文件帖 2026-10-27 07:15

来源：刨米机AI精选 | 先知股票数据源

--- 新政下地产发展模式的重构与格局演进20261025.pdf ---
新政下地产发展模式的重构与格局演进
总 结
一 、 政 策 底 层 逻 辑 正 在 转 变
8月份以来地产政策进入密集出台窗口期，现房销售、贴息等一系列政策紧锣密鼓出台，市场对政策研判出现较大分歧：有的认为效果较好，有的认为居民端收益不多。
地 产 政 策 的 底 层 逻 辑 正 在 发 生 明 显 转 变 ：过去两年更多是"类抑制投资品"的逻辑，限购、限贷等行政管控比较严格；这次转向"促进消费品"的逻辑，这个思路转变很关键，后续市场对此仍抱有很高期待。
二 、 贴 息 政 策 ： 试 点 阶 段 ， 后 续 有 强 动 力 加 码
当前贴息政策仍处于试点阶段，市场认为初期支持力度相对较小，但试点结束后政策有很强动力做进一步加码。
在当前贴息总额总价150万、面积120平的条件下测算，五年对财政的占用大概在1000亿元左右；如果覆盖总价和面积有所提升，情景假设下若覆盖500万房产，总投入大概在3000亿元左右。从 体 量 上 讲 ， 具 备 进 一 步 支 持 的 可 行 性 ，可参考此前再贷款、收储等也都是三五千亿的体量。
当前一二线城市成交结构中，总价300万以下的二手房占比已达50%~60%，总价500万以下房产至少占60%~70%。如果贴息额度有所提升或放松，一二线楼市的基本盘可以逐步覆盖进来，对楼市情绪的提振会进一步释放。
三 、 现 房 销 售 ： 供 给 本 就 天 然 缩 量 ， 不 必 过 高 估 计 冲 击
市场对现房销售的研判更多是供给大幅收缩，房企经营决策和销售受制约。新 视 角 是 ： 政 策 出 台 前 ， 地 产 供 给 已 处 于 天 然 缩 量 状 态 。这两年全国供地规模相较当年销售规模基本打了7折，今年供地规模相较销售规模进一步打了4折左右。
统计口径存在偏差，如上海这两年有40%~50%的土地通过协议出让方式供给，这部分纳入不到常规供给统计。但即使修正，空间有限，供 给 缩 量 仍 是 当 前 行 业 的 明 确 大 趋 势 。
市场悲观的另一点是资金回流周期较原先期房销售延长1倍以上。但各地试点显示，土 地 款 分 期 缴 纳 已 成 为 共 识 ：原先两三个月内须缴清全部土地款，现在一个月内缴50%、剩余50%两年内缴清。同等资本金可支撑的开发项目并不会完全下降一半，有一定平滑空间。测算下原先新房销售约7~8亿平，后续稳态大概在6~6.5亿平左右，是偏中枢的状态。

房企不会任由资金周转拉长带来极端冲击，会通过提升房价、提升净利率对冲周转率下降，虽无法完全对冲，但原有老库存也可形成供给缓冲。整 体 认 为 现 房 销 售 对 行 业 销 售 和 土 拍 存 在 制 约 ， 但 不 必 过 于 高 估 冲 击 程 度 。
政策后土拍分化明显：二线无论金额还是溢价率都下降明显，但9月份以来一线土拍溢价率表现出很强韧性，9月份一线土拍同比金额仍在上涨，如民企邦泰近期仍在北京拿下高溢价地块。贴 息 和 现 房 更 多 是 加 剧 内 部 分 化 的 过 程 ，现房会进一步激发房企核心竞争力，属地化房企考验会更大。
四 、 城 市 影 响 ： 全 国 层 面 不 会 出 现 销 售 量 断 崖 式 下 滑
全国销售中60%以上在三四线城市，而三四线城市此前基本已普遍执行现房销售，政策出台

对低能级城市影响相对较小。
部分偏弱的弱二线此前也相对接近现房销售，只有能级相对较高、楼市活跃度较强的二线城市此前期房占比更高，这部分城市占全国销售体量只有30%左右。剩余大部分城市受政策影响的边际相对有限。

五、居民端：核心关注并非期房还是现房

政策后团队在不同城市做了实地调研考察。对居民来说，购房的核心关切并非期房与现房。
民企出险后，现在地产开发商基本以央国企为主，保交楼风险已大幅削弱，不是市场主要矛盾点。
当前购房者核心关注还是房价涨跌预期、产品力、通勤距离、是否结婚等刚性需求，
并不会单纯为等待现房而改变购房决策。多数地段范围内如果没有现房可选，期房仍可承接正常的刚性需求。

六、需求底部判断：换手率视角

参照海外经验，用换手率指标判断城市或区域需求的底部。发达经济体如日本、欧洲，新房换手率密集处在1%~2%区间，德国、法国可能稍低，在1.2%~1.3%：一方面这些欧洲国家房屋使用年限更长，另一方面租房也会分流部分需求。
同属东亚的日本，换手率大概在1.4%~1.5%区间。可以理解为2%的换手率相当于50年换一次房，1%相当于100年换一次房。国内整体基础房龄大概30~40年以上，基础房龄比较差。
当前新房加二手房国内换手率大概在3%左右，对应新房这段，目前国内新房换手率在1.7%~1.8%。后续降幅空间相对有限——对比海外经济体，东三省即便人口流出、产业升级偏弱、各方面"鬼故事"叠满，新房换手率也有1%~1.2%。

若全国换手率从1.8%下降到1.4%~1.5%，以14亿人口、70%城镇化、一家三口计算，对应后续新房潜在成交面积大概在0.55亿平左右，而2025年是7.3亿平。整体降幅空间并不会像市场此前预计的40%~50%那么大，因为三四线城市需求比和销售韧性已逐步体现，成为支撑后续楼市需求的基本盘。

七、价格展望：新房偏积极，二手房偏悲观

在新房供给有所下降的情况下，需求端会表现出较强韧性，不会导致楼市出现大家所认为的悲观周期，反而在新房供给不充分的情况下，定价可能表现得更积极。一方面房企在新房定位中不再建走量的项目，产品设计更偏向改善型、低密、价格稍高的改善类新房；另一方面供给收缩下新房定价会呈现非线性状态，后续新房价格边际上会呈现一些上涨趋势。
二手房目前观点偏悲观。从一线城市情况看，1500万左右这部分偏刚需的产品仍处于阴跌状态。
举例说明统计样本偏差：以苹果手机为案例，今年是iPhone 18、明年iPhone 19、后面iPhone 20，新iPhone价格每年都在上涨，因为统计样本在变；但对自己实际体感来讲，买完iPhone 17后明年后年把手里的iPhone 17卖出去，价格是持续下跌的。统计样本偏差会导致价格指数出现很大变化，这也是后续地产的核心分歧点。
在这个过程中，苹果公司是有价值的，房企也一样。虽然二手房同一套样本（同一房源）在跌，但因为新盖出来的新房持续有需求，房企的价值后面会逐步体现出来。后续会持续更新观点。

会议实录：

8月份以来，地产政策出现了一个密集出台的窗口期，无论是现房销售还是贴息，一系列政策都在紧锣密鼓地出台。当前市场对政策的一些研判也出现了比较大的分歧，有的觉得效果会相对比较好，有的觉得可能居民这一端并没有收益很多。这次我们主要沿着当前市场基本面发展的脉络、政策出台的思路，来对后续地产的格局以及后面发展的一些情况做一些展望。
首先，对于政策这边，我们认为当前正在经历一个底层逻辑的转变。因为地产政策过去前两

