与生物类似药暂获豁免，具备本土化计划及 MFN 协议的企业可获降税乃至零关税，对产业链的实际影响取决于海外客户豁免安排，整体可控。科研上游/早研：AI 制药进入“干湿闭环”阶段，模型设计—湿实验验证—数据回灌的迭代率先放大蛋白试剂、模式动物、DEL 及临床前 CRO 需求，短期交易聚焦订单与收入兑现节奏；中长期看，AI 提效的价值更可能沉淀于具备临床开发与全球商业化能力的 Pharma。创新药：A 股创新药三季报关注新进医保品种放量与 BD 首付款确认节奏，百济神州已将全年营收指引上调至 449-462 亿元；港股创新药无季报，更多依赖 BD 与数据催化，宜精选兼具 BD 现金流与全球三期数据支撑的龙头。器械：上半年医疗器械出口额 271 亿美元、同比+12.4%，关注 Q3 拐点验证。
- **2. ESMO（10/23-27，马德里）为四季度核心数据窗口，中国创新药由“BD 事件催化”走向“全球三期数据兑现”。** 本届 LBA 中国来源研究中，ADC 占 15 项（含 3 项双抗 ADC），科伦博泰 sac-TMT 独占 3 项、百利天恒 iza-bren 入选 2 项；主席专场中国研究占 5 席，包括和黄医药赛沃替尼+奥希替尼全球三期 SAFFRON、康方生物依沃西一线胆道癌三期 HARMONi-GI1、翰森制药 Ris-Rez 骨肉瘤三期 ARTEMIS-011、科伦博泰 sac-TMT 子宫内膜癌三期及乐普生物/康诺亚 Sone-Ve 胃癌三期 CLARITY-Gastric01。建议关注：①海外合作方主导的全球三期（SAFFRON、CLARITY-Gastric01 等）对全球峰值销售与注册路径的重估；②二代 IO 的适应症外延与迭代：依沃西由肺癌拓展至消化道肿瘤，结合 HARMONi-2 头对头 K 药 OS 结果关注对海外 HARMONi-7 的映射，以及三生 707、信达 IBI363、基石 CS2009（PD-1/VEGF/CTLA-4 三抗）等分子的数据更新；③B7-H3 ADC 全球格局重塑：9/25 默沙东与第一三共自愿撤回 I-DXd 铂类经治 ES-SCLC 的美国上市申请（现有数据不满足加速批准要求），而翰森 Ris-Rez 与宜联 YL201 二线 SCLC 三期 mOS 分别为 18.5、13.3 个月、HR 均为 0.46，均已获 NMPA 受理，Ris-Rez 全球三期由 GSK 加速推进，全球 FIC 竞争窗口正向中国管线倾斜；④ADC 新靶点、新载荷与双抗 ADC 的早期 POC。交易层面，主席专场品种的阳性预期已部分计入，后续重点关注数据细节（OS 成熟度、对照组质量、亚组一致性）及会后 MNC 开发定位的边际变化（全球三期扩展、新增联用），寻找预期差。会后窗口接力，ASH 摘要 11/4 上线（年会 12/12-15）、ACR 年会 11/6-11，血液肿瘤与自免数据有望接棒。
- **3. 政策与支付：双目录结果临近，产业政策“支持原创”基调强化。** 国谈节奏整体前移，业内预计结果最快 10 月、最晚 11 月下旬公布；今年国谈引入预申报与 8 年价格保护机制，1 类新药连续纳入谈判满 4 年者降幅可减半，

下载日志已记录，仅供内部参考



创新药价格预期更趋稳定，关注首次纳入商保目录的高值创新药（CAR-T、双抗 ADC 等）定价与支付衔接，及 2027 年新进目录品种的放量弹性。《规划》将人工智能、量子计算、超算及计算医学列为赋能药物研发的新技术方向，政策基调由“控费”进一步转向“支持原创”。集采端，第 12 批国采 65 种药品采购成功，为迄今最大一批，规则不再单纯以低价为导向，更强调质量与供应保障等综合能力，仿制药价格竞争边际缓和。

- **4. 主题轮动机会：AI 制药、脑机接口、减重与代谢等。** AI 制药已由概念进入产业资本与研发预算双轮驱动，MNC 与大模型公司合作、互联网大厂入局及《规划》部署有望持续催化；脑机接口今年首次写入政府工作报告，并被纳入未来产业重点培育方向；减重药竞争焦点已延伸至口服、多靶点、长效及便利给药等维度，MNC 补管线需求下相关 BD 仍将活跃。当前市场波动加剧、主题轮动加快，上述方向可能反复表现，等待后续催化。

## ESMO 2026 前瞻和读数指南

- ESMO 2026 将于 10 月 23–27 日在马德里召开。主席专场中，Sone-Ve（AZ 引进）、赛沃替尼（和黄 / AZ）、依沃西单抗（康方）、Ris-Rez（翰森，GSK 引进）、sac-TMT（科伦博泰，MSD 引进）均有 III 期读出；主席专场以外另有 22 项 LBA 来自中国原研分子，覆盖乳腺癌、肺癌、胃癌、鼻咽癌等 10 余个癌种。**中国创新药正从“授权出海”进入“全球 III 期兑现”阶段，海外合作方开始在全球顶级学术平台为中国分子背书。**
- **ADC：多靶点进入全球 III 期验证，竞争焦点从疗效转向前线布局与安全性。**CLDN18.2 ADC Sone-Ve 在 2L+ CLDN18.2 胃癌取得 OS 获益，重点关注 OS 获益幅度和 2L PFS 具体数值；B7H3 ADC Ris-Rez 骨肉瘤 III 期阳性，此前披露的二线 SCLC mOS 18.5 个月为同类最长，本次重点关注骨肉瘤人群中 ILD 与高级别 TRAE；TROP2 ADC sac-TMT 在子宫内膜癌完成首个全球 III 期读出，这是 Sac-TMT 的 18 个全球 III 期的第一个数据读出，此前该适应症已有中国数据，本次重点关注中外数据一致性，对于后续 17 个全球临床的中外转化具有指导性意义。我们看到了 ADC 联合 IO 双抗前移的明确信号，AZ 以 20 亿美元入股 Summit、布局 Sone-Ve + 依沃西单抗在胃肠道肿瘤的“IO 双抗+ADC”联合疗法。
- **IO 2.0：双抗、TCE 与 mRNA 疫苗+IO 分别在头对头、一线维持和辅助场景拿到 OS 级证据。**依沃西单抗头对头度伐利尤单抗在 1L BTC 取得 OS 优效，是 PD-1/VEGF 双抗首个消化道肿瘤 III 期阳性；tarlatamab 联合度伐利尤单抗将 DLL3 TCE 前移至 ES-SCLC 一线维持，可及人群大幅上升；intismeran（V940）INTerpath-001 成为首个阳性的个体化 mRNA 肿瘤疫苗 III 期，扭转了 MAGE-A3、IO102-IO103 等前代疫苗的失败历史。本次 ESMO 还会有 V940 在胰腺癌和非小细胞肺癌相关更新，将决定 mRNA 肿瘤疫苗是否能外推至更多适应症。
- **靶向联合前移：赛沃替尼 + 奥希替尼全球后线与中国一线读出。**全球 SAFFRON（奥希替尼耐药后 MET 过表达 / 扩增）PFS 与 OS 双阳性，有望支持海外注册；中国 SANOVO 对比一线标准奥希替尼单药 PFS 显著获益。一线前移是赛沃替尼对冲格局变化的关键，本次重点关注 SANOVO 的 OS 成熟度与 IHC 2+ 人群的获益幅度，以判断一线获益能否覆盖更广的 MET 过表达人群。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 1：ESMO 2026 主席研讨会 12 项 LBA 研究概览**

| 编号 | 研究 | 摘要公布时间（北京时间） | 完整议程开始时间（北京时间） | 发起方或权益所有方 | 发起方国家 | 实验组 | 对照组 | 阶段 | 适应症 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| LBA 1 | INTerpath-001 | 10 月 24 日 06:05 | 10 月 24 日 22:30 | MSD/Moderna | 美国 | intismeran autogene + 帕博利珠单抗 | 安慰剂 + 帕博利珠单抗 | III 期 | 完全切除、高复发风险 IIB–IV 期皮肤黑色素瘤辅助治疗 |
| LBA 2 | VOLGA | 10 月 24 日 06:05 | 10 月 24 日 22:54 | AstraZeneca | 英国 | 度伐利尤单抗+恩诺单抗±曲美木单抗 | 根治性膀胱切除术；符合当地标准者可接受辅助纳武利尤单抗 | III 期 | 不适合或拒绝新辅助顺铂治疗的肌层浸润性膀胱癌 |
| LBA 3 | DeLLphi-305 | 10 月 24 日 06:05 | 10 月 24 日 23:18 | Amgen | 美国 | tarlatamab + 度伐利尤单抗 维持 | 度伐利尤单抗 Q4W 维持 | III 期 | 度伐利尤单抗+铂类+依托泊苷诱导治疗后未进展的广泛期小细胞肺癌 |
| LBA 4 | DASL-HiCaP | 10 月 24 日 06:05 | 10 月 24 日 23:42 | 拜耳 | 澳大利亚 | 达罗他胺 +ADT+ 放疗 | 安慰剂 +ADT+放疗 | III 期 | 局限性、极高危前列腺癌 |
| LBA 5 | KRAScendo 1 | 10 月 25 日 06:05 | 10 月 25 日 23:30 | Roche/中外制药 | 瑞士 | divarasib | Sotorasib/Adagrasib | III 期 | 既往经治、KRAS G12C 突变局部晚期或转移性 NSCLC |
| LBA 6 | SAFFRON | 10 月 25 日 06:05 | 10 月 25 日 22:54 | AstraZeneca/和黄医药 | 英国/中国 | 赛沃替尼 + 奥希替尼 | 化疗 | III 期 | 奥希替尼治疗后进展、EGFR 突变且 MET 过表达和/或扩增的晚期 NSCLC |
| LBA 7 | CLARITY-Gastric 01 | 10 月 25 日 06:05 | 10 月 25 日 23:18 | AstraZeneca/康诺亚/乐普生物 | 英国/中国 | sonesitatug vedotin | 研究者选择：雷莫西尤单抗+紫杉醇、紫杉醇、多西他赛、伊立替康、TAS-102 或阿帕替尼等 | III 期 | CLDN18.2 阳性、二线及以上晚期/转移性胃癌或胃食管结合部腺癌 |
| LBA 8 | HARMONi-GI1 | 10 月 25 日 06:05 | 10 月 25 日 23:42 | 康方生物 | 中国 | 依沃西单抗+吉西他滨+顺铂 | 度伐利尤单抗+吉西他滨+顺铂 | III 期 | 不可切除局部晚期或转移性胆道癌一线治疗 |
| LBA 9 | ARTEMIS-011 | 10 月 26 日 07:05 | 10 月 26 日 23:30 | GSK/翰森生物 | 中国 | B7-H3 ADC risvutatug rezetecan/HS-20093 | 吉西他滨+多西他赛 | III 期 | 至少两线系统治疗后进展或复发的骨肉瘤 |
| LBA 10 | MOIO | 10 月 26 日 07:05 | 10 月 26 日 23:54 | UNICANCER | 法国 | 原免疫检查点抑制剂保持剂量改为每 3 个月给药 | 原免疫治疗 | III 期、非劣效 | 标准免疫治疗 6 个月后达到 CR 或 PR 的局部晚期/转移性实体瘤 |
| LBA11 | TroFuse-005 | 10 月 26 日 07:05 | 10 月 27 日 00:18 | MSD/科伦博泰 | 美国/中国 | 芦康沙妥珠单抗/sac-TMT | 医师选择多柔比星或紫杉醇；不耐受者可使用白蛋白紫杉醇 | III 期 | 既往接受含铂治疗及免疫治疗的晚期或复发性子宫内膜癌 |
| LBA 12 | KEYNOTE-C93 | 10 月 26 日 07:05 | 10 月 27 日 00:42 | MSD | 美国 | 帕博利珠单抗 | 卡铂+紫杉醇 Q3W，共 6 周期 | III 期 | dMMR 晚期或复发性子宫内膜癌一线治疗 |

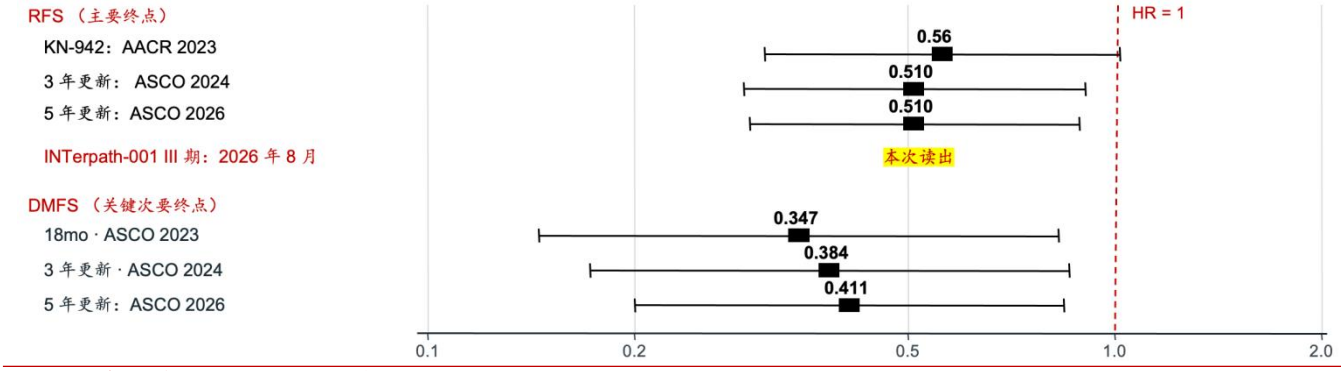
来源：ESMO 2026 Final Programme，各公司公告，iFind，中泰证券研究所

- **LBA1 INTerpath-001：首个 mRNA 肿瘤疫苗 III 期结果**
- **MSD 与 Moderna 将于北京时间 10 月 24 号在首场 LBA 首次公布 III 期 INTerpath-001。**该研究入组 1,137 例，纳入完全切除的高危 IIB–IV 期皮肤黑色素瘤，要求末次切除至首剂帕博利珠单抗 ≤13 周、既往未接受任何系统治疗（含新辅助），实验组为 intismeran Q3W 联合帕博利珠单抗，对照组为安慰剂联合帕博利珠单抗。主要终点为研究者评估 RFS，关键次要终点 DMFS，OS、安全性、QoL 为次要终点。
- **首个 mRNA 疫苗在肿瘤领域的关键 III 期，看点在于是否能延续 II 期的强势信号。**2026 年 08 月 19 号 Moderna 已宣布预设期中分析中 RFS 与 DMFS 均达到统计学显著且具临床意义的改善，OS 继续评估，安全性与既往一致。此前 IIb 期 KN942 主要分析及 3 年、5 年随访中的疗效高度稳定，RFS 风险比分别约为 0.56、0.51 和 0.51，DMFS 风险比分别约为 0.35、0.38 和 0.41，未随随访延长而明显衰减。本次 III 期样本量从 IIb 期的 157 例扩大到 1,137 例，能否复刻 IIb 期数据是期待的焦点。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 2：intismeran（mRNA-4157/V940）+Keytruda 组合 IIb 期数据和 III 期数据一览**




来源：各学术大会，公司公告，中泰证券研究所

**图表 3：KEYNOTE-942 各轮分析与 INTerpath-001 关键数据**

| 实验名 | 阶段 | 时间节点 | 发布会议 | 随访 | RFS HR | DMFS HR | OS HR（95% CI） | TRAE | G3 TRAE | irAE | G3 irAE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **KN-942** | IIb | 主分析 | Lancet | 中位 23 月 | **0.561（0.309–1.017）** | **0.347（0.145–0.828）** | - | 100% vs 82% | 25% vs 18% | 35.6% vs 36% | 10.6% vs 14% |
| **KN-942** | IIb | 3 年更新 | ASCO 2024 | 中位 34.9 月 | **0.510（0.288–0.906）** | **0.384（0.172–0.858）** | **0.425（0.114–1.584）** | 100% vs 82% | 25% vs 20% | 37.5% vs 36% | 10.6% vs 14% |
| **KN-942** | IIb | 5 年更新 | ASCO 2026 | 中位 60.3 月 | **0.510（0.294–0.887）** | **0.411（0.200–0.843）** | **0.471（0.165–1.345）** | 100% vs 84% | - | 45.2% vs 44% | - |
| **INTerpath-001** | III | 期中分析 | ESMO2026 | 本次读出 | | | | | | | |

来源：Lancet 2024；ASCO 2024 ；ASCO 2026 ；AACR 2023 ；ASCO 2023 ；Merck / Moderna 新闻稿；ASCO Post；Targeted Oncology，中泰证券研究所

