

中国医药

创新药行业基本面强劲，估值修复将持续

我们认为，中国创新药行业的基本面强劲，创新药出海 BD 交易规模快速增长。中国创新药行业通过不断增长的 BD 交易规模持续验证研发实力。我们认为，中国极高的早期研发效率，庞大的临床资源以及丰富的科学家人才构成了中国创新药行业的全球竞争优势。在强劲的基本面驱动下，创新药板块的估值修复将持续。

- **创新药出海 BD 交易高速增长。**据医药魔方统计，年初至今（截至 7 月 21 日）中国创新药 License-out 出海交易总金额达 1,099 亿美元，交易数量 140 项，其中首付款金额 59 亿美元，交易总金额已达 2025 年全年的 79%，首付款已达 2025 年全年的 82%。值得注意的是，年初至今出海 BD 交易的首付款金额占总交易额的比例为 5.4%，与 2025 年全年 5.2% 的占比持平，体现了出海 BD 交易结构仍偏早期品种，大部分的价值实现将依赖于里程碑和潜在销售分成。
- **MNC 锁定中国头部创新药企的研发资源。**今年以来，MNC 与中国头部创新药企达成大量的针对多个早期管线的 BD 合作。例如，石药集团与阿斯利康达成关于 8 个创新长效多肽药物的 185 亿美元合作（首付款 12 亿美元）；恒瑞医药与 BMS 达成关于 13 个项目的 152 亿美元合作（首付 6 亿美元）；信达生物与辉瑞就 12 个肿瘤早期管线签署 105 亿美元合作（首付 6.5 亿美元），并早前与礼来达成 88.5 亿美元的肿瘤及免疫领域创新药合作（首付 3.5 亿美元）。我们认为，MNC 充分认识到中国创新药企在早期研发的高效与高质，因此通过达成多项早期管线的合作以锁定研发资源。与此同时，MNC 在中国寻找后期潜力管线的热情也将持续高涨。
- **首推标的：**映恩生物、石药集团、三生制药、信达生物。
- **风险提示：**创新药出海 BD 授权推进及里程碑兑现不确定性；地缘政治扰动；国内集采、医保谈判降价等政策影响。

估值表

公司名称	股份代码	评级	市值 目标价		上行/ 下行空间	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)	
			(百万美元)	(LC)		FY26E	FY27E	FY26E	FY27E	FY26E	FY27E
映恩生物	9606 HK	买入	2,758.8	383.47	60%	nm	nm	8.0	10.2	(0.0)	(0.2)
石药集团	1093 HK	买入	12,766.0	13.05	55%	14.6	14.7	2.2	2.1	0.2	0.1
三生制药	1530 HK	买入	5,596.1	34.87	102%	19.9	23.4	1.2	1.2	0.1	0.1
信达生物	1801 HK	买入	20,413.3	113.86	23%	65.2	40.4	6.2	5.2	0.1	0.1
复宏汉霖	2696 HK	买入	4,026.9	99.78	72%	32.2	54.5	5.7	5.1	0.2	0.1

资料来源：公司资料、彭博、招银国际环球市场预测；市场数据截至 2026 年 7 月 22 日收盘

优于大市
(维持)

中国医药行业

- 武煜, CFA**
(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk
- 黄本晨, CFA**
huangbenchen@cmbi.com.hk
- 王银朋**
(852) 3657 6288
andywang@cmbi.com.hk
- 王云逸**
(852) 3916 1729
cathywang@cmbi.com.hk

相关报告:

- [【Company Research】WuXi Biologics \(2269 HK\) - Resilient demand amid macro uncertainties](#)
- [【Company Research】DualityBio \(9606 HK\) - Pioneering ADC + IO 2.0 paradigm with next-generation blockbuster ADC](#)
- [【Company Research】CSPC Pharmaceutical \(1093 HK\) - Core sales inflection with substantial BD optionality](#)
- [【Company Research】3SBio \(1530 HK\) - ASCO 2026 takeaways: encouraging first mPFS readout for 707 in 1L PD-L1+ NSCLC](#)
- [【Company Research】Innovent Biologics \(1801 HK\) - Accelerating transition to global biopharma](#)
- [【Company Research】Henlius Biotech \(2696 HK\) - Accelerating global commercialization and innovation](#)
- [【行业研究】中国医药 - AI 有望改变创新药研发范式](#)