年更多的是一个"类抑制投资品"的逻辑，无论是限购还是限贷，这些行政管控相对比较严。那么这一次，我们发现出现了一个底层逻辑非常明显的变化，就是开始转向促进消费品的逻辑，而
我们认为这个思路转变很关键，后续市场对于这个方面还是抱有很高的期待。
首先是贴息政策的一些试点以及后续加码。我们认为当前贴息政策还是处于一个试点的阶段。虽然说市场认为刚开始初期的支持力度是相对比较小的，但是我们认为试点结束之后，政策其实是有很强的动力，包括（结合）亿元（此处结合产业背景，指财政资金）进行进一步的加码。首先在当前贴息总额、总价在150万，面积在120平的情况下，我们自己大概测算了一下，整体五年对于财政方面的占用大概是在1000亿元左右。那么在这种情况下，如果说覆盖的总价包括面积有一定的提升，其实我们用情景假设的情况来测算，对于财政总投入的资金，如果（假设）覆盖500万房产的情况下，总投入大概是在3000亿元左右。五年时间整体来看，其实我们发现从体量上来讲，是具备进一步支持的可行性的。因为我们参考之前的一些政策，像再贷款、包括收储，其实也都是三五千亿的体量。
我们（还）发现，在当前一二线城市楼市成交的结构中，总价在300万以下的这部分二手房占比已经能达到50%~60%，总价500万以下的房产至少能占到60%~70%的比重。如果贴息现在只有150万，后面在额度上如果有所提升或者有所放松的话，那我们认为对于一二线楼市的这部分基本盘也可以逐步地覆盖进来，整体对于楼市的一个情绪提升会进一步地释放出来。这是我们对贴息的路径判断。
那么现房销售的话，这块市场分析得也相对比较充分了，我们在这里提供一个新视角。市场对于政策的研判，更多的是供给大幅收缩，那么无论是后续房企的经营决策还是销售都会受到很大的一个制约。但我们的一个视角是，其实在政策出台之前，整体的地产行业供给已经处于一个天然缩量的状态了。这两年我们发现全国供地的规模相较于当年销售的规模，基本上是打了7折；那么今年以来的话，供地的规模相较于销售规模是进一步打了4折左右。其实我们可以发现，尤其是在政策出台之前，本身当前的供需就处于一个供给远远小于（当年）销售、（当年）需求对应的一个情况。
那么确实会存在统计口径一些偏差的状态，比如说部分城市它的土地已经不通过招拍挂去出让了，比如说上海，其实这两年我们可以发现的一个趋势是，大概有40%~50%的土地每年是通过协议出让的方式来供给到这个市场中的，那这一部分其实是纳入不到常规的供给统计里边的。所以说实际的供给面积可能会略高于我们统计的这个数值，但是不会提高太多，整体供给缩量还是当前行业的一个明确大趋势。即使把这个（协议）出让的部分加进来，修正的空间是有限的。那么在这种情况下，我们可以发现原先供给其实本身就是一个严重缩量的状态。
那么市场悲观的另一个点在于，资金回流的周期相较于现房销售延长了1倍以上，相较于原先的期房销售延长了1倍以上。那么同等的情况下，销售规模会大幅下降。但是从近段时间各地试点政策的一个出台趋势，我们可以发现，土地款分期缴纳这个事情已经成为各地在执行政策之后的一个共识。那原先是两三个月内你要把全部的土地款都给缴纳清楚，那么现在你一个月内缴纳50%，剩余的50%两年内缴清。那在这个情况下，其实同等资本金可支撑的开发项目，并不会百分之百地就完全下降一半，它是会有一些平滑的空间的。我们自己测算下来，可能原先新房销售大概是7~8亿平，那现在不同城市会有一些分化，那我们觉得后续稳态是大概在6~6.5亿平左右范围内，是一个偏中枢的一个状态。
而房企的话，它也不会任由这个资金周转拉长对它自己的冲击达到非常极端的一个情况，它们会通过提升房价、提升净利率来去对冲周转率的一个下降。虽然说没有办法实现完全的一个对冲，但是本身原先的一些存在的老库存也可以形成一些供给的缓冲。所以说，我们整体认为现房销售对于行业，无论是销售还是土拍，是存在一个制约的效果。但是我们觉得也没有必要去过于高估冲击的一个程度。
其实我们也可以发现，（现房销售）政策之后，从土拍的视角，其实分化还是比较大的。虽然说二线无论从金额还是溢价率都下降得比较明显，但是我们发现一个有意思的现象，就是9月

份以来，一线的土拍溢价率还是表现出了一个很强的韧性，包括9月份一线土拍同比金额还是在上涨的。包括一些溢价，我们发现像邦泰，它还是一个民企，近期仍然在北京拿下了一些高溢价的地块。所以说我们认为无论是从贴息还是从现房（销售），更多的是一个加剧内部分化的一个过程。那现房这个事情会进一步地把（属地）房企核心竞争力去做一个进一步的激发，那么属地化的房企，接下来它的考验会更加大一些。

那么后续对于城市的一些影响，刚才我们也大概分析了一下政策的一些脉络，包括实际的一些出发点。从影响上来讲，我们认为全国层面上并不会出现销售量断崖式的一个下滑，因为全国销售中60%以上还都是在三四线城市，那么其实三四线城市此前基本上都已经开始普遍执行现房销售了，那这个实际的政策出台对于低（能）级城市的影响会相对小一些。那二线城市中一些偏弱的城市，一些弱二线其实之前也相对接近现房销售了，就只有一些能级相对比较高的二线城市、相对楼市活跃度比较强的，之前期房的占比会更高一些。所以说这部分城市我们大概算下来，占全国销售体量只有30%左右，那剩余的大部分城市受到这个政策的影响，其实边际上是相对有限的。

而对于居民端来说，我们也可以发现，因为这个政策之后，我们也紧锣密鼓地在不同城市之间去做了一些实地的调研跟考察，我们可以发现，本身对于居民来说，购房的一个角色核心也并不是期房跟现房。因为从民企出（险）之后，现在地产开发商基本上都还是以央国企为主，保交楼的风险已经被大幅地、显著地削弱了，也不是现在市场的一个主要矛盾点。那么当前购房者核心关注还是房价的一个涨跌预期，包括你的产品力、包括通勤的距离、包括是否是（为了）结婚这些刚性的需求，并不会单纯为了等待现房而去改变自己的购房决策。那在多数地段范围内，如果没有现房可选的情况下，期房我们认为仍然可以承接一些正常的刚性需求。

那当前我们认为，现在整体新房的一个需求比（底部），基本上已经陆续地看出来了。这块的话，我们根据海外的一些经验，我们可以发现，我们通常会用换手率的这个指标来去判断，当前整个城市或者整个区域需求的一个底部大概是怎么样的。像海外的一些经验，发达经济体，包括日本、包括欧洲，其实整体我们发现它的换手率，新房这段都是密集处在1%~2%这个区间。那德国、包括法国，它可能会稍微低一点，可能是在1.2%~1.3%。更多的还是一方面这些欧洲国家它的新房、它的房子的使用年限会更长一些，另一方面就是租房也会分流一部分的需求。

那同属东亚的日本，当前我们看下来，整体换手率大概是在1.4%~1.5%这个区间。那从使用年限来看的话，相当于你可以理解为2%的换手率相当于50年换一次房，那1%的换手相当于100年换一次房。那么国内整体的基础房龄大概是30~40年以上，这个基础房龄就比较差了。那所以说当前新房加二手房，国内的换手率大概是在3%左右，那对应到新房这段的话，目前国内的新房换手率是在1.7%~1.8%。那后续我们认为降幅的空间也相对有限了。因为对比海外的一些经济体，包括我们发现东三省的（新房）换手率，这个样本是属于人口也在流出、然后产业升级也相对会大家认为会弱一点，包括各方面的一些"鬼故事"，可能大家都觉得叠满的情况下，东三省的换手率，新房这端也是有1%~1.2%这个区间的。

那在这种整体一个国家换手率大概从1.8%可能会下降到1.4%~1.5%的这个情况下，以我们初步是（以）14亿人口、70%的城镇化、一家三口来去计算，那算下来之后，整体对应的后续新房的一个潜在成交面积也大概是在0.55亿平左右，那现在2025年是7.3亿平。其实我们认为整体降幅的空间并不会像市场之前预计的那样40%~50%的一个降幅，因为现在三四线城市的一些需求比，包括它的销售韧性已经逐步体现出来了，那这块已经成为一个支撑后续楼市需求的一个基本盘。

所以说后续我们总体认为，在这个新房供给会有所下降的情况下，其实需求这端会表现出了一个比较强的韧性，那并不会导致整个楼市出现一个很大的、大家认为（比较）悲观的一个周期。反而在新房供给不充分的情况下，定价可能会表现出一些更积极的状态。因为当前的一个环境下，其实我们可以发现，在供给后续如果不（足）的情况下，一方面房企在新房建设、定位的过程中就不会再去建一些走量的项目，它在产品设计上就会更偏向于做一些偏改善、低密，然后价格会稍微高一点的这种偏改善类的新房项目。那另一方面的话，本身供给收缩的情况下，这个

新房的定价就会呈现出一个非线性的状态，所以说后续我们反而认为新房的价格会边际呈现出一些上涨趋势。
那二手房的话，我们目前的一个观点还是偏悲观一些，因为目前从一线城市的情况来看，这个1500万这部分偏刚需的产品，目前还是处于一个阴跌的一个状态。就我们举一个比较好理解的一个例子，就是以苹果手机为案例。那我买了、今天今年是iPhone 18，明年是iPhone 19，后面

是iPhone 20，那新iPhone的这个价格每年都会在上涨，因为它的这个统计样本是在变的。但是对于自己实际的体感来讲，我买完iPhone 17之后，明年后年我把这个手里的iPhone 17给卖出去，那这个价格是在持续下跌的。所以说这个统计样本的一个偏差，会导致价格指数会出现一个很大的变化，这个也是我们认为后续地产核心的一个分歧点。
那在这个过程中，苹果公司是有价值的，那房企也是一样的。虽然说二手房拿到手里同一个样本（同一房源）是在跌的，但是因为新盖出来的新房是持续有需求的，房企这个价值后面我们也会认为逐步地体现出来。这块我们也会在后续的分享中持续更新我们自己的观点，感谢各位领导，我们这一期的（分享就到这里）。