- **Moderna 在 2023 年披露，其个体化新抗原疗法对应的黑色素瘤辅助治疗的欧美可及人群为 3 万人。**高危可切除（IIB–IV 期）患者的标准辅助方案为 1 年 PD-1 单抗，但停药后仍有相当比例患者复发，在 PD-1 基础上进一步降低复发风险是核心未满足需求。LAG-3、TIGIT、CTLA-4 等检查点联用在辅助场景的 III 期均未优于 PD-1 单药（RELATIVITY-098 HR 1.01、KEYVIBE-010 HR 1.25、CheckMate 915 HR 0.92），且 3 级以上毒性更高，辅助人群对毒性容忍度低，为低毒性新机制留出窗口。若 intismeran 能在 III 期复现 IIb 期 KEYNOTE-942 的获益（RFS HR 0.561），有望成为首个在 PD-1 基础上改写辅助标准的疗法。
- **Intismeran 并非首个尝试治疗黑色素瘤的疫苗疗法，历史上 MAGE-A3、IDO/PD-L1 肽和 autogene cevumeran 个体化 mRNA 疫苗均尝试失败。**三者失败原因不同：MAGE-A3 为单一共享抗原，我们认为失败的原因可能是受抗原异质性和免疫逃逸限制；IO102-IO103 靶向免疫抑制通路而不是肿瘤特异性抗原，一线转移性 III 期 P=0.0558 没有达标；autogene cevumeran 同为个体化 mRNA，但在肿瘤负荷高的一线晚期 II 期未达标。intismeran 的差异在于编码最多 34 个个体化新抗原、且与帕博利珠单抗联用、在术后微小残留病灶阶段介入。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 4：黑色素瘤辅助治疗及肿瘤疫苗相关临床试验对比**

| 药物 | 机制 | 公司 | 阶段 | 试验 | N | 人群 | 疗效 | 状态 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| fianlimab + 西米普利单抗 | LAG-3 + PD-1 | Regeneron | III 期 | NCT05608291，对照帕博利珠单抗 | 1,564 | IIC–IV | RFS 未读出（预计 2026-07 完成） | combo 一线 III 期失败；辅助治疗正在进行中 |
| 纳武 + relatlimab | PD-1 + LAG-3 | BMS | III 期 | RELATIVITY-098，对照纳武 | 1,093 | III–IV | RFS HR 1.01（0.83–1.22）；2 年 64% vs 62% | 失败 |
| vibostolimab / 帕博利珠 | TIGIT + PD-1 | MSD | III 期 | KEYVIBE-010，对照帕博利珠 | 1,402 | IIB–IV（与本研究同人群） | RFS HR 1.25(0.9–1.8)；6 月 RFS 80% vs 85% | 失败 |
| 纳武 + 伊匹 | PD-1 + CTLA-4 | BMS | III 期 | CheckMate 915，对照纳武 | 1,833 | IIIB–D / IV | RFS HR 0.92（0.77–1.09） | 失败 |
| MAGE-A3 疫苗 | 肿瘤抗原疫苗 | GSK | III 期 | DERMA | 1,391 | MAGE-A3+ IIIB/C | DFS HR 1.01 | 失败 |
| IO102-IO103 + 帕博利珠 | IDO/PD-L1 肽疫苗 | IO Biotech | III 期 | IOB-013 | 407 | 一线转移性 | mPFS 19.4 vs 11.0 月，HR 0.77（0.58–1.00），P=0.0558 | 失败 |
| autogene cevumeran | 个体化 mRNA | BioNTech / Roche | II 期 | 1L 黑色素瘤+帕博利珠对照帕博利珠，CRC 辅助单药 | — | 一线黑色素瘤；ctDNA+ CRC 辅助 | 黑色素瘤 II 期 2025 年未达标；CRC 辅助 2026-08 因无效终止 | 失败 |
| Nidlegy | 瘤内注射，新辅助 | Philogen | III 期 | PIVOTAL，对照单纯手术 | 256 | 局部晚期可切除 | RFS HR 0.55（0.38–0.78）；DMFS HR 0.53 | |
| EVM16 | 个体化 mRNA | 云顶新耀 | 首次人体 | AACR 2026 | 9 | 晚期实体瘤 | 8/9 出现新抗原特异性 T 细胞应答；1 例 PR | 无黑色素瘤数据；国内同类多处早期 |

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **未来 12 个月催化剂密集，核心看个体化新抗原路线能否从黑色素瘤走向更多瘤种。**10 月 24 日 ESMO LBA1 公布 INTerpath-001 完整数据，顶线已阳性，市场关注点转向具体 HR 数值（RFS/DMFS HR 及 95% CI）和制造失败、未给药比例，后者是个体化疗法特有的执行成本风险。随后 10 月 25 日胰腺癌 I 期壁报（3151P，V940 联合 FOLFIRINOX 辅助治疗）将检验跨瘤种复制，胰腺癌作为低免疫原性肿瘤，将首次验证是否能复刻到第二个适应症；10 月 26 日 INTerpath-014 壁报（2550TiP）将展示 V940 联合皮下帕博利珠单抗或 V940 单药对比安慰剂、用于完全切除高危 I 期 NSCLC 辅助治疗的 III 期设计，V940 正向更早期肺癌拓展。
- **BNT113 是非个体化（现货型）肿瘤疫苗，与 V940 代表两条不同路线。**BNT113 编码 HPV16 E6/E7 共享病毒抗原，**无需为每位患者测序和定制生产**，在 HPV16+、PD-L1+ 头颈鳞癌一线联合帕博利珠单抗。其优势是可规模化生产、即取即用、成本低，不受术后制造窗口限制；劣势是抗原覆盖窄，仅适用于 HPV16 相关头颈癌、宫颈癌等病毒驱动的肿瘤。若 AHEAD-MERIT 中期分析跨过预设统计边界，将证明共享抗原 mRNA 疫苗在晚期一线同样能带来增益，与个体化路线在适应症、定价和可及性上形成一定的互补。

**图表 5：mRNA 肿瘤疫苗后续催化剂时间表**

| 时间窗口 | 项目与事件 | 关键读数 |
|---|---|---|
| 2026-10-24 ESMO | Moderna/Merck：intismeran autogene（V940）黑色素瘤 INTerpath-001 完整 III 期数据，ESMO LBA1 | RFS、DMFS 的 HR 和 95% CI；曲线分离时间；关键亚组一致性；制造失败与未给药比例；≥3 级 AE、停药率；OS 趋势等 |
| 2026E | BioNTech：BNT113 AHEAD-MERIT II/III 期首次中期分析 | 是否跨过预设统计边界；PFS/OS 一致性；相对帕博利珠单抗的增益；HPV16+/PD-L1+ 亚组；停药与安全性。这是现货型共享抗原 mRNA 疫苗最重要的验证 |
| 2026-10-25 ESMO | V940 + FOLFIRINOX 可切除胰腺癌辅助治疗 I 期结果（壁报 3151P，Pinato） | 能否复刻到第二个适应症 |
| 2026-10-26 ESMO | V940 ± 皮下帕博利珠单抗 vs 安慰剂，高危 I 期 NSCLC 辅助 III 期 INTerpath-014（壁报 2550TiP，Aggarwal） | 无疗效数据，关注入组标准与终点设置，V940 向更早期肺癌拓展 |
| 2027 年 | V940 膀胱癌 INTerpath-005 关键更新 | 能否复刻到第三个适应症 |

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **LBA7 CLARITY-Gastric 01: CLDN18.2 ADC 全球 III 期数据读出**
- **AstraZeneca 将在北京时间 10 月 25 号主席专场公布全球 III 期 CLARITY-Gastric 01。**研究在 19 国 175 个中心入组 594 例 CLDN18.2 阳性、HER2 非阳性的晚期胃 / GEJ / 食管腺癌，晚期阶段 ≥1 线（含氟尿嘧啶 + 铂）后进展。实验组为 Sone-Ve 单药，对照组 2L 为雷莫西尤单抗 + 紫杉醇 / 紫杉醇 / 多西他赛，3L+ 为伊立替康 / TAS-102 / 阿帕替

下载日志已记录，仅供内部参考



尼。双主要终点为 2L+ 全体随机人群 BICR-PFS 与 3L+ 人群 OS；关键次要终点为 2L+ 全体 OS。Sone Ve/CMG901 由康诺亚与乐普生物的合营公司 KYM Biosciences 开发（康诺亚 70%，乐普 30%），2023 年 2 月授予 AZ 全球独家权益，并拥有最高至低双位数的分层 royalty。

- **已公告 OS 显著但 PFS 并不显著，2L 单线亚组数据读出非常关键，或影响 FDA 审评决策。**2026 年 7 月 27 号 AZ 已发布公告：3L+ OS 与 2L+ OS 均取得统计学显著且高度临床意义的改善；PFS 有改善趋势但未达统计学显著。已获 FDA 孤儿药与快速通道、欧盟孤儿药、中国 CDE 突破性疗法（2022）认定。

**图表 6：HER2 阴性胃/胃食管结合部腺癌 2L 及 3L+ 已获批方案与 CMG901 已公布数据**

| 疗法名称 | 公司 | 靶点 | 阶段 | 发布会议 | 治疗线 | N | mPFS（月） | mOS（月） | 任意级 TRAE | ≥3 级 TRAE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 雷莫西尤单抗 + 紫杉醇 | 礼来/信达 | VEGFR2 + 微管 | III 期 | ASCO-GI 2014 | 2L | 665 | 4.4 vs 2.9；HR 0.64 | 9.6 vs 7.4；HR 0.81 | NR | NR |
| 紫杉醇口服溶液 RMX3001 | 海和/大化 | 微管蛋白 | III 期 | ASCO-GI 2025 | 2L | 536 | 3.02 vs 2.89；HR 0.894 | 9.13 vs 6.54；HR 0.770 | NR | 66.8% vs 71.8% |
| 纳武利尤单抗 | BMS/小野 | PD-1 | III 期 | ESMO 2017 | ≥3L | 493 | 1.61 vs 1.45；HR 0.60 | 5.26 vs 4.14；HR 0.62 | 43.0% vs 26.7% | 11.8% vs 4.3% |
| 阿帕替尼 | 恒瑞医药 | VEGFR2 TKI | III 期 | ASCO 2014 | ≥3L | 267 | 2.6 vs 1.8；HR 0.444 | 6.5 vs 4.7；HR 0.709 | NR | NR |
| 舒瑞基奥仑赛 satri-cel | 科济/恺兴 | CLDN18.2 CAR-T | 随机 II 期 | ASCO 2025 | ≥3L | 156 | 3.25 vs 1.77；HR 0.366 | 7.92 vs 5.49；HR 0.693 | 100% vs 91.7% | 98.9% vs 56.3% |
| 赛沃替尼 | 和黄/阿斯利康 | MET TKI | II 期单臂 | ASCO 2026 | ≥3L | 65 | 4.0（2.6–5.0） | 6.9 | 92.3% | 35.4% |

| 实验组 | 公司 | 亚组 | 靶点 | 阶段 | 发布会议/杂志 | 治疗线 | 2L比例 | 3L 比例 | 4L 比例 | 阳性细胞占比 | N | ORR | mPFS（月） | mOS（月） | TRAE（任意级） | G≥3 TRAE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| CMG901（AZD0901） | 康诺亚/乐普生物/AZ | 2.2–3.0 mg/kg Q3W CLDN18.2-high | CLDN18.2 ADC（MMAE） | I期 | ASCO 2024 / Lancet Oncology 2025 | 2L+ | 38.1% | 33.60% | 28.30% | ≥20% | 93 | 35.0% | 4.80 | 11.80 | 99%（106/107） | 57%（61/107） |
| CMG901（AZD0901） | 康诺亚/乐普生物/AZ | | CLDN18.2 ADC（MMAE） | III 期 | ESMO 2026 | 2L+ | | | | | 本次读出 | | | | | |

来源：ASCO-GI 2014/2025，ESMO 2017，ASCO 2014/2024/2025/2026，Lancet Oncology 2025，中泰证券研究所

- **如何看待胜率及未来潜在商业化空间？**
- **首先，我们认为 3L+门槛较低，Sone-Ve 可能凭借显著提升的生存获益以及先发优势抢占市场份额。**3L+ 历史对照组疗法的 mPFS 约为 1-2 月，mOS 约 5 月，现有疗法控制不强，疾病进展迅速，生存期较短， 阿斯利康 7 月已公告 2L+ OS 取得显著阳性。
- **二线数据是关键增量空间，也是本次 LBA 的核心博弈点。**此前已公告 2L+ PFS 未达统计学显著但呈获益趋势，PFS 的具体数值、OS 的 HR 与曲线分离程度将影响 Sone-Ve 能否在 2L 适应症获批以及进入指南；若 2L 获益得到确认，可及人群将明显大于 3L+，商业化天花板随之抬升。
- **Sone-Ve 商业化优势在于 2L 增量、覆盖人群和全球权益。**1、3L+ 竞争激烈，信达 IBI343 和中国生物制药 LM-302 已递交中国上市申请，武田指引 IBI343 于 2027 年递交日本申请。2、覆盖人群方面，Sone-Ve 覆盖 CLDN18.2 ≥20% 膜染色人群，门槛低于 IBI343（≥40%）和佐妥昔单抗（≥75%），可及人群可覆盖 60% 晚期胃癌患者。3、IBI343 和 LM-302 均未开启全球 III 期，中日以外权益空缺，而 Sone-Ve 由阿斯利康持有全球权益，可直接覆盖欧美市场及第三世界国家。

**图表 7：胃/GEJ 2L+ 在研疗法非头对头数据对比**

| 实验组 | 公司 | 亚组 | 靶点 | 阶段 | 发布会议/杂志 | 治疗线 | 2L比例 | 3L 比例 | 4L 比例 | 阳性细胞占比 | N | ORR | mPFS（月） | mOS（月） | TRAE（任意级） | G≥3 TRAE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| CMG901（AZD0901） | 康诺亚/乐普生物/AZ | 2.2–3.0 mg/kg Q3W CLDN18.2-high | CLDN18.2 ADC（MMAE） | I期 | ASCO 2024 / Lancet Oncology 2025 | 2L+ | 38.1% | 33.60% NR | 28.30% NR | ≥20% | 93 | 35.0% | 4.80 | 11.80 | 99%（106/107） | 57%（61/107） |
| CMG901（AZD0901） | 康诺亚/乐普生物/AZ | 2.2–3.0 mg/kg 表达<20% | CLDN18.2 ADC（MMAE） | I期扩展 | Lancet Oncology 2025 supplement | 2L+ | | | | <20% | 19 | 5.0% | 3.30 | 7.80 | | |
| IBI343 | 信达生物/武田制药 | 6 mg/kg Q3W 中等表达 | CLDN18.2 ADC | I期 | Nature Medicine 2025 | 2L+ | 22.60% | 40.0% | 38.3% | 40–74% | 62 | 22.2% | NR | NR | 98.4% | 41.9% |
| IBI343 | 信达生物/武田制药 | 6 mg/kg Q3W 高表达 | CLDN18.2 ADC | I期 | Nature Medicine 2025 | 2L+ | | | | ≥75% | 62 | 29.0% | 5.50 | 10.80 | 98.4% | 41.9% |
| satri-cel/CT041 | 科济药业 | 250×10^6 cells | CLDN18.2 CAR-T | II期 | The Lancet 2025 / ASCO 2025 | ≥3L | - | 73.1% | 26.9% | ≥40% | 104 | 22.0% | 3.25(HR 0.366) | 7.92(HR 0.693) | 100.0% | 98.9% |
| omectatug/ASKB589 | 奥赛康 | 6 mg/kg Q3W + 化疗 | CLDN18.2 mAb（ADCC） | I/II期 Cohort 5 | ASCO 2025 / JCO abstract 4044 | 2L | 100% | NR | NR | ≥40% | 47 | 34.2% | 5.26 | 11.14 | 100.0% | 55.3% |
| zolbetuximab单药 | 安斯泰来 | 300-600 mg/m² Q2W | CLDN18.2 mAb（ADCC/CDC） | IIa期 | Annals of Oncology 2019 | ≥2L | NR | NR | NR | ≥50% | 54 | 9.0% | NR | NR | 81.5% | NR |
| zolbetuximab | 安斯泰来 | 800→600 mg/m² Q3W单药 | CLDN18.2 mAb（ADCC/CDC） | II期 Cohort 1A | Clinical Cancer Research 2023 | ≥3L | - | NR | NR | ≥75% | 30 | 0.0% | 1.54 | 5.62 | NR | 23.3% |
| zolbetuximab+PD-1 | 安斯泰来 | 800→600 mg/m² Q3W + pembrolizumab 200 mg Q3W | CLDN18.2 + PD-1 | II期 Cohort 3A | Clinical Cancer Research 2023 | ≥3L | - | NR | NR | ≥50% | 3 | 0.0% | 2.96 | NR | NR | 33.3% |

来源：Lancet Oncology，J Clin Oncol 2013，Nature Medicine 2025（PMC12443601），ASCO 2024 等，中泰证券研究所

