

# 医药及生物科技

## 探索全球独特具潜力资产

萧智舜, PhD

(852) 3911 8021

jasonsui@ccbintl.com

彭楷程

(852) 3911 8011

kennethpang@ccbintl.com

### ► 专利悬崖加速并购，精准平台交易成新增长引擎

### ► 聚焦临床后期资产，高质量创新重塑板块估值

2026年开年以来，全球生物医药 M&A 市场展现出强劲的质量驱动加速态势，与 2024 年的交易量收缩以及 2025 年下半年的选择性反弹形成鲜明对比。根据 DealForma 数据，第一季度已披露 M&A 交易总额达到约 156 亿美元，共 19 笔交易，而更广泛的追踪平台如 BioSpace 将该数字上调至约 468 亿美元。IQVIA 预测全年总交易规模有望达到约 1,400 亿美元，较 2025 年显著增长，标志着从 2022 - 2024 年谨慎资本配置向积极战略部署的决定性转变。

推动这一势头的结构性尾风多样化，包括：即将到来的专利悬崖 (Patent Cliff)，可能将使约 2,360 亿美元年度收入面临专利到期风险，到 2030 年 Keytruda、Eliquis、Opdivo 和 Jardiance 等旗舰资产将成为核心；大型制药公司创纪录的资产负债表，得益于 2025 年强劲现金流；利率稳定改善融资条件；以及 2022 - 2024 融资寒冬后存活的生物技术公司提供的临床去风险化晚期资产供给 (70% 以上项目具备 2/3 期或已获批数据)。

与以往周期目标覆盖面广泛但低质量的交易不同，2026 年强调 10 - 80 亿美元区间的“精准补充交易” (precision tuck-ins)，这类交易已主导 M&A 活动。这些交易优先考虑经过验证的生物学机制、具有晚期临床特征以及颠覆性模态平台，而非投机性的早期发现 (early-discovery) 押注。尽管体内 CAR-T 技术、下一代抗体药物偶联物 (ADC) 和靶向蛋白降解剂继续获得超额溢价 (60% - 140%) M&A，但定价反映的是真正的可扩展性和“一平台、多适应症”的杠杆效应，而非炒作。

治疗领域主题显示肿瘤学、免疫学和神经科学高度集中。肿瘤学仍是最大类别，由细胞和基因疗法的成熟以及 ADC 的创新推动。免疫学聚焦口服炎症抑制剂和补体平台；神经科学和罕见病展现活力；呼吸/肺动脉高压和儿童肿瘤学进一步实现多元化，凸显收购方愿意为生物标志物分层、高未满足需求且具备加速审批清晰路径的资产支付溢价。从地域和战略角度看，以礼来 (LLY US)、吉利德 (GILD US)、默沙东 (MRK US)、渤健 (BIIB US) 和 Neurocrine (NBIX US) 为首的北美收购方继续主导交易量，通过利用美国生物技术生态系统中晚期去风险化资产的密度，主动对冲专利到期 (LOE) 压力。欧洲玩家葛兰素史克 (GSK US)、施维雅、UCB (UCB BR) 和诺华 (NVS US) 在呼吸/免疫/神经领域执行针对性补充交易，常伴随跨境吸引力。日本活动保持选择性，专注专科 CNS。标的绝大多数来自美国，而欧洲资产贡献差异化平台 IP。交易结构日益采用现金加或有一价值权或里程碑，以对齐激励、管理不确定性，并保持收购方的 ROIC 纪律。

2026 年 M&A 的核心在于优先选择可重复使用的技术平台，实现“一对多”适应症扩展而非单一资产押注。例如，礼来连续收购 Orna Therapeutics (最高 24 亿美元) 和 Kelonia Therapeutics (最高 70 亿美元)，凸显体内基因递送平台战略，可将体外制造成本降低，并实现门诊重复给药。吉利德/Arcellx (约 78 亿美元) 将共同开发转为完全所有权，获得 anito-cel BCMA CAR-T；吉利德/Tubulis (最高 50 亿美元) 带来下一代 ADC 平台；默沙东

/Terns (67 亿美元) 获得口服 CML TKI 作为 Keytruda LOE 对冲；这些交易压缩了传统研发时间线和失败率，通过更快上市和实现商业协同。