映恩生物 (9606 HK, 买入, 目标价: 383.47 港元) : DB-1311 针对前列腺癌具备重磅潜力, 联用下一代 IO 前景广阔

业务趋势:

1) B7H3 ADC 核心聚焦 mCRPC, 一线全球 III 期已启动, 前线布局持续推进。DB-1311/BNT324 (B7-H3 ADC) 目前的核心适应症为转移性去势抵抗性前列腺癌 (mCRPC)。其中, 针对一线 mCRPC 的全球 III 期临床试验 (NCT07365995) 已于 2026 年 4 月启动, 公司预计将在 2029 年初完成数据读出。我们理解, 该研究是 DB-1311 进入全球注册性开发阶段的重要里程碑。公司已于 2026 年 2 月 ASCO GU 会议披露 DB-1311 在多线经治 mCRPC 患者中优异的临床数据。疗效方面, 整体人群的中位影像学无进展生存期 (rPFS) 为 11.3 个月 (n=128); 其中, 既往未接受 Lu177 治疗的患者中位 rPFS 为 13.6 个月 (n=84)。安全性方面, 整体 3 级及以上治疗相关不良事件 (TRAE) 发生率仅为 20%。除多线经治 mCRPC 外, 公司亦在推进 DB-1311 更前线的开发策略, 包括联合阿比特龙/恩扎卢胺用于化疗前 mCRPC, 以及用于激素敏感性前列腺癌患者的研究。此外, 公司已行使 DB-1311 在美国市场 50% 权益, 显示出管理层对该品种全球潜力的乐观判断。

2) DB-1311 联用 pumitamid (PD-L1/VEGF) 推进迅速, 在全球 ADC + IO2.0 领域具备领先优势。管理层预计将在今年 WCLC 会议披露 DB-1311 联合 pumitamid 针对肺癌的 I/II 期篮式试验 (NCT06892548) 的早期数据 (我们预期将主要是 ORR 早期疗效数据), 覆盖一线及二线 NSCLC 等队列。此外, 管理层预计将在未来 12 个月内 (2026 年下半年至 2027 年上半年) 启动该联用方案针对 NSCLC 的全球 III 期临床研究, 彰显了公司对联用疗法在重磅 NSCLC 适应症的信心。此外, 公司还将在今年 ESMO 会议披露 DB-1311 联合 pumitamid 治疗晚期实体瘤的全球 II 期篮式试验 (NCT06953089) 首次临床结果, 该研究的适应症包括卵巢癌、肝癌、头颈鳞癌等; 我们预期将披露 ORR 早期疗效数据。

3) DB-1310 (HER3 ADC) : 后线 HR+/HER2- 乳腺癌早期数据积极, ESMO 将有进一步更新。DB-1310 针对后线 HR+/HER2- 乳腺癌, 此前展现出了优异的早期疗效数据, mPFS 达到 14.78 个月 (n=13, [链接](#))。公司预计将在今年 ESMO 会议进一步更新该项临床试验数据。同时, 公司也在持续推进该品种的对外授权交易。

4) DB-1303/BNT323 (HER2 ADC) 2026 年内期待海外乳腺癌 III 期数据与子宫内膜癌申报。DB-1303/BNT323 针对二线及以上 HR+/HER2 低表达乳腺癌的全球 III 期临床研究预计将在今年底披露临床数据; 针对二线及以上 HER2 表达子宫内膜癌的美国上市申请预计将在 2026 年递交。此外, 公司还计划在 ESMO 会议披露该品种联合 pumitamid 用于 HR+/HER2 低表达乳腺癌的临床数据。