--- 商业航天周周谈：SpaceX与运营商新形态20261025.pdf ---
全文总结
本次为"商业航天周周谈"，主题聚焦SpaceX与运营商新形态。核心观点是：SpaceX会成为一个新的运营商。9月底到现在不到一个月时间，行业发生了巨大变化；SpaceX三季报发布后业绩非常亮眼，被视为全球商业航天发展的标杆，或类似算力中英伟达的映射与全球驱动力。团队已把SpaceX作为长期推荐和关注的标的，本周三季报实现了首次盈利。由于SpaceX看点与定位非常高，有可能成为未来两年（比如算力有波动或到高点等情况下）一个新增的赛道型投资机会。汇报主要围绕三部分展开：一、SpaceX总体业绩情况；二、SpaceX手机直连量的拆解；
三、中国商业航天量售进展及对比。
一、SpaceX三季报业绩情况
Q3营收146亿美元，同比增长161%；营业利润28亿美元，净利润44亿美元，去年同期
亏损1亿美元，总体实现盈利，公司持续性与爆发性很强。
AI业务收入75.6亿美元，同比增长830%，占比约52%，首次超越连接业务成为第一大
收入来源，超预期。此前上市前xAI是亏损的、且是亏损的主要来源，如今算力增长同比
增长8倍，对业绩与盈利的改善是第一大变动。
连接业务收入52.48亿美元，同比增长70%
，是马斯克商业航天原本收入的大头。虽然增
速（69%）略低，但收入规模、稳定性与持续性更值得关注，是其基本面。该业务营业利润23.67亿美元，同比增长99%，是利润贡献的主要来源。
太空（发射）业务收入17.67亿美元，亏损仅700万美元
，亏损非常少。火箭业务属于
发射任务，更多是项目式投资机会，估值相对偏高、持续性偏弱。
估值排序：第一是连接业务，第二是xAI，第三才是太空业务。
市场质疑其估值是否太高，但其商业模式已开始闭环、核心业务已出现量收和业绩的良好
表现（如800%以上增长、业绩持续性好）。营业利润中包含12.17亿美元的股权激励，可做调整微调，但不影响整体基本面与业务拆解判断。
星链业务大约收入占比40%、利润贡献80%，整个卫星宽带业务已从资本消耗品变成可
持续现金流的资产。
美国FCC在10月6号允许SpaceX收购800MHz频段，并批准其1.5万颗手机直连卫星的发

射规划，潜在弹性更大。
xAI当前仍主要依赖云服务订单、调用订单和股权激励
，短期还不稳定。但SpaceX随后
要做太空算力：星舰成功之后，此次部署了23颗V3卫星，V3卫星一颗两吨，星舰全功能后载重量将达120吨，对算力卫星这种高中高功耗卫星实现了支持。星链AI一号星（AI1号星）太阳翼面积400~600㎡，体积、太阳翼、重量大小都会有很大变化，由星舰部署，技术能力上是够的。
2027年马斯克计划让星舰进入常态化发射
，约每星期发射3次（有8个发射工位），折合
每个发射台约两周发射一次。2027年，算力卫星和手机直连卫星应是马斯克发射和部
署的核心与重点，对猎鹰的依赖性会慢慢退出历史舞台。发射技术的突破会让星链发射成
长路径越发清晰：星链用户数大规模增长，xAI服务能力或订单快速增长
，订单前期可
能来自军方及远洋等重点行业。
调研显示，国内三维通信原本使用海事卫星、中星卫星或亚太卫星，现在明显拿到星
链的竞争（订单）。星链网络已实现高速化、手机直连，费用基本与运营商资费平权，约66美元/月（普通运营商C端资费约50美元/月），对中星卫星、亚太卫星、国际海事卫星等传统存量卫星通讯厂商形成致命性竞争。这体现了SpaceX全球覆盖精度、资费竞争实力与潜在用户扩张前景都很好。
二、星链用户与手机直连双双放量，直连从应急走向规模
截至三季报（2026年9月30日），星链消费者宽带订户数为1360万
，好于原本预期的
1300万，季度净增160万，后面会加速。
手机直连卫星目前只有650颗，从技术角度不足以提供良好的连续覆盖，只能提供初步覆盖。通讯界基本规律是实现连续覆盖需要600~700颗星，650颗达到最低值；明年卫星大
规模发射、上百颗（上千颗）之后才会有较好覆盖。
预计2027年6月之后，单季用户增长应会超过1000万；预计到2030年用户数接近两
亿。
当前用户数1360万，去年同期约720万（基本翻倍）；用户ARPU从第二季度66美元上升到69美元，去年同期83美元。总体上判断C端ARPU是持续稳定下降的过程，下降终点是
与手机直连用户ARPU同权，约50~50.5美元，这样SpaceX就会成为真正的运营商。
星链已覆盖全球174个国家和市场，在轨卫星1.11万个；手机直连业务上季度末月活
跃用户数已超2200万，环比增长37%。
公司指出2028年初将在自有频段开通消费者手机直连服务；收购的800MHz频谱预计
2027年上半年交割，FCC基本已开快车道。FCC全力支持SpaceX成为运营商，预计27年上半年实现交割，实现多方共赢，瞬间对美国、澳大利亚、加拿大这种地广人稀地域实现
广泛连续覆盖，比部署地面网络快无数倍。

最终判断：SpaceX手机直连最后会变成"以天替地"——用天上卫星替换地面的网络，

从而成为真正的运营商。
2026年至今SpaceX已发射113次，预计全年约160次，与去年基本相当；今年运力总载
荷约1517吨，平均每次约10吨。星舰成功后，2027年主要关注点是星舰容量是猎鹰9号
的10倍，速率1TBPS。
商业模式上，用户无需新购终端、无需另开套餐，手机在覆盖范围内即可接入。频段
方面，SpaceX主要是800MHz和2GHz，与中国移动基本一样（中国移动低频700MHz、高
频2.6GHz和1.9GHz）。
三、估值测算
卫星宽带业务估值约1.8万亿美元市值，按两亿用户、ARPU 50美元、净利润率30%测算。
xAI当前算到2028年约7000亿到1万亿美元估值；发射业务约3000亿美元估值。
总体上SpaceX估值大约在3.2万亿~3.5万亿（美元）区间。
四、中国商业航天进展
SpaceX对国内商业航天发展是极大刺激，预计进入加速状态，国内产业链相应标的会有映
射性机会。例如10月6日FCC同意SpaceX收购800MHz频段后，美国AST和Viasat出现8个点
暴跌，中国城昌科技、信科移动等盘中出现10个点涨停。
中国方面，星网及垣信等在Q2会有明显加速：一二号工位已发射、具备商业能力，三四
号工位今年年底预计商用，四个工位合计能发射60支火箭，当前还比较慢。文昌卫星
超级工厂已进入试生产，年底首颗星能下线，说明批量生产能力具备。
Q4有200星计划，大约20~30颗组网星发射（原来都是实验星）。明年海南文昌大约新
建4个发射工位，合计变成8个，发射量翻三倍。
总体看，中国商业航天在前期稳步实验基础上进入加速、进入0到1阶段：二代星会有
30颗左右发射，一代增强星进入商用。总体节奏比美国慢很多，但加速迹象明显。
关注点在于二代星的商业节奏；国内Q4有边际变化，尤其二代星。二代星主要标的：城
昌科技、信科移动、烽火通讯。
与SpaceX有潜在合作的相关标的：君达迈威、东方之升、新闻通讯等。

会议实录
很高兴我们能够相聚在周周谈，分享我们对商业航天每周的看法。商业航天最近我们一直在
关注SpaceX，尤其在9月底到现在大概不到一个月的时间，发生了巨大的变化。我们有一个核心观点：SpaceX会成为一个新的运营商。
最近SpaceX三季报基本发布，业绩非常亮眼。我们觉得SpaceX会带来整个商业航天的变
化，它作为全球商业航天发展的标杆，或者类似于算力里的英伟达的映射，或者是一个全
球的驱动力。所以，我们最近整个周周谈，把SpaceX作为一个长期推荐和关注的标的，已经有一个月了。最近商业航天涨得也比较好，本周是三季报业绩公告，这次实现了首次盈利。
因为SpaceX的看点、定位非常高，它有可能会成为未来两年，比如算力有波动、到高点
等等情况之下的一个新增的赛道型投资机会，这是我们的核心观点。

具体我们做一下解读，主要是三部分：第一，SpaceX总体的业绩情况；第二，SpaceX手
机直连量这块的拆解；第三，中国整个商业航天量售的一些进展，做一下对比。
第一，重点讲一下SpaceX三季报。Q3营收146亿美元，同比增长161%；营业利润28亿
美元，净利润44亿美元，去年同期亏损1亿，所以总体上实现了盈利，盈利之后公司整体的
持续性和爆发性就很强。
具体分部分看：AI业务收入75.6亿美元，同比增长830%，占比约52%，首次超越连接业
务成为第一大收入来源。这其实是超预期的。因为原来在上市之前，xAI是亏损的，并且是亏损的主要来源；现在xAI算力增长同比增长8倍，对整个业绩和盈利的改善，确实是第一大变动。
第二，连接业务收入52.48亿美元，同比增长70%。这反而是我们建议大家更多关注的
一个点。因为现在连接业务是马斯克商业航天收入原本的大头，虽然它同比增长（69%）幅度好像低一点，但收入规模、稳定性和持续性更值得关注，这是它的基本面。这块营业利润
23.67亿美元，同比增长99%，是利润贡献的主要来源。xAI当前收入确实比较大，但利润贡
献会少一点。所以给公司拔估值应当从这两方面看：xAI可以算作主题，短期因为它还比较花
时间；而星链一直是盈利的，并且盈利幅度的贡献是最大的——公司总体营业利润大约28
亿，其中星链贡献就23亿。
第三，太空业务即发射这块，收入17.67亿美元，亏损700万美元。这块我们一直关注
相对较少，因为火箭其实是个发射任务，更多是项目式的投资机会，估值相对比较高，或者持续性会弱一些。所以在SpaceX里的估值排序：第一是连接业务，第二是xAI，第三才会到太空
业务。