- **LBA8 HARMONi-GI1：头对头 1L BTC 金标准**

下载日志已记录，仅供内部参考



- **康方生物将于北京时间 10 月 25 日在主席专场 LBA8 公布 III 期 HARMONi-GI1。**研究在中国入组 682 例不可切除局晚期 / 转移性 BTC，随机双盲至依沃西单抗或度伐利尤单抗均联合化疗。主要终点 OS，关键次要终点 PFS、ORR（研究者评估）。2026 年 8 月 25 日康方生物发布公告，预设期中分析（IDMC 评估）中 OS 达到统计学显著且具重大临床意义的优效，全部关键次要终点达成；公司称其为 BTC 领域首个对比全球金标准取得 OS 显著阳性的 III 期。该适应症 2026 年 2 月获 NMPA 突破性疗法认定，公司计划据此递交上市申请。
- **公司预测 1L BTC 市场规模可达 57 亿美元，现有一线疗法可提升空间较大。**据弗若斯特沙利文，中国晚期 BTC 患者 9.79 万人，实际接受 1L 治疗 7.98 万人；全球分别为 27.95 万人和 22.95 万人，1L 治疗率均已超过 80%。现有 PD-(L)1 联合化疗的 mOS 仅约 12.8 月（HR 0.80–0.83），疗效提升空间仍大，依沃西 II 期 mOS 16.8 月为头对头优效提供了支撑。中国以外的放量取决于新开启的全球 II/III 期，该研究预计 2027 年启动。

*图表 8：1L BTC 标准疗法、依沃西单抗全球拓展及临床数据对比*

| 类别 | 方案 | 研究 | 阶段 | N | ORR | mPFS（月） | mOS（月） | TRAE | ≥3 级 TRAE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 标准疗法 | 度伐利尤单抗 +化疗 | TOPAZ-1 | III 期 | 341 vs 343 | 26.7% vs 18.7% | 7.2 vs 5.7 | 12.8 vs 11.5 | 92.9% vs 90.1% | G3–4 62.7% vs 64.9%；停药 8.9% vs 11.4% |
| 标准疗法 | 帕博利珠单抗 +化疗 | KEYNOTE-966 | III 期 | 533 vs 536 | 29% vs 29% | 6.5 vs 5.6 | 12.7 vs 10.9 | 93% vs 94% | G3–4 70% vs 69%；因不良反应中断帕博 55% |
| 全球拓展 | 依沃西单抗 + 化疗 vs 度伐或帕博 + 化疗 | NCT07765433 一线晚期 BTC 腺癌（美国） | II/III 期 | 预计 336 | — | — | 主要终点 OS | — | — |
| II 期数据 | 依沃西单抗 + 化疗 | NCT05214482 + NCT06048289 | II 期 | 30 | 66.7%（95% CI 47.2–82.7） | 8.5 | 16.8 | 100% | 86.7% |
| 本次披露 | 依沃西单抗 + 化疗 vs 度伐利尤单抗 + 化疗 / | HARMONi-GI1 ESMO 2026 LBA8 | III 期 | 682 | | | 本次读出 | | |

来源：FDA，NCCN，ClinicalTrials.gov，ASCO 2024，康方生物公告，中泰证券研究所

- **LBA7 与 LBA8 分别验证了 CLDN18.2 ADC 和 PD-1/VEGF 双抗两种机制，二者叠加有望成为下一代 1L GC 标准方案的雏形。**目前 HER2 阴性 1L GC 的标准方案是 PD-1 + 化疗（CheckMate-649 等），CLDN18.2 高表达（≥75%）人群可选佐妥昔单抗 + 化疗，国内卡度尼利也已获批 1L GC，各方案 mOS 大致在 14–18 个月，进一步提升的空间有限。LBA7 证明 Sone-Ve 在 2L+ 带来 OS 获益，LBA8 证明依沃西头对头度伐利尤单抗取得 OS 优效，两项结果为两种机制前移至 1L GC 提供了直接依据。
- **BTC 和 GC 病理在一定程度上重合，且 CLDN18.2 均有表达，LBA8 的结论对 GC 具有外推价值。**两者同属上消化道腺癌，一线均以化疗 + PD-(L)1 为基础，免疫获益有限、肿瘤微环境偏冷。依沃西在 BTC 中头对头 PD-L1 单抗取得 OS 优效，说明 VEGF 阻断可以在 GI 腺癌中放大免疫获益；CLDN18.2 在部分 BTC 中同样表达，也为 Sone-Ve 的跨瘤种拓展留出空间。
- **抗血管生成疗法在胃癌中是已验证的标准疗法，PD-1/VEGF 双抗在 GC 中有明确的机制基础。**雷莫西尤单抗 + 紫杉醇（RAINBOW，mOS 9.6 vs 7.4 月）是 2L 标准方案，阿帕替尼是 3L 标准方案；但 RAINFALL 研究中雷莫西尤单抗一线联合化疗未能改善 OS，说明单纯叠加 VEGF 抑制不足以改写一线。依沃西在同一分子中整合 PD-1 与 VEGF 阻断，机制上不同于“PD-1 + 抗血管药”的简单联用，其在 1L GC 的价值仍需随机研究验证。
- **AZ 与 Summit 合作，探索 Sone-Ve + 依沃西（AK112）疗法组合，1L GC 竞争将进入“ADC + 新一代 IO”阶段。**2026 年 9 月 29 日，AZ 宣布向 Summit 进行 20 亿美元股权投资（约 12% 股权），并签署临床合作协议，在 GI 肿瘤中评估 Sone-Ve 联合依沃西，双方共担费用、各自保留权益，试验即将启动。AZ 同时在推进 1L III 期 CLARITY-Gastric02（Sone-Ve + 卡培他滨 ± rilvegostomig，对照纳武利尤单抗 + 化疗或佐妥昔单抗 + 化疗，预计入组 2,130 例）。我们认为，若 ESMO 2026 上 LBA7 的 OS 获益幅度与 LBA8 的 HR 均较为可观，该组合有望成为挑战 PD-1 + 化疗的

下载日志已记录，仅供内部参考



有力方案；主要风险在于 CLARITY-Gastric01 的 PFS 未达统计学显著，以及 MMAE 类 ADC 与抗 VEGF 叠加后的骨髓抑制、出血等毒性。

- **TroFuse-005：Sac-TMT 首个海外 III 期临床的数据读出，具有里程碑意义**
- **MSD 将于 10 月 26 日在主席专场 LBA11 公布 III 期 TroFuse-005。**研究全球随机 776 例晚期 / 复发子宫内膜癌或癌肉瘤，既往接受含铂化疗与抗 PD-(L)1，实验组为 sac-TMT 4 mg/kg Q2W，对照组为多柔比星 60 mg/m² Q3W、紫杉醇 80 mg/m² D1/8/15 Q4W（过敏可换白蛋白紫杉醇 100 mg/m²）。2026 年 5 月 18 号，默沙东公告预设期中分析 OS 与 PFS 均取得统计学显著且具临床意义的改善，关键次要终点 ORR 亦达成，安全性与既往一致。这是 sac-TMT 首个全球 III 期读出，sac-TMT 为科伦博泰原研。2022 年 5 月 MSD 获大中华区以外独家许可，MSD 共开启 18 项进行中的全球 III 期。

**图表 9：铂类及 PD-(L)1 治疗后子宫内膜癌（post-IO EC）已获批与在研疗法数据对比**

| 分类 | 单品 / 方案 | 关键研究及剂量 | N / 人群 | ORR | mDOR | mPFS（月） | mOS（月） | ≥3 级安全性 | 停药率 | 状态 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 传统基准 | 多柔比星或紫杉醇 TPC | KEYNOTE-775 对照组 | 416：含铂后、既往未用 IO | 14.4% | 5.7 | 3.8 | 11.9 | 全因 ≥3 级 AE 72.7% | TRAE 停药 5.9% | 传统 2L 基准 |
| 已获批标准 | 仑伐替尼 + 帕博利珠单抗 | KEYNOTE-775；LEN 20 mg QD + Pembro 200 mg Q3W | pMMR 346 vs 351；排除既往 IO | 32.4% | 9.3 | 6.7 | 18.0 | 全因 ≥3 级 AE 88.9% | TRAE 停药 33% | FDA 批准 |
| 已获批标准 | 帕博利珠单抗 | KEYNOTE-158：200 mg Q3W | 治疗 90 / 疗效集 79：dMMR/MSI-H | 48% | NR | 13.1 | 65.4，长期随访 | 3–4 级 TRAE 12% | 6.7% | FDA 获批 |
| 已获批标准 | 多塔利单抗 | GARNET：500 mg Q3W×4，随后 1,000 mg Q6W | 治疗 153 / 疗效集 143：含铂后 dMMR/MSI-H | 45.5% | NR | 6.0 | NR | ≥3 级 TRAE 17.6% | 8.6% | FDA 批准 |
| TROP2 ADC | Sacituzumab govitecan / SG | TROPiCS-03（II 期长期更新：mFU 19.4 月） | 41：均为含铂治疗后：85% 含铂 + IO 后；中位 3 线 | 27% | 9.0 | 5.0 | 15.0 | ≥3 级 TEAE 85% | TEAE 停药 7% | III 期 ASCENT-GYN-01（NCT06486441）已于 2024-08-28 启动 |
| FRα ADC | Rina-S / Rinatabart sesutecan | RAINFOL-01 B2（I/II 期 1 年更新：mFU 11.7 月）：100 mg/m² Q3W（III 期选定剂量） | 22：全员含铂 + ICI 后；中位 3 线； | 50.0% | NR | 未披露 | 未披露 | ≥3 级 TEAE 77.2% | TEAE 停药 4.5% | III 期 RAINFOL-03（NCT07166094）已于 2025-11-28 启动 |
| TROP2 ADC | Dato-DXd / Datopotamab deruxtecan | TROPION-PanTumor03（II 期：mFU 13.6 月）：6 mg/kg Q3W | 40：含铂治疗后 ≥2L：既往 ICI 22.5%；中位既往 1 线（范围 1–2） | 27.5% | 16.4 | 6.3 | 未披露 | ≥3 级 TRAE 42.5% | TRAE 停药 5.0% | 尚未登记 / 启动子宫内膜癌 III 期 |
| sac-TMT | Sacituzumab tirumotecan | KL264-01（中国 I/II 期）：4 mg/kg Q2W | 114：含铂后；既往 IO | 30.7% | 9.3 | 6.0 | 14.4 | ≥3 级 TRAE 51.8% | 1.8% | I/II 期：全球 III 期选定剂量 |
| sac-TMT | Sacituzumab tirumotecan | TroFuse-005 | 776：既往含铂 + PD-(L)1 | | | | | 本次读出 | | |

注：T-DXd 安全性来自 DESTINY-PanTumor02 全研究人群，并非 EC 队列单独数据。来源：FDA，ClinicalTrials.gov，公司公告，中泰证券研究所

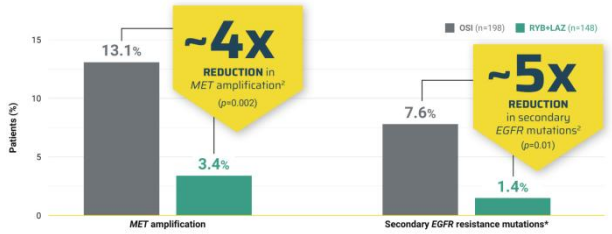
- **LBA6 SAFFRON / LBA69 SANOVO：赛沃替尼全球后线与中国一线 ESMO 读出**
- **AstraZeneca 与和黄医药将于北京时间 10 月 25 日在主席专场 LBA6 公布全球后线 III 期 SAFFRON 主要结果。**该研究入组 338 例 EGFRm 局晚期 / 转移性 NSCLC，一线或二线奥希替尼后影像学进展且伴 MET 过表达 / 扩增。实验组为赛沃替尼 300 mg BID + 奥希替尼 80 mg QD，对照组为化疗。主要终点 BICR-PFS，关键次要终点 OS、ORR。2026 年 8 月 17 号公司公告 PFS 与 OS 均取得统计学显著且具临床意义的改善（和黄称其为首个 PFS 与 OS 均显著获益的同类全球 III 期）。赛沃替尼为和黄开发，2011 年 12 月授予 AZ 全球许可，中国销售特许权使用费 30%，AZ 负责商业化。
- **本次 ESMO 还将公布中国一线 III 期 SANOVO（LBA69）。**北京时间 10 月 26 日 15:30 于 Proffered Paper 2 专场口头报告（讲者吴一龙）。研究对比赛沃替尼 + 奥希替尼与奥希替尼单药一线治疗 EGFRm 且 MET 过表达 NSCLC，8 月 31 号和黄公告 PFS 在 IHC 3+ 及 ITT 人群均显著改善，OS 呈获益趋势；对照为一线标准奥希替尼，门槛高于 SAFFRON。
- **MET 扩增是奥希替尼耐药后最主要的旁路机制，SAFFRON 读出将确立赛沃替尼的后线地位。**MARIPOSA 显示双抗联合一线治疗后 MET 扩增较奥希替尼降低约 4 倍（3.4% vs 13.1%），一线格局转向将压缩该人群，SANOVO 前移一线是关键对冲方式。

**图表 10：MARIPOSA 中两组获得性耐药机制发生率对比**

**图表 11：赛沃替尼联合奥希替尼两项 III 期研究设计**

下载日志已记录，仅供内部参考





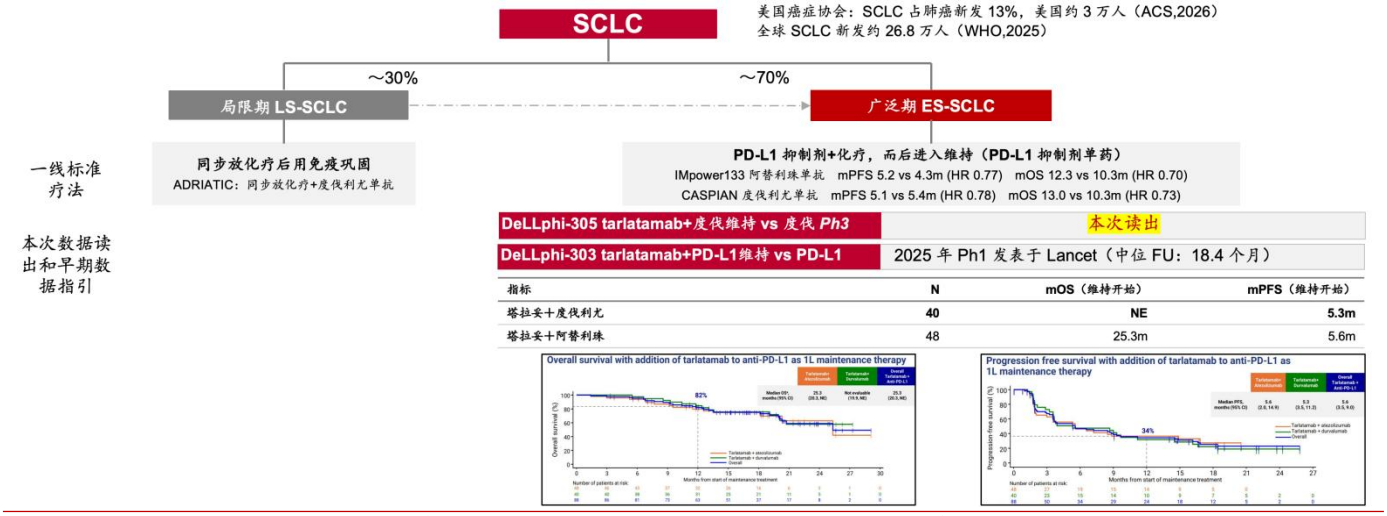

来源：MARIPOSA 耐药机制分析（ESMO 2024），强生公告，中泰证券研究所




来源：和黄医药公告，AstraZeneca 公告，中泰证券研究所

- **LBA3 DeLLphi-305：TCE 在 1L SCLC 的重要里程碑，能否更改维持标准？**
- **安进将于 10 月 24 号在首场主席专场 LBA3 公布 III 期 DeLLphi-305。**研究入组 563 例 ES-SCLC：一线完成 3–4 周期 EP（卡铂或顺铂）+ 度伐利尤单抗诱导且未进展，随机至塔拉妥单抗 + 度伐利尤单抗 ，头对头度伐利尤单抗单药维持。主要终点 OS，次要终点 PFS、ORR、DCR、DOR、PRO。2026 年 9 月 8 号公司公布 OS 取得统计学显著且具临床意义的改善，PFS 与 ORR 亦统计学显著。