对医疗保健投资者而言，这一 M&A 浪潮验证了高度选择性、催化剂驱动的生物技术配置，并将大型制药业务开发定位为带来 alpha 的关键因素，推动生物技术 EV/销售估值倍数重估。投资者应留意在 ADC、细胞/基因疗法和炎症平台等在高信念治疗领域具备差异化及出色临床数据的公司。组合构建将得益于青睐“平台+资产”混合体，提供可扩展技术而非单一产品风险。

下行风险包括对未验证早期平台的过度支付、跨境交易的监管延迟或整合后临床挫折，但整体环境支持高质量创新药企 (biotech/ bio-pharma) 板块上行。从长期看，趋势指向拥有多元化、模态丰富管道的领导者整合，利好持续创新和投资者回报。

展望 2026 年下半年，若关键临床数据催化剂出现，可能有望出现多笔 100 亿美元以上交易，AI 驱动药物发现和肥胖相关资产等新兴领域将获得关注。最终，2026 年巩固 M&A 作为专利压力下首要增长杠杆，从根本上重塑竞争动态，朝向敏捷、及以平台为中心的参与者转型。

以下五家美国上市公司在肥胖、MASH 和肿瘤学等热门治疗领域拥有中至晚期高潜力资产，有可能成为大型药企重点关注对象。Madrigal Pharmaceuticals (MDGL US) 专注 MASH (脂肪性肝炎)，旗下 Rezdiffra 是首个获批口服 THR-β 激动剂。Arcus Biosciences (RCUS US) 致力于免疫肿瘤学，拥有 HIF-2α、TIGIT 和 PD-1 Phase 3 管线。Structure Therapeutics (GPCR US) 开发口服小分子 GLP-1 激动剂 (GSBR-1290) 治疗肥胖。Revolution Medicines (RVMD US) 开创 RAS(ON) 抑制剂，针对 KRAS 突变癌症开展晚期试验。Viking Therapeutics (VKTX US) 推进双 GLP-1/GIP 激动剂 (VK2735) 用于肥胖及 THR-β 激动剂用于 MASH。

#### 美国上市中小盘生物科技及其关键指标

公司	收盘价 (美元)	市值 (百万美元)	FY26F 市销率 (倍)	年初至今表现 (%)
Madrigal (MDGL)	518.2	11,900	8.0	(11)
Arcus (RCUS)	25.1	3,157	34.6	5
Structure (GPCR)	47.0	3,331	不适用	(32)
Revolution (RVMD)	134.3	28,126	453.1	68
Viking (VKTX)	32.8	3,801	不适用	(7)

价格、市值及年初至今表现数据 (截至 2026 年 4 月 23 日收盘)

资料来源: Refinitiv DataStream data, 公司资料

**评级定义:**

优于大市—于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性—于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市—于未来 12 个月预期回报低于-10%

**分析师证明:**

本文作者谨此声明: (i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关; 及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本文发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本文所提及的股票, 或在本文发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章) (内将买卖或交易本文所提及的股票); (ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提及的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提及的证券的任何金融利益。

**免责声明:**

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际 (控股) 有限公司 (「建银国际控股」) 和中国建设银行股份有限公司 (「建行」) 全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得, 但建银国际证券有限公司, 其关联公司及/或附属公司 (统称「建银国际证券」) 不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。当中的意见及预测为我们于本文日的判断, 并可更改, 而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告, 但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版, 大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的, 且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保, 或认为该等预测、预期或估值, 或基本假设将实现。投资涉及风险, 过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见, 因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途, 在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性 (或相关投资) 做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失 (不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的) 概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素, 并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动; (ii) 过去表现不反应未来业绩; (iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的 (至少 12 个月), 且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下, 未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧; (iv) 未来回报不受保证, 且本金可能受到损失; 以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是, 本文仅覆盖此处特定的证券或公司, 且不会延伸至此外的衍生工具, 该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响, 且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险, 并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确, 而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上, 建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核, 且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责, 亦不作任何陈述或保证 (不论明示或默示)。除非特别声明, 本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行, 且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值, 且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释, 且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及的第三方书面同意外, 禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断, 并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问, 应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源 (如有) 的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的, 且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任, 且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前, 用户须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公开发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给予依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或1986年《美国国内税法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所述的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2026。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

#### 建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼

电话：(852) 3911 8000 / 传真：(852) 2537 0097