仅供内部参考，请勿外传

国金证券 SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

创新药板块2027年投资策略
前沿迭代加速，决胜全球舞台

分析师：甘坛焕 执业编号：S1130525060003

分析师：姜铸轩 执业编号：S1130525070015

分析师：唐玉青 执业编号：S1130525080003

分析师：马居东 执业编号：S1130525070004

分析师：刘 创 执业编号：S1130526060004

联系人：汪 铁 执业编号：S1130125080043

2026年10月19日

仅供内部参考，请勿外传

投资逻辑

- **前沿技术迭代加速，国际化进程迈向收获期。**随着创新药前沿技术迎来加速迭代，全球投融资及BD交易迎来强劲回暖。以PD-(L)1/VEGF双抗为代表的IO2.0迎来头对头临床优效验证，重塑泛肿瘤治疗格局；ADC技术通过新载荷与新机制实现多线迭代，并在肺癌、妇科肿瘤等大适应症上逐步替代传统化疗；自免领域长效双抗与口服小分子并进，代谢领域口服及超长效制剂等多维度迎来突破。中国原研资产已占据全球新药交易的重要部分，合作形式亦由单一对外授权深化演进为NewCo、联合开发及深度战略合作。前沿技术的交叉突破加速推动中国创新药融入全球价值链，国际化布局全面步入收获期。

- **支付端持续改善，驱动国内业绩持续兑现。**医保与商保双轮驱动，多元支付体系有望打通创新药支付瓶颈。国谈常态化下目录结构迎来优化，高临床价值品种获得准入提速，国谈药进院及基金支出稳健攀升；首版商保创新药目录与“三除外”政策落地见效，特例单议机制常态化推进，有效缓解高值创新药的院内考核与配备约束。在支付端持续改善的环境下，本土创新药企产品销售收入保持强劲放量势头；叠加BD首付款与里程碑等出海收益，多家重点Biotech净现金流大幅改善、迎来实质性盈亏平衡拐点，推动企业步入造血良性循环。

- **海内外政策共振，创新价值凸显。**监管环境迎来深层次重塑，政策导向全面聚焦“真创新”与高质量临床增益。国内维度，支持政策从审评审批前端延伸至上市后定价、进院与使用的全链条环节；生物类似药的温和集采预期逐步兑现，迎来政策红利。海外维度，中国新药逐渐步入关键临床节点，监管体系日趋清晰；具备严谨MRCT数据及差异化技术平台的头部企业预计尤其受益，全球竞争力进一步凸显。

- **优质管线阶梯涌现，全球价值印证持续提速。**中国创新药供给端已形成梯队完备、后劲充沛的跨周期管线矩阵。肿瘤、自免、代谢等赛道仍有大批具备FIC/BIC潜力的在研重磅资产蓄势待发，后续海外授权与全球合作空间广阔；同时，已出海的标杆品种正密集迎来海外关键临床终点与监管审批催化，以百济神州、康方生物、科伦博泰等为代表的核心分子在欧美开展的数十项注册临床试验快速推进，多款重磅大单品加速走向美国商业化阶段。研发成果的高密度兑现，正全面印证中国原研分子的全球临床价值，驱动创新药板块迎来由业绩兑现与国际化价值重估共振的黄金发展周期。

- **相关标的：**恒瑞医药、百济神州、翰森制药、信达生物、康方生物、中国生物制药、石药集团、科伦博泰、三生制药、荣昌生物、诺诚健华、映恩生物、康诺亚、和黄医药、甘李药业、特宝生物。

- **风险提示：**BD 受海外地缘政策约束风险；创新药行业竞争加剧风险；医保控费降价不及预期风险；海外流动性收紧风险。

仅供内部参考，请勿外传

国金证券 SINOLINK SECURITIES

目录

01 前沿技术迭代加速，国际化进程迈向收获期

02 支付端持续改善，驱动国内业绩持续兑现

03 海内外政策共振，创新价值凸显

04 优质管线阶梯涌现，全球价值印证持续提速

05 投资建议

06 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

国金证券
SINOLINK SECURITIES

01 前沿技术迭代加速，国际化进程迈向收获期

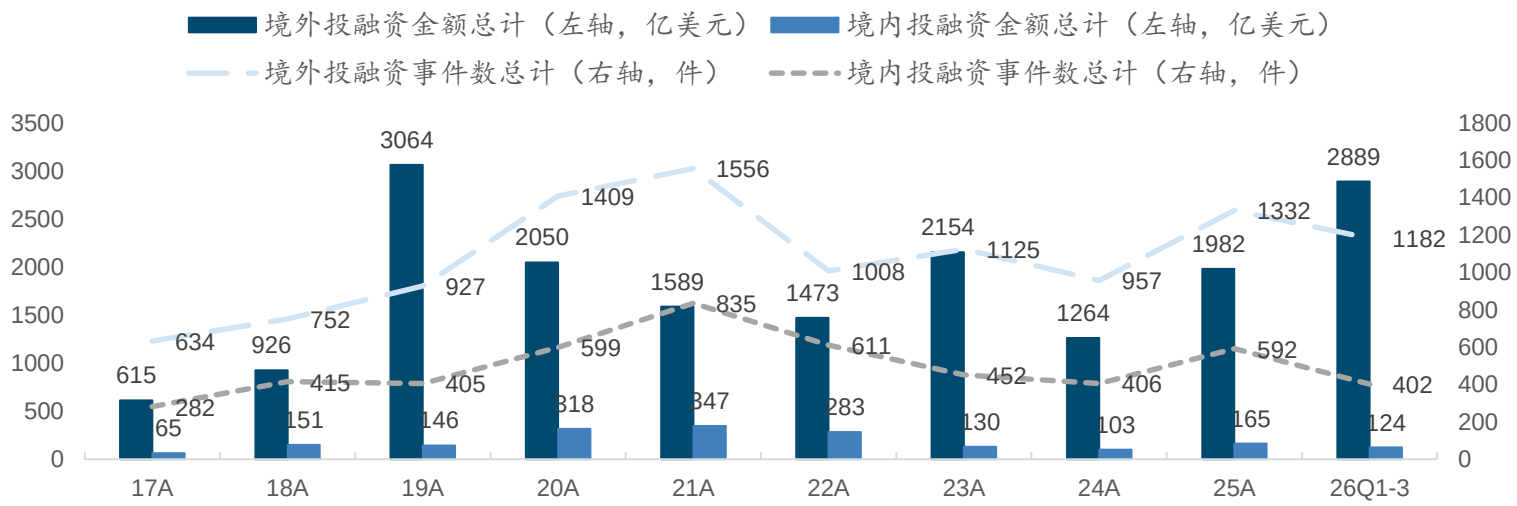
仅供内部参考，请勿外传

投融资：26年投融资水平显著回暖，26Q1-3大幅超越25全年

复盘2016年以来的行业投融资周期，2019-2020年凭借全球公共卫生事件催化与美国降息周期的流动性支撑，成为全球医药投融资的阶段性峰值。2021年后行业进入调整期，投融资规模逐步回落，而2026年前9个月市场呈现明确复苏信号——全球医药领域投融资总额达3013亿美元，其中境外市场贡献2889亿美元，中国市场录得124亿美元，海内外市场同步改善。

- 国内维度看，2025年起创新药企港股上市通道持续畅通，多家企业顺利登陆资本市场，后备上市梯队亦保持充足供给。展望后市，预计2027年国内外医药投融资将维持较高水平态势。

全球医药投融资于2026年创阶段新高



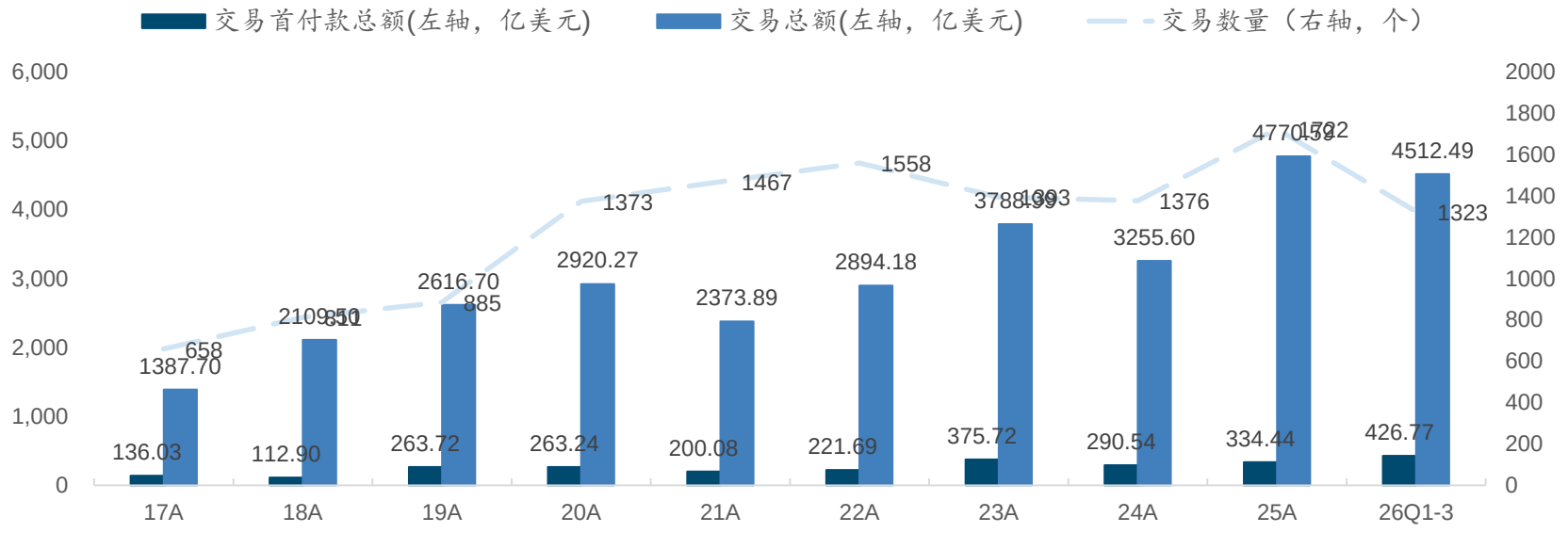
来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至2026年10月10日

仅供内部参考，请勿外传

BD：全球BD活跃度高，26Q1-3基本追平25全年水平

2026年前9个月，全球生物医药BD合作事件数已达1323起，彰显出行业合作的强劲动能；交易层面表现同样亮眼，披露总额高达4512元，披露首付款规模达426亿元，26年两项核心指标均提前突破25年全年水平，凸显BD交易的价值密度与资本认可度。在此背景下，BD合作已稳步成长为创新药企投融资体系之外，获取资金支持、加速研发与商业化进程的核心渠道，成为驱动行业发展的关键动力之一。

全球医药BD活跃度节节攀升



来源：insight，国金证券研究所 注：数据截至2026年10月10日

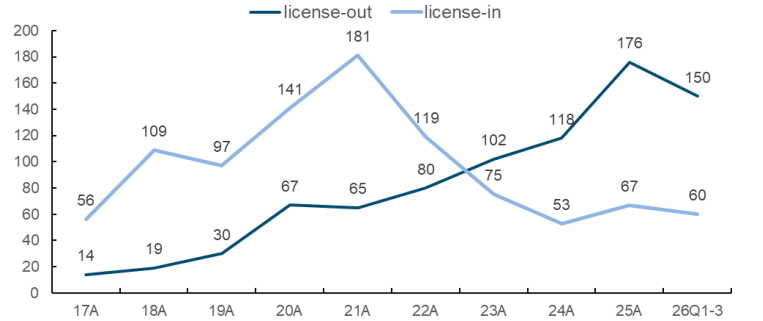
仅供内部参考，请勿外传

扬帆出海，中国创新药已迎来License out浪潮

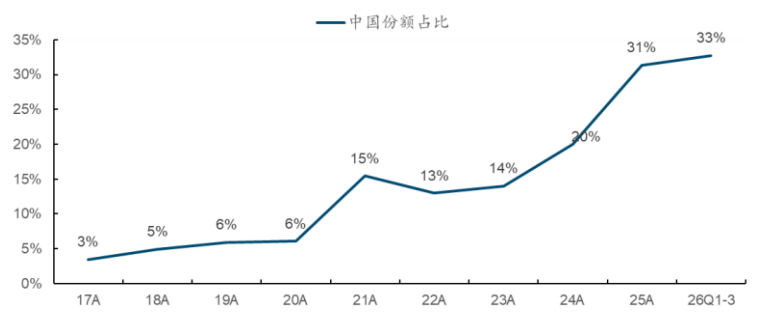
多重优势加持下，近年来密集吸引海外药企，达成多项合作，迎来License out出海浪潮

- 从“引进来”到“走出去”：交易数量持续攀升，于2023年开始License out交易数量超过License in，成为跨国交易主线；
- 真金白银落地，全球优质资产逻辑已获验证：交易首付款与交易金额屡创新高，在全球交易中的占比持续攀升。