**图表 12：SCLC 治疗格局及 DeLLphi-303 一线维持早期数据**




来源：ACS 2026，WHO 2025，Paz-Ares L 等，Lancet 2025（DeLLphi-303），Amgen 公告，中泰证券研究所

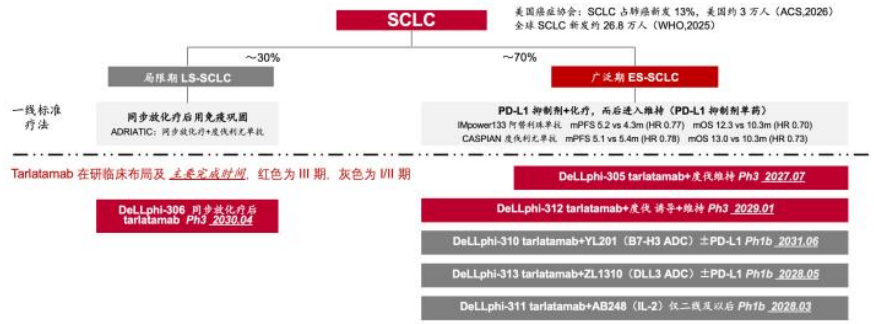
- **在本次 ESMO 会议数据读出后，Tarlatamab 在 SCLC 将实现从后线到一线的全面确证，未来将继续扩展至一线诱导和联合疗法。** Tarlatamab 二线已于 2024 年 5 月获 FDA 加速批准，III 期 DeLLphi-304 对比化疗确证 OS 获益（mOS 13.6 vs 8.3 月，HR 0.60）。一线 DeLLphi-305 联合度伐利尤单抗维持（III 期，2027 年 7 月完成）、DeLLphi-312 联合度伐 + 化疗诱导并维持（III 期，2029 年 1 月）。局限期 DeLLphi-306 同步放化疗后巩固（III 期，2030 年 4 月）。联合：DeLLphi-310（+ B7-H3 ADC YL201）、313（+ DLL3 ADC ZL1310）、311（+ IL-2 AB248）均处 Ib 期；同时以 DeLLphi-308 皮下剂型、309 延长给药间隔降低使用门槛。
- **一线是 tarlatamab 最大的增量市场，DeLLphi-305 是其从后线走向一线的第一步。**SCLC 约 70% 确诊即为广泛期，现有 PD-L1 + 化疗一线方案 mOS 仅约 12–13 个月（IMpower133 12.3 月、CASPIAN 13.0 月）；美国一线患者约 2.1–2.3 万人，是二线（0.8–1.0 万人）的两倍以上。tarlatamab 目前仅获批二线，若维持治疗获批，可及人群将扩大约一倍。

下载日志已记录，仅供内部参考



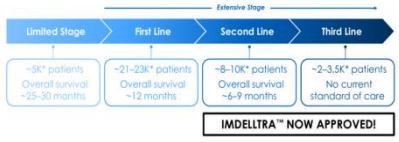
本次重点关注 OS HR 能否优于 0.75、CRS 与 ICANS 发生率，以及维持阶段的住院监测要求对实际使用的影响。若 305 与 312 均阳性，DLL3 有望成为贯穿 SCLC 全病程的核心靶点。

**图表 13：SCLC 治疗格局及 tarlatamab 临床布局**




来源：ACS 2026，WHO 2025，ClinicalTrials.gov，Amgen 公告，中泰证券研究所

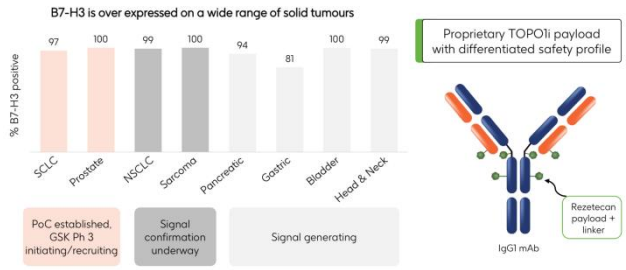
**图表 14：美国 SCLC 各治疗线患者数及生存期**




来源：Amgen 投资者材料，中泰证券研究所

- **LBA9 ARTEMIS-011：Ris-Rez 验证 B7-H3 ADC 跨瘤种潜力**
- **翰森制药将于 10 月 26 号在主席专场 LBA9 公布中国 III 期 ARTEMIS-011。**研究计划入组 117 例 3 线及以上的骨肉瘤患者，实验组为 Ris-Rez 12 mg/kg Q3W，对照组为化疗。主要终点 IRC 评估 PFS，次要终点 OS、INV-PFS、ORR、DCR、DOR、安全性。2026 年 7 月 28 号公司公告，IRC-PFS 取得统计学显著且具临床意义的改善，OS 与 INV-PFS 呈现一致获益，未发现新安全信号。Ris-Rez 为翰森自研，2023-12 授予 GSK 大中华区以外全球独家权益：首付 1.85 亿美元、成功里程碑最高 15.25 亿美元、全球净销售分层特许权使用费。
- **骨肉瘤市场有限，ARTEMIS-011 的核心价值在于为 Ris-Rez 的多瘤种开发提供关键 III 期验证。**B7-H3 在 SCLC、前列腺癌、NSCLC、肉瘤等 8 类实体瘤中阳性率达 81%–100%，Ris-Rez 以 IgG1 抗体偶联自研 TOPO1i 载荷 rezetecan，主打差异化安全性。GSK 已在 SCLC 开展 III 期、前列腺癌即将启动 III 期，NSCLC、胰腺癌、膀胱癌、头颈癌、肉瘤等全球研究同步推进，并以 B7-H4 ADC Mo-Rez 覆盖卵巢癌、子宫内膜癌。本次数据若显示可控的 ILD 与血液学毒性，将支撑 GSK 加速推进全球注册，翰森后续里程碑兑现的确定性随之提升。

**图表 15：B7-H3 在多种实体瘤中高表达及 Ris-Rez 分子结构**




来源：GSK 投资者材料，翰森制药公告，中泰证券研究所

**图表 16：GSK/翰森制药 B7-H3 全球开发布局**

| 药物 | 适应症 | 翰森数据 | 竞品数据 | GSK 全球数据 | GSK 注册研究 |
|---|---|---|---|---|---|
| Ris-Rez | 前列腺癌 | ✓ | ✓ | ✓ | III 期即将启动 |
| | SCLC | ✓ | ✓ | ✓ | III 期进行中 |
| | NSCLC | ✓ | ✓ | 进行中 | |
| | 胃癌 | | 进行中 | | |
| | 胰腺癌 | | ✓ | 进行中 | |
| | 膀胱癌 | | 进行中 | 进行中 | |
| | 头颈癌 | | ✓ | 进行中 | |
| | 肉瘤 | 本次读出 | ✓ | 进行中 | |

来源：GSK 投资者材料，中泰证券研究所

- **Ris-Rez：全球 B7-H3 ADC 中 III 期布局最广，含指引达 11 项**
- **计入公司指引后，Ris-Rez 的 III 期数量在全球 B7-H3 ADC 中位居第一。**已登记 III 期 6 项，覆盖 ES-SCLC 2L、LS-SCLC 巩固、NSCLC 2L+ 非鳞（联合阿得贝利单抗）、ESCC 2L、mCRPC 后线和骨肉瘤；GSK 另指

下载日志已记录，仅供内部参考



引 5 项，覆盖 ES-SCLC 1L、NSCLC 1L/2L、化疗未治 mCRPC 和 mHSPC，合计 11 项。对比来看，YL201 已登记 5 项、指引 2 项，集中在 SCLC、鼻咽癌、ESCC 和胰腺癌；I-DXd 3 项（ES-SCLC 2L、ESCC 2L、mCRPC）；DB-1311 仅 mCRPC 1 项。骨肉瘤 ARTEMIS-011 是 B7-H3 ADC 关键读出的 III 期，为后续多瘤种注册提供首个验证。

- **差异化在于前列腺癌全病程与 NSCLC 前线布局，竞品多集中在 SCLC、ESCC 后线。**Ris-Rez 是唯一覆盖 mCRPC 至 mHSPC 的 B7-H3 ADC，前列腺癌与 NSCLC 1L 的患者池远大于 SCLC 后线；SCLC 上也是唯一覆盖 1L、2L 与局限期巩固的品种。风险在于 5 项指引尚未登记，兑现节奏取决于 GSK 在 2026H2–2028 的启动进度；ES-SCLC 2L 与 YL201、I-DXd 同场竞争，三者读出时间相近，先发优势有限。

**图表 17：B7-H3 ADC 全球主要竞品适应症布局对比**

| 适应症 | 线次 | 细分型 | 宜联 / 罗氏 YL201 | 翰森 / GSK Ris-Rez | 映恩 / BNTX DB-1311 | 默沙东 / 第一三共 I-DXd |
|---|---|---|---|---|---|---|
| SCLC | 1L | ES-SCLC | 联合新鲁利单抗Ph3 2029.06 | 预计Ph3 2026H2 启动 | 联合 pumitamig Ph1/2 2028.09 | — |
| | 2L | ES-SCLC | 单药Ph3 2027.12.01；预计全球Ph3 2026Q4 启动 | 单药Ph3 2027.11.05 | 单药Ph1/2 2027.12；联用Ph1/2 2028.09 | 单药Ph3 2028.01.30；预计FY2027 读出 |
| | 巩固 | LS-SCLC 放化疗后 | — | 单药Ph3 2027.11.30 | — | — |
| NSCLC | 1L | AGA-，鳞/非鳞 | 联合斯鲁利单抗士铂类Ph1 2027.04.29 | — | 联合 pumitamig Ph1/2 2028.09 | — |
| | | 细分未披露 | — | 预计Ph3 2028 启动 | — | — |
| | 2L+ | AGA-，鳞癌 | 单药Ph1/2 2026.10/2027.04.06 | — | 单药Ph1/2 2027.12；联用Ph1/2 2028.09 | 单药Ph2 2032.03.02 |
| | | AGA-，非鳞癌 | 单药Ph1/2 2026.10/2027.04.06 | 联合阿得贝利单抗Ph3 2028.12.31 | 单药Ph1/2 2027.12；联用Ph1/2 2028.09 | 单药Ph2 2032.03.12 |
| | 2L | | — | 预计Ph3 2027 启动 | — | — |
| | 后线 | AGA+，靶向治疗后 | — | — | 单药Ph1/2 2027.12；联用Ph1/2 2028.09 | — |
| | 未披露 | 全球 Ph3 | 预计Ph3 2027H1 启动 | — | — | — |
| 鼻咽癌 | 后线 | PD-(L)1 及 ≥2 线化疗后 | 单药Ph3 2027.12.01 | — | — | — |
| ESCC | 2L | — | 单药Ph3 2028.04.30 | 单药Ph3 2030.12.31 | — | 单药Ph3 2028.06.01 |
| | 2L+ | — | — | — | 单药Ph1/2 2027.12 | — |
| 胰腺癌 | 2L | 吉西他滨方案后 | 单药Ph3 2029.01 | — | — | — |
| 前列腺癌 | mCRPC | ARPI 后、紫杉烷未治 | — | 预计Ph3 2026H2 启动 | 单药Ph3 2031.02；预计2029 读出 | 单药Ph3 2028.06.26 |
| | | 后线 / 多线经治 | 单药Ph2 2027.02 | 单药Ph3 2029.12.05 | 单药Ph1/2 2027.12 | — |
| | mHSPC | — | — | 预计Ph3 2027 启动 | — | — |
| 卵巢癌 | 后线 | 铂耐药，既往 1–3 线 | — | — | 单药Ph1/2 2027.12 | — |
| 宫颈癌 | 经治 | 复发 / 转移 | — | — | 单药Ph1/2 2027.12 | — |
| HCC | 经治 | 线次不固定 | — | — | 单药Ph1/2 2027.12 | — |
| HNSCC | 经治 | R/M，线次不固定 | — | 单药Ph2 2025.12.12† | 单药Ph1/2 2027.12 | — |
| 黑色素瘤 | 经治 | 线次不固定 | — | — | 单药Ph1/2 2027.12 | — |
| 肉瘤 | 后线 | 骨肉瘤 | 单药Ph1/2 2026.10 | 单药Ph3 2026.08.31 | — | — |

来源：ClinicalTrials.gov，各公司公告及投资者材料，中泰证券研究所，日期为主要完成时间

- **ARTEMIS-008：Ris-Rez 二线 SCLC mOS 18.5 个月，同类最长**
- **ARTEMIS-008 与 TAISHAN-302 均为头对头拓扑替康的二线 III 期，Ris-Rez mOS 18.5 个月为同类最长。**两项研究 cORR 均约 58%–59%，PFS HR 0.33 vs 0.29、OS HR 均为 0.46，相对获益接近。但 ARTEMIS-008 对照组 mOS 10.3 个月，高于 TAISHAN-302 的 9.4 个月，且基线脑转移（19.1% vs 34.7%）与肝转移（21.3% vs 32.0%）比例更低，入组人群预后更好，绝对值的领先需谨慎解读。I-DXd 二线亚组 cORR 56.3%、mOS 12 个月，但为单臂、无对照。
- **安全性是 Ris-Rez 的主要短板，ILD 风险将影响其与 YL201、I-DXd 的竞争。**Ris-Rez ≥3 级 TRAE 60.9%，高于 YL201 的 46.4% 和 I-DXd 的 36.5%；ILD 发生率 11.7%（≥3 级 3.9%），与 I-DXd 的 12.4% 相当，明显高于 YL201 的 4.9%，并出现 3 例治疗相关死亡。我们认为，疗效端已具备竞争力，全球注册中能否通过剂量优化与 ILD 管理降低毒性，是 Ris-Rez 在二线 SCLC 胜出的关键。

**图表 18：B7-H3 ADC 二线 SCLC 临床数据对比**

| ADC | YL201 / Tam-Peli | HS-20093 / Ris-Rez | DB-1311 / Elfe-D | I-DXd |
|---|---|---|---|---|
| 公司 | 宜联 / 罗氏 | 翰森 / GSK | 映恩 / BioNTech | 第一三共 / 默沙东 |
| 研究 | TAISHAN-302 | ARTEMIS-008 | 全球 I/II期SCLC队列 | IDeate-Lung01 |
| 阶段 | III期 | III期 | I/II期 | II期 |
| 治疗线数 | 二线 | 二线 | 二线及以上 | 二线亚组 |
| N | ADC 225；对照226 | ADC 230；对照231 | 73 | 二线32 |
| 剂量 | 2.0 mg/kg，每3周一次 | 8.0 mg/kg，每3周一次 | 6mg/9mg，每3周一次 | 12 mg/kg，每3周一次 |
| 对照 | 拓扑替康 | 拓扑替康 | — | — |
| 中位随访 | OS：9.2个月，对照9.5；PFS：7.8个月，对照8.4 | 12.2个月 | — | 总体12.8个月 |
| 中位年龄 | 62 | 61.5 | — | 63（34–79） |
| ECOG 0 / 1 | 17.3 / 82.7 | 19.1 / 80.9 | — | 22.6 / 77.4 |
| 脑转移（%） | 34.7 | 19.1 | — | 38 |
| 肝转移（%） | 32 | 21.3 | — | 40.1 |
| cORR（%） | 59.1 vs 9.7 | 58.3 vs 12.6 | 6 mg：27.3；9 mg：35.3 | 56.3 |
| DCR（%） | 91.1 vs 50.9 | 90.4 vs 60.2 | 6 mg：87.9；9 mg：91.2 | 96.9 |
| mDOR | 6.3vs 7.8 | 6.9 vs 5.6 | — | 7.2 |
| mPFS | 7.4vs 2.8 | 7.2 vs 3.0，BICR | — | 5.6 |
| PFS HR | 0.29 | 0.33 | — | — |
| mOS | 13.3 vs 9.4 | 18.5 vs 10.3 | — | 12 |
| OS HR | 0.46 | 0.46 | — | 无标准治疗对照 |
| 任意TRAE | 98.7 | 100 | 92.4 / 92.2 | 89.8 |
| ≥3级TRAE | 46.4 | 60.9 | 28.6 / 53.6 | 36.5 |
| TRAE导致减量 | 25.9 | 20.4 | 5.0 / 17.8 | 15.3 |
| TRAE导致永久停药 | 5.8 | 9.1 | 5.0 / 6.6 | 9.5 |
| TRAE导致死亡 | 0 | 1.3，3例 | 0 / 0.3 | 4.4，6例 |
| ILD发生率 | 4.9 | 11.7 | 6 mg：5/119；9 mg：15/332 | 12.4 |
| ≥3级 ILD | 3级2例，约0.9 | 3.9 | 9 mg组2例3级 | 4.4 |