我们的观点：

DB-1311/BNT324 (B7H3ADC) 在 mCRPC 领域已展现出具备竞争力的疗效/安全性特征，重磅品种潜力逐步显现。我们认为，DB-1311/BNT324 是公司当前最具战略价值的核心资产，并具备成长为重磅品种的潜力。基于公司已披露数据，DB-1311 在多线经治 mCRPC 人群中显示出优异的抗肿瘤活性和安全性：全球 1/2 期临床的整体中位 rPFS 达 11.3 个月，且 3 级及以上 TRAE 发生率仅为 20%。在既往未接受 Pluvicto/Lu177 治疗的患者中，中位 rPFS 进一步提升至 13.6 个月，进一步强化了其临床吸引力。

从竞品跨研究比较的角度看，诺华的 Pluvicto (177Lu-PSMA-617) 在其 III 期 VISION 研究的中位影像学 PFS 为 8.7 个月；相比之下，DB-1311 在更复杂的多线经治人群中取得 11.3 个月的 rPFS，疗效表现具备竞争力。此外，对比 B7-H3 ADC 同类品种：宜联生物的 YL201 在针对 CRPC 适应症的中国 2 期临床中最优剂量组披露的中位 rPFS 为 11.8 个月（无 Pluvicto 经治患者，[链接](#)），但 3 级及以上 TRAE 发生率达到 44%。而 DB-1311 的 1/2 期临床中，入组患者中约 64% 来自海外，且约 1/3 患者既往接受过 Pluvicto 治疗。考虑到 Pluvicto 经治患者通常预后相对更差，DB-1311 仍取得 11.3 个月的整体 rPFS，以及仅有 20% 的三级及以上 TRAE，显示出其疗效和安全性的竞争优势。

前列腺癌商业化空间广阔，DB-1311 有望支撑数十亿美元峰值销售预期。从商业化角度看，前列腺癌的全球市场广阔。Pluvicto 在 2025 年全球销售额达到 20 亿美元，且诺华对其峰值销售预期为 50 亿美元。我们认为，DB-1311 若能够延续当前疗效与安全性优势，并顺利完成向更前线 mCRPC 及 CSPC/激素敏感前列腺癌人群的拓展，其潜在市场空间有望进一步打开，具备实现数十亿美元销售峰值的可能性。因此，DB-1311 是映恩生物重要的估值支撑。

DB-1311 联用 pumitamidg 具备在 NSCLC 领域的重磅潜力。当前 TROP2 ADC 在一线 NSCLC 的开发路径多以联合 PD-1 为主，且较多聚焦于 PD-L1 高表达人群；相比之下，B7-H3 ADC 联合 IO2.0 的临床开发目前未严格以 PD-L1 表达进行患者区分，潜在适用人群范围可能更广，疗效可能更优。我们认为，若 DB-1311 联合 pumitamidg 能在今年 WCLC 披露的肺癌多队列数据中展现出积极的早期疗效和可管理的安全性，则有望显著提升市场对其在 NSCLC 领域开发潜力的预期。进一步看，公司计划在 2026 年下半年至 2027 年上半年启动全球 III 期，也意味着其对该组合在 NSCLC 的开发前景具备较强信心。

石药集团 (1093 HK, 买入, 目标价: 13.05 港元)：制剂业务边际企稳，创新管线加速推进，持续 BD 兑现平台价值

业务趋势：

1) 公司维持全年产品收入正增长预期。公司核心产品恩必普已进入近期更新版国家基本药物目录，有望进一步提升其在基层医院的覆盖与应用。恩必普将在 2026 年底进行医保续约，我们预计本轮续约中的价格降幅将相对有限。

2) SYS6010 (EGFR ADC) 三期临床加速推进。SYS6010 当前已启动 7 项中国 III 期临床试验，适应症覆盖较广，包括肺癌野生型辅助治疗、一线和二线治疗，以及 EGFR 突变型肺癌一线和二线治疗。其中，在一线 NSCLC 领域，公司开展了 SYS6010 联合 PD-1 单抗头对头对比替雷利珠单抗联合化疗的 III 期研究，目标人群为 PD-L1 阳性的鳞状和非鳞状 NSCLC 患者。公司预计将在今年 WCLC 大会上披露 SYS6010 用于一线和二线 NSCLC 的临床数据。除肺癌外，SYS6010 针对二线食管鳞癌的 III 期临床已启动，预计也会启动一线