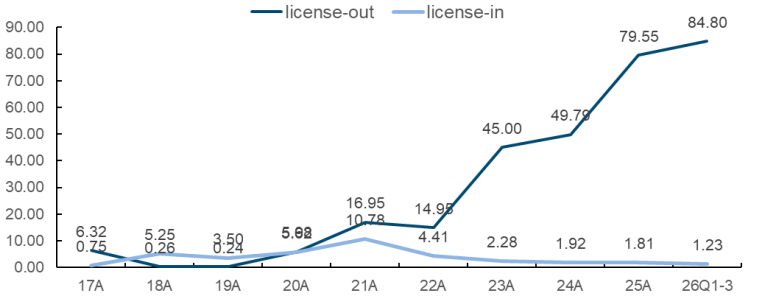
License out交易数量已超过License in，成为交易主线



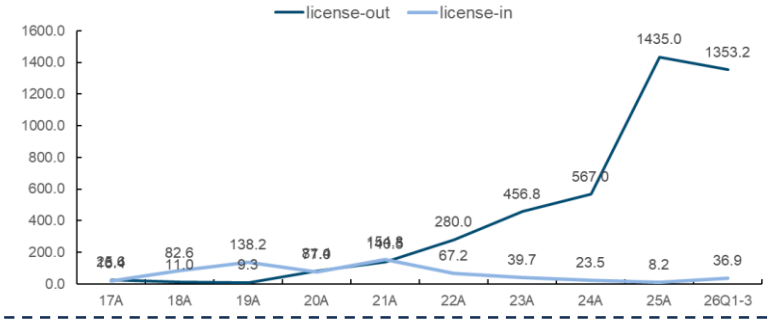
中国资产已占据全球新药交易的半壁江山



License out交易首付款持续攀升



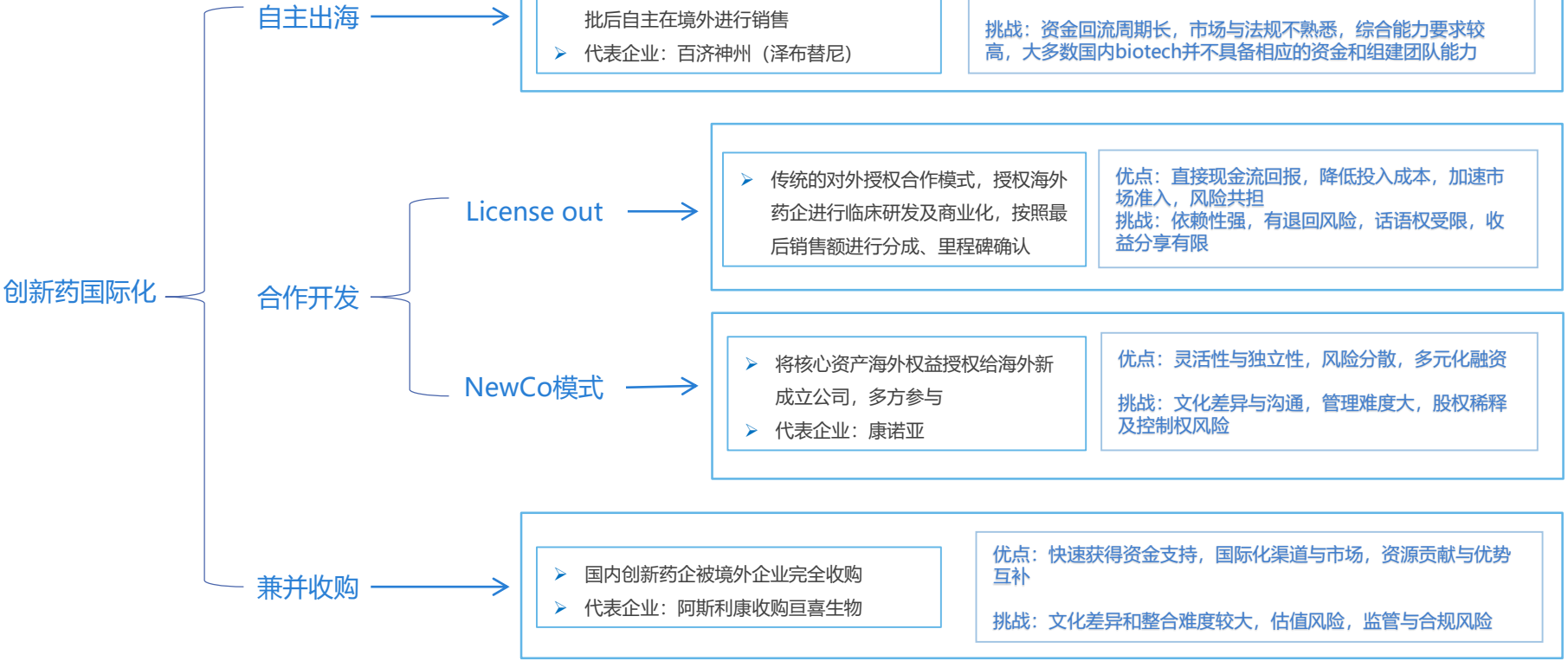
License out交易总金额规模持续攀升



来源：医药魔方，国金证券研究所注：数据截至2026年10月12日

仅供内部参考，请勿外传

国际化形式走向多元化，多种出海兴起



数据来源：新康界，公开资料整理，国金证券研究所

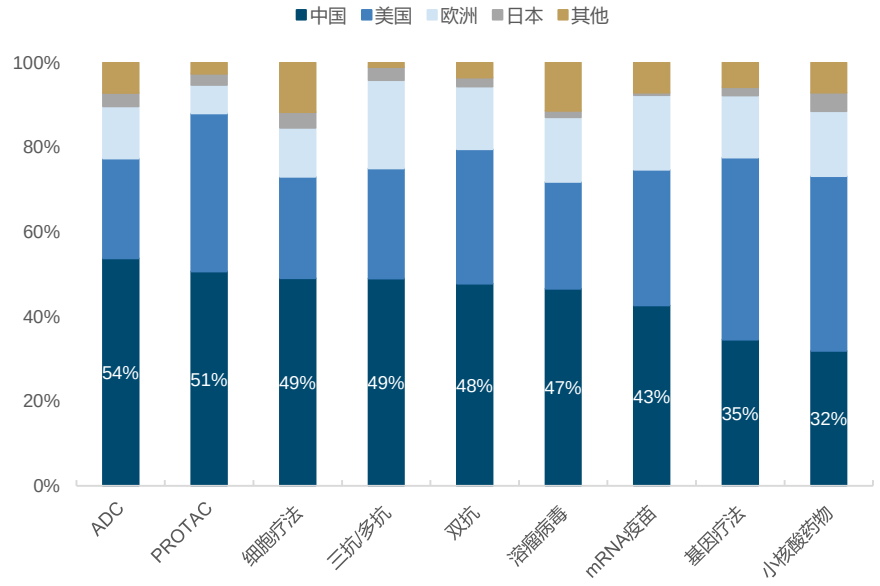
仅供内部参考，请勿外传

中国创新药已成为全球重要供给端，在多个领域具备技术优势

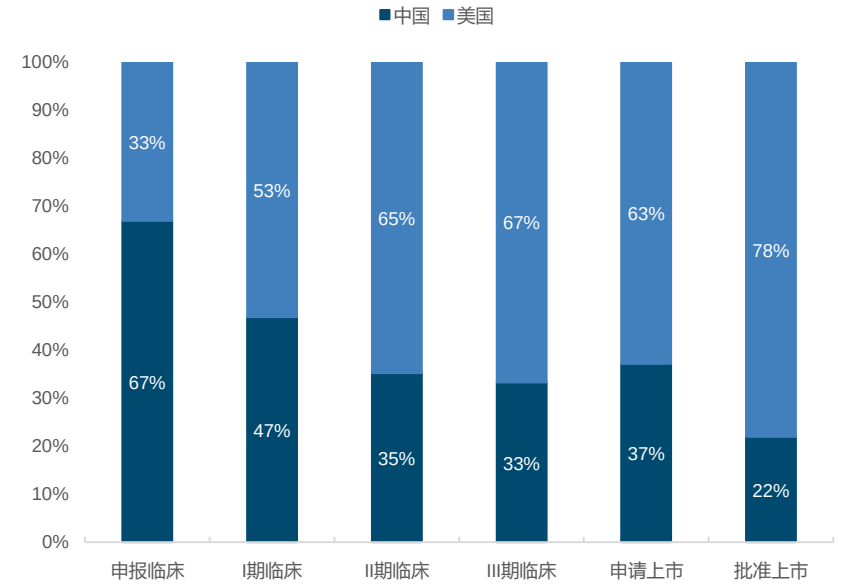
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 历经多年发展，中国创新药已在多个领域具备技术优势，成为全球创新药研发的重要供给来源。中国企业新药在研数量已占据全球第一的赛道：ADC占比54%、PROTAC占比51%、细胞疗法占比49%、多抗占比49%、双抗占比48%、溶瘤病毒占比47%、mRNA疫苗占比43%；
- 中国和美国已成为全球创新药研发的两大最主要来源地。相比美国，中国药企由于新药研发起步较晚，仍处于高速发展期，目前早研管线占比较高，随着早研管线临床研发陆续推进，未来有望在全球临床研发晚期和商业化新药中的比例持续提高。

中国药企领先赛道：ADC、双抗/多抗、细胞疗法等



中国药企新药研发起步较晚，早研管线占比较高



来源：医药魔方，国金证券研究所 注：数据截至2026年10月9日；ADC：抗体偶联药物；PROTAC：蛋白水解靶向嵌合体

仅供内部参考，请勿外传

MNC面临专利悬崖积极引进管线，肿瘤与免疫领域热度持续走高

国金证券 SINOLINK SECURITIES

MNC的多款大单品面临专利悬崖：肿瘤、自免领域尤其集中，代谢、呼吸、感染、血液等专科领域次之

领域	通用名	厂商	专利到期年份
免疫	奥瑞珠单抗	罗氏	2027
	托法替布	辉瑞	2027
	依那西普	安进/辉瑞	2028
	芦可替尼	Incyte/诺华	2028
	阿普米司特	安进	2028
	司库奇尤单抗	诺华	2029
	带状疱疹疫苗	GSK	2029
	依奇珠单抗	礼来	2030
	度普利尤单抗	赛诺菲/再生元	2031
	泰它西普	荣昌生物	2032
呼吸	尼达尼布	勃林格	2029
	司来帕格	强生	2030
	马昔腾坦	强生	2030

领域	通用名	厂商	专利到期年份
肿瘤	恩扎卢胺	安斯泰来/辉瑞	2027
	伊布替尼	强生/艾伯维	2027
	奥拉帕利	阿斯利康/默沙东	2027
	哌柏西利	辉瑞	2027
	阿昔替尼	辉瑞	2027
	帕博利珠单抗	默沙东	2028
	纳武利尤单抗	BMS	2028
	达雷妥尤单抗	强生	2029
	雷莫西尤单抗	礼来	2030
	阿帕他胺	强生	2030
	奥希替尼	阿斯利康	2032
感染	九价HPV疫苗	默沙东	2028
	利匹韦林	强生	2030

领域	通用名	厂商	专利到期年份
代谢	度拉糖肽	礼来	2027
	氯苯唑酸	辉瑞	2027
	恩格列净	勃林格/礼来	2029
	依洛尤单抗	安进	2029
	司美格鲁肽	诺和诺德	2032
骨科	地舒单抗	安进	2027
	地舒单抗	安进	2027
血液	阿哌沙班	BMS/辉瑞	2028
	利伐沙班	强生/拜耳	2030
眼科	阿柏西普	再生元/拜耳	2027

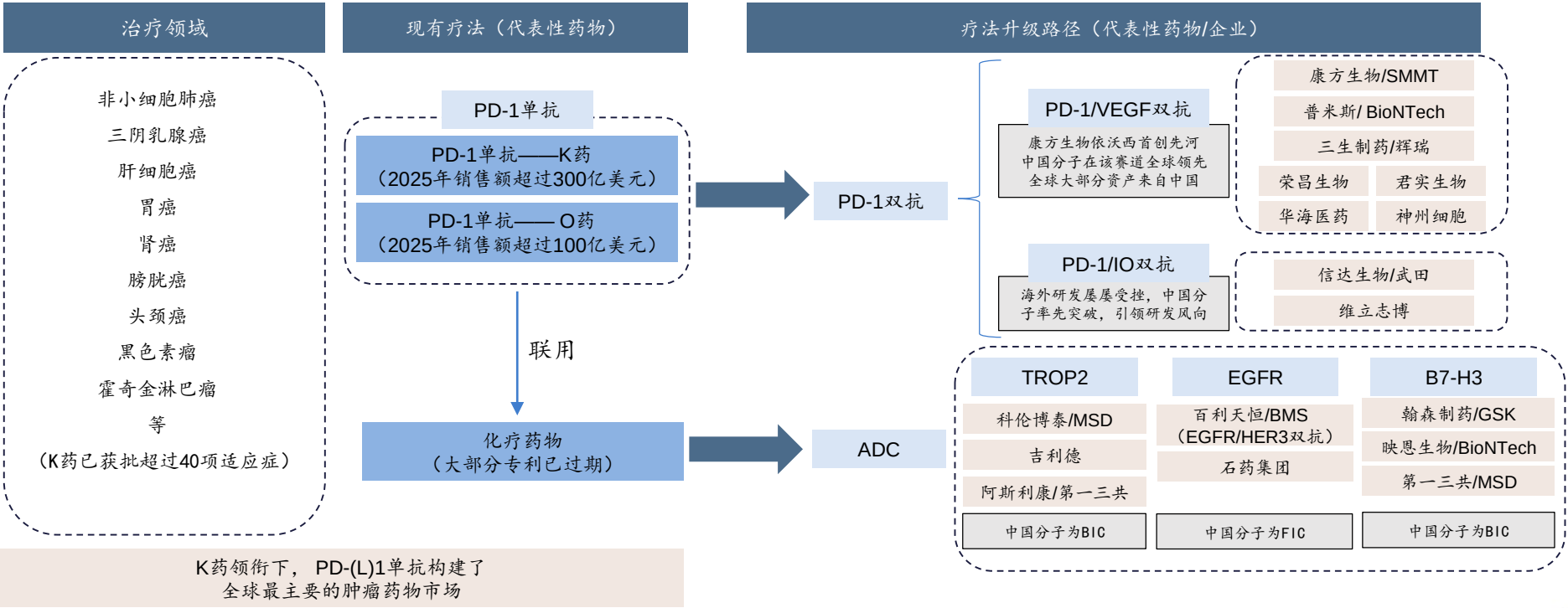
2026H1 MNC引进管线分布：肿瘤、自免热度继续走高，同时代谢、神经、心血管等领域热度亦迎来攀升

	肿瘤	免疫	代谢	神经	心脑血管	骨骼肌肉	泌尿生殖	消化	血液	呼吸	麻醉	感染	皮肤	诊断试剂	耳鼻喉
Eli Lilly	★	★	★	★			★	★							★
Pfizer	★														
Bayer															
AbbVie	★														
Boehringer Ingelheim		★						★							
Sanofi	★	★				★			★						
Roche	★	★							★						
Merck & Co															
Novartis	★			★	★										
AstraZeneca			★												
Bristol-Myers Squibb	★								★						
GSK			★												
Gilead Sciences	★														
Astellas	★														
Takeda	★	★						★							
Johnson & Johnson															
Merck KGaA															
Novo Nordisk			★												

来源：医药魔方，国金证券研究所 注：数据截至2026H1。 灰色：H1发生管线引进；蓝色：H1发生至少3起管线引进；★：H1发生总交易金额10亿美元以上的引进

仅供内部参考，请勿外传

泛肿瘤疗法市场潜力巨大，中国分子领军下双抗与ADC展现升级路径



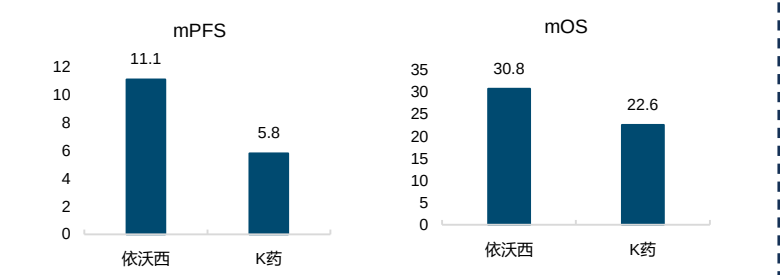
来源：insight，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

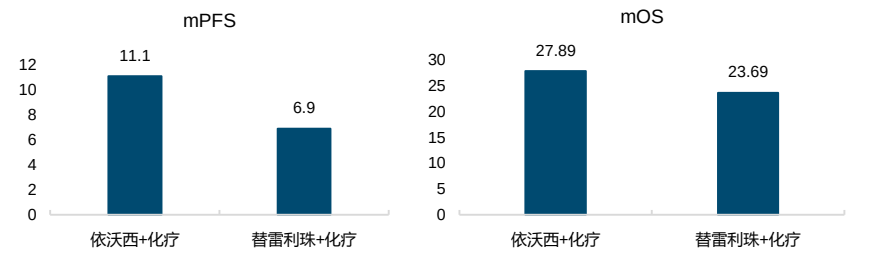
PD-1 plus双抗：临床证据持续增强，重磅炸弹潜力逐步浮现

- 2026年，PD/VEGF双抗在一线肺癌领域的临床获益迎来加速验证，相比PD-1单抗在单药、联合化疗方案的临床试验中均呈现出优异的OS获益趋势，临床证据持续增强，展现出更加明确的迭代潜力。
- 随着新一代IO2.0的趋势日益明确，MNC的投入持续加强，辉瑞、BMS、MSD、阿斯利康、艾伯维、武田等制药巨头陆续入场。