来源：各公司公告及学术会议披露，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 19：ESMO 2026 其他 LBA 整理**

| 癌种 | LBA | 分子 / 项目 | 中国发起方 / 原研方 | 适应症及方案 | 阶段 | 本次读出 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 乳腺癌 | LBA13 | **Trastuzumab rezetecan**（SHR-A1811） | 恒瑞医药 | HER2 低表达晚期乳腺癌；HORIZON-Breast06 | 随机 III 期 | III 期结果；未注明中期或最终分析 |
| | LBA15 | **Anbenitamab**（KN026） | 康宁杰瑞 / 石药集团 | KN026 + 白蛋白紫杉醇治疗 HER2 阳性晚期乳腺癌 | 随机 III 期 | III 期疗效及安全性结果 |
| | LBA27 | **TQB2102** | 正大天晴 | HER2 低表达复发 / 转移性乳腺癌；对照化疗 | 随机 III 期 | III 期结果 |
| | LBA50 | **Izalontamab brengitecan**（BL-B01D1 / iza-bren） | 百利天恒 / SystImmune | 经治不可切除局晚期或转移性 HR+/HER2- 乳腺癌；PANKU-Breast01 | 随机 III 期 | III 期结果；未注明中期或最终分析 |
| 肺癌 | LBA64 | **Toripalimab**（特瑞普利单抗） | 君实生物 | 可切除 II/III 期 NSCLC；围术期特瑞普利单抗 + 化疗，Neotorch | III 期 | 最终分析 |
| | LBA66 | **Sacituzumab tirumotecan**（sac-TMT / SKB264） | 科伦博泰；默沙东合作 | PD-L1 阴性晚期非鳞 NSCLC 一线；sac-TMT + 帕博利珠单抗对照化疗 + 帕博利珠单抗 | 随机 III 期 | III 期疗效及安全性结果 |
| | LBA67 | **Sacituzumab tirumotecan**（sac-TMT / SKB264） | 科伦博泰；默沙东合作 | EGFR 突变 NSCLC 经 EGFR-TKI 进展；对照含铂化疗，OptiTROP-Lung04 | III 期 | 最终 OS 分析 |
| | LBA69 | **Savolitinib**（赛沃替尼） | 和黄医药；阿斯利康合作 | 初治 EGFR 突变、MET 过表达晚期 NSCLC；赛沃替尼 + 奥希替尼对照安慰剂 + 奥希替尼 | III 期 | III 期结果 |
| | LBA71 | **Izalontamab brengitecan**（BL-B01D1 / iza-bren） | 百利天恒 / SystImmune | EGFR 突变非鳞 NSCLC 经三代 EGFR-TKI 进展；PANKU-Lung01 | 随机 III 期 | III 期结果；未注明中期或最终分析 |
| | LBA72 | **Ruzaltatug rezetecan**（SHR-A2009） | 恒瑞医药 | EGFR 突变晚期 NSCLC 经 EGFR-TKI 进展；HER3 ADC 对照含铂化疗 | III 期 | 中期分析 |
| | LBA76 | **Pumitamig**（PM8002 / BNT327） | 普米斯原研；现 BioNTech / BMS | 经化疗免疫治疗后的转移性 NSCLC；Pumitamig + 多西他赛 | 全球 II 期 | 首次临床数据 |
| 胃癌 / GEJ | LBA77 | **Arcotatug tavatecan**（IBI343） | 信达生物；海外武田 | 经治晚期胃 / 胃食管结合部癌；CLDN18.2 ADC 对照研究者选择治疗 | 随机 III 期 | 第一次中期分析 |
| | LBA80 | **Anbenitamab**（KN026） | 康宁杰瑞 / 石药集团 | 经治 HER2 阳性胃 / 胃食管结合部癌；KN026 + 化疗，KC-WISE | III 期 | 更新 OS 分析 |
| | LBA79 | **Tislelizumab**（替雷利珠单抗，联合方案成分） | 百济神州 / BeOne | Zanidatamab 士 替雷利珠单抗 + 化疗；一线 HER2 阳性胃食管腺癌 | III 期 | 第二次中期分析 |
| 鼻咽癌 | LBA43 | **Tambotatug pelitecan**（Tam-Peli / YL201） | 宝联生物；海外罗氏 | 重度经治复发 / 转移性鼻咽癌；对照研究者选择化疗，TAISHAN-301 | 随机 III 期 | 预设中期分析；主要读出包括 BICR 评估 ORR |
| 口腔鳞癌 | LBA47 | **Tislelizumab**（替雷利珠单抗） | 百济神州 / BeOne | 局部晚期可切除口腔鳞癌；围术期替雷利珠单抗 + 化疗，OPTIMAL | 随机 II 期 | II 期围术期疗效及安全性 |
| 卵巢癌 | LBA41 | **Mocertatug rezetecan**（HS-20089 / Mo-Rez） | 翰森制药原研；海外 GSK | 铂对药卵巢癌；B7-H4 ADC，BEHOLD-1 | 早期临床 | 延长随访更新结果 |
| 黑色素瘤 | LBA54 | **HBI-8000** | 深圳微芯原研；HUYA 海外开发 | HBI-8000 + 纳武利尤单抗对照安慰剂 + 纳武利尤单抗；晚期黑色素瘤 | 随机 III 期 | HBI-8000-303 主要分析 |
| | LBA55 | **Nolgileucel / GC101 TIL** | 上海君赛生物 | 晚期黑色素瘤 TIL 治疗 | 关键随机 II 期 | 延长随访结果；属于细胞治疗 |
| 胰腺癌 | LBA85 | **HRS-4642 + Adebrelimab**（阿得贝利单抗） | 恒瑞医药 | KRAS G12D 突变胰腺癌围术期；HRS-4642 + 化疗 士 阿得贝利单抗 | II 期 | 初步结果 |
| 肺外神经内分泌癌 | LBA57 | **Opamtistomig**（LBL-024） | 南京维立志博 | ≥2 线晚期肺外神经内分泌癌；PD-L1×4-1BB 双抗单药 | 关键注册 IIb 期 | 关键性疗效及安全性结果 |
| 乳房外 Paget 病 | LBA61 | **Disitamab vedotin**（RC48） | 荣昌生物 | HER2 高表达局晚期或转移性乳房外 Paget 病；Formula-10 | 前瞻性单臂 II 期 | ORR、缓解持续时间及安全性 |
| 泛实体瘤 | LBA33 | **GFH276** | 劲方医药 | 经治 RAS 突变晚期实体瘤；Pan-RAS(ON) 抑制剂单药 | 早期临床 | 首次临床数据；安全性、耐受性及初步疗效 |
| | LBA34 | **MRG007 / ARR-217** | 乐普生物 / 美雅珂；海外 ArriVent | CDH17 阳性局晚期或转移性实体瘤 | I 期、首次人体 | 剂量探索、安全性、PK 及初步抗肿瘤活性 |
| | LBA52 | **个体化新抗原疫苗 + CLERT** | BayVax / P&Pmed | 个体化新抗原疫苗联合精准关键病灶放疗；晚期实体瘤 | II 期 | iNATURE 更新结果；不是固定单一分子 |

来源：ESMO，中泰证券研究所

## 中泰医药重点推荐组合

**10 月重点推荐：药明康德、科伦博泰生物、康龙化成、凯莱英、普洛药业、康诺亚-B、众生药业、大参林、和铂医药-B、迪安诊断、海泰新光、美诺华。**

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 20：中泰医药 10 月推荐组合**

| 公司名称 | 市值/亿元 | 推荐理由 | 未来可能的催化剂 | 建议 | wind代码 |
|---|---|---|---|---|---|
| 药明康德 | 4639 | 1、全球CRO、CDMO外包龙头，“CRDMO”策略有望夯实竞争壁垒，驱动长期成长<br>2、TIDES及小分子CDMO业务赛道景气，业务有望持续高速增长 | 订单、业绩持续快速增长 | 积极配置 | 603259.SH |
| 科伦博泰生物 | 1188 | 1)海外首个III期数据将在ESMO读出，验证其相较于标准疗法的临床增益。<br>2)合作方MSD注册了PD-1/VEGF双抗MK-2010治疗晚期实体瘤的II期临床，在IO双抗+ADC产业趋势中保持跟进，体现MSD对培育在研实体瘤管线的重视程度，SKB264作为derisk成药性的分子，后续由MSD启动新的海外临床确定性提升 | 数据读出及MSD合作深化 | 积极配置 | 6990.HK |
| 康龙化成 | 796 | 1、全球端到端一体化头部公司，CDMO业务有望逆步迎来后端项目放量周期<br>2、2026H1新签订单强劲增长，全年有望延续 | 订单、业绩持续快速增长 | 积极配置 | 300759.SZ |
| 凯莱英 | 583 | 1、全球小分子CDMO头部公司，有望逆步迎来商业化项目放量期<br>2、在手订单增长强劲，新兴业务有望持续高速增长 | BD出海，大品种兑现 | 积极配置 | 002821.SZ |
| 普洛药业 | 251 | 1、CXO大贝塔景气度持续提升、绑定海外大客户、CDMO业务引领增长。预计26年CDMO项目有望实现20-30%增速。<br>2、API、制剂业务板块持续修复，预计伴随低毛利业务将进一步剥离，原料药产品结构不断优化，盈利将持续改善。未来两年将有超过50个DMF获批，特色原料药板块预计2027-2028年逆步放量。制剂端每年15+新品在路上 | 业绩稳健增长 | 积极配置 | 000739.SZ |
| 康诺亚-B | 224 | 1.自免首款大单品康悦达（司普奇拜单抗）步入商业化放量初期，进入基药目录。<br>2. CMG901 与 CM336两大重磅资产驱动海外 BD 持续兑现。CMG901 即将与下半年递交 BLA。 | 下半年康悦达持续商业放量，CMG901 递交 BLA等 | 积极配置 | 2162.HK |
| 众生药业 | 212 | 1、公司创新在研产品已现梯队化雏形，代谢领域两大重点品种陆续进入关键临床阶段，关注公司平台信任度逆渐强化驱动的估值重塑；<br>2、26Q3流感感染率同比提升，公司新冠药来瑞特韦片、流感药昂拉韦地韦片有望驱动业绩向上，同时代谢领域两大特色单品具备出海潜力，关注授权弹性的兑现空间； | 1、RAY1225减重三期数据读出；<br>2、代谢领域为MNC关注的热门BD赛道之一，关注公司ZSP1601、RAY1225的授权进展； | 积极配置 | 002317.SZ |
| 大参林 | 210 | 1、行业供给端出清逻辑持续演绎，药房行业具备一定的必选消费属性，看好供给出清现状下龙头的客流复苏表现；<br>2、26Q3南方呼吸医院流感感染率持续攀升，流行病学同比高发背景下期待需求端的周期性向好与供给端出清的共振表现； | 1、9月同店数据读出，行业触底、回暖趋势持续验证；<br>2、政策环境优化，可能的门店并购积极落地； | 积极配置 | 603233.SH |
| 和铂医药-B | 127 | 1)短期收入能见度+长期收入弹性:BD预付款和近期可实现的研发里程碑直接增厚短期收入，销售分成为公司提供了伴随合作伙伴产品成功上市实现的长期现金流<br>2)中后期核心管线估值有望提升，尤其超长效TSLP单抗中重度哮喘全球II期中期数据积极，二次BD预期有望随后续行业发展提升。<br>3）AIDD加速差异化抗体平台价值输出，首款基于AI平台开发的LETO03已读出优异临床前数据，近期与百图生科合作共建全球唯一AI×Biotech双原生生物制药企业，进一步聚焦复杂大分子AI研发 | 业绩增速保持较快水平、数据读出、新增潜在BD及现有BD深化 | 积极配置 | 2142.HK |
| 迪安诊断 | 115 | 1、基本面逆季向上。随着业务结构优化、降本增效及回款改善持续兑现，公司盈利能力加速修复，Q3业绩有望延续改善趋势。<br>2、检验立项指南有助于特检放量。新规为质谱检测设置加收项，并进一步规范分子诊断等项目的收费路径，叠加精准中心扩张及迪谱诊断的产业协同，公司特检业务有望加快放量。<br>3、AI医疗商业模式逆步跑通。病理AI收费路径逆步理顺，相关产品进入规模化推广阶段，临床及实验室AI应用持续落地，AI业务有望打开新的增长空间。 | 盈利持续改善，质谱与AI加速放量 | 积极配置 | 300244.SZ |
| 海泰新光 | 113 | 1、主业增长提速，业绩表现亮眼。2026H1收入同比增长20.69%，其中Q2收入同比增长23.06%，较Q1进一步提速；剔除汇率及股份支付等影响后，上半年归母净利润同比增长约27.82%。<br>2、医疗新品有望逆步开始上量。美国核心客户新一代内窥镜进入小批量试制，部分产品价格提升；气腹机及耗材验证顺利，海外扩产为新品放量提供保障。<br>3、光互联打开第二成长曲线。公司算力光器件获得美国客户初步验证及200万个的订单，新增产能有望2026Q4逆步释放。 | 主业稳健，光互联转型 | 积极配置 | 688677.SH |
| 美诺华 | 90 | 1.主业业绩快速增长。制剂：自有制剂借助集采快速放量，十个品种拟中选集采接续采购，阿格列汀口服常释制型拟中选第十二批全国集采。代加工制剂订单持续快速增长，有望维持高速增长态势。原料药&CDMO：沙坦类原料药价格筑底有望持续回暖，CDMO业务步入收获。<br>2.JH389（口服GLP-1）项目商业化准备工作全面展开，欧美市场的产品准入获批在即，打开成长空间。目前已完成国内人体试食试验，技术合作方已完成同机理的主流药物产品在动物模型层面的进一步功效验证，JH389差异化定位，市场空间巨大，期待商业化放量。布局mRNA 药物开发，立项和启动多个早研项目，其中进展最快的项目MNO201为肝内递送的双靶点siRNA药物，拟用于 MASH 的治疗，打开长期成长空间。 | JH389项目进展打开空间，业绩稳健增长 | 积极配置 | 603538.SH |

来源：Wind，中泰证券研究所 （市值截至 2026/9/30）

- **中泰医药重点推荐 9 月平均上涨 3.35%，跑赢医药行业 0.87 个百分点，其中普洛药业+27.95%、泰格医药+10.63%、康诺亚-B+8.66%，表现亮眼。**

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 21：重点推荐组合 9 月表现

| 证券代码 | 公司 | 股价(元) | 评级 | 本月涨跌幅（%） | 本周涨跌幅（%） |
|---|---|---|---|---|---|
| 603259.SH | 药明康德 | 167.34 | 买入 | 8.47 | 3.04 |
| 300347.SZ | 泰格医药 | 58.40 | 买入 | 10.63 | 2.80 |
| 2142.HK | 和铂医药-B | 12.82 | 买入 | -1.84 | -2.47 |
| 688331.SH | 荣昌生物 | 117.34 | 增持 | -3.65 | 0.91 |
| 2162.HK | 康诺亚-B | 77.50 | 增持 | 8.66 | 5.20 |
| 603939.SH | 益丰药房 | 23.31 | 买入 | 3.23 | 6.97 |
| 002317.SZ | 众生药业 | 24.03 | 增持 | -3.76 | 2.91 |
| 688677.SH | 海泰新光 | 76.06 | 买入 | -19.09 | -6.11 |
| 688271.SH | 联影医疗 | 107.37 | 买入 | 2.87 | 4.84 |
| 000739.SZ | 普洛药业 | 27.74 | 买入 | 27.95 | 9.64 |
| 平均 | | | | 3.35 | 2.77 |
| 801150.SI | 医药生物 | | | 2.47 | 2.32 |

来源：Wind，中泰证券研究所（股价截至 2026/9/30）

## 行业热点聚焦

**（1）AI 制药：MNC 牵手大模型、互联网大厂加速入局，"干湿闭环"带动产业链领涨**

- 事件：9 月中旬起，AI 制药成为医药板块最强催化，产业与资本端利好密集落地。产业端：诺和诺德与 Anthropic 宣布达成合作，利用后者的 AI 模型及 Claude Science 支持药物发现与研发，通用大模型正式进入药物研发场景；字节跳动拆分的 AI 制药公司 Anew Labs（新生实验室）完成首轮独立融资 2.9 亿美元，投后估值约 15 亿美元，红杉中国、IDG 资本、高瓴创投等参投；叠加字节跳动斥资 60 亿元建设 AI 原生医院、百图生科与赛诺菲达成 10 亿美元合作、腾讯在医药领域累计投资超 50 亿元，算力、模型、数据、资本四维并进。二级市场端："干湿闭环"放大湿实验需求的逻辑带动 CXO 与科研上游集体走强，9/14-9/18 当周医药指数上涨 3.26%、相对沪深 300 超额 3.32pct，近岸蛋白（+54.73%）、百普赛斯（+39.11%）、华大智造（+32.49%）、成都先导（+31.09%）单周涨幅居前。
- 中泰观点：
- AI 制药由概念验证走向"模型设计—湿实验验证—数据回灌"的闭环落地，产业链价值短期看上游、长期看 Pharma。1）短期上游湿实验需求确定性放大：干湿闭环的模型训练需要大规模、高质量的实验数据，蛋白试剂、模式动物、DEL 及临床前 CRO 等环节率先受益；叠加海外投融资回暖与中国创新药 BD 外溢，订单与收入兑现节奏是交易核心。2）中期 CXO 龙头承接 AI 研发外溢：MNC 研发预算与科技公司新增资本形成"双轮驱动"，具备规模化湿实验平台与数据积累的 CXO 龙头有望持续获取增量订单。3）长期价值沉淀于 Pharma：AI 提效最终体现为研发成功率提升与研发周期缩短，价值更可能沉淀于具备临床开发与全球商业化能力的 Pharma。建议关注药明康德、康龙化成、百普赛斯、药康生物、成都先导、晶泰控股，以及研发与 BD 平台化能力领先的恒瑞医药。
- 资料来源：
https://finance.eastmoney.com/a/202609173877432632.html