食管鳞癌的 III 期研究。此外，针对 2L+ HER2 阴性、EGFR 阳性乳腺癌的 III 期临床亦已启动。海外开发方面，公司于 2025 年底原计划启动该品种在海外针对 EGFR 突变 NSCLC 三线及野生型 NSCLC 二线的 III 期研究，但在策略调整后，公司将暂停自主推进海外 III 期临床，后续或由潜在合作伙伴推动相关海外开发。

3) SYS6043 (B7-H3 ADC)：早期疗效积极，卵巢癌 III 期已启动，乳腺癌 III 期在计划中。SYS6043 已在多种肿瘤患者中显示出较好的早期抗肿瘤活性。安全性方面，SYS6043 的 3 级及以上 TRAE 发生率为 37%，处于较低水平。公司目前已启动 SYS6043 针对卵巢癌的 III 期临床，并计划进一步启动其在乳腺癌适应症中的 III 期研究。公司将在今年 ESMO 会议披露该品种针对乳腺癌的临床数据。

4) JMT108 (PD-1/IL15)：临床前显示出显著抑制肿瘤生长的活性和良好的耐受性，相比于其他 PD-1 单抗药物和 IL-15 药物显示出更高的药效活性。公司正在中美两地进行早期临床探索，目前已经入组超过 100 人。潜在的优势适应症包括后线肝癌、结直肠癌等冷肿瘤。公司将在今年 ESMO 会议上披露 JMT108 在晚期实体瘤患者中的首次人体 I/II 期临床数据。

我们的观点：

产品销售出现触底企稳迹象，集采影响基本消化完毕。从季度趋势看，公司成药销售收入已连续三个季度实现环比增长，并在 2026 年第一季度达到 50.8 亿元，环比增长 4.0%。我们认为，这一趋势已构成较强的经营拐点信号，意味着公司传统制剂业务正在从压力释放阶段逐步转向恢复增长阶段。往后看，我们预计新品种放量将成为推动公司销售增长的主要动力，包括安复兴、多恩达、度恩泰、津立泰、明复乐等品种均有望贡献增量。我们预期恩必普在基药目录调整与医保续约后保持稳定，同时新产品收入快速增长，驱动公司整体产品销售稳定增长。

BD 持续兑现平台价值，大额授权交易验证公司创新实力。除经营端企稳外，我们认为石药集团近年来最值得重视的变化之一，是其创新管线与技术平台的持续对外授权能力。自 2024 年以来，公司已完成 6 项对外授权交易，涉及首付款合计 17.4 亿美元、里程碑付款合计约 321 亿美元，显示出其资产在全球范围内获得了较高认可。其中，尤其值得关注的是公司于 2026 年 1 月与阿斯利康达成的重磅授权交易，总交易金额超过 185 亿美元，其中包括 12 亿美元首付款，涉及每月一次注射的长效 GLP-1R/GIPR 激动剂 SYH2082 及长效 Amylin 等资产。结合当前管线储备，我们判断，具备后续授权潜力的资产包括 EGFR ADC、B7-H3 ADC、PD-1/IL-15 双抗等。

SYS6010 (EGFR ADC) 具备出海潜力，其 III 期开发节奏明显提速，覆盖适应症广、临床布局完整，尤其是在一线 PD-L1 阳性鳞状及非鳞状 NSCLC 领域，公司已启动注册性 III 期研究。我们尤其关注公司将在今年 WCLC 大会披露的 SYS6010 一线和二线 NSCLC 临床数据。

三生制药 (1530 HK, 买入, 目标价：34.87 港元)：主业短期阵痛，707 开发进度以及广度全球领先

业务趋势：

1) 707 (PD-1/VEGF 双抗) 全球临床快速推进，未来 2-3 年全球临床试验数据有望陆续读出，将支撑其全球价值释放。辉瑞将 707 定位为肿瘤管线核心骨架分子的战略意图明确，今年以来临床推进速度整体符合预期：已启动 3 项全球三期临床，覆盖 4 项适应症。此外，