整体上，它各方面进展都比较理想，太空业务虽然有亏损，但亏损很少，只有700万美元，非常少。整体上公司进入到一个良好的状态。
现在市场一直在对比，说它整个估值是不是太高了。但从商业模式开始闭环、核心业务出现量收和业绩的良好表现来看，比如800%以上的增长，以及业绩的持续性，都是比较好
的。另外，它的营业利润包含有12.17亿美元的股权激励，可以做一下微调，但不影响整体基
本面和业务拆解的判断。
拆解完之后，星链这块业务大约收入占比40%，利润贡献80%。整个卫星宽带业务，尤
其SpaceX这块业务，已经从一个资本消耗品变成了可持续现金流的资产。这就是我们刚才
排序时把连接业务作为第一位、把xAI作为第二位的原因——因为它拥有持续性，尤其有净利润。整个全球股市包括美国股市最近波动都比较大，尤其算力波动比较大，我们还是把这
种有基本面的情况作为核心的估值主体来看。

并且，美国FCC在10月6号允许SpaceX收购800MHz这个频段，并批准了它1.5万颗手机
直连卫星的收购发射规划，所以这块潜在弹性会更加强、更加大。
然后第二，xAI这块，它当前主要还是依赖云服务订单、调用订单和股权激励，相对而
言短期还不稳定。但xAI尤其是它随后做的太空算力
——因为星舰成功之后，这次部署了23颗
V3卫星，V3卫星一颗两吨，星舰全功能之后载重量会达到120吨，对算力卫星这种高中高功
耗卫星实现了支持。因为现在星链AI一号星，它太阳翼面积是400~600㎡，非常非常大，体
积大小、太阳翼大小、重量大小都会有一个很大的变化。这是由星舰去部署的，技术能力上是够的。
所以未来，在2027年，马斯克计划让星舰进入常态化发射，基本能做到一星期发射3次
（有8个发射工位），折合每个发射台大概两周发射一次，大约是这样框算。所以总体上来讲，2027年，算力卫星和手机直连卫星应当是马斯克整个发射和部署的核心和重点，对猎鹰的
依赖性会慢慢退出历史舞台。发射技术的突破，会带来整个星链发射成长路径越发清晰：星
链用户数会大规模增长，xAI服务能力或订单会快速增长，订单前期可能来自军方，以及远洋等重点行业。
我们跟踪了一下，比如国内的三维通信，它原本用的是海事卫星、中星卫星或亚太卫星，现
在明显也拿到了星链的竞争（订单）。星链网络现在实现了高速化、手机直连，费用基本上
和整个运营商的资费平权，约66美元每月，普通运营商C端资费是50美元每月，这对中星卫
星、亚太卫星、国际海事卫星等传统的存量卫星通讯厂商形成了致命性的竞争。从我们调研国内运营卫星通讯业务的三维通信的情况也能证明这点。所以能够看出SpaceX全球覆盖的精度、
资费的竞争实力，以及潜在的用户扩张前景都是非常好。

第二，星链用户和手机直连现在双双放量，直连从应急走向规模。
刚才讲了B端的应用
场景，C端应用场景也能看出来。我们给领导们汇报一下SpaceX量价的拆解：
截至三季报（2026年9月30日），星链消费者宽带订户数是1360万，比我们原来预期
的要好一点，原本预期Q3星链用户会达到1300万，1360万差不多，季度净增160万，后面肯定
会加速，尤其是手机直连。手机直连星现在只有650颗，从技术角度讲，650颗并不足以提供良
好的连续覆盖能力，只能提供初步覆盖。因为通讯界有个基本规律，实现连续覆盖需要600~700颗星，它现在650颗，所以能够提供全球手机直连服务也是有道理的，基本达到了
最低值。明年卫星大规模发射、上千颗之后，才会有比较好的覆盖。
所以现在三季的用户数增长是1600万（累计），我们预计在2027年6月之后，单季用户增
长应当会超过1000万，预计到2030年用户数会达到接近两亿。

当前用户数1360万，去年同期大概是720万，基本翻倍；用户ARPU从第二季度66美元
上升到69美元，去年同期是83美元。这其实只是一些扰动，总体上我们判断C端ARPU最终是
一个持续稳定下降的过程，下降的终点就是和手机直连用户的ARPU同权，基本上会达到50
美元左右、50到50.5美元左右。这样它就会成为真正的一个运营商。
当前星链已经覆盖全球174个国家和市场，在轨卫星1.11万个。手机直连业务上季度末
月活跃用户数已经超过2200万，环比增长37%。公司也指出，在2028年初，在自有频段会
开通消费者手机直连服务；收购的800MHz频谱预计在2027年上半年交割，这是对的，因为
FCC基本上已经给它开了快车道。我们上周的周周谈已经强调过好多次，FCC在全力支持SpaceX
成为一个运营商，预计27年上半年就会实现交割
，因为这样的话对SpaceX算是多方共赢——
消费者还有包括FCC，它会瞬间实现对美国、澳大利亚和加拿大这种地广人稀地域的广泛和连续覆盖，这比（传统）去部署地面网络要快无数倍。所以这是多方共赢的。
所以最终也是我们前期的观点：SpaceX手机直连最后会变成一个"以天替地"，就是用天
上的卫星去替换地面那种网络，所以它会成为一个真正的运营商。
量的方面，2026年至今，SpaceX已经完成了113次发射，我们预计全年会有160次发
射，和去年基本相当。但今年运力大，总载荷是1517吨，平均每次载荷大约10吨。星舰成功之
后，我们2027年主要关注的特点就是星舰的容量是猎鹰9号的10倍，速率是1TBPS，基本上
确实是10倍。所以技术的突破、发射量的突破，还有技术的升级，会导致用户持续增加。
现在它的商业模式是：用户无需新购终端，也无需另开套餐，手机在覆盖范围内即可接
入。我们说过，当前它的主要频段是800MHz和2GHz，和中国移动所拥有的频段基本上是一
样的——中国移动低频是700MHz，马斯克是800MHz；中国移动高频是2.6GHz和1.9GHz，马斯克
是2GHz，基本一样。所以马斯克的收入会有持续增长，我们预计在2027年下半年，以及2028
年会有一个直线性的突破性拐点收入。整体上规模也非常好，建议去关注。
估值方面，星链这块大约能值将近两万亿，我们算下来大概是1.8万亿的市值，按两亿
用户、ARPU 50美元、净利润水平大概30%来测算。xAI当前算到2028年，大约会有7000亿到1
万亿美元的估值。发射大约是3000亿美元的估值。所以总体上我们框算，SpaceX估值大约
在3.2万亿到3.5万亿美元这个区间。这块建议领导们关注。
另外，SpaceX出来之后，对国内商业航天的发展是一个极大的刺激，预计也会进入加
速状态，国内产业链相应的标的也会有映射性的机会。比如10月6号FCC同意SpaceX收购

８００ＭＨｚ这个频段，美国的ＡＳＴ和Ｖｉａｓａｔ出现了８个点的暴跌，中国的城昌科技、信科移动等
相应股票盘中出现了１０个点的涨停
，这都是一些映射，或者是SpaceX对全球商业航天链条的影
响。
现在我们跟踪中国方面，星网包括垣信等，在Q2会有一个比较明显的加速。现在一二号工
位已经发射、具备商业能力，三四号工位今年年底预计会商用，四个工位合计就能发射６０
支火箭，当前还是比较慢。另外文昌的卫星超级工厂已经进入试生产，年底首颗星能够下
线，说明整个批量生产能力是具备的。还有一个就是Ｑ４有２００星计划，大约会有２０~３０颗组
网星的发射（原来都是一些实验星）。明年在海南文昌大约会新建４个发射工位，整个发射
工位就会变成８个，发射量应当是翻三倍。
所以总体上来讲，中国商业航天明显是在前期稳步实验的基础上，再进入到一个加速，
进入到０~１的一个阶段。比如二代星会有３０颗星左右的发射，一代增强星会进入商用。总
体节奏比美国确实慢了很多，但加速迹象也比较明显
，所以国内这块也建议去关注，关注点
在于二代星的商业节奏。
总体上我们今天汇报这么多内容。ＳｐａｃｅＸ方面，国内外与ＳｐａｃｅＸ有潜在合作的，比如君
达迈威、东方之升、新闻通讯等，这些都会有（映射）机会。国内Ｑ４有边际变化，尤其是
二代星这块，所以我们对二代星会重点更关注一些。二代星里面主要是城昌科技、信科移
动、烽火通讯，大概是这些标的。
相应的公司和拆解，领导们如果感兴趣，欢迎找我们约个
交流。今天汇报这么多内容，谢谢大家。

--- SSD存储专家存储系列（13）20261025.pdf ---
全文总结
本次为东北证券计算机团队SSD存储专家系列第13场电话会议。会议围绕SSD整个行业的最新
变化展开，邀请国内头部SSD专家就价格走势、海内外需求结构、原厂长存供应、模组厂竞争格
局以及未来景气判断等做了系统分享。讨论的范围统一为ＮＡＮＤ企业级ＳＳＤ，以８Ｔ盘为例。
一、价格走势
以８Ｔ盘为例（国内企业级），价格从今年春节前后的约１６００美金，涨到Ｑ３的３２００美
金。Q4基本说要再涨5%，但目前实际上最主流的价格是持平（ｆｌａｔ），仍然是３２００美
金——这是指OEM厂商（如浪潮、中兴、华三）供给BAT的面价。
真正对字节的进价，Ｑ３到Ｑ４其实没有太大变化，主要以２０００~２４００美元为主，这是BAT
价格。
单GB价格口径：整盘８Ｔ为３２００美金，对应单ＧＢ约４毛美金
；进价约3毛多；颗粒约2毛5，