下载日志已记录，仅供内部参考



**（2）《医药工业发展"十五五"规划》印发，首创新药全球占比 25%指明方向**

- **事件：**9 月 18 日，工业和信息化部、国家发展改革委等十部门联合发布《医药工业发展"十五五"规划》，围绕创新驱动、韧性安全、数智转型、精准诊疗、效率提升、价值创造、普惠健康、开放共赢八大方向部署 25 项重点任务。量化目标方面，到 2030 年，规模以上医药工业企业营业收入超过 3.5 万亿元，首创新药（FIC）占全球比例达到 25%以上，营收超百亿元医药工业企业达到 50 家，全球年销售额超 10 亿美元的药品达到 5 个以上，创新药产业规模年均增速达到 20%以上，医药工业上市公司平均研发投入强度年均达到 10%以上。前沿布局方面，《规划》提出加快人工智能、量子计算、超级计算、计算医学等新技术赋能药物研发，深化基因编辑、细胞编程与调控、新一代脑机接口等前沿技术应用，突破类器官与器官芯片、通用型细胞治疗、诊疗一体化放射性药物等关键技术。
- **中泰观点：**
- 产业政策重心由"做大规模"转向"源头创新+全球化"，FIC 与全球重磅品种目标为创新药中长期成长定锚。1）目标导向转向原始创新：FIC 全球占比 25%以上、全球年销售额超 10 亿美元药品 5 个以上，政策鼓励方向由快速跟随转向新靶点、新机制、新分子类型的原始创新与全球商业化，利好具备源头创新与全球临床开发、BD 能力的龙头。2）全链条政策支持形成合力：创新药产业规模年均增速 20%以上、上市公司研发投入强度 10%以上为行业提供明确增长锚，与医保、商保"双目录"及基药扩容共同构成"研发—准入—支付"全链条支持，政策基调由"控费"进一步转向"支持原创"。3）前沿主题具备持续性：AI 制药、放射性药物、细胞治疗、脑机接口等前沿方向写入规划，相关主题有望反复获得政策催化。建议关注恒瑞医药、百济神州、信达生物、康方生物、科伦博泰、百利天恒等具备 FIC/BIC 管线与全球化能力的创新药龙头。。
- **资料来源：**

https://stock.10jqka.com.cn/20260919/c680078830.shtml

**（3）2026 年国家医保谈判与商保创新药目录协商收官，节奏提前、规则更友好**

- **事件：** 9 月 5 日-8 日，2026 年国家基本医保药品目录现场谈判竞价举行，124 个目录外药品入围，覆盖肿瘤、罕见病、慢性病及儿童用药等领域；9 月 9 日，商保创新药目录价格协商收官，12 个药品入围。两目录预计 11 月发布、2027 年 1 月 1 日起施行，谈判节奏较往年提前约一个半月。规则层面，今年新增预申报机制，基本完成技术审评的药品可先行申报；引入 8 年价格保护，1 类新药连续纳入谈判满 4 年降幅可减半；已纳入 2025 年商保创新药目录的药品可申报基本医保，并为 1 类新药单独设立参照药预沟通环节。此外，合源生物、药明巨诺两款 CAR-T 定价分别为 99.9 万元/支、129 万元/支，此前多次止步形式审查，今年首次进入基本医保谈判。
- **中泰观点：**
- "基本医保+商保"双目录协同落地，创新药价格预期趋稳、放量窗口前移。1）放量节奏前移：目录 11 月公布、2027 年 1 月 1 日执行，新进品种的医院准入准备期更充分，2027 年放量弹性有望好于往年。2）价格预期更稳：预申报缩短"获批—进医保"时滞，8 年价格保护及 1 类新药降幅减半降低创新药全生命周期的价格风险。3）多层次支付体系成型：商保目录承接高值创新药并与基本医保打通衔接，百万元级 CAR-T 首次进入基本医保谈判，罕见病、细胞与基因治疗等高值品种的支付天花板有望抬升。建议关注新品集中参与谈判、商业化能力突出的恒瑞医药、信达生物、百济神州、康方生物、科伦博泰，以及 CAR-T 相关企业药明巨诺、科济药业等。
- **资料来源：**

https://www.cls.cn/detail/2479093

下载日志已记录，仅供内部参考

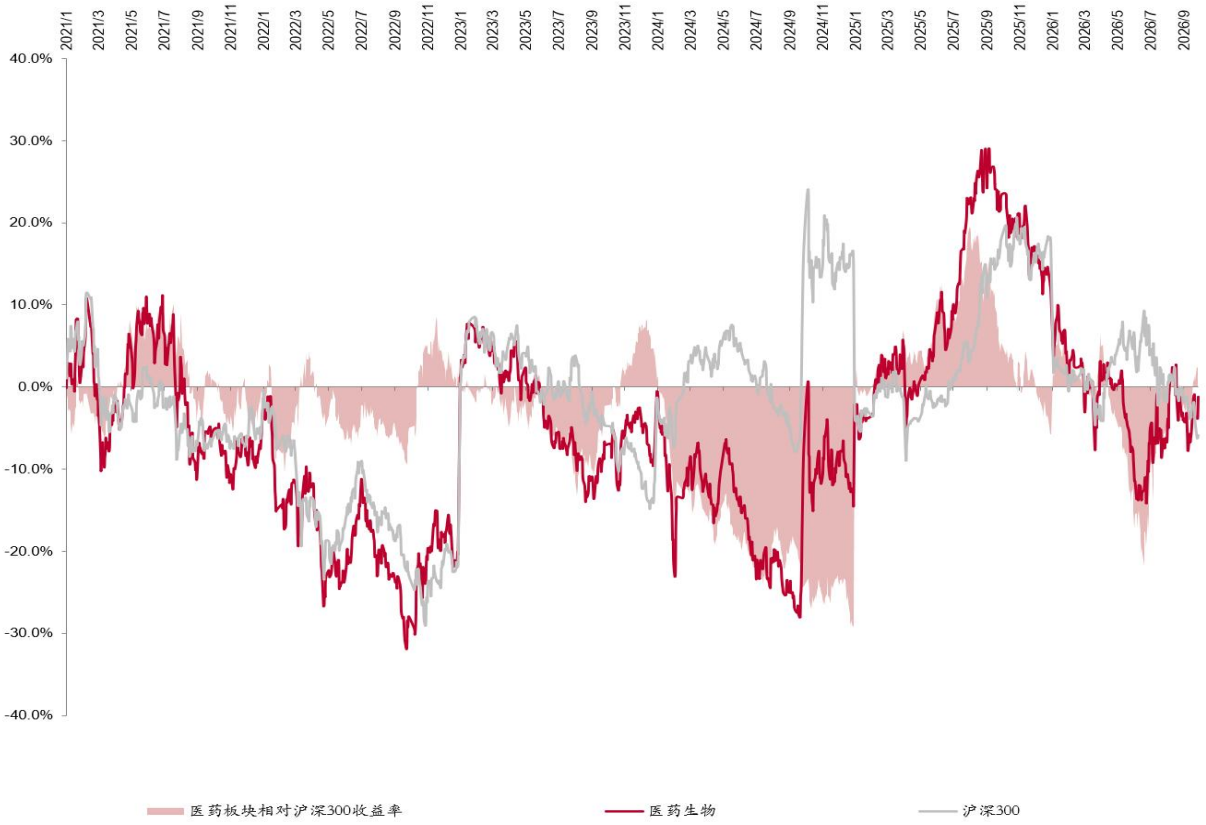


## 9 月板块回顾与分析

### 板块收益

- 对 2026 年医药板块进行分析，2026 年医药板块收益率-1.18%，同期沪深 300 绝对收益率-5.88%，医药板块跑赢沪深 300 约 4.70 个百分点。

*图表 22：医药板块 vs 沪深 300 相对收益率*



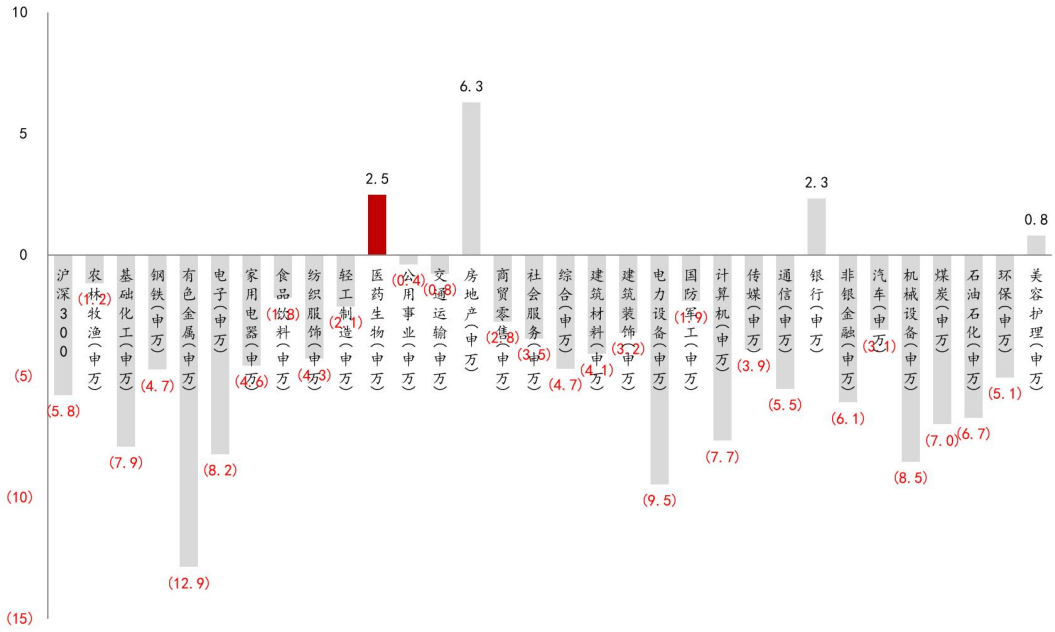

来源：Wind，中泰证券研究所（截止至 2026/9/30）

- 2026 年 9 月医药生物行业上涨 2.47%，同期沪深 300 收益率下跌 5.78%，医药板块跑赢沪深 300 约 8.26 个百分点，位列 31 个子行业第 2 位。本月医疗服务、生物制品、化学制药分别上涨 8.38%、7.79%、0.83%；医药商业、医疗器械、中药分别下跌 0.49%、0.52%、2.27%。

下载日志已记录，仅供内部参考

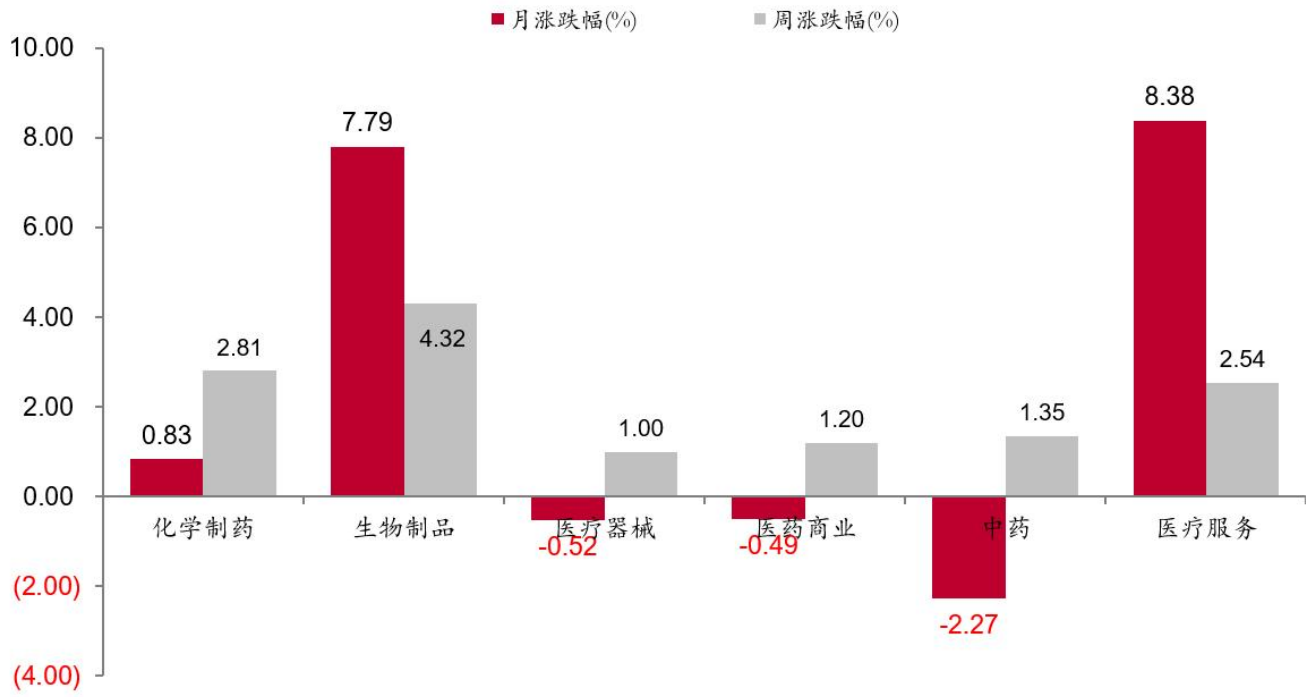


**图表 23：各行业月涨跌幅比较（单位：%）**




来源：WIND，中泰证券研究所（截止 2026/9/30）

**图表 24：医药子行业月涨跌幅比较**




来源：WIND，中泰证券研究所（截止 2026/9/30）

**板块估值**

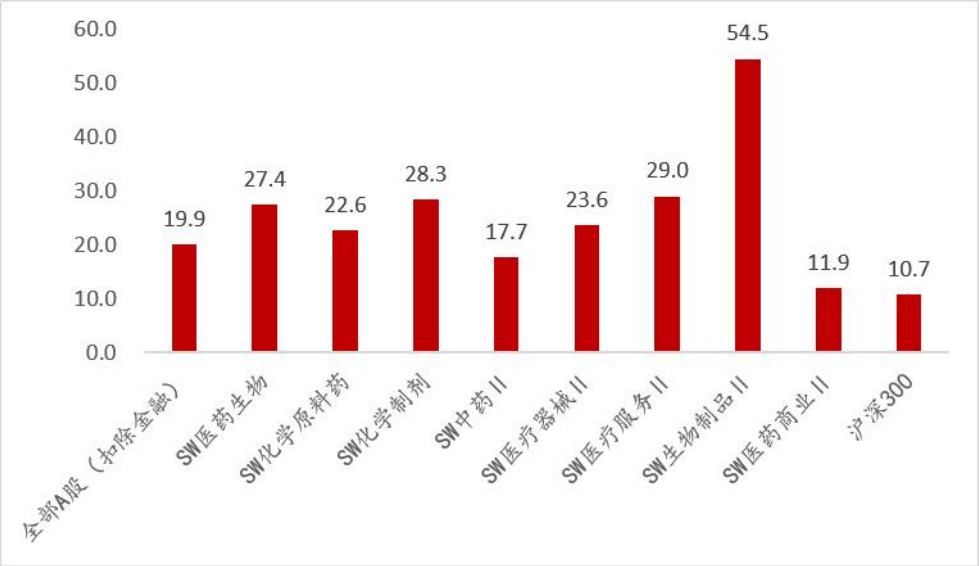
- 以 2026 年盈利预测估值来计算，目前医药板块估值 27.4 倍 PE，全部 A 股（扣除金融板块）市盈率约为 19.9 倍，医药板块相对全部 A 股（扣除金融板块）的溢价率为 37.4%。以 TTM 估值法计算，目前医药板块

下载日志已记录，仅供内部参考



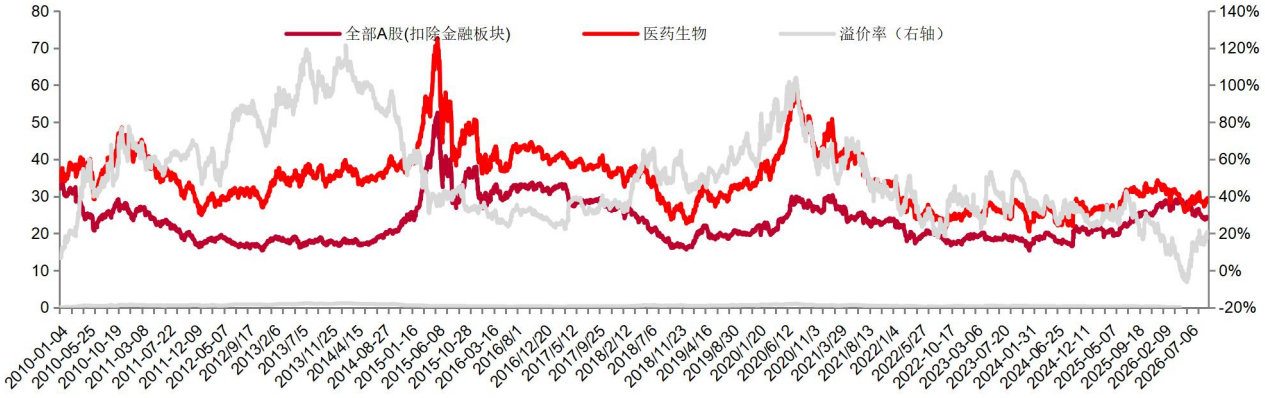
估值 29.5 倍 PE，低于历史平均水平（34.7 倍 PE），相对全部 A 股（扣除金融板块）的溢价率为 20.9%。