辉瑞计划在今年下半年启动 707 与 PADCEV (Nectin-4 ADC) 联用的全球三期临床，后续预计还将在胸部、消化系统、泌尿系统等肿瘤适应症上陆续注册更多临床试验。在 2026 ESMO 会议上 (10 月 23-27 日)，辉瑞/三生制药将公布 707 联用化疗一线治疗非小细胞肺癌的中国二期临床更新数据，我们预计将有 mPFS 数据读出，其同一适应症的全球三期临床已于 26 年初正式启动招募。我们预计，自 27 年起，辉瑞可能将陆续读出 707 的全球临床早期数据，将为 707 的全球价值释放提供支撑。

2) 市场对主业短期承压已有一定预期，2027 年起主业可预见性有望增强。26 年公司常规业务面临集采、医保续约谈判与税务政策调整的叠加影响：省联盟集采轮动持续影响 EPO 等品种价格，但国家层面统一集采时点尚不明确。特比澳在 2026 年年底将迎来最后一轮医保谈判，之后将调入常规目录，价格可预见性将增强。增值税政策调整属一过性影响，我们预计其对利润率的影响可能为中至高个位数水平，该影响将在 2026 年消化完成。展望 2027 年，特比澳价格落定，多个新品种陆续获批上市或纳入医保，有望逐步贡献销售增量，常规业务有望回归稳定增长。

3) 新管线梯队渐次展开，License-in 是重要补强方式。自免领域，益赛拓 (IL-17A) 已获批上市并将于 2026 年底进行医保谈判，613 (IL-1 β) 预计将于 2026 年内获批，611 (IL-4R) 预计将于 2027 年获批。肿瘤领域，与海和药物合作的柏瑞素 (口服紫杉醇溶液) 已于 26 年正式纳入医保，与映恩合作的 DB-1303 (HER2 ADC) 预计将于 2027 年获批。此外，公司预计将持续引进品种，并通过设立“三生医药基金”布局生物药早期资产。

我们的观点：

市场对公司今年常规业务短期承压已有一定预期，2027 年有望回归稳健增长。707 的价值发现仍处于早期，辉瑞将其定位为肿瘤管线核心骨架分子，并在全球启动多项临床，临床开发的进度和广度全球领先。全球临床数据在未来几年陆续读出，有望进一步支撑 707 的全球价值释放。建议重点跟踪的重要节点：2026 ESMO 会议的 707 更新数据、707 的全球临床启动计划及数据读出、26 年年底特比澳医保谈判结果。

信达生物 (1801 HK, 买入, 目标价：113.86 港元)：商业化延续高速增长，IBI363 有望成为估值核心驱动

业务趋势：

1) 反腐政策对产品销售影响有限，我们预期二季度产品销售延续良好增长。产品销售增长主要由玛仕度肽 (GLP-1/GCG)、托莱西单抗 (PCSK9) 及替妥尤单抗 (IGF-1R) 等重点产品持续放量所驱动。管理层对 2027 年实现 200 亿元产品销售目标保持信心。我们预计玛仕度肽将于 2026 年底参与医保谈判，申请糖尿病适应症进入国家医保目录。若谈判进展顺利，将有望提升该产品在院内市场的放量速度。

2) IBI363 一线 NSCLC 头对头 Ph1 试验已启动，后续启动全球 III 期仍待数据验证。公司于 2026 年 6 月 ASCO 会议披露了 IBI363 联合化疗一线治疗 NSCLC 的剂量探索数据。其中，3-1.5mg 剂量组显示出相对最佳的风险收益比，确认的 ORR 为 81.8%， ≥ 3 级 TRAE 发生率为 61%。预期将继续随访该剂量组的 PFS、OS 等长期疗效数据。在一线 NSCLC 领域，公司已启动 IBI363 3-1.5mg 联合化疗头对头 Keytruda 联合化疗的 1 期临床试验，不限制 PD-L1 表达，计划入组 190 人。我们预期，后续启动海外一线 NSCLC 全球 III 期临床的计划将取决于当前试验的结果。