涨到2毛8。QLC比TLC便宜，正常便宜10%~15%/GB。
二、海内外需求与形态趋势
美国QLC在今年Q3、Q4就开始放量，今年在美国（北美盘子）QLC应该能占到10%；明
年美国QLC应该能达到30%甚至更多。QLCSSD一直供不应求。
大普微在北美供应QLC的趋势很明显，预计明年QLC本身大卖，大普对北美的供应量也
会增加，而今年相对数量比较小。
国内QLC需求预计27年并不旺盛，只占3%~5%；北美明年肯定是30%。
在大普微出货结构中，明年QLC按EB数和金额算大概占15%
（QLC主要是64T，往下是
32T，按EB数算比较准）。由于美国与中国存在价差（国内8TQLC约3200美金，美国一
般卖到5000甚至5000出头），这15%主要供应美国市场，海外毛利可达约40%，国内
毛利只有10%~15%。
形态（formfactor）方面：国内过去是U.2，现在E3.S的需求也慢慢出现，预计以后有
一部分需求会是E3.S形态。QLC目前还是以U.2为主；TLC形态中U.2仍是最主要的，国内
能看到过渡到E3.S，国外则是E1.S，国内E1.S需求几乎为0、非常小
。北美正好相反，
北美E1.S需求量在提高。
整体盘子：预计今年NAND企业级SSD约130亿美元，明年约160亿美元。
三、与英伟达、谷歌的认证及海外收入
大普微此前已通过英伟达与谷歌的认证。海外收入大概从Q3开始加速。其中与谷歌主
要是TLC。

大普与北美的合作实际上不是大量直供合作：大量合作（指QLC）今年主要通过美国的
模组厂（规模一般不大，多为贴牌）以及美国的中型OEM（组装项目，caseb
y
case）来完成。
英伟达、谷歌的认证并不构成壁垒——大普的很多友商也都通过了认证，因为都要抓住
AI时代。PCIe5、PCIe6的加速迭代与英伟达GPU的AI增速及迭代频率相关
，迭代速
度已经超过CPU迭代，所以大家都要跟上这个速度，连英特尔x86服务器也间接受到英伟
达迭代的影响。
四、出货量与扩产
今年全年出货约5~6个EB（主要看利润情况，五六个EB没问题）。
对明年的展望偏保守，主要是出于利润考量：做到七八个EB就可以，不追求传闻中的
10个EB，最多做8个EB就很好，7个EB也可以。
市占率方面：大普一般占整个盘子5%上下，或者不到5%是正常的
。IDC曾有一年把大普
夸大称占9%，这是不可能的；业界测算大普一般占6%左右、最多7%，实际上大普只有
忆联大概2/3强、约70%的量，大普的量不可能多于忆联。
五、竞争格局与模组厂对比
引用大普CEO的话，大家都没死，就看谁能熬死谁；但这一愿望实现不了，友商们已把企
业级看成红海，现在仍在往里进。

头部仍是Solidigm和三星，两者合计占约2/3。
今年各模组厂EB数量级：忆联约8个EB；大普微7~8（出货5~6）；MemBlaze接近4个
EB；德明利做到近4个EB；百维之前在贴牌，应该也有小1个EB；江波龙约0.5~0.8个
EB；英韧很小。
德明利已经形成整盘规模，今年应该能做到3~4个EB，但德明利与大普情况不同：德
明利没有技术兜底能力，但成本很好，因为它有自己的工厂（原厂），也能做消费级
和其他产品，成本比大普好得多，所以利用成本优势做副指标、做到3~4个EB很正
常。百维囤了一些货，但还没有形成整盘交付。
六、与原厂（长存）的关系
长存颗粒一直供不应求，因为它性价比好——比国际颗粒便宜10%~15%，但性能基本
一样，所以长存的颗粒盘特别受欢迎。

市场规则是enduser为大，尤其是大案user（字节是最大的案user），字节等与长存签了3年LTA，供货基本可比，价格每个quarter新谈，以保证供货和质量稳定。大的案user为了保持供货和质量稳定，会本能地维持模组厂（大普、忆联、三星等）的稳定，价
格上也会照顾周全，让各方安心干活；否则任何一个环节出问题，字节在质量和交付上都
会受影响。这一协调机制也决定了长存与铠侠、与大普、忆联的关系都不错，头部上
桌的玩家都会很注意，因为盘子乱了对谁都不利。
上游稳定供应没有问题，大家都会遵守。
扩产方面：预计27年前产能起不来。坊间传的长存继续扩产、铠侠扩、三星扩、
Solidigm扩，这些扩产要到28年以后才会展现出来，而且扩产都很谨慎，具体扩多少
也不算特别大。
七、供需的真实情况
今年真正SSD缺货是在上半年；下半年（2026年）已经不缺SSD，缺的是DDR和主控。
但美国一直缺货，TLC和QLC都缺。
后来因为Solidigm和三星很多原计划供给北美的量杀回中国，而且量不小：三星对字
节的供应增加了将近10亿EB，三星也增加了5个亿EB左右
（此处现有：三星增加近10亿
EB、另一个增加5亿EB）。
北美需求是阶段性的：一方面大家都说北美需求持续强劲、一直持续到28年；但26年检验北美发现它是阶段性的，会阶段性把原来要的供应吐出来
，即没那么大需求时才吐
回中国，而中国BAT吸收能力特别强，把这几大十亿EB——BAT加起来可能upto30亿
EB——回收了（这30亿EB原本是要供给美国的）。
美国需求有时阶段性暂时不需要，但并非长期不需要
：它可能不按季度、而是按月或两
个月又回来要一批，总体趋势是供应完全没有问题。

加上闪迪，全球SSD供应反而是没问题的——不能说供大于求，也不能说供不应求，而是"供应完全没问题"。闪迪的盘价格最高，无论在中国还是美国都卖最高价，美国甚
至卖到6毛多；有闪迪这个存在，全球SSD供应没有问题。而长存是供不应求，因为
其产能提升有限——之前2025年上半年步子迈大了、质量出现问题，所以必须稳步增长，
产能有限、性价比好，因此相对供不应求。
八、对未来的判断

27年在国内还是大年：很多人判断和我一样，盘子从今年的130PB涨到160PB，增长蛮
大；北美也会增长，但北美的盘子有多大一直没打听到。总体27年没有问题，但28年是
有问题的。
28年在国内，很多人不太看好28年全年，认为28年年中会是拐点；国外有人更乐观，
认为像黄仁勋、马斯克这类人物或许有本事把美国的繁荣带到28年甚至29年，最多能看到
29年，后边就不敢看了，敢看30年的人很少。
共识是：如果美国需求持续（虽然断断续续），总体趋势会持续到28年。如果美国一
直强劲，加上中国出口与应用技术发展，AI落地场景多了，有可能美国需求把中国也带
起来，互相刺激、互相影响。目前公认中国的大年到28年上半年就结束了。
需求结构很不健康：互联网占整个NAND需求约（接近）85%，原先还有京东、快手等，
现在它们（相对于BAT）的量太小，主要就是BAT在增长，这很不健康。
美国是不同的故事：美国有一些技术落地比中国强，比如间谍卫星、马斯克的星链，
确实在消耗Token、有商业变现；美国AI的商业变现率比中国强。中国还停留在AI短
剧（如豆包、多玩，且免费），还没有真正落地。
美国真正Token落地能商务变现约40%（按购买100、变现40计算），但它持续有落地的
东西；中国虽然也买了100，但真正落地不足20%。所以真正要用起来，如果持续用不
起来，那可能就是泡沫了。
下一轮存储如果还能回来，主要还是看下游需求能不能起来、量级能不能爆发，也就
是落地需求的兑现。关键看两点：一是实际可变现场景（真正可持续发展），二是头
部效应过于集中（中国NAND需求已高度集中于BAT）。
九、客户结构与毛利
大普最主要的客户是字节（因字节资源盘上量），字节约占其一半；前五大客户占大普90%，依次为字节、快手、京东、中移动、电信，其他是10%。（在字节、快手、京
东、中移动、电信这五家里，字节约占40%~45%。）
毛利方面：海外最好，8T从3200美金能卖到5000，海外利润最好；海外毛利约40%，国内约15%（平均约15%）。行业对这些客户允许大普留10%的毛利（字节、快手、电信等
成本控制非常严苛）。