依沃西 vs K药：头对头研究展现替代潜力



依沃西+化疗 vs 替雷利珠单抗+化疗：头对头研究展现替代潜力



近年来二代IO PD-(L)1双抗BD频现，赛道交易火热

转让方	受让方	交易方式	交易标的	交易时间	靶点机制	交易金额	权益地区
Summit	阿斯利康	战略投资	AK112	2026/9/12	PD-1/VEGF	阿斯利康出资20亿美元进行战略股权投资，并将主导推进依沃西一系列ADC药物及其他抗肿瘤药物联合疗法的临床探索	大中华区以外区域权益
荣昌生物	艾伯维	BD	RC148	2026/1/12	PD-1/VEGF	6.5亿美元的首付款，最高达49.5亿美元的开发、监管和商业化里程碑付款，以及在大中华区以外地区净销售额的两位数分级特许权使用费	大中华区以外区域权益
信达生物	武田	BD	IBI363	2025/10/22	PD-1/IL-2	12亿美元首付款，合计最高102亿美元潜在里程碑付款，在美国市场双方将采用利润损失共担模式	大中华区以外区域权益
BioNTech	BMS	BD	PM8002	2025/6/2	PD-L1/VEGF	15亿美元的首付款，20亿美元非或有周年付款，潜在76亿美元里程碑付款。BioNTech与BMS按50：50比例分担开发和制造成本，后期平分全球收益	全球权益
普米斯	BioNTech	收购 BD	企业 PM8002	2024/11/13 2023/11/6	- PD-L1/VEGF	首付款8亿美元，潜在1.5亿美元里程碑付款 首付款0.55亿美元，潜在10亿里程碑付款	全球权益 大中华区以外区域权益
三生制药	Pfizer	BD	SSGJ-707	2025/5/20	PD-1/VEGF	12.5亿美元首付款，潜在48亿美元里程碑付款，海外销售额的两位数百分比的销售分成，1亿美元的普通股认购	除中国内地以外全球区域权益
礼新医药	MSD	BD	LM-299	2024/11/14	PD-1/VEGF	5.88亿美元首付款，潜在的27亿美元的里程碑付款	全球权益
康方生物	Summit	BD	AK112	2024/6/3	PD-1/VEGF	5亿美元首付款，潜在50亿美元里程碑付款，海外净销售额的低两位数百分比的销售分成	美国、加拿大、欧洲和日本区域的权益

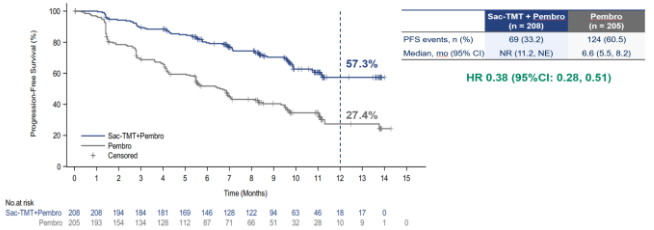
来源：insight，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

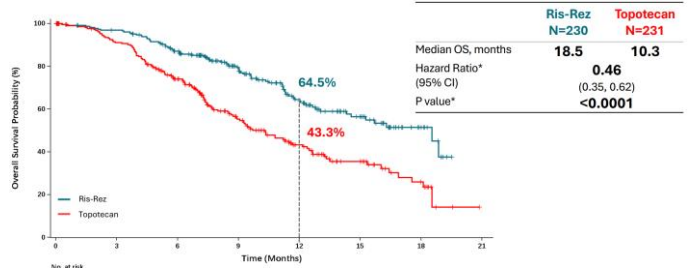
ADC：临床迭代趋势明确，关注临床兑现与技术升级

- 成熟ADC管线：已展现出明确的取代化疗的临床迭代趋势，多项注册临床陆续取得阳性结果：在肺癌领域，MSD/科伦博泰的SKB264针对1L NSCLC，GSK/翰森制药的Ris-Rez、罗氏/宜联生物的Tam-Peli针对1L SCLC均取得中国III期临床阳性结果；此外，在子宫内膜癌领域， MSD/科伦博泰的SKB264已取得首个全球III期临床成功，迭代趋势已拓展至海外市场；
- 早期ADC管线：以新payload技术为代表的多类升级迭代路线，有望带来临床获益，打开市场空间。2026年以来，映恩生物、和黄医药均已达成新一代ADC技术平台的License out交易，包括KRAS抑制剂、全新机制毒素等新型载荷。

K药+SKB264针对1L NSCLC展现出迭代潜力



Ris-Rez针对1L SCLC展现出迭代潜力



交易时间	转让方	受让方	交易标的	靶点	载荷	交易时研发状态	交易金额
2026-09-22	博锐创合	诺华	放射性配体疗法	-	-	临床前	交易总额：900百万美元；基于净销售额的特许权使用费
2026-09-03	和黄医药	葛兰素史克制药	HMPL-A830	EGFR	KRAS抑制剂	临床I/II期	交易总额：1295百万美元；首付款：110百万美元；里程碑付款：1185百万美元；基于净销售额的特许权使用费
2026-08-31	正大天晴	Cipla	TQB2102	HER2	氘代DXd	临床III期	交易总额：123百万美元；基于净销售额的特许权使用费
2026-08-28	映恩生物	罗氏	新一代DUPAC技术平台	-	全新机制毒素	临床前	首付款：45百万美元；里程碑付款：1000百万美元；基于净销售额的特许权使用费
2026-08-03	康宁杰瑞	Pathos AI	JSKN016	HER3，TROP2	拓扑异构酶I抑制剂	临床III期	首付款：125百万美元；里程碑付款：2093百万美元；基于净销售额的特许权使用费
2026-04-24	爱科瑞思	k2 therapeutics	ACR246	5T4	拓扑异构酶I抑制剂	临床I/II期	里程碑付款：730百万美元；基于净销售额的特许权使用费
2026-01-12	中晟全肽	诺华	放射性配体疗法	-	-	临床前	首付款：50百万美元
2026-01-09	宜联生物	罗氏	依康坦博妥塔单抗	B7-H3	喜树碱衍生物	临床III期	首付款：570百万美元；基于净销售额的特许权使用费

来源：2026 ASCO，2026 WCLC，insight数据库，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

自免领域：长效双抗、口服小分子与B细胞靶向治疗形成多条交易主线

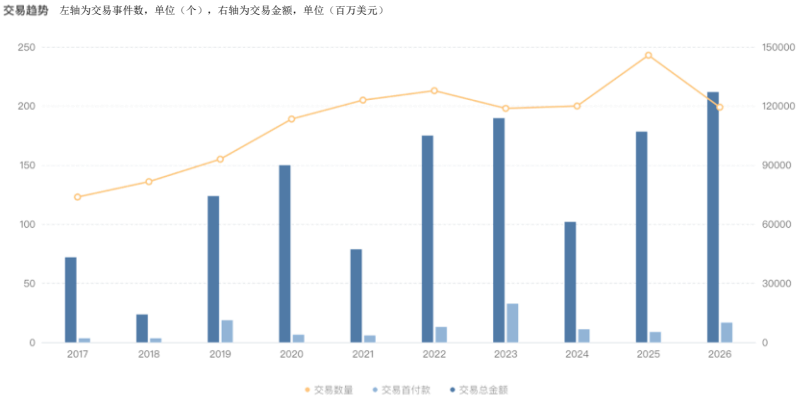
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **长效给药、口服便利性与深度疾病控制成为自免领域的重要研发方向，中国资产出海呈现多技术路径并进的特点。** 从代表性交易看，海外药企的布局涵盖长效抗体及双抗、口服小分子、B细胞 / 浆细胞靶向治疗和体内CAR-T等方向，分别寻求降低给药负担、改善长期用药体验及提高疾病缓解深度。中国企业已在上述方向形成多项海外合作，授权资产包括泰它西普、奥布替尼、TSLP及TL1A相关双抗，以及CD19 / BCMA相关T细胞衔接器等。合作方式涵盖直接授权、NewCo及平台合作，海外买方既包括大型药企，也包括聚焦自免领域的专业生物技术公司。我们认为，具备明确临床定位、差异化产品设计及持续数据验证能力的中国资产，有望继续获得海外合作机会。

图：国内多个自免管线授权出海，海外MNC如赛诺菲等仍在加速布局长效自免管线

交易日期	转让方 / 标的	受让方 / 买方	核心资产	靶点	交易形式	首付款（亿美元）	总额（亿美元）	重点及金额说明
2026-10-02	艾博生物	诺华	ABO2203及RNA平台资产	CD19，CD3	期权	5.75	77.75	多资产期权
2026-10-01	再生元	赛诺菲	REGN20423及长效IL-4/IL-13管线	IL13，IL4，IL-4Rα	授权/许可	10.00	80.00	多项目合作，另含利润分配
2026-07-29	Sail	强生	in vivo CAR-T平台及项目	-	合作，期权	7.85	35.05	合作及期权
2026-07-14	翰森制药	Avere	HS-20118	IL23R	授权/许可（NewCo），投资	1.20	23.00	口服IL-23R；NewCo合作
2026-07-14	信达生物	Spero	IBI355	CD40L	授权/许可	n.d.	11.00	CD40L资产出海
2026-06-30	荆泰医药	Boulevard Bio	MTS-128 / BLVD201	CD19，BCMA，CD3	授权/许可	0.20	16.20	三特异性TCE
2026-06-22	Apogee	艾伯维	APG777及相关管线	IL13，TSLP	转让/收购	n.d.	109.00	公司收购
2026-06-02	云顶新耀	Travere	希布替尼 / Civorebrutinib	BTK	授权/许可	1.13	11.43	BTK抑制剂
2026-05-03	Candid	UCB	Cizutamig	CD3，BCMA	转让/收购	20.00	22.00	收购；20亿美元为初始收购对价
2026-03-27	Excellergy	诺华	EXL-111	IgE	转让/收购	n.d.	20.00	IgE方向；公司收购
2026-03-23	Ouro	吉利德	OM336 / CM336	BCMA，CD3	转让/收购	16.75	21.75	Ouro公司收购对价
2026-03-04	中国生物制药	赛诺菲	罗伐昔替尼	JAK2，JAK1，ROCK1，ROCK2	授权/许可	1.35	15.30	
2026-03-04	德琪医药	UCB	ATG-201	CD3，CD19	授权/许可	0.60	11.80	CD19×CD3；全球自免权益
2026-02-23	前沿生物	GSK	FB7013、FB7011	MASP2，CFB	授权/许可，合作	0.40	10.03	补体siRNA
2026-02-09	Orna	礼来	ORN-252	CD19	转让/收购	n.d.	24.00	in vivo CAR-T；公司收购
2026-01-27	先声药业	勃林格殷格翰	SIM0709	TL1A，IL-23p19	授权/许可	0.49	12.38	TL1A×IL-23p19
2026-01-20	RAPT	GSK	Ozureprubart	IgE	转让/收购	n.d.	22.00	IgE方向；公司收购
2025-12-21	圣信生物	Windward Bio	QX027N / WIN027	TSLP，IL13	授权/许可	n.d.	7.00	总额包含股权及里程碑
2025-12-16	上海赛增	Yarrow	GenSci098	TSHR	授权/许可	0.70	14.35	TSHR方向
2025-10-16	维立志博	Dianthus	LBL-047	BDCA2，BAFF，APRIL	授权/许可	0.20	10.00	
2025-10-09	诺诚健华	Zenas	奥布替尼、ICP-054、ICP-330	BTK，IL17A，IL17F，TYK2	授权/许可	1.00	20.00	1亿美元为首付及近期里程碑上限，另有股票
2025-06-30	Capstan	艾伯维	CPTX2309及tLNP平台	CD19	转让/收购	n.d.	21.00	in vivo CAR-T；公司收购
2025-06-26	荣昌生物	Vor Bio	泰它西普	APRIL，BAFF	授权/许可（NewCo）	0.45	42.30	初始现金0.45亿美元，另有0.80亿美元权证；总额含权证
2025-06-23	和铂医药	大冢	HBM7020	BCMA，CD3	授权/许可，合作	0.47	6.70	BCMA×CD3
2025-06-05	智翔金泰	Cullinan	GR1803 / 纬利妥米单抗	CD3，BCMA	授权/许可	0.20	7.12	BCMA×CD3
2025-04-24	圣信生物	Caldera	QX030N	IL-23p19，TL1A	授权/许可（NewCo）	0.10	5.55	IL-23p19×TL1A；另有股权权益
2025-02-26	Idorsia	晖致	Cenerimod	S1PR1	授权/许可	3.50	25.00	口服S1PR1
2025-01-20	诺诚健华、康诺亚	Prolium	ICP-B02 / CM355	CD3，CD20	授权/许可（NewCo）	0.18	5.20	含非肿瘤及部分肿瘤权益
2025-01-10	康诺亚	Timberlyne	CM313	CD38	授权/许可（NewCo）	0.30	3.68	CD38；NewCo合作
2025-01-10	天广实	Climb Bio	CLYM116	APRIL	授权/许可	0.09	8.93	APRIL

图：2026年全球自免领域相关BD交易总金额创新高



图：中国企业2026年以来累计实现25款自免领域产品/平台license out



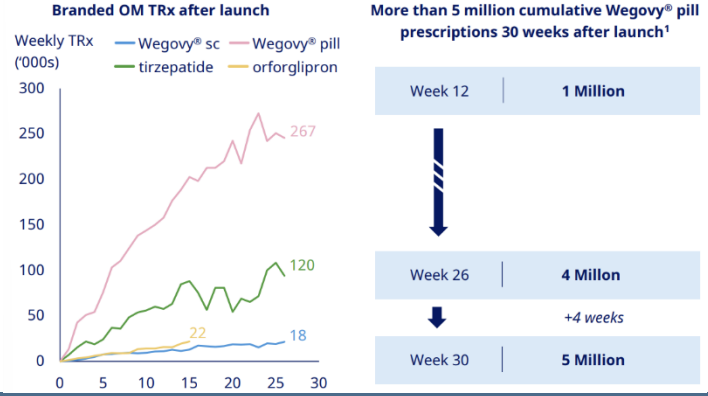
资料来源：insight，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

GLP-1:口服制剂商业化起量迅猛，差异化优势为BD核心抓手

国金证券 SINOLINK SECURITIES

诺和诺德司美口服制剂处方量增长远超同期替尔泊肽，口服商业化空间巨大



口服赛道疗效&依从性迭代空间大，关注国内企业弯道超车机会

药物		司美格鲁肽	Orforglipron	HRS-7535	VCT220	Conveglipron	Amycretin	VK2735	HRS9531	ASC30	aleniglipron	HRS-1596	IBI3042	GZC8072
公司		诺和诺德	礼来	恒瑞	闻泰医药	华东医药	诺和诺德	VIKING	恒瑞医药	歌礼制药	硕迪生物	恒瑞医药	信达生物	甘李药业
靶点		GLP1R	GLP1R	GLP1R	GLP1R	GLP1R	AMYR | GLP1R	GLP1R | GIPR	GLP-1/GIPR	GLP1R	GLP1R	GLP-1/GIPR	GLP1R	GLP1R
临床阶段		已上市	已上市	申报上市	申报上市	3期	3期	3期	3期	3期	3期	1期	1期	1期
给药剂量		25mg	36mg	180mg	160mg	400mg	50mg	120mg	50mg	60mg	180mg	-	-	50mg
给药频次		QD												QW
减重比例	w4													
	w12						**-11.9%**							
	w13							-10.9%		-7.7%				
	w26								-9.8%					
	w44			-8.4%		-10.7%					**-16.3%**			
	w52				-11.1%									
	w64	-11.4%												
	w72		-12.4%											
安全性	恶心	46.6%	34%	16.7%-54.2%			75%	61%	20.0%	40.0%	68.9%			
	腹泻	17.6%	23%	16.7%-21.7%			19%	25%		20.0%	36.1%			
	呕吐	30.9%	**24%**	15.7%-37.5%			56%	35%	7.5%	30.0%	44.3%			
	便秘	20.1%	25%				25%	28%		10.0%	21.3%			
	中止	3.4%	7%	2%			**0.0%**	13.0%		**0%**	27.9%			