3) ESMO 预计披露 IBI363 多项更新数据，一线及后线肺癌、胃癌数据均值得关注。公司将在今年 ESMO 会议披露 IBI363 联合化疗一线治疗 NSCLC 的 Ph1b 更新数据。此外，在后线 NSCLC 方面，针对 IO 经治鳞状 NSCLC 的全球 III 期临床正在入组，预计将在 2026 年下半年与 FDA 就 IBI363 治疗 IO 经治非鳞状 NSCLC 的 III 期临床方案进行沟通。除肺癌外，公司还在推进 IBI363 联合化疗一线结直肠癌（CRC）的 PoC 研究。在中国，IBI363 针对后线 CRC 的三期临床已经启动。根据公司规划，今年 ESMO 还将披露 IBI363 联合化疗一线胃癌（GC）以及 IBI363 联合贝伐珠单抗用于 IO 经治肺腺癌的临床数据。

4) IBI343（CLDN18.2ADC）三线胃癌全球多中心研究推进中，合作方武田预计将在 2027 年提交该品种在日本的上市申请。与此同时，IBI343 针对一线胃癌及一线胰腺导管腺癌（PDAC）的 PoC 研究也在持续推进，后续全球 III 期的启动预计将取决于 PoC 数据结果。

5) 合作伙伴预计 2026 年启动 IBI324（Ang2/VEGF）的全球 III 期。IBI324 在早期临床研究中展现出优秀的疗效潜力。在糖尿病性黄斑水肿（DME）患者中，该品种头对头相较法瑞西单抗显示出更快且更显著的视网膜积液消退效果；在湿性年龄相关性黄斑变性（wAMD）患者中，其解剖学结果与法瑞西单抗相当。无论在 DME 还是 wAMD 适应症中，IBI324 对患者视力改善的数值表现均优于法瑞西单抗。根据规划，合作伙伴 Ollin 预计将在 2026 年启动该品种针对 DME 和 wAMD 的 III 期临床试验。

6) IBI3003（GPRC5D/BCMA/CD3）关键 III 期已启动，ASH 预计进一步披露临床数据。IBI3003 已于去年 ASH 会议披露首次人体数据，显示出积极的初步疗效信号，尤其是在伴髓外病变或既往接受抗 BCMA 和/或 GPRC5D 靶向治疗的高危多发性骨髓瘤患者中表现出积极疗效。公司已启动该品种用于二至五线多发性骨髓瘤的中国关键 III 期临床研究。

我们的观点：

信达生物已进入商业化与创新管线双轮驱动阶段，产品收入端的持续放量显著增强公司基本面韧性。公司的季度产品销售收入屡创新高，今年第一季度超过了 38 亿元，同比增长超过 50%，延续了近年来的高增长趋势。受益于玛仕度肽、托莱西单抗和替妥尤单抗的显著放量，我们预计公司的产品销售将延续强劲增长。目前 GLP-1 类药品在中国减重市场渗透率极低，具备较大的患者教育和渗透提升空间。对标来看，尽管年初有大幅度降价，礼来的替尔泊肽 2025 年在中国的销售额约 20 亿人民币，预计到 2026 年将达到 70 亿人民币。我们认为，信达生物的玛仕度肽作为双靶减重药物，除了优异的减重效果，在肝脏脂肪降低方面具有差异化优势。我们认为，凭借其先发优势和本土商业化能力，公司有望在中国减重市场获得可观的市场份额。

IBI363 是公司中长期估值的关键变量，一线 NSCLC 数据读出尤为重要。公司已于 ASCO 披露了 IBI363 联合化疗的一线 NSCLC 剂量探索数据，其中 3-1.5mg 剂量组 ORR 达 81.8%，初步显示出较强疗效信号。我们期待公司在今年 ESMO 会议上披露的 IBI363 联合化疗一线治疗 NSCLC 的 Ph1b 更新数据，尤其是 PFS 和 OS 数据（如有）。若该组合在更长随访下仍能维持较强疗效，并表现出可接受的安全性轮廓，则有望明显提升市场对其进入全球 III 期开发的信心。同时，IBI363 即将在 ESMO 上披露的一线 GC 和 IO 经治肺腺癌的数据亦值得关注。