关于大普业绩：它涨价、手里有一些便宜的货，肯定有一部分是做得很好涨上来的，但也有囤货因素，单靠卖盘算利润特别好并不现实。
十、其他问答要点

国内最愿意在SSD方向投入（采购）的大厂是BAT（字节、阿里、腾讯），前三位是字
节、阿里、腾讯。
除大普微之外，其他模组厂能否进海外客户：大普和忆联目前都有了；其他家（专
家）还需再问平台确认。长存颗粒可以出口——此前有误区认为长存在实体名单上，但在
实体名单和能不能销售是两个概念，缺货情况下长存颗粒盘完全可以供应给美国，法
律上畅通无阻。
海力士在国内两个厂的产能规划分给谁，专家表示不清楚、此前未关注，可以记下来
后续确认。
总体判断：今年整体SSD价格大幅上涨、长存颗粒持续供不应求；下半年SSD已不缺
货，缺的是DDR和主控，北美需求呈阶段性回吐并被BAT吸收；27年是国内大年
（130PB→160PB），28年年中或为拐点；行业核心变量仍是下游落地需求能否持续爆发，
以及过度集中于BAT的需求结构能否改善。
会议实录
（会议助理）本次电话会议仅面向东北证券的专业投资机构客户或受邀客户，仅供在新媒体
背景下研究观点的及时交流。第三方专家发言内容仅代表其个人观点，所有信息或观点不构成投
资建议。
（主持人）各位投资者大家下午好，本场主题是围绕SSD整个行业的一些变化做更新，我们
今天有幸邀请到国内头部的SSD专家跟我们做本场分享。前面先请教一下专家，最近包括上半
年、包括截止到三季度末，整个行业SSD价格的走势，以及行业目前在跟海外或国内的一些
CSP厂接触的过程中，后续合约的长度大概怎么看。
（专家）好的，这些问题挺与时俱进的。我先说一下最新的价格。
首先，从今年春节前后，以8T盘为例——我说话的口径都是关于NAND企业级、以8T为
例——它的价格从国内的1600美金左右，涨到了Q3的3200美金。然后Q4基本说要往上再涨
5%，但目前实际上最主流的价格是flat（持平），仍然是3200美金，这是指整个今年的面
价，也就是OEM厂商，比如浪潮、中兴、华三供给BAT的面价情况。
真正进价，对于字节来讲，其实也没有什么太大变化，指Q3对Q4，仍然主要价格是
2000美元到2400美元为主。这是BAT价格。这是价格的趋势。
然后海内外的趋势是这样的：美国QLC在今年Q3、Q4就开始ramping（放量）了，它的
量，今年在美国我听说QLC应该能够占到（北美整个盘子的）10%；到明年，美国QLC应该能达

到３０％，甚至更多，所以ＱＬＣＳＳＤ一直是供不应求。
像大普微等（厂商）在北美的这个趋势

是很明显的，所以预计明年ＱＬＣ本身要大卖，大普对北美的供应量也会增加，今年相对数量
比较小，这是国内外的一个趋势。
还有一个趋势，国内的Ｅ３.Ｓ这个ｆｏｒｍｆａｃｔｏｒ（形态），原来是用Ｕ.２，现在Ｅ３.Ｓ的一
些需求也慢慢在出现，预计以后有一部分会是Ｅ３.Ｓ形态的盘。
当然这些都是TLC的；QLC实
际上form factor还是以U.2为主，我刚才说的QLC都是U.2形态。ＴＬＣ的形态，Ｕ.２仍是最主要的，国内是Ｅ３.Ｓ，国外是Ｅ１.Ｓ——国内Ｅ１.Ｓ需求量几乎为０、很小，国内主要能看到
ｔｒａｎｓｉｔｉｏｎ（过渡）的是Ｅ３.Ｓ；但北美正好相反，北美Ｅ１.Ｓ需求量在提高，到时候看大普
是不是E1.S也有相应的产品，这是后面的事情。
盘子我多说一句：整个盘子预计今年所有的ＮＡＮＤ企业级应该是１３０亿美元左右，明年应
该是１６０亿美元，大概这个情况。
（主持人）您前面说的这些全部是指针对大普微现在的情况吗？
（专家）不，刚才前两项是针对大普，后一个是整个盘子。
（主持人）明白。前面提到QLC明年的收入占比可能会到10%，这个占比是针对全部海外的
CSP客户吗？国内现在主要还是TLC为主是吧？
（专家）对对对。不光是大普，国内ＱＬＣ需求预计２７年都没有那么旺盛，只占３％~５％；北
美明年肯定是３０％。
（主持人）那在大普微的出货结构里，明年预计能到多少？
（专家）目前看，国内国外一起看的话，ＱＬＣ能占１５％。
差不多在收入里面，它会更高，
因为我刚才说的是量上是15%，EB数15%，volume（量）是15% EB数。Ｒｅｖｅｎｕｅ实际上也差不
多，因为ＱＬＣ不是大容量点嘛，都是６４Ｔ是最主要的，下面是３２Ｔ，但如果算成ＥＢ数，盘的
数量就少了，按单ＴＢ金额算比较准，所以无论是从ＥＢ数还是从金额，都差不多１５％比例。
但要考虑到美国和中国的价差仍然在——不说特别aggressive，国内一般8T的QLC卖3200美金，这是正常的，然后美国一般卖到５０００甚至５０００出头，这个趋势还在。所以这１５％主要
是供应美国市场，应该这么算：它应该是毛利可以达到约４０％，然后国内的毛利也就是
１０％~１５％。
（主持人）明白。那这个结构里，QLC这块市场在我们的出货结构里，能理解成全部针对海外客户吗？以及海外客户现在在我们收入的占比，明年大概定的就是QLC这部分吗？还是TLC那部分也会有一部分针对海外客户去供应？

（专家）如果要是说大块，其实刚才您已经总结出来了。当然有些零星的国内的QLC需求是有的，但可以忽略不计。为了说得清晰一些，您可以就认为ＱＬＣ都是对北美（大普本身就
是ＱＬＣ都是对北美），然后ＴＬＣ是对国内。

（主持人）明白，理解。那差不多就是15%左右的比例。像去年，我们年报里提到在海外英伟达跟谷歌的认证都已经做了，今年是从什么时候开始，海外的收入开始加速的？

（专家）其实大概可以从Q3开始加速。但TLC你刚才说的之前跟英伟达、尤其是跟谷歌，主要是TLC，Google这块是TLC。

因为QLC是这样的，我多说几句：大普跟北美的合作，实际上不是大量的合作，大量合作主要指的是QLC，在今年仍然是通过美国的模组厂——美国的模组厂一般规模都不是特别大，还有一些美国中型的OEM。模组厂实际上是贴牌，比如贴成一些（不好记的）牌子，实际上是大普的盘，但贴他们的牌来供应；OEM这块是一些组装项目，casebycase，有时可以用大普的牌子，有时用其他牌子的，到时候casebycase。

所以跟英伟达的这个认证其实不影响，实际上英伟达、谷歌都认证，我大普的友商很多也都认证，因为要抓住AI时代。而且现在的PCIe5（简称Gen5）、PCIe6（Gen6）的加速迭代，是和英伟达GPU的AI增速、迭代频率有关的，它迭代一次，等于超过了CPU的迭代，所以大家都要跟上这个速度，连服务器的一些底层设计（比如英特尔x86服务器）也受到间接影响，就是整个x86服务器也要受到英伟达迭代的影响。所以是这些因素叠加组合造成的。

（主持人）明白。我们现在单EB的价格，均下来大概今年能到什么水平？或者从前三季度看，单价均EB能到什么水平？

（专家）你是说单TB吧？一般我们都说单GB价格。EB太大了。整盘我们一般讲颗粒，但也可以汇总到整盘上。我们说整盘，整盘就是刚才讲的8T、3200美金，实际上整盘的单GB价格是4毛美金，一般我们都是这么聊的，就是说这个盘是几毛，一般比如4毛，然后进价比如3毛多，然后颗粒多少多少，比如2毛5，或者涨到2毛8了，这都是实际的数字，这么聊单GB。这些聊的都是TLC的。QLC跟它的单GB其实很好算，一般是便宜，因为QLC要比TLC便宜，正常的话便宜10%~15%每GB，这都能测算出来。

（主持人）明白。那我们今年出货大概能有多少的量？今年全年。

（专家）应该是介于5~6个EB，因为现在主要看利润情况，五六个EB是没问题的。

（主持人）今年的新增扩产计划，包括明年的量级有展望吗？

（专家）明年是有展望，对内主要是利润。对于大普上市公司，主要是利润，实际上规模已经够大了，这几个EB已经不小了，所以做到七八个EB就可以了，不追求传闻中非要做到10个EB，这不是追求，最多做个8个EB就很好，7个EB也可以，因为要看利润毛利。

（主持人）差不多在全球，按照您刚刚说的，明年总体规划可能就不到10个点，对吧？5、6、7个点左右的市占率？

（专家）美国的多大盘子我不知道，但中国盘子是130亿美元。
国内，比如大普能够做5
（个EB），比例也不小了，大概是3.5%，这个比例其实不小。IDC之前把有些数据夸大了，但
实际上大普一般占整个盘子5%上下，或者不到5%是正常的，因为要考虑到利润。
有一阵号称它（IDC）有一年把它夸张成占9%，这是不可能的。我们业界算过，它一年
一般也就占6%、最多占7%，一般是6%左右。大普实际上只有忆联的大概2/3强、70%的量，
这个都能推算出来，大普的量不可能多于忆联。
（主持人）相当于在今年这个基础之上，明年我们差不多会维持这个水平，也不会有特别大规模（扩产）是吧？
（专家）没错。引用大普CEO的话，就是大家都没死，就看谁能熬死谁。有一段时间大家艰难的时候（这么想），但现在看来，这个愿望实现不了。也不是说大普的愿望（而是行业的想法），反正友商们都觉得这是红海了，现在还在往里进。
除了传统的（厂商），之前按照
2024年IDC已经把忆联、大普都列得很结实了，都列在头部；恒创园紧随其后。但问题在于，现在德明利、佰维、江波龙、宏芯宇这些上市公司全都杀入了企业级NAND，而且不管是贴牌
还是怎么做，人家都显示出了一定份额。所以这个企业级市场盘子就这么大，实际上是进
来了很多新玩家。
比如说，德明利和佰维盯着的，尤其德明利，它是因为赢了副指标；而佰维其实也是
一样，赢了字节的副指标。这些公司赢了副指标，就意味着它们实际上都要跟大厂BAT（配
合），尤其字节量很大，要去赢得字节的订单，它这个资源盘的副指标就等于它本身也进
入这个头部市场了。
（主持人）明白。像德明利跟佰维那些，现在它们的（市占率）能有什么水平？
（专家）应该现在还在我们后面，在大普后面。尤其佰维它是囤了一些货，但还没有
能够形成整盘的交付——我刚才的口径全都是整盘交付量、整盘的Revenue。像德明利是已经
形成了整盘规模，今年应该能够做到3~4个EB。但问题在于，德明利和大普的情况其实不
一样。佰维等其实要区分开，德明利的性质是属于它没有技术兜底能力，但是它的成本很
好，因为它有原厂——大普没有原厂，大普是代工厂，而德明利是自己的工厂。然后德明
利自己的工厂，它能够（在）成本上（占优），它又做消费级、然后做其他（产品），成
本要比大普好得多，这是很正常的。所以它利用成本优势做副指标、做3~4个EB，这是很
正常的。
（主持人）明白。我在想明年，因为原厂产能可能就要扩起来了，大家多多少少渠道上都会拿到点货，我不知道咱们怎么看这个趋势？以及我们本身可能在跟原厂关系上，之前不是跟海力