恒瑞口服GLP-1/GIP授权诺和诺德，关注口服领域多靶/长效制剂BD机会

靶点	转让方	受让方	交易类型	新药项目	交易时间	交易金额
GLP-1/GIPR	恒瑞医药	诺和诺德	授权/许可	HRS-1596	2026-09-29	交易总额：2600百万美元，首付款：300百万美元
GLP1R	复星医药	辉瑞	授权/许可	YP05002	2025-12-09	首付款：150百万美元；里程碑付款：1935百万美元 特许权使用费：根据许可产品的年度净销售额、按约定的至多两位数百分比
GLP1R	石药集团	Madrigal	授权/许可	SYH2086	2025-07-30	交易总额：2075百万美元，首付款：120百万美元，里程碑付款：1955百万美元，特许权使用费：基于SYH2086年度净销售额的高达双位数销售提成
GLP1R，GCGR，GIPR	Septerna	诺和诺德	合作	SP-2297	2025-05-14	交易总额：2200百万美元，首付款：200百万美元
GLP1R	翰森制药	默沙东制药	授权/许可	HS-10535	2024-12-18	首付款：112百万美元，里程碑付款：1900百万美元，特许权使用费：基于产品销售的特许权使用费
GLP1R	恒瑞医药	Kailera	授权/许可(NewCo)	HRS-7535	2024-05-17	首付款：100百万美元，里程碑付款：5935百万美元，特许权使用费：低个位数至低两位数比例的销售提成

注射领域疗效见顶，甘李/石药GLP-1 BD管线均为长效制剂（双周及以上）

靶点	转让方	受让方	交易类型	新药项目	交易时间	交易金额
GLP1R	甘李药业	美纳里尼	授权/许可	博凡格鲁肽(双周)	2026-08-10	首付款：71.6百万美元，里程碑付款：766.77百万美元，特许权使用费：根据年度净销售额，按最高双位数比例向公司支付梯度特许权使用费
GLP1R	翰宇药业	MCG Pharma	授权/许可	利拉鲁肽，司美格鲁肽	2026-04-11	-
GLP1R	甘李药业	江泰制药	授权/许可	博凡格鲁肽(双周)	2026-04-08	交易总额：81.1百万美元，首付款：5百万美元，里程碑付款：76.1百万美元，特许权使用费：产品商业化后根据净销售额收取的分级特许权使用费
GLP1R，GIPR	石药集团	阿斯利康	授权/许可，合作	每月一次注射用体重管理产品组合	2026-01-30	首付款：1200百万美元，里程碑付款：17300百万美元，特许权使用费：基于相关授权产品年净销售额的最高达双位数比例的销售提成
GLP1R/GIPR	众生睿创	齐鲁制药	授权/许可	RAY1225	2026-01-16	交易总额：142.82百万美元，首付款：28.56百万美元，里程碑付款：114.26百万美元，特许权使用费：净销售额双位数的销售提成

来源：各公司公告，诺和诺德，礼来，insight，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

胰岛素:MNC开启周制剂时代，国产新药具备BIC潜力

国金证券 SINOLINK SECURITIES

周制剂胰岛素在依从性、成本、患者管理等方面优势显著



应用创新：实现胰岛素7到1的突破，助力患者实现优效安全控糖

- 实现治疗模式创新：**开启胰岛素治疗周制剂时代**[6]，每周只需1针，有助于推动及时起始胰岛素治疗，减少临床惰性，从而改善患者血糖控制及临床结局[1]
- 特殊人群可用：助力满足**老年患者等特殊人群及自我管理能力不足的患者**的特殊照顾需求，减少可能的胰岛素错误用药等风险[1]；**肝肾功能损害患者无需调整剂量**[7]
- 简化操作，显著提高患者治疗满意度与依从性[2,5,8]：**每年注射次数从365次降至52次（减少86%）**，显著**降低注射频次和负担**[2,5]，助力职工差旅患者依从治疗[9]，提高社会生产力
- 降低治疗成本：减少针头使用量，**每年节省约620元针头费用**[c]；优效控糖可降低并发症发生风险，长期节省并发症治疗及住院等相关医疗花费[10-11]
- 降低药品贮存转运成本：本品首次使用前在冰箱（2℃-8℃）内储存[7]，一支可使用6-10周[d]，可帮助减少冷链仓储的空间；首次使用后可室温（低于30℃）保存时间长达12周[7]

甘李药业GZR4疗效及安全性均优于日制剂方案，有望成为BIC

药物	icodec						GZR4				
企业	诺和诺德						甘李				
阶段	获批上市						3期				
实验名称	ONWARDS 1	ONWARDS 3	ONWARDS 5	ONWARDS 2	ONWARDS 4	ONWARDS 6	2期临床		SUPER-1	SUPER-2	SUPER-3
患者治疗史	胰岛素初治	胰岛素初治	胰岛素初治	胰岛素经治	胰岛素经治	胰岛素经治/T1DM	胰岛素初治	胰岛素经治	胰岛素初治	胰岛素经治	胰岛素经治（强化治疗）
对照组药物	甘精胰岛素QD	德谷胰岛素QD	德谷/甘精类似药QD	德谷胰岛素QD	甘精胰岛素QD	德谷胰岛素QD	德谷胰岛素QD	德谷胰岛素QD	甘精胰岛素QD	德谷胰岛素QD	甘精胰岛素QD+门冬胰岛素
基线HbA1C	8.50%	8.50%	8.90%	8.10%	8.30%	7.60%	8.23%	8.35%	8.47%vs8.50%	8.48%vs8.50%	
给药方案	QW icodec						GZR4 QW				
给药周期	52周	26周	52周	26周	26周	26周	16周	16周	26周	26周	26周
HbA1C降低	1.55%vs1.35%	1.57%vs1.36%	1.68%vs1.31%	0.93%vs0.71%	1.16vs1.18%	0.47%vs0.51%	1.50%vs1.48%	1.26%vs0.87%	1.45%vs1.22%	1.00%vs0.58%	1.58%vs1.41%
优效/非劣	优效	优效	优效	优效	非劣	非劣	非劣	优效	优效	优效	优效
低血糖事件发生率（%）	47.2%vs38.8%					99%vs98%					
2~3级低血糖事件（次/年*人）	0.30vs0.16	**0.31*vs0.15**	0.19vs0.14	0.73vs0.27	5.64vs5.62	19.93vs10.37*			**0.035vs0.028（无3级）**	**0.11vs0.013（无3级）**	
2~3级低血糖事件发生率（%）	9.8%vs10.6%	8.2%vs4.4%				85%vs76%	**2.4%**vs0%	**6.3%**vs0%			
不良反应 不良反应率	80.7%vs79.1%	60.4%vs56.8%		61%vs51%	59%vs57%	83%vs81%	71.4%vs61.0%	70.8%vs72.9%			
不良反应 严重不良反	13.0%vs14.4%	5.1%vs5.1%		8%vs6%	8%vs9%	8%vs7%	4.8%vs0%	4.2%vs2.1%			

MNC逐步收缩胰岛素产品供应，多款产品欧美市场处于紧缺状态



- 胰岛素龙头企业诺和诺德、礼来近年来先后宣布出于商业原因停止在欧洲及美国市场供应多款胰岛素产品，相应产品现已被列入FDA及EMA的药品短缺目录
- EMA已建议新患者不应再开始使用上述胰岛素产品，并建议医护人员及时为患者更换其他品牌胰岛素

内资企业胰岛素欧美市场持续推进

- 2026年开年以来，甘李药业甘精胰岛素注射液（欧盟商品名：Ondibta®，®）、门冬胰岛素注射液（欧盟商品名：Dazparda®）、赖脯胰岛素注射液（欧盟商品名：Bysumlog®）陆续正式获得欧盟委员会（EC）上市批准；公司为首个在欧盟实现三款三代胰岛素产品获批的中国药企，打破欧洲市场长期被原研药巨头垄断的格局
- 2026年4月，东阳光药自主研发生产的甘精胰岛素注射液（商品名：Langlara）正式获得美国食品药品监督管理局（FDA）上市批准；公司成为首家在美国市场上市甘精胰岛素的中国企业，标志着中国高端生物药国际化实现关键突破

来源：各公司公告，the Lancet，EMA，诺和诺德，甘李药业，东阳光药，insight，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

心血管领域：口服降脂与长效小核酸推动中国资产出海，海外药企拓展多元治疗布局

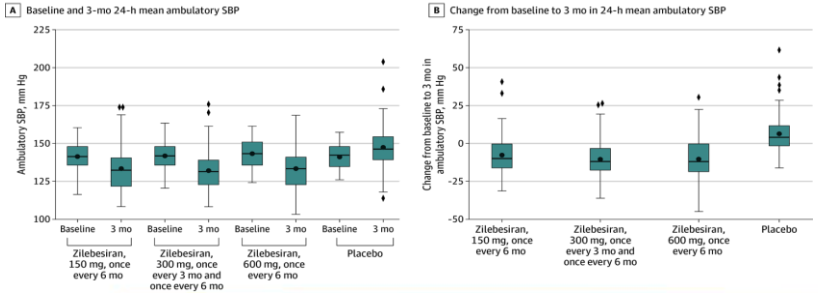
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **心血管领域残余风险尚未解决，海外药企按疾病补齐管线，中国资产以差异化靶点切入全球分工。** 他汀与PCSK9之外，Lp(a)、高甘油三酯、炎症带来的残余风险，以及高血压依从性差、抗凝出血风险高、心肌病缺乏对因治疗等问题仍待解决。MNC正据此布局：默沙东、阿斯利康分别以2亿、1亿美元首付引进恒瑞、石药的口服Lp(a)抑制剂；诺华与舶望合作开发ANGPTL3等降脂项目，并收购Anthos布局FXI抗凝；礼来收购Verve，探索一次性降脂。我们认为，口服化提升便利性、长效化改善依从性，二者叠加对因治疗的新机制，有望持续驱动中国心血管资产出海。

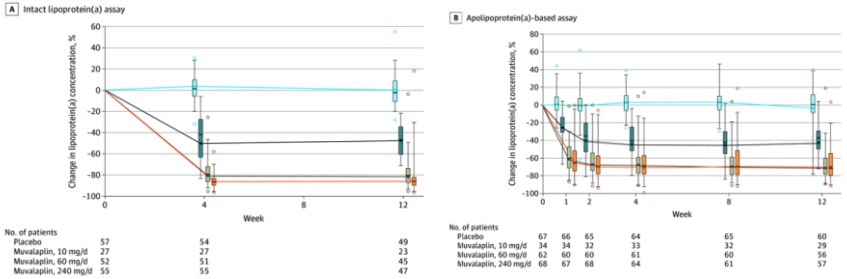
图：国内心血管管线授权出海，海外MNC持续布局新型降脂、抗凝及心肌病治疗

交易日期	转让方 / 标的	受让方 / 买方	核心资产	靶点	交易形式	首付款（亿美元）	总额（亿美元）	重点及金额说明
2026-03-23	箕星药业	云顶新耀	艾曲帕米 / CARDAMYST	Calcium channel	转让/收购	0.30	0.50	心律失常；大中华区权益收购
2026-03-05	Tenaya	Alnylam	心血管遗传靶点及RNA研发	未披露	合作	0.10	11.40	最多15个靶点；首付款上限0.10亿美元
2026-02-24	35Pharma	GSK	HS235	Activin，GDF	转让/收购	n.d.	9.50	肺高压；Activin/GDF通路融合蛋白
2026-01-13	赫吉亚生物	中国生物制药	Kylo-0603、HJY-21等管线	Lp(a)，APOC3，THRB，INHBE，APP，PCSK9，AGT	转让/收购	n.d.	1.71	多靶点资产组合，涵盖心血管及代谢方向
2026-01-08	Soufflé	拜耳	心脏靶向siRNA	未披露	合作	n.d.	n.d.	扩张型心肌病；细胞特异性递送
2025-11-24	引正基因	ToolGen	GEB-200及基因编辑平台	Lp(a)	合作	n.d.	n.d.	Lp(a)；基因编辑与LNP递送合作
2025-09-17	迈威生物	Kalexo Bio	2MW7141	未披露	授权/许可（NewCo），期权	0.12	10.12	心血管双靶点siRNA；NewCo及期权
2025-09-09	Tourmaline	诺华	Pacibekitug	IL6	转让/收购	n.d.	14.00	ASCVD；抗IL-6抗体
2025-09-05	恒瑞医药	Braveheart Bio	HRS-1893	Myosin	授权/许可（NewCo）	0.65	10.88	心肌肌球蛋白方向；NewCo合作
2025-09-03	舶望制药	诺华	BW-00112及其他siRNA项目	ANGPTL3	授权/许可，合作，期权	1.60	53.60	ANGPTL3联合治疗及多项目期权；后续付款最高52亿美元
2025-08-01	维亚臻生物	赛诺菲	Plozasiran / 普乐司兰	APOC3	转让/收购	1.30	3.95	APOC3 siRNA；大中华区权益转让
2025-06-26	ProFound	诺华	ProFoundry平台	未披露	授权/许可	0.25	7.75	心血管新型治疗靶点发现
2025-06-17	Verve	礼来	VERVE-102、VERVE-201、VERVE-301	PCSK9，ANGPTL3，Lp(a)	转让/收购	10.00	13.00	心血管基因编辑管线；含或有付款最高13亿美元
2025-05-27	成都国为	信立泰	GW906	AGT	合作，授权/许可	n.d.	0.76	AGT siRNA；大中华区开发合作
2025-05-20	靖因药业	CRISPR Therapeutics	SRSD107及其他siRNA项目	FXI	合作，授权/许可	0.95	超过8.00	初始对价含0.25亿美元现金及0.70亿美元股票；FXI抗凝
2025-03-25	恒瑞医药	默沙东	HRS-5346	Lp(a)	授权/许可	2.00	19.70	口服Lp(a)抑制剂；大中华区以外权益
2025-02-11	Anthos	诺华	Abelacimab	FXI，FXIa	转让/收购	9.25	30.75	FXI抗凝；初始对价9.25亿美元及最高21.50亿美元追加付款
2025-01-09	eTheRNA	Dropshot	RNA疗法及LNP递送平台	未披露	合作	n.d.	9.50	多靶点合作，涵盖心脏及肾脏疾病