复宏汉霖 (2696 HK, 买入, 目标价: 99.78 港元): 关注 HLX43 和 HLX22 大适应症临床推进情况

业务趋势:

- 1) HLX43 (PD-L1 ADC) 有望于下半年启动全球 III 期注册, 这将取决于与 FDA 的沟通进展, 我们预期首个适应症可能是二线非鳞状 NSCLC。针对二线及后线鳞状 NSCLC, HLX43 联合 EGFR 单抗 HLX07 的国际多中心 II/III 期临床正在推进中。公司计划在今年 ESMO 会议上披露 HLX43 治疗后线胃癌的随机对照 II 期临床数据。公司目前也在推进 HLX43 联合 HLX37 (PD-L1/VEGF) 的 I 期临床研究, ADC 联合 IO2.0 的疗法有望在未来推进至一线治疗。
- 2) 斯鲁利单抗: 国内医保准入可期, 海外注册同步推进。斯鲁利单抗 (PD-1) 用于胃癌围手术期治疗的适应症已于 2026 年 6 月在国内获批, 是全球首个术后“去化疗”PD-1 方案。管理层计划在 2026 年底进行医保谈判, 争取医保准入, 以进一步扩大其院内市场渠道。与此同时, 一线 ES-SCLC 是斯鲁利单抗的优势适应症: 在日本, 桥接试验已经完成入组, 预计合作伙伴卫材将于 2027 年第一季度递交在日本的一线 ES-SCLC 上市申请; 在美国, 针对一线 ES-SCLC 的桥接试验 (斯鲁利单抗+化疗 vs 阿替利珠单抗+化疗) 已完成初步分析, 相关数据将在今年 ESMO 会议上披露, 公司预计将继续随访 OS 数据, 并有望于 2026 年底在美国递交上市申请。此外, 针对一线 MSS CRC 的亚洲 III 期临床已经完成入组, 预计将在 2027 年读出数据, 并在中国与日本同步申请上市, 合作伙伴卫材亦看好该适应症未来的销售潜力。
- 3) HLX22: 一线胃癌 III 期推进顺利, 同步拓展乳腺癌适应症。HLX22 (HER2 新型单抗) 针对一线 HER2 阳性胃癌的 III 期临床预计将在 2026 年内完成入组, 其中包括正在推进中的美国部分。管理层预计 III 期研究将在 2027 年披露 PFS 期末和 OS 期中数据。除胃癌外, HLX22 也在积极拓展乳腺癌适应症: 其中, HLX22 联合 Enhertu 用于 HER2 低表达乳腺癌的研究预计将在 2027 年学术会议披露数据; 公司也在开展 HLX22 联合 HLX87 (HER2 ADC) 用于一线 HER2 阳性乳腺癌的 II/III 期临床。基于 HLX22, 公司还进一步开发了 HLX49 (HER2 双抗 ADC)。

我们的观点:

我们认为, 复宏汉霖整体销售趋势较为稳健。公司 2025 年全年产品销售收入同比增长 17% 至 57.7 亿元, 在此基础上, 管理层仍维持 2026 年收入同比增长 10% 的目标。从产品层面看, 斯鲁利单抗是未来几年最重要的增长抓手之一。短期来看, 胃癌围手术期适应症获批将促进该品种进一步放量, 但也需要注意, 若后续医保准入落地, 通常会伴随一定程度降价, 因此预计 2026 年第四季度可能存在一定规模的渠道补偿调整。中长期来看, 斯鲁利单抗的成长将建立在多适应症持续拓展 + 海外注册推进的基础之上: 包括胃癌围手术期等多适应症医保准入后的国内放量、2028 年前后一线 MSS CRC 和海外一线 ES-SCLC 的潜在上市, 均有望打开其销售天花板。我们认为, 若今年 ESMO 会议披露的一线 ES-SCLC 美国桥接试验数据积极, 将有助于提升市场对该品种海外商业化前景的预期。