士关系还可以吗？现在怎么看国内这几家模组厂跟原厂的关系，以及明年的（需求）爆发以后，包括2028年需求爆发以后，各自扩产之后我们的产业趋势？我听下来好像还是比较偏保守的状态。

（专家）肯定这个保守，因为主要是利润的考量。首先和原厂的关系，长存这块是躲不过的。长存颗粒一直供不应求的原因，就是因为它性价比好——它比国际的颗粒要便宜10%~15%，但performance基本一样，基本一样了，所以长存的颗粒盘就会特别popular。但因此，这个市场的gamerule是enduser为大，尤其大案user，那就是字节——这是第一大的案user，它就会主导跟这些上游直接谈判，谈长的FTA（长期协议），像长存跟字节等都签了3年LTA的，供货基本上可比，价格每个quarter新谈，采取这个方式。就是为了大的互联网头部保持供货的稳定。

所以整个体系里，像大的案user为了保持供货稳定和质量稳定，实际上会本能地维持这些模组厂的稳定。比如它会很注意大普等供应给它的，因为大普在供应、忆联也在供应，然后三星也在供应。咱们主要谈大普、忆联这样的，为了让他们安心、质量稳定，肯定在锁定供应的同时，价格方面自己也会照顾得比较周全，这样才能让各方都安心干活。否则的话，之前出现过：如果价钱谈不拢，或者供应出现问题，任何一个环节有问题，字节实际上这块也会受影响，无论是质量上还是交付上。所以这些实际上都要协调好，它协调好这个机制，就决定了大普跟长存、跟铠侠的关系不错。其实不光大普不错，忆联也不错——忆联用长存颗粒、用铠侠，听说也很稳定。这些头部的、上桌的玩家都会很注意，因为这个盘子如果乱了，对谁都不利。所以从上游的稳定供应来讲是没有问题的，大家都会遵守。

（主持人）我第二个问题，还是想说，明年因为原厂的产量都扩起来了，我想知道现在模组厂不会跟原厂一样同步扩吗？还是持保守的态度？

（专家）原厂是这样的，我们原来讨论过，27年前它的产能是起不来的。像坊间传的，比如长存继续扩产，然后铠侠也扩、三星也扩、Solidigm也扩，这些扩产都得是——我记得你问了一个，就是28年以后它才会展现出来，28年以后这个量才（出来）。

但问题在于，中国是不缺的。我先说一下供给侧的情况：今年回顾了一下，实际上大家真正SSD缺货是在上半年，下半年2026年已经不缺SSD，缺的是DDR和主控。但是美国这块是缺货的，美国一直TLC和QLC都缺。但后来种种迹象来讲，由于Solidigm还有三星很多供给北美的量实际上杀回中国了，而且量不小。比如说我们算了一下，对字节的供应，

Solidigm应该是增加了将近10亿EB，然后三星也增加了5个亿EB左右。
所以看到的画面其实蛮复杂的。一方面大家都说北美需求会有持续性、是强劲的，一直
会持续到28年；但实际上市场从2026年我们检验北美的话，就发现它是阶段性的
——不能
说它一下子就下去了，它会阶段性地把原来要的supply吐出来，但换句话说，它没那么大
需求，所以才吐回中国了。反而中国BAT它的吸收能力特别强，把这几十个亿EB——BAT加
起来可能upto30亿EB——给收回来了，这30亿EB原来是要供给美国的。
所以美国的需求，它有的时候阶段性也会暂时不需要，但不是说它不需要了。复杂性
就是它现在不需要了，你以为它要怎么着了，不是——它可能不按照季度，按照月或者两
个月，它又回来了，它又要一批。但总体趋势是，这个SSD，含闪迪，一定要加上闪迪——
供应是没有问题的。咱们不能叫供大于求，这个词也不准，是"供应完全没问题"。
加上闪迪以后，因为闪迪都是4毛的盘（这4毛有两个价位，对于不同客户高低不同，要么4毛颗粒，要么4毛整盘，一般是4毛的颗粒），所以价格最高嘛，闪迪的这个盘在全球和在美
国都是最高价格。我说的这个4毛是对中国；闪迪要在美国卖，它更贵，肯定不是4毛了，
是6毛，我听说6毛多都有，闪迪在美国卖，反正有点财大气粗的意思——就是这个价钱，
你国内买也是这个价，国外买也是这个价，而且我都是最高价，无论是中国还是美国，我
都是最高价。所以有闪迪这么一个存在，全球SSD的供应反而是没问题的。咱们叫没问
题，也不叫供不应求，也不叫供大于求。
但长存是供不应求。刚才您问了扩产能，因为长存的产能提升是有限的，它在提产能，但之前2025年上半年步子迈大了，质量出现问题了，所以它必须稳步增长。所以长存
一直会由于它比别人便宜10%~15%，是相对供不应求，因为它性价比好、供不应求，加上
产能有限。但其他不是这样。像刚才说的那几家，稍微在扩产的，也是属于韩系的事情，
三星在扩产，这些都是28年、29年可能要展现出来的产能，但具体扩多少，好像也不是特
别大，是很谨慎地在扩产。
所以整个情况，根据美国的需求，我们看到是这样：首先27年还是大年，在国内还是
大年，就是继续增长。所以很多人判断和我一样，都是130PB的盘子今年涨到160PB，这个
增长还是蛮大的。然后北美也会增长，但北美盘子有多大，我一直没有打听到。总体27年没
有问题，但28年是有问题的。

28年首先在国内，很多人就不太看好28年全年了，觉得28年年中会是拐点。然后国

外，有些人更乐观，觉得像黄仁勋、马斯克这种存在，不管他们是忽悠也好、有真有假，
是不是有本事把美国的繁荣一直带到28年甚至29年——也就能最多看到29年，后边就不敢
看了。要看到30年，我们觉得现在这么乐观的人少，不敢看到30年，因为没这么简单。
还有大家的共识就是：如果美国这块需求是持续有的，虽然是相对断断续续，总体趋
势会一直持续到28年，那有人就说，如果美国一直强劲，包括中国的出口、包括一些应用
技术也在发展，那AI是不是到时候有些落地场景多了，反而由于美国的需求把中国也带起
来了？这个也说不准，就互相刺激、互相影响吧。所以目前公认的大年，中国是到28年上
半年就结束了。
因为确实是，enduser不能总指着BAT，也不能总指着互联网。互联网能够占到整个
（NAND）需求接近85%，这很不健康。互联网占整个市场NAND采购85%，其实很不健康，它
能持续多久，大家看也就是28年年中。但美国好像differentstory，就是美国这块，确
实有其他的技术落地要比中国强一些，咱们有一说一，关起门来说，他的AI落地，比如他的
间谍卫星、马斯克的星链，其实真的是在消耗一些Token，这个是不争的现实，它是能有
商业变现的。还有一些其他的我先不展开，我就听说美国在这方面的商业变现率要比中国
强。中国还是停留在什么AI短剧，现在我就听说AI短剧、豆包、什么多玩，也是免费的，
就这意思，还没真正落地。
（主持人）明白。您刚刚的意思，我听了一个点，就是前面您说美国那边可能后面大概会外
溢出来30、31B的一个SSD的需求是吧？
（专家）不是不是，这30是指——这30是我说的今年它回吐的量。今年的回吐量，加
起来实际上就是三星和Solidigm，原来的时候我们听Solidigm和三星（说）——这是事实
——供应的时候说我们对中国市场，尤其三星是最绝的，说我们对中国市场不说放弃吧、
一年就供应不到10亿EB，可能5~7个亿EB结束，你想这个量太小了，这不可能，就是这个
意思，就是说它说得特别少。但正常它会占这个市场的1/3左右吧，三星。但他在Q2的时
候，我们得到三星给我们的消息是说，它在中国市场就是lowpriority了，high
priority是北美，所以三星的盘当时我们预计会特别少在中国——2026年。但实际上不
是，就是刚才我说的至少31（亿EB），实际上它至少31亿EB了，但很多都是三星盘，它本

来打算卖给美国的，我们一打听就是三星盘怎么又多了，而且多的是好多EB数，它是从哪
儿来的？他说就是供应美国那帮、北美暂时不要了，就供应中国了。然后Solidigm也是。
我说的这个30亿EB是这个概念。