**图表 25：医药板块整体估值溢价（2026 盈利预测市盈率）**




来源：WIND，中泰证券研究所（截止 2026/9/30）

**图表 26：医药板块整体估值溢价（扣除金融板块，2010 年至今）**

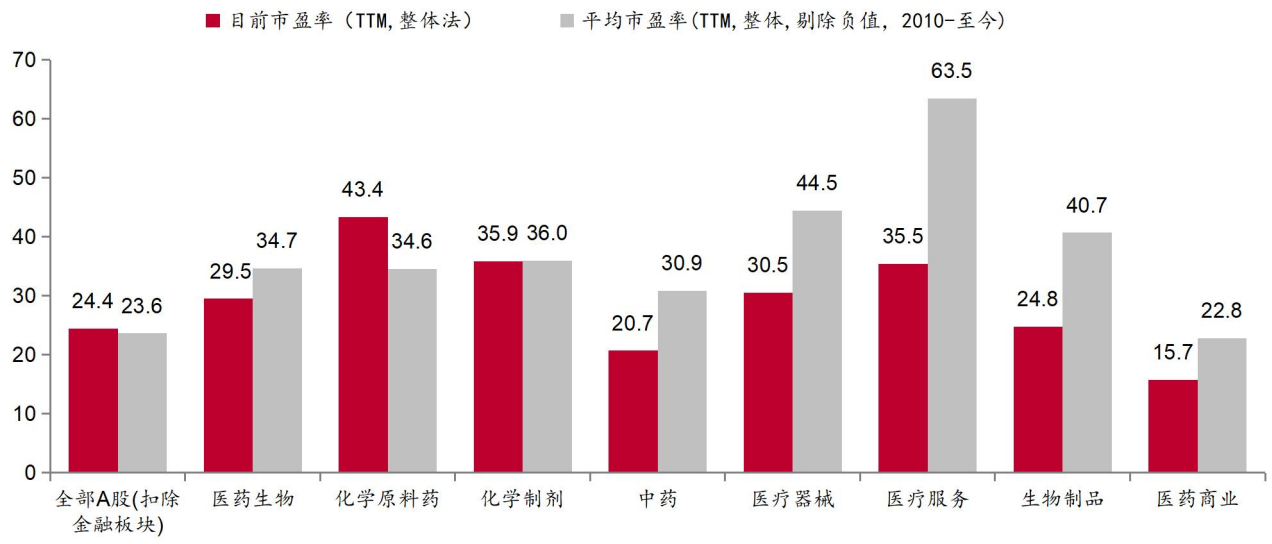



来源：WIND，中泰证券研究所（截止 2026/9/30）

**图表 27：医药子板块估值对比（平均市盈率统计为 2010 年至今）**

下载日志已记录，仅供内部参考






来源：WIND，中泰证券研究所（截止 2026/9/30）

**个股表现**

- 本月涨幅榜：近岸蛋白、百普赛斯、采纳股份、南模生物、义翘神州等。
- 本月跌幅榜：神奇制药、冀衡医药、汉森制药、圣诺生物、海泰新光等。

*图表 28：本月涨幅前 15 位公司（扣除 ST 股）*

| 证券代码 | 证券简称 | 月收盘价（元） | 月涨跌幅（%） |
|---|---|---|---|
| 688137. SH | 近岸蛋白 | 160. 39 | 133. 23 |
| 301080. SZ | 百普赛斯 | 141. 07 | 84. 28 |
| 301122. SZ | 采纳股份 | 66. 67 | 69. 56 |
| 688265. SH | 南模生物 | 64. 98 | 64. 71 |
| 301047. SZ | 义翘神州 | 159. 00 | 64. 08 |
| 688293. SH | 奥浦迈 | 79. 61 | 49. 92 |
| 688026. SH | 洁特生物 | 27. 61 | 46. 71 |
| 301234. SZ | 五洲医疗 | 135. 65 | 41. 79 |
| 688222. SH | 成都先导 | 44. 69 | 38. 62 |
| 688656. SH | 浩欧博 | 131. 72 | 36. 58 |
| 688185. SH | 康希诺 | 102. 64 | 36. 11 |
| 688315. SH | 诺禾致源 | 19. 77 | 33. 76 |
| 300981. SZ | 中红医疗 | 20. 30 | 33. 03 |
| 688238. SH | 和元生物 | 8. 85 | 32. 49 |
| 688105. SH | 诺唯赞 | 27. 24 | 30. 52 |

来源：WIND，中泰证券研究所（截止至 2026/9/30）

*图表 29：本月跌幅前 15 位公司（扣除 ST 股）*

| 证券代码 | 证券简称 | 月收盘价（元） | 月涨跌幅（%） |
|---|---|---|---|
| 600613. SH | 神奇制药 | 8. 19 | -26. 61 |
| 002742. SZ | 冀衡医药 | 4. 16 | -25. 98 |
| 002412. SZ | 汉森制药 | 9. 07 | -23. 27 |
| 688117. SH | 圣诺生物 | 18. 56 | -21. 56 |
| 688677. SH | 海泰新光 | 76. 06 | -19. 09 |
| 600664. SH | 哈药股份 | 7. 40 | -18. 86 |
| 300086. SZ | 康芝药业 | 5. 37 | -18. 64 |
| 300562. SZ | 乐心股份 | 14. 75 | -17. 92 |
| 600272. SH | 开开实业 | 15. 01 | -17. 80 |
| 002437. SZ | 誉衡药业 | 3. 65 | -16. 48 |
| 688301. SH | 奕瑞科技 | 83. 20 | -15. 64 |
| 301093. SZ | 华兰股份 | 63. 11 | -14. 39 |
| 002432. SZ | 九安医疗 | 60. 39 | -14. 16 |
| 688607. SH | 康众科技 | 35. 55 | -13. 76 |
| 301201. SZ | 诚达药业 | 30. 49 | -13. 33 |

来源：WIND，中泰证券研究所（截止至 2026/9/30）

# 附录

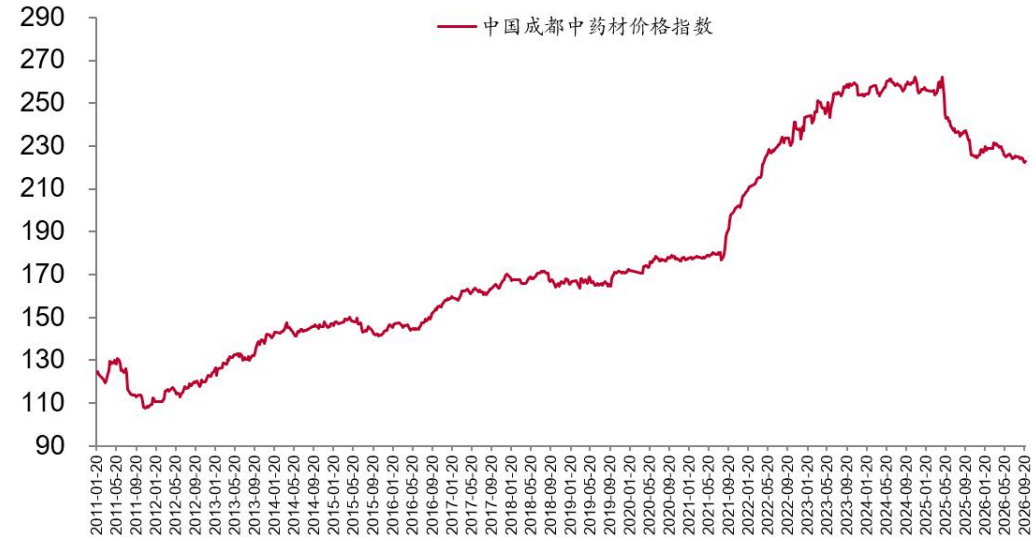
**中药材价格追踪**

下载日志已记录，仅供内部参考



- **成都中药材价格指数 9 月略有下滑。**自 2021 年四季度以来，近八成中药材价格出现上涨，比如常见的黄连、金银花、黄芩等价格都有不同程度的上涨，原本价格不菲的贵细药材涨价更为明显，如藏红花、鹿茸、燕窝、西洋参、虫草等多个品种的价格全部出现上涨，涨价幅度在 10%到 50%。2026 年 9 月成都中药材价格指数较 2025 年 12 月回调 2.45%。

**图表 30：中国成都中药材价格指数图**




来源：WIND，中泰证券研究所（截止至 2026/9/30）

**本期研究报告汇总**

**图表 31：本期中泰医药小组研究报告汇总**

| 报告类型 | 报告标题 | 联系人 |
|---|---|---|
| 公司深度 | 时代天使：国内稳基、海外拓疆，隐形正畸全球化布局打开成长空间 | 祝嘉琦，杨涛 |
| 公司深度 | 科伦博泰生物：商业化锋芒初露，ADC 巨轮出海万里长 | 祝嘉琦，穆奕杉 |
| 行业专题 | 医疗器械2026H1总结：个股分化显著，国内底部企稳，汇率扰动不改出海高景气，重视科技偏移 | 祝嘉琦，谢木青，刘照芊 |
| 行业研究 | 复盘 Moderna 事件，展望2026 年 9-12 月全球创新药重大催化剂 | 祝嘉琦 |
| 行业月报 | 9月报：结构性盈利修复延续，九月聚焦主线验证与景气扩散 | 祝嘉琦，刘照芊 |
| 行业周报 | 政策与产业催化共振，AI4S及ESMO强化创新产业链主线 | 祝嘉琦，刘照芊 |
| 行业周报 | AI4S主线持续升温，WCLC数据与医药工业发展“十五五”规划强化创新产业链景气 | 祝嘉琦，刘照芊 |
| 行业周报 | AI4S产业化加速，关注WCLC临床数据催化，积极把握创新产业链回调后的配置机会 | 祝嘉琦，刘照芊 |
| 行业周报 | 板块震荡分化，DRG/DIP 3.0落地改善创新器械支付预期，关注医保国谈进展 | 祝嘉琦，刘照芊 |