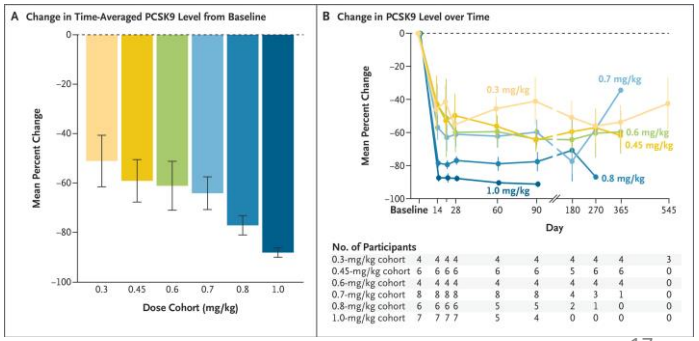
图：AGT小核酸显示持续降压作用，拓展高血压长效治疗路径



图：口服Lp(a)抑制剂实现显著降脂，为心血管风险管理提供新路径



图：体内PCSK9碱基编辑获得早期临床验证，探索单次给药持续降脂



资料来源：insight，pubmed，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

AMD眼底病变核心赛道，抗VEGF药物长效化迭代驱动市场升级

- **AMD是老年致盲首因。**中国是全球眼病患者最多的国家，以屈光不正（50%）、干眼症（25%）为主，白内障、青光眼治疗手段也已成熟，创新空间有限。真正值得关注的是仅占4%的眼底血管病变，其细分包括AMD、DR、RVO、CNV，其中AMD是老年人致盲的首要原因，也是抗VEGF药物治疗最成熟的适应症，
- **AMD以抗VEGF药物治疗为主，产品迭代清晰：**雷珠单抗（诺华）2006年全球获批、2011年进入中国，每月一次注射开创AMD药物治疗时代；阿柏西普（再生元）2017年进入中国，延长给药间隔至每8周一次；康弘康柏西普2013年国产突围，每3个月一次兼顾疗效与依从性；罗氏法瑞西单抗（VEGF/Ang2双抗）2022年美国上市、2023年进入中国，每2-4个月一次成为迭代新方向。此外，海西新药口服小分子HX9428（VEGFR2，II期）探索"注射转口服"的潜在突破。

主要疾病	细分病症	主要治疗方式
屈光不正（50%）	近视	框架眼镜、角膜接触镜、角膜塑形镜(ok镜)、手术治疗、药物治疗(低浓度碴酸阿托品)
	远视	框架眼镜
干眼症（25%）	水液缺乏型干眼(ATD)	玻璃酸钠滴眼液
	蒸发过强型干眼(MGD)	环孢素滴眼液
	混合型干眼	Lifitegrast滴眼液等
白内障（14%）	先天性白内障	手术治疗
	老年性白内障	药物治疗、手术治疗(主要治疗方式)
青光眼（2%）	开角型青光眼	药物治疗(前列腺素类食物、β-肾上腺能受体阻滞剂、碳酸酐酶抑制剂)、激光治疗、手术治疗
	闭角型青光眼	药物治疗(不同浓度的毛果芸香碱、β受体阻滞剂、碳酸酐酶抑制剂等)、激光治疗、手术治疗
眼底血管病变（4%）	老年黄斑病变(nAMD) 糖尿病性视网膜病变(DR) 视网膜静脉阻塞(RVO) 脉络膜血管新生(CNV)	抗VEGF药物
		七叶洋地黄双苷滴眼液
		注射用维替泊芬等

药品名称	公司	全球最高状态	美国上市时间	中国上市时间	作用靶点	药物类型	给药频次
雷珠单抗	诺华	获批上市	2006	2011	VEGF-A	抗体	每月一次
阿柏西普	再生元	获批上市	2011	2017	VEGFR	融合蛋白	前3个月每月1次，之后每8周（2个月）1次
康柏西普	康弘	获批上市	/	2013	VEGFR	融合蛋白	前3个月每月1次，之后每3个月1次
法瑞西单抗	罗氏	获批上市	2022	2023	VEGF/Ang2	双特异性抗体	前4个月每月1次，之后每2-4个月1次
HX9428	海西新药	II期	-	-	VEGFR2	小分子药物	每日口服

资料来源：insight，摩熵咨询，国金证券研究所

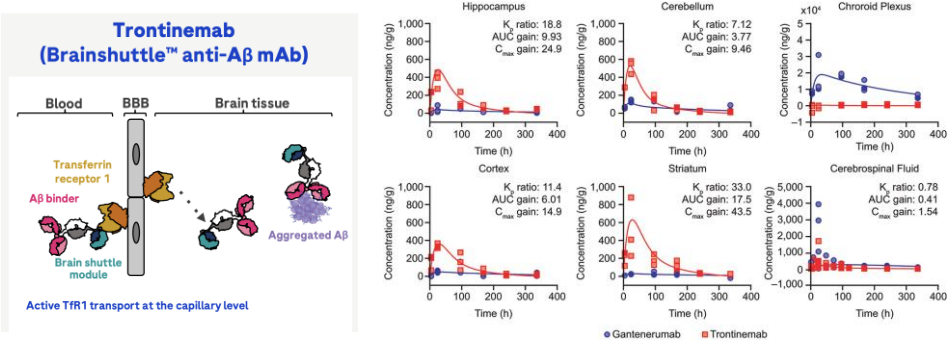
仅供内部参考，请勿外传

精神及神经系统领域：新机制、给药优化与脑递送技术驱动海外布局

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **海外药企持续布局神经精神创新疗法，国内疼痛与入脑递送资产率先出海，精神类资产仍处早期验证阶段，关注国内新机制药物与长效制剂的研发进展。**精神分裂症的阴性症状与认知障碍、难治性抑郁、阿尔茨海默病的入脑效率，以及非阿片镇痛，仍是海外核心未满足需求。BMS于2024年完成收购Karuna，礼来于2026年以约63亿美元首付收购Centessa，分别强化了新机制抗精神病药物和睡眠障碍治疗领域的布局；GSK与ABL Bio开展脑递送平台合作，进一步体现海外药企对神经系统药物开发技术的投入。中国资产已从已验证机制和平台技术切入：艾伯维以3000万美元首付引进海思科NaV1.8镇痛项目；诺华以1.65亿美元首付获得赛神医药脑穿梭Aβ抗体项目的全球权益；翰森制药的精神分裂症药物授权美国新设公司Tortugas，推进海外II期临床。精神类药物安慰剂效应高、终点主观、依赖海外数据，我们认为，具备海外概念验证和差异化递送能力的资产将率先兑现价值。

图：脑穿梭抗体利用受体介导转运，提高抗体跨血脑屏障递送效率



图：国内精神神经领域交易覆盖AD、睡眠障碍及精神疾病，复星、恩华等上市药企持续布局

交易日期	类别	疾病领域	转让方 / 标的	受让方 / 买方	核心资产 / 技术	靶点	交易形式	首付款（亿美元）	最高潜在对价（亿美元）	重点及金额说明
2026-10-05		神经退行	Alector	基因泰克	AL050	GBA	授权/许可	1.00	12.70	脑递送资产授权
2026-10-05		神经退行 / 罕见病	IntraBio	益野义	AQNEURSA / Levacetylleucine	-	转让/收购	n.d.	20.00	公司收购
2026-09-30	中国出海	睡眠障碍	恩华药业	Somnivera	睡眠障碍候选药物	-	授权/许可	0.1050	5.1750	临床前投资产授权
2026-08-26		癫痫	Biohaven	SK Biopharmaceuticals	Opakalim / BHV-7000	KCNQ2、KCNQ3	授权/许可	4.00	7.95	全球授权
2026-08-10		癫痫	Actio	Jazz	ABS-1230	KCNT1	转让/收购	8.20	13.20	公司收购
2026-07-16		抑郁	AtaiBeckley	礼来	BPL-003、VLS-01	HTR1A、5-HT2A、HTR2C	转让/收购	28.00	38.00	公司收购
2026-07-13	中国相关	中枢神经系统	英矽智能	康哲药业	AI药物研发平台及中枢神经项目	-	合作	n.d.	1.7654	中枢神经领域研发合作
2026-07-01		AD / 神经退行	AlzeCure	QuantumCell	ACD856及NeuroRestore	NTRK1、NTRK2	合作，授权/许可	0.12	22.00	项目及平台合作
2026-06-22		AD / 神经退行	BioArctic	礼来	BrainTransporter及神经退行项目	-	合作	0.30	8.00	脑递送平台合作
2026-06-09		AD / 神经退行	AlzeCure	礼来	ACD680 / AC-0027875	γ-secretase	授权/许可，合作	0.10	10.00	γ-secretase方向
2026-05-13	中国相关	AD / 神经退行	AriBio	复星医药	AR1001（米罗那非）	PDE5A	期权，合作	0.60	2.40	全球独家选择权；既有中国、港澳及约定东南亚区域肿瘤
2026-04-29		抽动障碍	Emalex	梯瓦	Ecopipam	DRD1	转让/收购	7.00	9.00	公司收购；D1受体方向
2026-04-21	中国出海	精神分裂症 / 耳鸣	翰森制药	Tortugas	TRTL-107、TRTL-913	DRD3、5-HT2A、GABR	授权/许可（NewCo）	n.d.	n.d.	翰森将精神分裂症及耳鸣项目授权Tortugas，由美国NewCo推进；首付款及里程碑未披露
2026-04-17		癫痫	Neurona	UCB	Rezanecel / NRTX-1001	GABARAP	转让/收购	6.50	11.50	公司收购；细胞治疗
2026-04-13	中国出海	疼痛	海思科	艾伯维	HSK55718、HSK51155（Nav1.8抑制剂）	Nav1.8	授权/许可	0.30	7.45	首付款0.30亿美元，额外里程碑最高7.15亿美元，另有销售分成
2026-03-31		睡眠障碍	Centessa	礼来	Cleminorexton、ORX142	OX2R	转让/收购	n.d.	78.00	公司收购；食欲素受体激动剂
2026-03-27		创伤后应激障碍	Transcend	大冢	TSND-201 / Methylone	BDNF	转让/收购	7.00	12.25	公司收购
2026-02-11	中国出海	睡眠障碍	京新药业	AMB HK Enterprises	地达西尼	GABRA1	授权/许可，合作	n.d.	n.d.	区域授权合作
2026-01-12	中国出海	AD / 神经退行	赛神医药（SciNeuro）	诺华	SNP234（脑穿梭抗Aβ抗体）	Aβ	授权/许可	1.65	16.65	诺华获得全球独家开发及商业化权益；合作模拟对BBB Shuttle脑递送技术的布局
2025-12-24	中国境内合作	精神分裂症	绿叶制药	恩华药业	瑞可妥、瑞百莱、美比瑞	5-HT2A、DRD2	授权/许可	n.d.	0.20	精神分裂症长效针剂等产品的中国商业化合作
2025-12-15	中国境内并购	AD / 神经退行	绿谷医药	复星医药	甘露特钠胶囊（GV-971）	Rib	转让/收购	n.d.	2.0002	复星取得绿谷医药控股权，布局甘露特钠及中枢神经管线
2025-12-15		AD / 神经退行	ADEL、Oscotec	赛诺菲	ADEL-Y01	Tau	授权/许可	0.80	10.40	Tau靶向治疗
2025-12-09	中国相关	癫痫	李氏大药厂	UCB	Staccato阿普唑仑	GABRA	授权/许可	n.d.	0.6050	0.605亿美元为里程碑付款，另有销售分成
2025-11-19		睡眠障碍	Avadel	Alkermes	LUMRYZ	GABRB	转让/收购	n.d.	23.70	公司收购
2025-09-03	中国出海	睡眠障碍	凯瑞康宁 / XWPharma	Avadel	Valloxybate	GABBR	授权/许可	0.20	2.15	发作性睡病、特发性嗜睡症
2025-09-02		帕金森 / 神经退行	Arrowhead	诺华	ARO-SNCA及TRIM合作项目	SNCA	授权/许可	2.00	22.00	RNAi资产及平台合作
2025-08-25		抑郁	Gilgamesh	艾伯维	Bretisilocin	5-HT2A	转让/收购	n.d.	12.00	项目收购
2025-08-20		癫痫	Saniona	Jazz	SAN2355 / JZP053	KCNQ2、KCNQ3	授权/许可	0.4250	10.35	KCNQ2/3方向
2025-07-28	中国境内合作	AD / 神经退行	AriBio / 纽料	复星医药	AR1001（米罗那非）	PDE5A	授权/许可	0.0560	0.2099	中国内地、香港及澳门权益；后续另覆盖约定东南亚10国
2025-07-15		AD / 神经退行	JCR	Acumen	J-Brain Cargo；ACU301、ACU401、ACU234	-	合作，期权	n.d.	5.55	5.55亿美元为潜在里程碑付款
2025-06-16		抑郁	Sage	Supernus	ZURZUVAE / 舒拉诺龙	GABR	转让/收购	5.61	7.95	公司收购
2025-03-06	中国境内合作	神经精神	三昧医药	恩华药业	N3T040245	KCNQ2、KCNQ3	期权，投资	n.d.	0.0350	股权投资及部分在研药物合作优先谈判权
2025-02-18		癫痫	Stoke	渤健	Zorevunersen	SCN1A	授权/许可	1.65	5.50	SCN1A方向；区域合作
2025-01-13		精神分裂症 / 情绪障碍	Intra-Cellular	强生	CAPLYTA、ITI-1284	5-HT2A、DRD2	转让/收购	n.d.	146.00	公司收购
2025-01-08	中国相关	AD / 神经退行	Alpha Cognition	康哲药业	ZUNVEYL（benzgalantamine）	AChE	授权/许可	0.06	0.44	中国等亚洲市场独家开发及商业化权

资料来源：insight，罗氏推介材料，pubmed，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

国金证券
SINOLINK SECURITIES

2 支付端持续改善，驱动国内业绩持续兑现

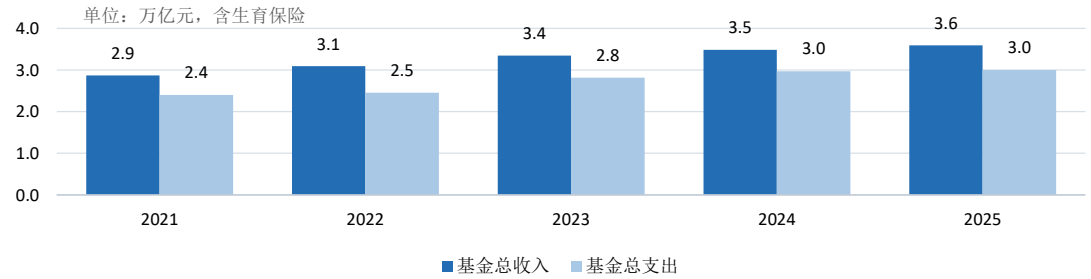
仅供内部参考，请勿外传

医保支付：国谈药支出持续释放，支持创新产品商业化

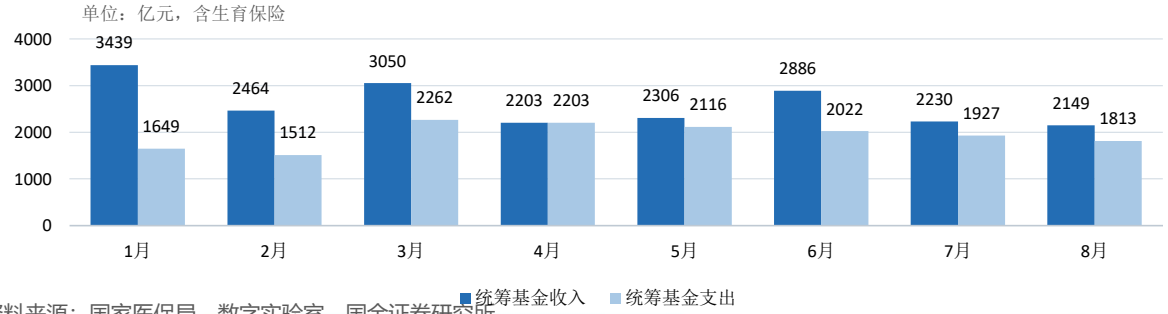
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **医保谈判将创新药的临床需求转化为可支付需求，持续支撑国内商业化市场。** 2018-2025年，医保谈判新增药品在协议期内的销售额累计超过7100亿元，其中医保基金支出超过4900亿元。新增品种的支付支持亦在持续落地：2026年1-5月，2025年目录新增谈判药品对应基金支出26.4亿元，带动药品销售39.5亿元。随着更多创新产品纳入保障范围，医保对药品市场的支持逐步体现为具体产品的支付和使用，为企业商业化提供需求基础。