生物类似物业务具备长期潜力。曲妥珠单抗生物类似物在 2025 年实现收入 29.7 亿元, 我们预计现阶段生物类似物集采对该产品 2026 年销售影响有限。尽管以安徽省牵头的全国生物制剂联盟集采已进入筹备阶段, 涉及贝伐珠单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗等 7 个主流单抗生物类似物, 但从进度看, 后续仍需经历规则制定、正式公告、报名、报价及中选

公示等多个程序，我们认为正式落地执行仍需较长的时间。此外，HLX11 作为首个帕妥珠单抗生物类似物在 2025 年底在美国获批之后，已经与 Roche 达成和解，预计将在 2028 年初开始上市销售。

在管线研发方面，关注 HLX43 的全球三期启动以及潜在的 BD 机会。

英矽智能（3696 HK，未评级）：平台价值持续兑现，核心管线步入三期验证期

业务趋势：

1) BD 交易持续兑现，“管线研发+BD 授权”商业模式初步验证。公司管线产出数量领先，每年新增约 10 个 PCC（临床前候选化合物），截至 2026 年 6 月 30 日，公司已提名 31 款 PCC，以此测算，公司管线的授权成功率约为 1/4。公司现有管线均为小分子，20% 聚焦全新靶点，80% 为已知靶点优化，未来公司预计还将拓展至分子胶、多肽、环肽等。管线的丰富也为公司持续带来 BD 机会，公司的 BD 交易数量持续领先，验证了其 AI 平台的价值。公司的 BD 业务主要分两类：（1）对外授权：通常将自有管线推进至临床前候选化合物（PCC）阶段，再进行对外授权，收取首付款、里程碑及销售分成。（2）合作研发：从零开始按合作伙伴指定的疾病领域或靶点开展研发，收取首付款、里程碑付款及销售分成。区别于 AI+CXO 模式，公司的两类 BD 业务都会随着项目推进，而持续获得里程碑付款及销售分成。2026 年初至今，公司已落地对外授权 2 项、合作研发 7 项；整体已累计完成 16 项 BD 交易，其中包括 8 项管线对外授权，交易总金额达 107 亿美元，合作方覆盖礼来、赛诺菲、武田等 MNC。值得关注的是，公司复购合作伙伴突出，进一步验证药企对于公司 AI 平台的认可。比如 Menarini 在 2024 和 2025 年相继引进公司两项在研品种的全球权益；礼来在 2025 年底和 2026 年先后与公司达成研发合作等。

2) 核心品种进入临床三期，具备行业标杆意义。TNIK 是目前 AI 发现靶点中临床进度最快的，其相关分子 TNIK 抑制剂 ISM001-055 已在中国进入 III 期临床，系首个进入 III 期临床的 AI 发现靶点并设计的分子。该药物在 IIa 期中展现出改善性疗效，在 60mg QD 最高给药剂量组中，患者 FVC 较基线平均提升 98.4 mL。我们预计，ISM001-055 的三期临床研究有望在 2029 年获得顶线数据。若试验成功，其意义将超越单一品种，有望驱动 AI 制药板块价值重估。

3) 盈亏模式逐步得到验证。得益于每年持续的 BD 交易以及已有合作的里程碑付款，公司预计收入有望保持快速增长。而公司在算力层面的投入相对固定，研发费用预计将随着管线丰富而稳健增长。公司预告在 26 年上半年已经实现盈利。我们认为，随着公司 BD 的持续兑现，公司有望在不久的将来实现持续盈利。

我们的观点：

英矽智能是 AI 制药领域在管线丰富度、管线临床进度、BD 交易数量等方面均处于领先的公司，持续增加的 BD 合作进一步验证其平台价值。但我们认为，行业真正的分水岭不在于效率验证，而在于临床成功率验证。ISM001-055 的三期数据有望成为公司的主要催化剂之一，若 ISM001-055 能够持续验证其安全性及临床获益，英矽智能和 AI 制药行业有望从概念验证迈向价值兑现。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。