来源：中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



## 中泰医药主要覆盖公司及估值一览

**图表 32：中泰医药主要覆盖公司及估值一览**

| 证券代码 | 公司名称 | 股价（元） | 总股本（百万股） | 归母净利润（百万元） | | | | | EPS | | | | | PE | | | | | PEG | 评级 | 行业分类 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | | | |
| 原料药 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 603707.SH | 健友股份 | 7.94 | 1,615.7 | 826 | 582 | 611 | 750 | 934 | 0.51 | 0.36 | 0.38 | 0.46 | 0.58 | 15.53 | 22.1 | 21.0 | 17.1 | 13.7 | 0.89 | 增持 | 化学制药 |
| 002332.SZ | 仙琚制药 | 8.72 | 989.2 | 397 | 450 | 490 | 542 | - | 0.40 | 0.45 | 0.50 | 0.55 | - | 21.72 | 19.2 | 17.6 | 15.9 | - | - | 买入 | 化学制药 |
| 300702.SZ | 天宇股份 | 21.39 | 348.0 | 56 | 140 | 318 | 424 | 540 | 0.16 | 0.40 | 0.91 | 1.22 | 1.55 | 133.07 | 53.3 | 23.4 | 17.6 | 13.8 | 0.77 | 买入 | 化学制药 |
| **603538.SH** | **美诺华** | **26.45** | **339.9** | **67** | **102** | **150** | **195** | **241** | **0.20** | **0.30** | **0.44** | **0.57** | **-** | **134.58** | **88.0** | **59.9** | **46.1** | **-** | **-** | **买入** | **化学制药** |
| 603520.SH | 司太立 | 8.93 | 438.4 | -49 | 10 | 393.93 | - | - | -0.11 | 0.02 | 0.90 | - | - | -79.74 | 382.8 | 9.9 | - | - | - | 买入 | 化学制药 |
| 605116.SH | 奥锐特 | 19.88 | 406.2 | 355 | 449 | 493 | 575 | 663 | 0.87 | 1.11 | 1.21 | 1.42 | 1.63 | 22.76 | 18.0 | 16.4 | 14.0 | 12.2 | 1.03 | 买入 | 化学制药 |
| 603229.SH | 奥翔药业 | 7.73 | 830.3 | 207 | 131 | 246 | 292 | - | 0.25 | 0.16 | 0.30 | 0.35 | - | 31.04 | 49.2 | 26.1 | 22.0 | - | - | 买入 | 化学制药 |
| 300723.SZ | 一品红 | 36.11 | 451.7 | -540 | -338 | 693 | | | -1.20 | -0.75 | 1.53 | 0.00 | 0.00 | -30.20 | -48.3 | 23.5 | - | - | - | 买入 | 化学制药 |
| **000739.SZ** | **普洛药业** | **21.68** | **1,158.4** | **1031** | **891** | **1027** | **1285** | **1654** | **0.89** | **0.77** | **0.89** | **1.11** | **1.43** | **24.36** | **28.2** | **24.5** | **19.5** | **15.2** | **0.91** | **买入** | **化学制药** |
| 300636.SZ | 同和药业 | 6.89 | 420.0 | 107 | 73 | 50 | 83 | 109 | 0.25 | 0.17 | 0.12 | 0.20 | 0.26 | 27.15 | 39.6 | 57.9 | 34.9 | 26.5 | - | 买入 | 化学制药 |
| 301301.SZ | 川宁生物 | 8.64 | 2,232.3 | 1400 | 769 | 768 | 847 | 897 | 0.63 | 0.34 | 0.34 | 0.38 | 0.40 | 13.77 | 25.1 | 25.1 | 22.8 | 21.5 | - | 增持 | 0 |
| 创新药 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 9926.HK | 康方生物 | 89.90 | 921.1 | -515 | -1113 | -327 | 1474 | 3001 | -0.56 | -1.21 | -0.35 | 1.60 | 3.26 | -160.95 | -74.4 | -253.2 | 56.2 | 27.6 | - | 买入 | 0 |
| 1530.HK | 三生制药 | 16.12 | 2,538.3 | 2090 | 8482 | 2268 | 3158 | 3666 | 0.82 | 3.34 | 0.90 | 1.25 | 1.45 | 19.57 | 4.8 | 17.9 | 12.9 | 11.1 | 0.67 | 买入 | 化学制药 |
| 688336.SH | 三生国健 | 42.60 | 896.2 | 705 | 2899 | 623 | 859 | 1044 | 0.79 | 3.24 | 0.70 | 0.96 | 1.16 | 54.19 | 13.2 | 61.3 | 44.4 | 36.6 | 2.08 | 买入 | 化学制药 |
| 603590.SH | 康辰药业 | 30.20 | 159.0 | 42 | 166 | 194 | 221 | 259 | 0.27 | 1.04 | 1.22 | 1.39 | 1.63 | 113.75 | 28.9 | 24.8 | 21.7 | 18.5 | 1.59 | 买入 | 化学制药 |
| 000963.SZ | 华东医药 | 27.26 | 1,753.7 | 3512 | 3414 | 4239 | 4568 | - | 2.00 | 1.95 | 2.42 | 2.60 | - | 13.61 | 14.0 | 11.3 | 10.5 | - | - | 买入 | 化学制药 |
| 002773.SZ | 康弘药业 | 20.28 | 921.3 | 1191 | 1163 | 999 | 1162 | 1315 | 1.29 | 1.26 | 1.08 | 1.26 | 1.43 | 15.69 | 16.1 | 18.7 | - | - | - | 买入 | 化学制药 |
| 688331.SH | 荣昌生物 | 121.78 | 564.5 | -1468 | 710 | 4494 | 1114 | 1532 | -2.60 | 1.26 | 7.96 | 1.97 | 2.71 | -46.82 | 96.87 | - | - | - | - | 买入 | 化学制药 |
| 688062.SH | 迈威生物-U | 28.33 | 446.7 | -1044 | -969 | -661 | -355 | - | -2.34 | -2.17 | -1.48 | -0.79 | - | -12.12 | -13.06 | -19.1 | -35.7 | - | - | 买入 | 化学制药 |
| **2162.HK** | **康诺亚-B** | **75.05** | **298.7** | **-515** | **-523** | **1067** | **-411** | **501** | **-1.72** | **-1.75** | **3.57** | **-1.38** | **1.68** | **-43.51** | **-42.90** | **21.0** | **-54.6** | **-** | **-** | **增持** | **化学制药** |
| **2142.HK** | **和铂医药-B** | **14.12** | **901.1** | **19** | **585** | **768** | **740** | **819** | **0.02** | **0.65** | **0.89** | **0.85** | **0.94** | **672.85** | **21.74** | **15.9** | **16.6** | **15.0** | **5.73** | **买入** | **化学制药** |
| **6990.HK** | **科伦博泰生物-B** | **497.20** | **239.0** | **19** | **585** | **768** | **740** | **819** | **0.08** | **2.45** | **0.89** | **0.85** | **0.94** | **6,284.65** | **203.01** | **558.7** | **584.9** | **528.9** | **201.64** | **买入** | **化学制药** |
| 生物制品 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 000661.SZ | 长春高新 | 73.20 | 407.9 | 2583 | 155 | 2447 | 2978 | - | 6.33 | 0.38 | 6.00 | 7.30 | - | 11.56 | 192.69 | 12.20 | 10.03 | - | - | 买入 | 生物制品II |
| 300357.SZ | 我武生物 | 22.37 | 523.6 | 318 | 381 | 455.3 | 531.6 | 622.4 | 0.61 | 0.73 | 0.87 | 1.02 | 1.19 | 36.85 | 30.75 | 25.72 | 22.03 | 18.82 | 1.52 | 增持 | 生物制品II |
| 002007.SZ | 华兰生物 | 13.08 | 1,825.7 | 1088 | 940 | 2412.58 | - | - | 0.60 | 0.52 | 1.32 | - | - | 21.95 | 25.39 | 9.90 | - | - | - | 买入 | 生物制品II |
| 600196.SH | 复星医药 | 22.36 | 2,670.4 | 2770 | 3371 | 3985 | 4797 | 5085 | 1.04 | 1.26 | 1.49 | 1.80 | 1.90 | 21.56 | 17.72 | 14.98 | 12.45 | 11.74 | 1.16 | 买入 | 生物制品II |
| 688276.SH | 百克生物 | 16.29 | 413.7 | 232 | -263 | 1121.25 | - | - | 0.56 | -0.63 | 2.71 | - | - | 29.03 | -25.66 | 6.01 | - | - | - | 买入 | 生物制品II |
| 医疗服务 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 300015.SZ | 爱尔眼科 | 8.21 | 9,299.6 | 3556 | 3240 | 3713 | 4147 | 4484 | 0.38 | 0.35 | 0.40 | 0.45 | 0.48 | 21.47 | 23.56 | 20.56 | 18.41 | 17.03 | 2.08 | 买入 | 医疗服务 |
| 600763.SH | 通策医疗 | 34.50 | 447.3 | 501 | 502 | 585 | 665 | 724 | 1.12 | 1.12 | 1.31 | 1.49 | 1.62 | | | | 23.21 | 21.31 | 0.00 | 增持 | |
| 6078.HK | 海吉亚医疗 | 10.31 | 618.5 | 598 | 165 | 534 | 607 | 678 | 0.97 | 0.27 | 0.86 | 0.98 | 1.10 | 10.66 | 38.76 | 11.94 | 10.51 | 9.41 | 0.94 | 增持 | 医疗服务 |
| 1951.HK | 锦欣生殖 | 2.22 | 2,705.0 | 283 | -976 | 0 | 0 | 0 | 0.10 | -0.36 | - | - | - | 21.21 | -6.15 | - | - | - | - | 买入 | 医疗服务 |
| **300244.SZ** | **迪安诊断** | **18.46** | **625.0** | **-357** | **44** | **467** | **559** | **620** | **-0.57** | **0.07** | **0.75** | **0.89** | **0.99** | **-32.29** | **261.89** | **24.70** | **20.64** | **18.61** | **1.62** | **买入** | **医疗服务** |
| 603882.SH | 金域医学 | 27.38 | 463.3 | -381 | -173 | 391 | 498 | 609 | -0.82 | -0.37 | 0.84 | 1.07 | 1.31 | -33.27 | -73.21 | 32.44 | 25.47 | 20.83 | 1.31 | 买入 | 医疗服务 |
| CRO/CDMO | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| **603259.SH** | **药明康德** | **154.78** | **2,997.4** | **9450** | **19151** | **22348.78** | **26722.6** | **33051.8** | **3.15** | **6.39** | **7.46** | **8.92** | **11.03** | **49.09** | **24.23** | **20.76** | **17.36** | **14.04** | **0.96** | **买入** | **医疗服务** |
| 2268.HK | 药明合联 | 69.95 | 1,268.3 | 1070 | 1480 | 1905 | 2478 | - | 0.84 | 1.17 | 1.50 | 1.95 | - | 82.94 | 59.92 | 46.57 | 35.80 | - | - | 买入 | 医疗服务 |
| 300347.SZ | 泰格医药 | 52.79 | 861.0 | 405 | 888 | 1098 | 1422 | 1873 | 0.47 | 1.03 | 1.28 | 1.65 | 2.18 | 112.19 | 51.19 | 41.40 | 31.96 | 24.27 | 1.35 | 买入 | 医疗服务 |
| **300759.SZ** | **康龙化成** | **43.30** | **1,837.3** | **1793** | **1664** | **1989.26** | **2451.16** | **2952.2** | **0.98** | **0.91** | **1.08** | **1.33** | **1.61** | **44.36** | **47.81** | **39.99** | **32.46** | **26.95** | **1.83** | **买入** | **医疗服务** |
| **002821.SZ** | **凯莱英** | **161.60** | **360.7** | **949** | **1133** | **1414.81** | **1840.23** | **2400.12** | **2.63** | **3.14** | **3.92** | **5.10** | **6.65** | **61.42** | **51.46** | **41.20** | **31.67** | **24.28** | **1.36** | **买入** | **医疗服务** |
| 300363.SZ | 博腾股份 | 19.27 | 543.4 | -288 | 96 | 269.99 | 505.87 | - | -0.53 | 0.18 | 0.50 | 0.93 | - | -36.39 | 108.70 | 38.79 | 20.70 | - | - | 买入 | 医疗服务 |
| 300725.SZ | 药石科技 | **44.95** | 233.8 | 220 | 184 | 246 | 334 | 456 | 0.94 | 0.79 | 1.05 | 1.43 | - | **47.87** | **57.20** | **42.72** | **31.47** | - | - | 买入 | 医疗服务 |
| 688222.SH | 成都先导 | 32.24 | 400.7 | 51 | 110 | 135.78 | 170.48 | 213.54 | 0.13 | 0.27 | 0.34 | 0.43 | 0.53 | 251.53 | 117.97 | 95.14 | 75.77 | 60.49 | 3.74 | 买入 | 医疗服务 |
| 2269.HK | 药明生物 | 48.84 | 4,145.8 | 3356 | 4908 | 4842 | 6069 | - | 0.81 | 1.18 | 1.17 | 1.46 | - | 60.33 | 41.25 | 41.82 | 33.37 | - | - | 买入 | 医疗服务 |
| 603127.SH | 昭衍新药 | 46.47 | 749.3 | 74 | 298 | 446.64 | 612.41 | 810.65 | 0.10 | 0.40 | 0.60 | 0.82 | 1.08 | 470.09 | 116.92 | 77.96 | 56.86 | 42.96 | 2.25 | 买入 | 医疗服务 |
| 301096.SZ | 百诚医药 | 46.44 | 109.2 | -53 | -90 | 515 | - | - | -0.48 | -0.83 | 4.71 | - | - | -96.18 | -56.12 | 9.85 | - | - | - | | |
| 688131.SH | 皓元医药 | 93.00 | 213.2 | 202 | 240 | 299 | 374 | - | 0.95 | 1.12 | 1.40 | 1.75 | - | 98.37 | 82.69 | 66.32 | 53.02 | - | - | 买入 | 医疗器械II |
| 688073.SH | 毕得医药 | 60.48 | 90.9 | 117 | 152 | 203.99 | 286.75 | - | 1.29 | 1.67 | 2.24 | 3.16 | - | | 36.22 | 26.95 | 19.17 | - | - | 买入 | 医疗器械II |
| 688076.SH | 诺泰生物 | 27.72 | 316.8 | 404 | 332 | 754.98 | 1026.91 | - | 1.28 | 1.05 | 2.38 | 3.24 | - | 21.72 | 26.42 | 11.63 | 8.55 | - | - | 买入 | 医疗器械II |
| 688621.SH | 阳光诺和 | 68.87 | 112.0 | 177 | 204 | 242.34 | 317.54 | - | 1.58 | 1.82 | 2.16 | 2.84 | - | 43.48 | 37.84 | 31.83 | 24.29 | - | - | 买入 | 医疗器械II |
| 688117.SH | 圣诺生物 | 23.66 | 220.3 | 50 | 158 | 231 | 315.72 | - | 0.23 | 0.72 | 1.05 | 1.43 | - | 104.22 | 33.01 | 22.57 | 16.51 | - | - | 买入 | 化学制药 |
| 1548.HK | 金斯瑞生物科技 | 33.88 | 2,200.6 | 20161 | -3627 | 838 | 997 | - | 9.16 | -1.65 | 0.38 | 0.45 | - | 3.70 | -20.56 | 88.97 | 74.78 | - | - | 买入 | 0 |
| 医疗器械 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 688271.SH | 联影医疗 | 104.50 | 824.2 | 1262 | 1869 | 2066 | 2580 | 3177 | 1.53 | 2.27 | 2.51 | 3.13 | 3.85 | 68.25 | 46.07 | 41.69 | 33.38 | **27.11** | 1.74 | 买入 | 0 |
| 301087.SZ | 可孚医疗 | 50.20 | 235.9 | 312 | 372 | 448 | 585 | 741 | 1.32 | 1.58 | 1.90 | 2.48 | 3.14 | 37.99 | 31.87 | 26.43 | **20.24** | **15.98** | 0.92 | 买入 | 医疗器械II |
| 688575.SH | 亚辉龙 | 10.27 | 571.4 | 302 | 23 | 154 | 205 | 256 | 0.53 | 0.04 | 0.27 | 0.36 | 0.45 | 19.46 | 251.41 | 38.10 | **28.63** | **22.92** | 1.32 | 增持 | 医疗器械II |
| 688105.SH | 诺唯赞 | 20.87 | 517.0 | -18 | -17 | 81 | 151 | 224 | -0.03 | -0.03 | 0.16 | 0.29 | 0.43 | -596.31 | -649.45 | 133.20 | 71.45 | 48.17 | 2.01 | 增持 | 医疗器械II |
| 300760.SZ | 迈瑞医疗 | 165.35 | 1,211.8 | 11668 | 8136 | 8171 | 9529 | 10772 | 9.63 | 6.71 | 6.74 | 7.86 | 8.89 | 17.17 | 24.63 | 24.52 | 21.03 | 18.60 | 1.65 | 买入 | 医疗器械II |
| 300003.SZ | 乐普医疗 | 11.92 | 1,843.4 | 247 | 962 | 845 | 1075 | 1268 | 0.13 | 0.52 | 0.46 | 0.58 | 0.69 | 88.98 | 22.84 | 26.00 | 20.44 | 17.33 | 1.16 | 买入 | 医疗器械II |
| 603658.SH | 安图生物 | 32.92 | 571.4 | 1194 | 1068 | 1098 | 1243 | 1456 | 2.09 | 1.87 | 1.92 | 2.18 | 2.55 | 15.75 | 17.61 | 17.13 | 15.13 | 12.92 | 1.13 | 买入 | 医疗器械II |
| 300633.SZ | 开立医疗 | 19.85 | 424.8 | 142 | 197 | 235 | 355 | 496 | 0.34 | 0.46 | 0.55 | 0.84 | 1.17 | 59.22 | 42.75 | 35.89 | 23.75 | 17.00 | 0.79 | 买入 | 医疗器械II |
| 300406.SZ | 九强生物 | 11.72 | 586.1 | 533 | 190 | 419 | 480 | 533 | 0.91 | 0.32 | 0.71 | 0.82 | 0.91 | 12.90 | 36.18 | 16.40 | 14.31 | 12.89 | 1.28 | 买入 | 医疗器械II |
| 002223.SZ | 鱼跃医疗 | 25.98 | 1,002.5 | 1806 | 1482 | 1597 | 1856 | 2134 | 1.80 | 1.48 | 1.59 | 1.85 | 2.13 | 14.42 | 17.58 | 16.31 | 14.03 | 12.20 | 1.05 | 买入 | 医疗器械II |
| 300482.SZ | 万孚生物 | 16.41 | 468.2 | 562 | -63 | 339 | 395 | 456 | 1.20 | -0.13 | 0.72 | 0.84 | 0.97 | 13.68 | -121.89 | 22.66 | 19.45 | 16.85 | 1.42 | 买入 | 医疗器械II |
| 688085.SH | 三友医疗 | 13.13 | 366.8 | 11 | 63 | 99 | 154 | 207 | 0.03 | 0.17 | 0.27 | 0.42 | 0.56 | 419.95 | 76.33 | 48.65 | 31.27 | 23.27 | 1.09 | 买入 | 医疗器械II |
| 688029.SH | 南微医学 | 78.06 | 187.8 | 553 | 570 | 605 | 696 | 838 | 2.95 | 3.04 | 3.22 | 3.71 | 4.46 | 26.51 | 25.71 | 24.24 | 21.07 | 17.50 | 1.37 | 买入 | 医疗器械II |
| 688580.SH | 伟思医疗 | 46.09 | 95.8 | 102 | 138 | 179 | 185 | 220 | 1.06 | 1.44 | 1.87 | 1.93 | 2.30 | 43.29 | 31.97 | 24.66 | 23.86 | 20.06 | 2.27 | 买入 | 医疗器械II |
| 300832.SZ | 新产业 | 49.93 | 785.7 | 1828 | 1620 | 1852 | 2107 | 2401 | 2.33 | 2.06 | 2.36 | 2.68 | 3.06 | 21.46 | 24.21 | 21.18 | 18.62 | 16.34 | 1.53 | 买入 | 医疗器械II |
| 688016.SH | 心脉医疗 | 88.90 | 123.3 | 502 | 563 | 620 | 731 | 856 | 4.07 | 4.57 | 5.03 | 5.93 | 6.94 | 21.82 | 19.45 | 17.67 | 14.99 | 12.80 | 1.01 | 买入 | 医疗器械II |
| 688114.SH | 华大智造 | 62.62 | 416.5 | -601 | -222 | -46 | 83 | 158 | -1.44 | -0.53 | -0.11 | 0.20 | 0.38 | -43.41 | -117.41 | -567.01 | 314.24 | 165.08 | - | 增持 | 医疗器械II |
| 301363.SZ | 美好医疗 | 16.33 | 796.0 | 364 | 283 | 354.43 | 463.61 | 564.14 | 0.46 | 0.36 | 0.45 | 0.58 | 0.71 | 35.73 | 45.92 | 36.67 | 28.04 | 23.04 | 1.40 | 买入 | 医疗器械II |
| **688677.SH** | **海泰新光** | **94.00** | **119.9** | **135** | **171** | **190** | **268** | **328** | **1.12** | **1.44** | **1.58** | **2.24** | **2.74** | **83.93** | **65.28** | **59.31** | **42.05** | **34.35** | **1.89** | **买入** | **医疗器械II** |
| 688289.SH | 圣湘生物 | 15.54 | 574.9 | 276 | 199 | 242 | 316 | 367 | 0.48 | 0.35 | 0.42 | 0.55 | 0.64 | 32.42 | 44.91 | 36.92 | 28.27 | 24.34 | 1.59 | 买入 | 医疗器械II |
| 6699.HK | 时代天使 | 90.00 | 171.7 | 12 | 28 | 29 | 34 | 44 | 0.07 | 0.17 | 0.17 | 0.20 | 0.26 | 1,275.46 | 543.34 | 532.79 | 454.44 | 351.16 | 22.99 | 买入 | 医疗器械II |
| 药店&CSO | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| **603233.SH** | **大参林** | **18.45** | **1,138.9** | **915** | **1235** | **1478** | **1698** | **1872** | **0.81** | **1.08** | **1.30** | **1.49** | **1.64** | **22.78** | **17.01** | **14.22** | **12.37** | **11.22** | **1.13** | **买入** | **医药商业** |
| 603939.SH | 益丰药房 | 22.88 | 1,212.4 | 1529 | 1678 | 1966 | 2235 | 2441 | 1.26 | 1.38 | 1.62 | 1.84 | 2.01 | 18.15 | 16.53 | 14.11 | 12.41 | 11.36 | 1.23 | 买入 | 医药商业 |
| 中药 | | - | - | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| **002317.SZ** | **众生药业** | **24.97** | **849.9** | **-299** | **276** | **308** | **352** | **767** | **-0.35** | **0.32** | **0.36** | **0.41** | **0.90** | **-70.94** | **76.96** | **68.91** | **60.29** | **27.67** | **1.19** | **增持** | **中药II** |

来源：Wind，中泰证券研究所（截止至 2026/9/30），三生制药、先声药业、和黄医药、和誉-B、亚盛医药、海吉亚医疗、锦欣生殖、药明合联、药明生物、康诺亚-B、科伦博泰生物-B、和铂医药-B、康方生物、时代天使股价单位港元

# 行业风险因素分析

### 行业政策扰动风险

- 行业处改革期，优先审评、动态医保谈判目录、一致评价、带量采购等政策执行落地存在进度不及预期的问题。

### 药品质量风险

- 药品的安全质量问题是我们在选择和跟踪上市公司的过程中，持续保持警惕的一项内容。

下载日志已记录，仅供内部参考



■ 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险



下载日志已记录，仅供内部参考



## 投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

## 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 事先未经本公司书面授权
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。