图：2021—2025年基本医保基金收支情况



图：2026年1-8月医保统筹基金



2025年基本医保（含生育保险）基金收入3.59万亿元、支出3.01万亿元；统筹基金当期结存5,258亿元。
2026年1—8月统筹基金收入2.07万亿元（同比+10.2%）、支出1.55万亿元（+0.5%）；8月单月收入2,149亿元（+9.5%）、支出1,813亿元（+4.5%）。

2018—2025年协议期累计

谈判新增药品协议期销售额

超7100亿元

医保基金支付

超4900亿元

2025年协议期内谈判药品报销2.48亿人次

资料来源：国家医保局，数字实验室，国金证券研究所

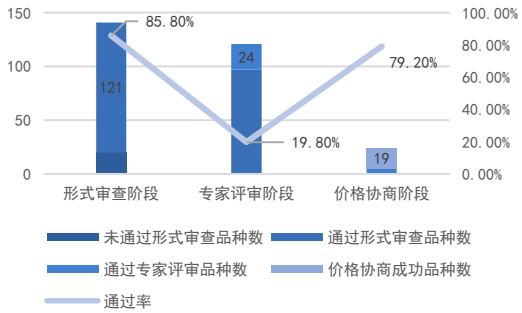
仅供内部参考，请勿外传

2025年51个品种当年获批即纳入医保目录，19款创新药纳入商保目录

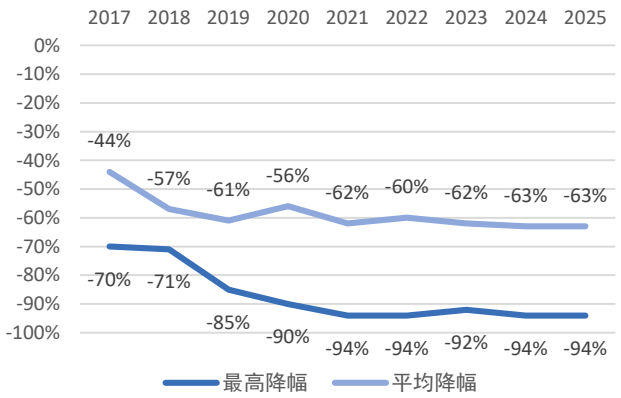
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 2025年医保谈判延续常态化、规则化趋势，目录调整从“扩容”转向“结构优化”。本轮311个目录外药品通过形式审查，112个成功准入，谈判/竞价平均降幅约63%，最高降幅约 94%；谈判成功率提升至88.19%，显示企业预期更充分、规则运行更成熟。
- **政策导向上，医保更加突出“真创新”和临床价值**，对同质化、改良价值有限或价格超出“保基本”定位的品种审查趋严。肿瘤药仍是重点新增领域，罕见病药品保持一定支持力度。同时，首次设立商保创新药目录，19个高创新、高临床价值品种纳入，标志创新药支付体系开始向“基本医保+商保”多层次模式延伸。
- 建议关注具备明确临床差异化、医保准入后放量能力强的平台型创新药企，以及能够通过商保、院外和出海渠道降低医保支付依赖的公司。

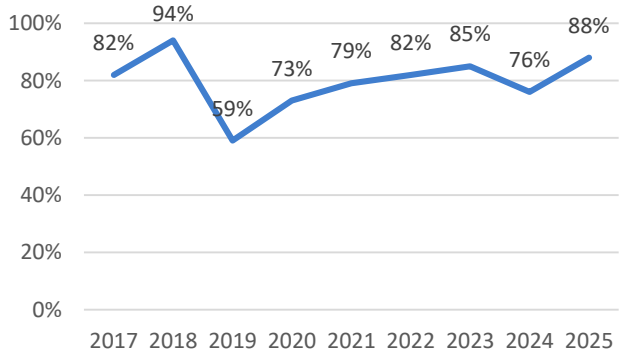
图：19个品种进入商保目录



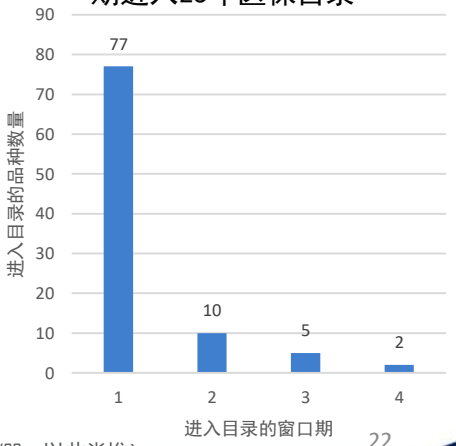
图：2017-2025年医保谈判降幅情况



图：近几年目录外药品谈判成功率



图：82%的品种在第一个窗口期进入25年医保目录



资料来源：insight，国金证券研究所（注：第一个窗口期指2024/7/1-2025/6/30，第二个指2023/7/1-2024/6/30，以此类推）

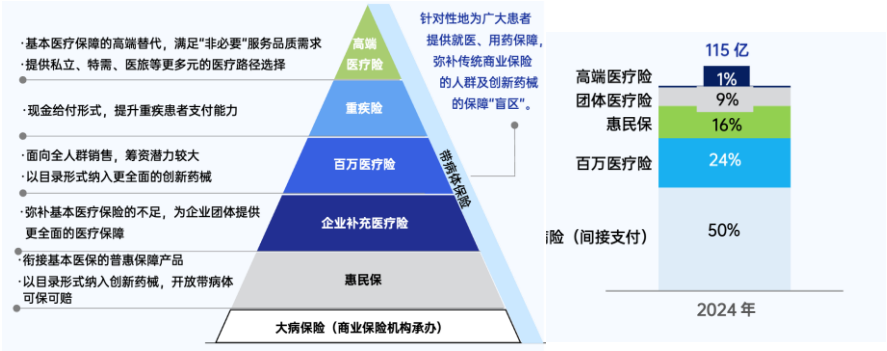
仅供内部参考，请勿外传

商保：长期支付潜力明确，短期增量更多体现为推动进院

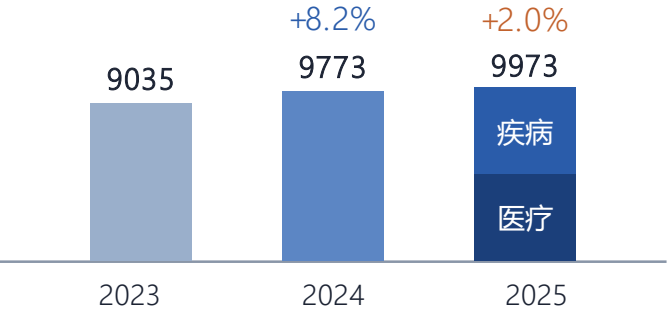
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **整体规模有所增加但增速略放缓，结构转向医疗险：**2025年商业健康险保费9973亿元，同比+2.0%；医疗险保费4550亿元（+7%）首超疾病险（医疗险是创新药报销的主要载体）。但实际赔付仍小：2025年商保对创新药械支付约150亿元，仅占测算的创新药销售市场规模1950亿元市场的7.8%；首版商保目录为推荐性、医保不参与筹资，肿瘤药占7成，CAR-T与罕见病药放量缓慢。增量主要来自“三除外”带动进院；中端医疗险、带病体产品扩容支撑长期潜力，兑现取决于商保价格协商与风险共担机制落地。

图：商业健康险支持创新药械多元支付机制的框架及支付占比

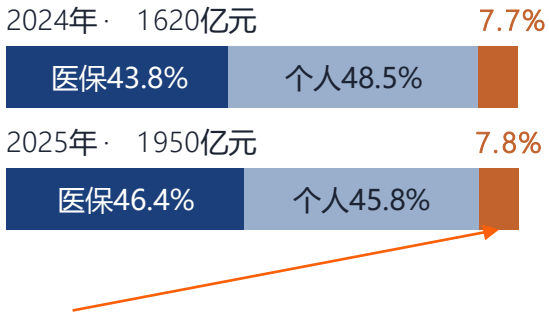


图：商业健康险保费逐年增加，医疗险增速更快（亿元）



2025年：医疗险4550亿元（46%，+7%），疾病险4500亿元（45%）

图：我国创新药械支付结构中商保仍有较大提升空间



商保支付124→152亿元（+23%），其中医疗险82亿、重疾险70亿；保险业协会初步估计2025年赔付约147亿元，连续四年高增

图：商保目录从政策到赔付的落地漏斗

政策空间	19种，推荐性目录，享“三除外”；肿瘤药占7成
实际覆盖	163/174个惠民保纳入部分品种，仅3个全纳入
产品落地	截止2026年5月底，配备机构1486家，较年初翻倍

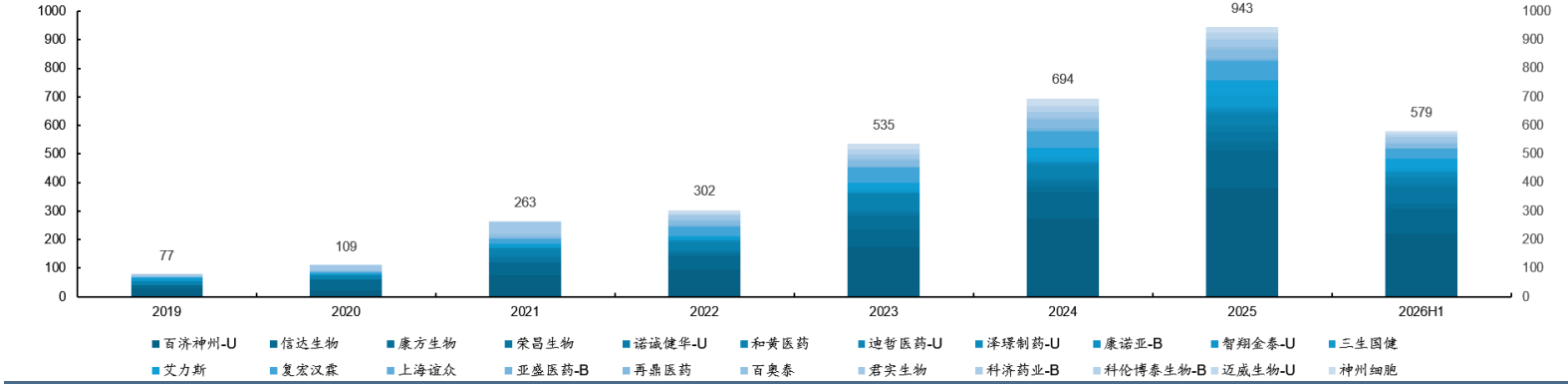
资料来源：国家医保局，《中国创新药械多元支付白皮书（2026/2025）》，《2026年中国商业健康险白皮书》，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

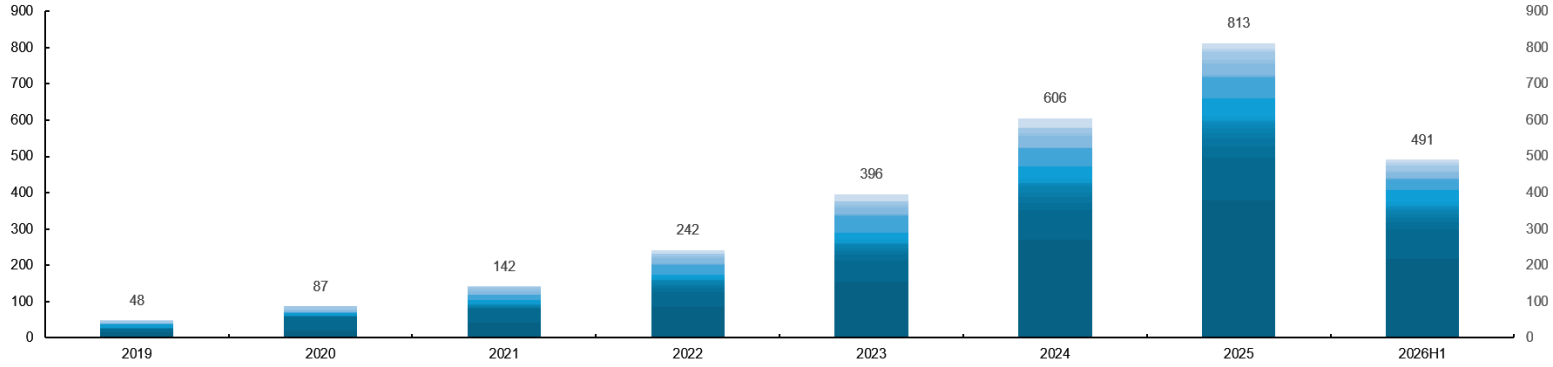
Biotech代表企业合计产品收入增速22%

国金证券 SINOLINK SECURITIES

22家代表性Biotech累计营收2019-2025年CAGR超50%，2026HI年增速达43%，仍处于快速放量期（亿元）



剔除授权收入，上述Biotech2019-2025年产品收入CAGR达60%，2026HI年增速仍达22%，处于快速放量期（亿元）

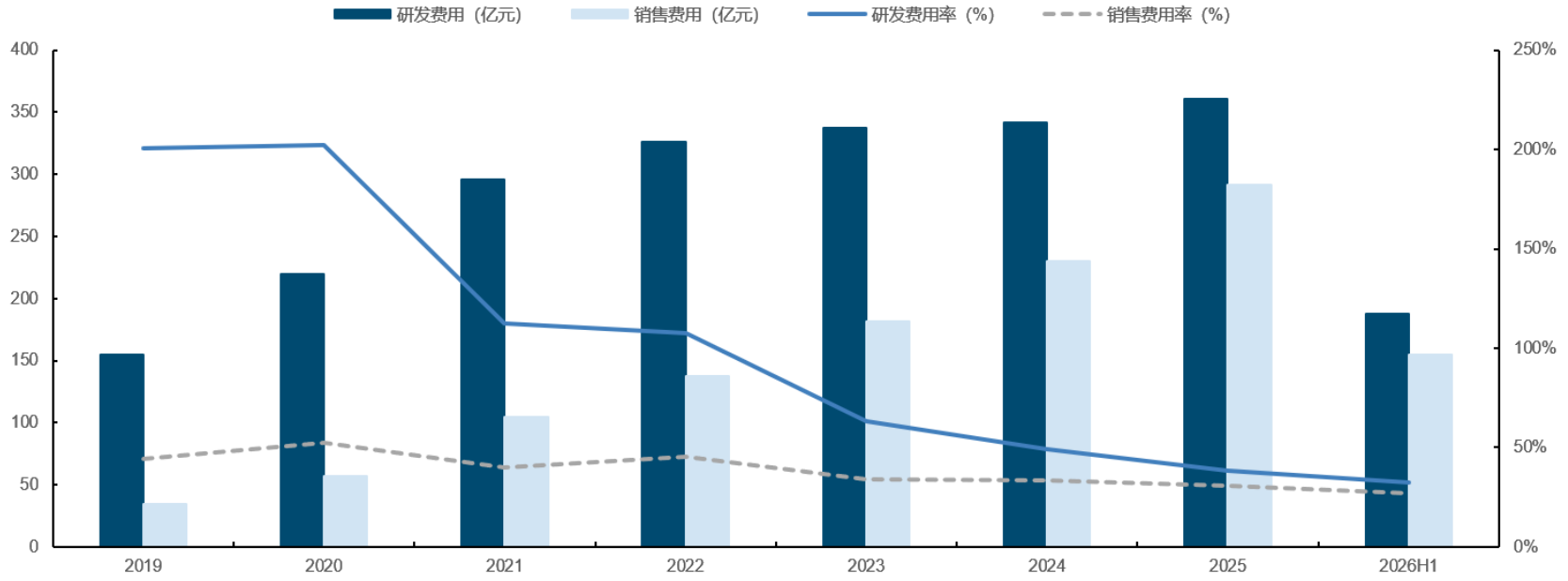


来源：ifind，各公司公告，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

Biotech：受益于收入增长以及费用控制，研发和销售费用率下降

受益于收入增长以及费用控制，研发和销售费用率下降，2025年研发及销售费用率分别为32%(-5.8pct)、27%(-6.0pct)

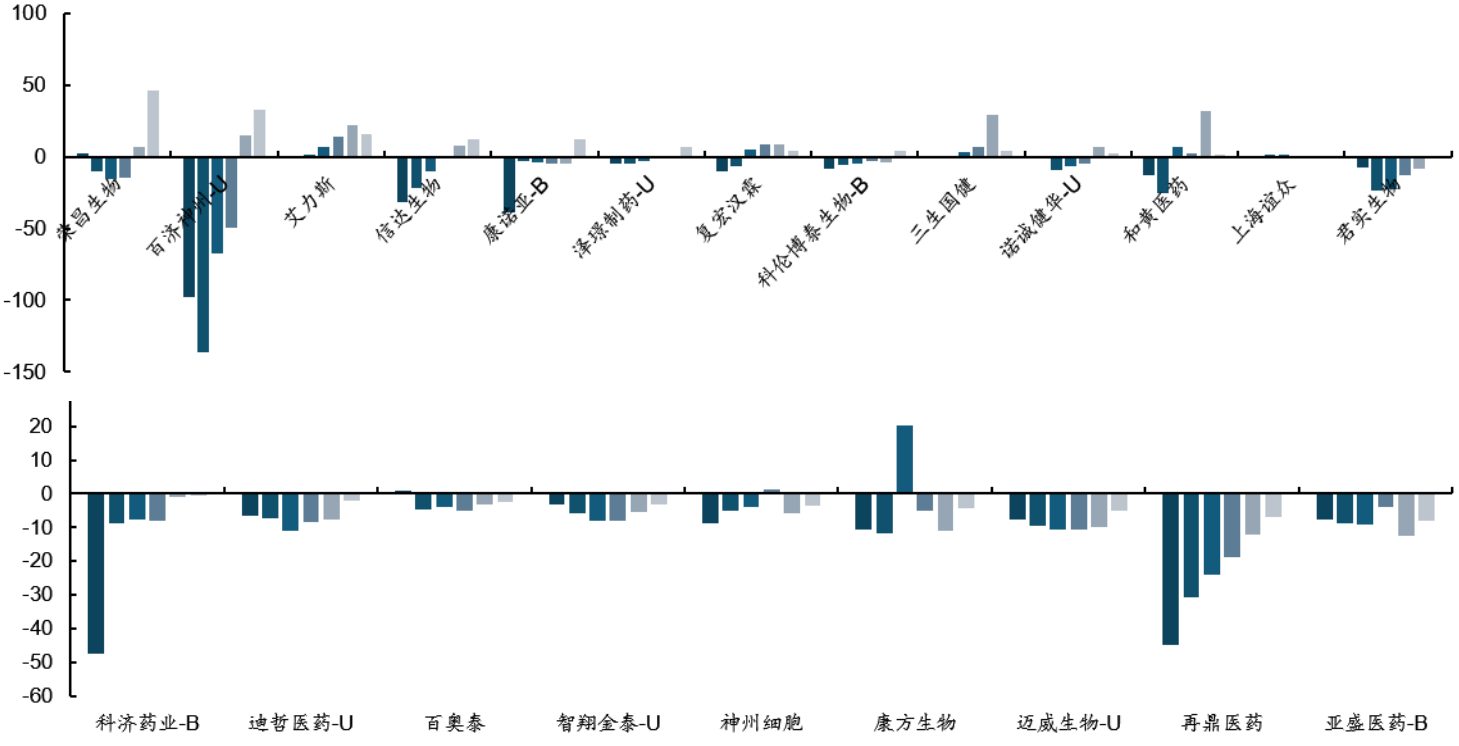


来源：iFind，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

部分头部Biotech企业已实现盈亏平衡

部分Biotech近两年逐步扭亏，2026H1多家公司实现扭亏（亿元）



来源：ifind，各公司公告，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

国金证券
SINOLINK SECURITIES

3 海内外政策共振，创新价值凸显

仅供内部参考，请勿外传

国内政策：创新药支持由审评审批延伸至定价、准入与临床使用

- **创新药政策重心正从加快上市，延伸至上市后的定价、支付与临床使用。**审评提速、数据保护和首发价格机制改善高临床价值产品的回报预期；基本医保与商保双目录分层承接支付需求，特例单议及“三除外”政策缓解医院使用高值药品的考核约束。与此同时，医保谈判仍受临床增益、基金承受能力和同类竞争影响，成熟品种持续面临集采压力。对企业而言，政策支持能否转化为业绩，还要看最终支付标准、医院配备和处方放量。

图：2024–2026年国内创新药政策演进

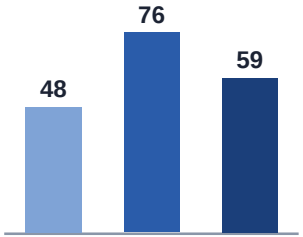
环节	2024年	2025年	2026年
审评	国常会审议全链条支持方案；临床试验30日通道在京沪等地试点	国办53号文深化监管改革；30日通道正式推广；获批创新药76个创新高	药品管理法实施条例修订；数据保护办法实施；CGT拟纳入30日通道
准入支付	DRG/DIP 2.0版切换，特例单议机制推开；国谈成功率76%	医保局16条支持创新药；首版商保目录19种＋“三除外”	商保药可申报基本目录、首设预申报；国谈提前至9月；DRG/DIP 3.0
定价	新上市化学药首发价格机制首轮征求意见	国谈平均降幅63%、成功率88%；金融监管总局推动商保纳入新药	国办9号文健全药价形成机制，“创新不集采”；首发价格机制再征求意见
集采	胰岛素接续集采，平均降价43.9%；第十批集采	第十一批平均降幅76.1%，首提“稳临床、保质量、防围标、反内卷”	1–8批全国统一接续；第12批65种；单抗联盟采购规则流出

图：2026年基本目录形式审查（个）

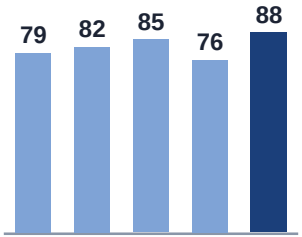


通过率90.5%（初审557个→终审601个）；商保目录62个申报、58个通过

图：获批创新药（个）

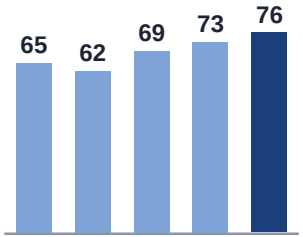


图：国谈成功率（%）



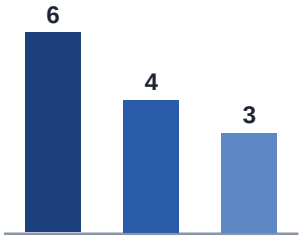
平均降幅约60%

图：集采平均降幅（%）



第12批降幅未披露

图：数据保护期（年）



普通仿制药不保护

资料来源：国务院，国家药监局，国家医保局，国家卫健委，联采办，医药魔方，Insight，新华社，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

海外政策：后续节点集中在2026年12月至2028年，临床数据与授权审查是最大潜在变量

国金证券 SINOLINK SECURITIES

图：海外政策后续关键时点（截至2026年10月11日）

2026.12.11前	2026.12.18前	2027.3.13	2028.8–9	2029.1.20	2030.4.2
临时拨款到期	**OMB首批清单**	**COINS细则**	**BIOSECURE禁令**	**关税0%到期**	**税率升至100%**
FY2027农业-FDA拨款终稿或再续期	BIOSECURE受关注企业名单	财政部可将生物技术纳入审查	FAR修订后60–90天生效	MFN＋本土化协议豁免截止	仅有本土化计划企业（现20%）

政策	影响	后续关注时点	对创新药的影响 / 潜在影响
限制中国临床数据	若法案通过，则影响程度较高	6.4众院已通过拨款法案，条款目前在委员会报告中，参院未跟进；12.11前须出全年拨款或再续临时拨款；若条款写入法案正文，入法1年后新提交的IND生效，FDA须配套出指南；FDA持续加强境外早期临床检查	若相关条款入法并生效，符合条款定义的中国站点临床数据用于支持美国IND将受限，授权资产需在美补做I期或桥接，增加开发时间与成本，首付款及估值或承压；境外临床数据充分的资产相对更具韧性
授权交易审查	若法案通过，则影响程度较高	BINSA众院（6.2）、参院（8.6）分别提出并转交委员会，关注年末是否通过FY2027 NDAA等立法载体推进；COINS相关实施规则法定期限为2027.3.13，重点关注生物技术是否纳入，以及许可、合资和股权交易的适用边界	可能影响交易结构、申报义务及交割条件：对华授权、合资、股权投资或需申报甚至被禁止，交易周期拉长，NewCo架构受限
BIOSECURE	中	2026.12.18前，关注OMB首批受关注生物技术企业清单及关联主体范围	间接：MNC或要求授权资产的CMC / CDMO供应商多元化，增加技术转移成本与时间；符合合规要求且具备承接能力的非名单CXO或获转单机会
232医药关税	低	近期关注企业本土化计划、MFN药价协议及产品豁免认定进展，尤其中国原产ADC/CGT适用0%的条件；2029.1.20关注特定双重协议企业0%待遇到期后的续期或调整；2030.4.2关注适用本土化计划优惠的企业20%税率升至100%的安排，以及届时可适用的其他优惠	关税主要影响美国商业化供应链，成本分担取决于合同，或传导至授权定价及供货条款，并推动美国本地生产与合作布局

资料来源：白宫，美国国会，CRS，美国国防部，FDA，Greenberg Traurig，Ropes & Gray，Hogan Lovells，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

支付落地：国谈药放量顺畅、基药打开基层通道，商保与特例单议执行仍有提升空间

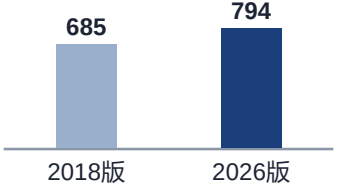
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **路径齐备**：国谈准入、基药配备（9月1日实施）、商保“三除外”、特例单议四条路径覆盖院内与基层
- **执行分化**：国谈药、基药有配备考核托底，落地快；商保高值药与特例单议受医院申报意愿、结算周期制约

支付路径	支付规则	医院使用（执行效果）	产品影响
国谈医保目录	2025年新增药2026年1月1日起执行；不得以药占比限制配备	截至2026年5月配备31万家机构；1–5月医保支出26.4亿元、带动销售39.5亿元	慢病放量快：截至2026年7月替尔泊肽进入超1.2万家机构和药店
基本药物目录（2026版）	2026年7月9日发布、9月1日实施；794种（新增116种），首纳16款创新药（国产1类4款）	2026年11月初前更新用药目录；此前医院考核要求为986，最新26.8考核下放省级，配备、使用、处方占比逐年提高并与绩效挂钩	司美格鲁肽（1mg降糖）、德谷 / 门冬胰岛素、奥希替尼；国产1类泰它西普、司普奇拜单抗、依达拉奉右莰醇等此次纳入新基药目录
商保目录 + “三除外”	2025年12月发布19种，2026年1月1日执行	截至2026年5月底配备1486家机构，较年初翻倍；1月1–20日仅223家	为CAR-T、罕见病药等高值创新药增加院内配备和商保保障通道；实际销售转化取决于具体保单责任、赔付条件及患者使用
DRG/DIP特例单议	3.0版2026年9月发布、按季/月评审，2027年3月底落地	2025年申报成功率85%，但申报比例仅2%（DRG）、0.4%（DIP）	2025年上海通过率99%；受益取决于医院申报意愿

图：基药目录品种数（种）

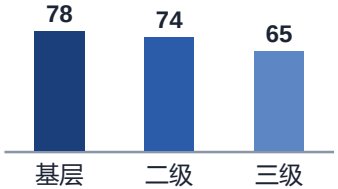
2018年版 vs 2026年版



新增116种，创新药16款

图：基药使用量占比（%）

国家卫健委2026年7月测算



“986”配备品种目标90/80/60

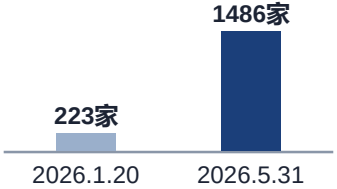
图：2025年新增国谈药使用

2026年1–5月

31万家	配备机构
39.5亿元	带动销售
1225万	使用人次

图：商保目录药配备机构

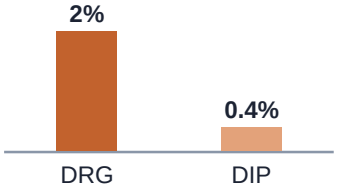
2026年1月20日 vs 5月底



2026年1月零售药店约11家

图：特例单议实际申报比例

2025年



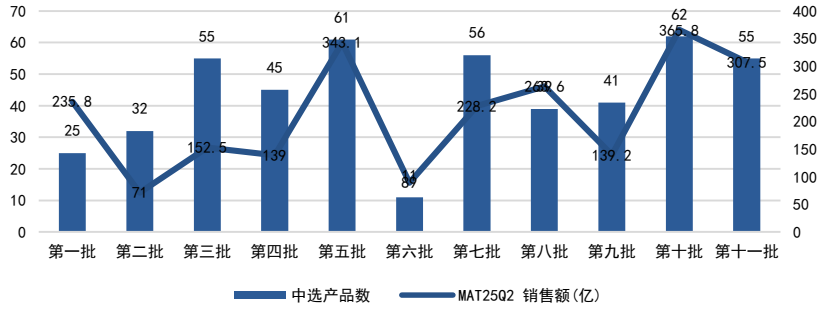
通过率超85%（2025年）

来源：国家卫健委，国家医保局通报及新闻发布会，新华网，科技日报，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

前十一批集采共涉及486个品种，第十一批集采平均降幅76.1%

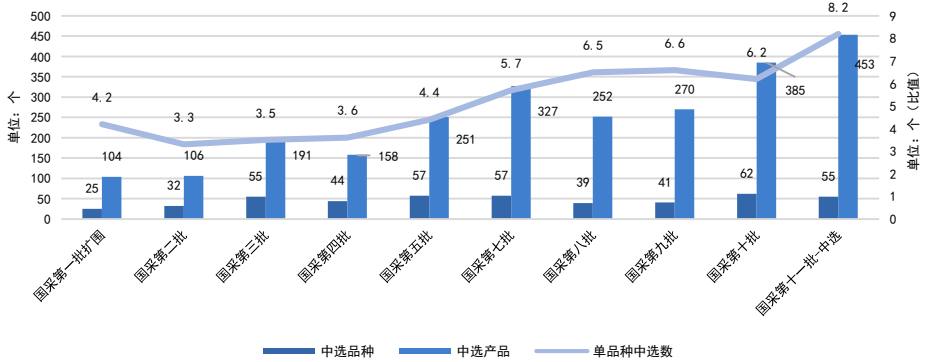
图：前十一批集采共涉及486个品种，涉及产品MAT 2025Q2累计2355亿，占比约26.4%



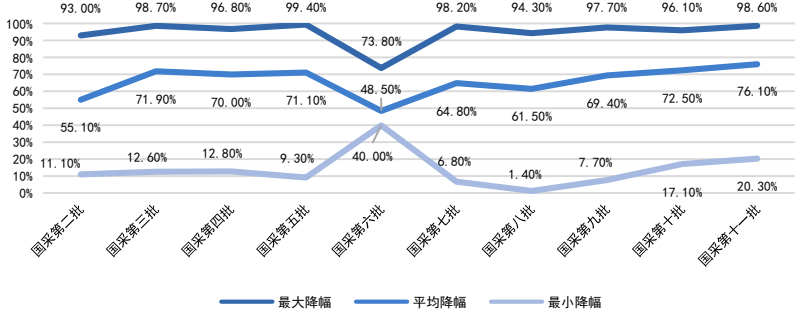
图：第十一批入围品种过评均不少于7家，中选规则新增非入围复活

		化药											胰岛素
		4+7 (第一批)	4+7扩围	第二批	第三批	第四批	第五批	第七批	第八批	第九批	第十批	第十一批	第六批 (胰岛素)
产品情况	品种数量(中选/招标)	25/31	25/25	32/33	55/56	45/45	61/62	60/61	39/40	41/42	62/62	55/55	11/11
	竞争格局	1, 2, ≥3	1, 2, ≥3	≥3				≥4	≥5		≥7		--
投标前	入围标准	原研、参比、过评、视同过评	原研、参比、过评、视同过评、纳入上市目录集					原研、参比、过评、视同过评且规定时间前获得有效注册批件	参比、过评、视同过评且规定时间前获得有效注册批件		满足三条生产与质量相关要求		规定时间前获得有效注册批件
	最多入围企业	1	≤3	6	8	10							7
投标时	中选规则	竞价/降幅排名/谈判	竞价	竞价 + (增补/询价保护)				竞价 + (增补/询价保护) + 双通道	竞价 + (增补/询价保护) + 品间阻断 + 破低围标排除	竞价 + (增补/询价保护) + 复活		竞价 + (增补/询价保护) + 入围复活+非入围复活	(竞价+增断)/直接中选
	选区	全中	交替挑选 每次选1	第一顺位优先选1，再从第一顺位开始交替选区		第一顺位优先选1，再从第一顺位开始交替选区；如中选企业存在失信情形，被选省份权拒绝						按照第一规则第二规则的中选企业选择供应地区，从第一顺位公开交替选区	全中
投标后	采购周期	1年	1年	视中选企业数量确定：1~3年					统一结束时间：2025-12-31	统一结束时间：2027-12-31		统一结束时间：2028-12-31	2年
	约定采购量占计算基数比例	全额约定采购量	50%~70%	50%~80%	50%~80%；特殊品种：40%~70%			50%~80%；特殊品种：40%~70%；超特殊品种：30%~50%	50%~80%；特殊品种：40%~70%；超特殊品种：30%~50%；[illegible]	50%~80%；特殊品种：40%~70%；超特殊品种：30%~50%		先按厂牌确定（按规则一/二/三中选），再按供应地区确定（按规则一/二/中选），单一中选企业获量[illegible]顶50%	按类别获得基础量和待分配量
	备供	次选价	未中选企业竞价	提到备供规则，从该批其中未中选企业确定，按备选企业选价供应				中选时确定备供	中选时确定备供；部分品种中选时确定第二备供			取消备供与第二备供	提至备供规则，从该品种其他中选企业确定，按备选企业中选价供应

图：历批中选品种数/产品统计



图：各批次价格降幅情况



资料来源：医药魔方，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

生物类似药集采2027年或正式启动，预计降幅温和

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 2025年8月，安徽省医药价格和集中采购中心发布《关于开展部分单抗类生物制剂信息填报收集工作的通知》，就8款单抗进行信息申报收集，包括：阿达木单抗、贝伐珠单抗、地舒单抗、利妥昔单抗、曲妥珠单抗、托珠单抗、英夫利西单抗、帕妥珠单抗。
- 此前生物类似药联盟集采中，整体降幅相对温和。此前在广东省联盟集采中，利妥昔单抗和依那西普整体降价幅度相对温和，整体降幅均低于化药平均降幅。考虑到部分生物类似药竞争格局较好，预计整体降幅有望延续温和态势，2027年或将正式启动生物类似药集采。

表：安徽集采文件中涉及8款生物药，其中7款竞争企业数≥5家，仅1款获批企业超过10家

产品	规模 (亿元)	家数	生产企业	产品	规模 (亿元)	家数	生产企业	产品	规模 (亿元)	家数	生产企业	产品	规模 (亿元)	家数	生产企业
贝伐珠单抗	101	13	Roche	曲妥珠单抗	72	6	Roche	地舒单抗	14	5	Amgen	英夫利西单抗	11	5	CELLTRION
			百奥泰				安科生物				菲洋生物				Janssen
			贝达药业				博之锐				泰康生物				博之锐
			东曜药业				齐鲁制药				齐鲁制药				迈博太科
			华兰基因				复宏汉霖				博安生物				玉溪嘉和
			齐鲁制药				正大天晴	阿达木单抗	15	9	AbbVie	托珠单抗	5	5	Roche
			博安生物	帕妥珠单抗	30	3	Roche				AbbVie				百奥泰
			复宏汉霖				齐鲁制药				百奥泰				博之锐
			上海生物制品所				正大天晴				博之锐				金宁博沃
			神州细胞	利妥昔单抗	47	5	Roche				复宏汉霖				丽珠单抗
			恒瑞医药				复宏汉霖				君实生物				
			信达生物				上海生物制品所				神州细胞				
			正大天晴				信达生物				信达生物				
							正大天晴				正大天晴				

表：此前生物类似药联盟集采中，整体降幅相对温和

通用名	商品名	企业	上市时间	价格				降幅		中标与否
				中标前挂网价(元)	最高有效申报价(元)	中标价(元)	规格	实际降幅(按挂网价计算)	中标降幅(按最高有效申报价计算)	
利妥昔单抗	达伯华	信达	2020-09	1030	2180	886	10ml:0.1g	-14%	-59%	中选
	美罗华	罗氏	2000-03	2294	2180	1834	10ml:0.1g	-20%	-16%	备选，原研
	汉利康	复宏汉霖	2019-02	1398	2180	1117	10ml:0.1g	-20%	-49%	备选
		平均降幅						**-18%**	-41%	
依那西普	强克	赛金生物	2011-04	316	302	92	25mg	-71%	-70%	中选
	益赛普	三生国健	2005-06	316	302	127	25mg	-60%	-58%	备选
	安佰诺	海正生物	2015-04	318	302	283	25mg	-11%	-6%	备选
		平均降幅						**-47%**	-45%	

资料来源：insight，CDE，广东联盟集采文件，国金证券研究所（注：价格均为2025年平均挂网价）

仅供内部参考，请勿外传

国金证券
SINOLINK SECURITIES

4 优质管线阶梯涌现，全球价值印证持续提速

仅供内部参考，请勿外传

多款重磅单品海外潜力有待挖掘，值得持续关注

多款潜在重磅单品尚未完成出海BD，后续进展值得关注

领域	厂商	产品名	靶点/药物机制	开发进度	开发适应症
肿瘤	泽璟制药	ZG005	PD-1/TIGIT双抗	III期	1L HCC、1L CC、1L NEC等
肿瘤	迪哲医药	DZD8586	四代EGFR-TKI	II期	EGFRm NSCLC
肿瘤	劲方医药	GFH375	RAS分子胶	I期	RASm PDAC/NSCLC/CRC等
肿瘤	君实生物	JS207	PD1/VEGF双抗	II期	1L+驱动基金阴性的NSCLC和SCLC等
肿瘤	贝达药业	BPI-572270	RAS分子胶	I期	RASm PDAC/NSCLC等
肿瘤	诺诚健华	ICP248	BCL-2	III期	AML、MDS、CLL/SLL、MCL等
肿瘤	石药集团	SYS6090	PD-1/IL15	I/II期	CRC、HCC等
肿瘤	石药集团	SYS6010	EGFR ADC	III期	NSCLC、ESCC等
肿瘤	和黄医药	HMPL-A251	HER2/PI3K	I期	实体瘤
肿瘤	基石药业	CS2009	PD-1/VEGF/CTLA-4	III期	NSCLC等
肿瘤	维立志博	LBL-024	PD-L1/4-1BB双抗	III期	NEC、SCLC、NSCLC等
自免	益方生物	D2570	TYK2抑制剂	III期	PsO、PsA、UC、SLE等
自免	诺诚健华	ICP-332	JAK/TYK2	III期	AD、PSO、CSU等
自免	康诺亚	CM512	TSLP/IL-13	III期	CRSwNP、COPD、哮喘等
传染病	艾迪药业	ACC077	衣壳蛋白抑制剂	临床前	暴露前预防PREP
代谢	甘李药业	GZR4	周制剂胰岛素	III期	T2DM
代谢	华东医药	DR10624	GLP-1/GIP/GCGR	III期	MASH、SHTG、HTG等
麻醉镇痛	英矽智能	ISM9528	小分子	临床前	疼痛管理
眼科	英矽智能	ISM9077	小分子	临床前	AMD

来源：insight数据库，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

美国获批以及即将获批的国产创新药

药品名称	靶点	研发公司	适应症	美国临床阶段	时间
泽布替尼	BTK	百济神州	CLL/SLL等	获批上市	2019/11/14
西达基奥仑赛	BCMA CAR-T	传奇生物	MM	获批上市	2022/2/28
呋喹替尼	VEGFR1/2/3	和黄医药	3L CRC	获批上市	2023/11/8
替雷利珠单抗	PD-1	百济神州	ESCC	获批上市	2024/3/14
舒沃替尼	EGFR	迪哲医药	EGFR Exon20 NSCLC	获批上市	2025/7/3
那韦培肽	FGFR3	维昇药业	软骨发育不全	获批上市	2026/2/27
索托克拉	BCL2	百济神州	MCL	获批上市	2026/5/13
Lorecivivint	CLK2/DYRK1A	海思科	膝骨关节炎	BLA	2026/1/6
依沃西	PD-1/VEGF	康方生物	EGFRm NSCLC	BLA	2026/1/13
Ulixacaltamide	T-type calcium channel	元羿生物	特发性震颤	NDA	PDUFA 2027/1/19
ozekibart	DR5	奕安济世生物	软骨肉瘤	BLA	2026/4/1
赛沃替尼	MET TKI	和黄医药	2L EGFRmt/MET扩增 NSCLC	NDA	2026/9/29
芦康沙妥珠	TROP2 ADC	科伦博泰生物	EC	III期	预计26H2 BLA

来源：insight，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

国内药企在美国开展三期临床试验及预期完成时间

公司名称	药物名称	靶点	17个美国开展三期临床适应症	预计三期完成时间
科伦博泰	SKB264	TROP2	2L 宫颈癌	2028E
			2L+非鳞状非小细胞肺癌	2030E
			2L+ 子宫内膜癌	2028E（实际2026A ）
			3L+ 非鳞状非小细胞肺癌	2030E
			2L+尿路上皮癌/膀胱癌	2030E
			维持/巩固治疗 卵巢上皮癌	2033E
			维持/巩固治疗 子宫内膜癌	2032E
			3L+ 胃癌	2027E
			维持/巩固治疗 宫颈癌	2031E
			维持/巩固治疗 鳞状非小细胞肺癌	2031E
			新辅助 三阴性乳腺癌、HR阳性、HER2阴性乳腺癌	2034E
			维持/巩固治疗 卵巢上皮癌	2032E
			1L 三阴性乳腺癌	2030E
			辅助治疗 非小细胞肺癌	2034E
			一线 非小细胞肺癌	2030E
			辅助治疗 三阴性乳腺癌	2037E
			一线,二线 HR阳性、HER2阴性乳腺癌	2031E

公司名称	药物名称	靶点	美国开展三期临床适应症	预计三期完成时间
康方生物	AK112	PD1/VEGF	1L 结直肠癌	2029E
			2L+非鳞状非小细胞肺癌	2026E
			1L PD-L1 TPS ≥50%非小细胞肺癌	2029E
			1L 驱动基因阴性非小细胞肺癌	2029E
三生制药	SSGJ-707	PD1/VEGF	子宫内膜癌&结直肠癌	2031E
			NSCLC&胃癌	2032E
			SCLC	2034E
荣昌生物	RC148	PD1/VEGF	sqNSCLC	2029E
映恩生物	DB-1303	HER2	HER2低表达乳腺癌 HER2低表达乳腺癌	2028E
			子宫内膜癌	2029E
	DB-1311	B7-H3	2L+去势抵抗性前列腺癌	2031E
翰森制药	HS-20093	B7-H4	小细胞肺癌 (二线)	2029E
			去势抵抗性前列腺癌	2029E
信达	IBI363	PD1/IL2	鳞状非小细胞肺癌 (二线，三线)	2029E

来源：insight，clinical trials，国金证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

国金证券
SINOLINK SECURITIES

5 投资建议

仅供内部参考，请勿外传

投资建议

- Pharma-恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药、石药集团、三生制药、甘李药业
- Biopharma-百济神州、信达生物、科伦博泰、康方生物
- Biotech-荣昌生物、诺诚健华、映恩生物、康诺亚、和黄医药

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

- BD 受海外地缘政策约束风险。当前中美生物 BD 交易面临地缘立法风险，包括已生效的《全面对外投资国家安全法案》（COINS 法案）及两党联合提案《生物技术投资国家安全法案》（BINSA 法案）。目前相关法案尚未完全落地，相关法案的推进会使国内药企出海 BD 交易审批不确定性提升，进一步压制海外变现预期，冲击国内药企的现金流与估值。

- 创新药行业竞争加剧风险。国内药审提速带动创新药获批数量持续扩容，肿瘤、代谢等热门靶点迎来众多一类新药上市，若相关创新药适应症覆盖高度重叠，则先发企业市场独占周期大幅缩短，且后上市品种缺乏差异化临床优势，放量难度显著提升。

- 医保控费降价不及预期风险。医保谈判常态化推进，而国内创新药进入集中上市窗口期，医保议价力度逐年加大，存在单品降价幅度超出市场预期可能。大幅降价将直接压缩产品毛利率，削弱单品盈利贡献；若放量无法对冲价格下滑，企业营收、利润将承压。

- 海外流动性收紧风险。若美联储加息预期走强，美债收益率上行将抬升长久期创新药折现率，压制板块估值。此外，港股以外资定价为主，紧缩周期下跨境资金回流美国，板块流动性持续收缩，Biotech 再融资难度加大、估值中枢承压。

仅供内部参考，请勿外传

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

仅供内部参考，请勿外传

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序

国金证券 SINOLINK SECURITIES



国金证券 SINOLINK SECURITIES

最新研报

会议路演

研究专题