（主持人）明白。那您觉得国内需求爆发，除了短期之外，往后看必须要有新的场景出来，
您觉得B端这些AI的商业化落地，能够带动进一步拉动存储这块的需求量吗？
（专家）会，得真有落地。但目前的国内落地，你不能说没落地，听说AI短剧很火
嘛，也变现了，就是说会员。但真正像美国那种大规模的，我先说一下，美国AI落地，这个
（行业）有一些公认了，除了我刚才说的上述那些场景以外，它确确实实是在一些商务的
Token消耗上——商务去买这个Token来做一些大的后台计算，也不限于大数据，这其实大
数据只是其中一个概念。
我听那意思，美国是有很多商务线这个市场的，虽然变现也不是那么容易。比如有人
说过，马斯克和黄仁勋不是都是骗子嘛——实际上有真有假，就是它实际的落地率或者需求量
能够变现率不到40%，但他们会说成是100%甚至更多。我相信北美真正Token落地能够商务
变现也就40%，按购买是100、变现也就40%，但是它持续在有落地的东西。但中国这块我
听的那个picture，比如中国也买了100——这100不是美国的100——中国也买了100，但
真正中国落地的好像不足20%，我听的量级肯定是对的。所以它真正得用起来，如果它持续
用不起来，那这个不就泡沫了吗？
（主持人）明白。后面其实主要还是要看下游需求量的爆发，对吧？
（专家）我觉得下一轮这个存储如果还能回来的话，主要还是看量级那边、下游需求
到底能不能起来。所以现在大家看几条线、你能听得出来，其实还是要看落地需求，不管是中国还是美国。还有一看这个全球经济都不是这副模样了吗？如果持续只有头部驱动，那就
是要看实际落地场景，我指的可变现的落地场景，这个才是真正可持续发展。第二，头部
效应现在过于集中，尤其中国，美国好像还好一点点，但也强不了哪去，五十步笑百步，但中
国已经到了NAND的需求到了BAT的程度了。原来BAT原来都说（加上）京东、快手这些，现
在他们不是说出局了，他们的量相对于BAT太小了，主要就是BAT在增长，其实这很不健
康，它能坚持多久，这是主要考量。
（主持人）明白，我们看一下线上有没有领导要问问题。
（会议助理）大家好，通过网络端接入，投资者可点击举手连麦等候提问，或在文字交流区
提交您的问题；通过电话端接入，投资者请按星号键再按数字1键提问，谢谢。
（提问）我再问一下，大普现在各家大厂的整体收入结构什么情况？截止三季报。
（专家）你说销售情况是吧？各个大厂销售情况。按照比例吧，其实今年的格局差不多。

原来说以为格局发生变化，其实大的格局没有变化，但小的格局还是有变化的。先说大的
格局，头部还是Solidigm和三星，他们俩加起来占2/3是没有问题的，应该是占2/3左右。

然后下面我着重细说。
忆联我们认为不是能够做——大普不是5~6（个EB）嘛，忆联我觉得能够做到8个EB
吧，可能是8个，可能达不到，就是今年；忆联是8个EB，然后大普是7~8（出货5~6）；然
后MemBlaze呢，就是目前能看到的，其实也不算太小，MemBlaze能够做到接近4个EB；然
后德明利能够做到将近4（个EB）；然后佰维可能还没发力，但佰维之前有一些贴牌，应该
也有小1个EB；然后江波龙大概接近0.5~0.8，我们觉得0.5~0.8个EB；然后英韧其实很
小，这次不算太大。我说的都是EB数，就是量，EB数是量，一个EB=1000个TB。
（提问）我想问的是大普微现在下游各个企业的客户结构的占比，比如说字节占多少、快手
占多少。
（专家）大普最主要的客户现在就是字节，因为字节的资源盘上量了，能够占它整个
差不多一半。你可以认为这五个客户占了大普的90%，依次为字节、快手、京东、中移动、
电信，后面电信、中移动这五个就占了大普的90%，其他是10%。其中字节，刚才你问其中
字节占这五个里边，差不多能够占到45%吧，你可以认为大约40~45%。
（提问）现在哪个客户的毛利率、净利率相对来说高一点？
（专家）海外的最好。如果算海外的话，海外虽然量小，但是海外，我刚才说了，那个3200美金的8T能够卖到5000，海外利润是最好的。
（提问）海外现在毛利率能到多少呢？就以现在这个价格看。
（专家）40%。国内呢？国内平均也就15%，大约15%。
（提问）明白。如果15%的毛利率，净利率能到什么水平？可能就个位点了。
（专家）这个好像他们算法不一样，不是固定的。我也问过，还真不是。因为从去年10
月份开始到现在，SSD价格涨得还蛮多的。国内的这些客户，它的毛利率是不是一直没变化
呢？但是我看大普业绩其实今年还可以。
是，它涨价，它有一些便宜的货。咱们就说点实话，它肯定有它做得很好的一部分涨
上来，但它也不是神仙。我感觉大普实际上有点像德明利——德明利不是有一阵儿利润特
别好嘛，但那是囤货、囤货挣的那笔钱。大普当然不是说靠囤货挣了那么多，但肯定也有
这个原因。说它单靠卖盘算利润特别好，不现实
，因为你看它这些客户，有一个算一个，都
是成本控制得特别严苛的，比如字节、快手、电信，这都是敲骨吸髓的，其他的也好一点点，也
有限。然后行业允许大普留10%的毛利。
（提问）现在国内这几家大厂，整体在SSD这块的需求上，哪家现在是最大、最愿意在存储
这方面投入的？

（专家）国内愿意花钱去买这些存储的，按排序就是BAT，就是字节、阿里、腾讯，这
是前三位。
（提问）明白。因为您前面也提到，国内SSD需求景气度可能保持到28年上半年，因为这几
年的国内大厂Capex其实还在往上走。
（专家）对。所以我刚才也讲了，它头部效应不是特别明显嘛，就是BAT。刚才我讲
了，（BAT）不是（在130PB里）接近110PB嘛，它的比例非常大。
（提问）现在国内除了大普微之外，其他还有哪家模组厂能进海外客户吗？
（专家）这个我还真得问问。我不光是大普能接，我听说忆联也在——因为从长存颗
粒角度，长存颗粒是可以出口的。之前有一个误区，是说长存在实体名单上，这个我不赘述
了。后来我问过长存，长存说实际上这个事实是不影响的，就是它在实体名单上和能不能销
售，这其实是两个概念。当时大家也认为好像怎么怎么着，结果说就是缺货的情况下是完
全可以供应，长存颗粒盘完全可以供应给美国，法律上是畅通无阻的。
（提问）明白。我问的其实是模组厂现在哪家能供海外的CSP客户？
（专家）我记得听他们这个意思，大普和忆联现在都有了。
其他的我真得问问，还真问
住我了，因为我主要看国内，我之所以知道海外，是因为有一些价格对比、要做一些价格对比，
刚才跟您说的都是日常去double check的价格对比，不是特意（关注）的。但我这个问题可以
到时候问一下，然后告诉平台、让平台转告给您。
比如是不是还有其他家，除了大普、忆
联，往海外具体卖的比如忆联卖的是QLC还是TLC，还是E3.S这些，我都可以把这些问题给您补充
上。
（提问）我再问一个问题，专家，海力士现在在国内那两个厂的产能规划，分给谁定了没？
（专家）这个我也不知道。我记下来吧，这个我还真不知道。海力士那个工厂，我就
没关心过。
（主持人）好的，谢谢专家。我们看线上还有没有人问问题。
（会议助理）大家好，通过网络端接入，投资者可点击举手连麦等候提问，或在文字交流区
提交您的问题；通过电话端接入，投资者请按星号键再按数字1键提问，谢谢。
（主持人）如果没啥问题的话，我的问题也差不多了。专家，感谢您今天的分享，我觉得非
常详细，后面后续有啥问题，我再约您下一次交流。
（专家）好，谢谢，再见。

--- ESMO数据解读，东吴创新药团队分享最新观点20261026.pdf ---
ESMO数据解读，东吴创新药团队分享最新观点
全文总结
本次为东吴医药团队组织的ESMO（欧洲肿瘤内科学会）2026年年会数据解读电话会（2026年
10月26日），由东吴证券医药首席分析师朱国广主持，创新药首席分析师及多位创新药分析师分
别就本次ESMO上国内外创新药企业披露的最新数据进行了汇报。
整体判断：这两天ESMO数据逐步浮出水面，从创新药角度，一部分数据符合预期，但有相
当一部分公司数据超预期。本次会议围绕百济神州、恒瑞医药、翰森制药、信达生物、康诺亚、
莫德纳、康方生物、三生制药、基石药业、复宏汉霖、科伦博泰、乐普生物、石药集团、百利天
恒、金方生物/和黄医药、德琪医药、康宁杰瑞等公司的数据展开解读。
一、创新药首席分析师：百济神州、恒瑞、翰森、信达、康诺亚

百济神州披露了三个产品数据：
GPC3/4-1BB双抗：认为是潜在大品种，因为整个肝癌领域缺乏有效药物，标准疗法为阿替利珠单抗加贝伐珠单抗，整体疗效受限，一线ORR只有约30%。这次披露的是单药治疗后线肝细胞癌数据，患者前线中位治疗线数为2，基本为PD-1经治，还有70%的TKI经治、超过60%为PD-1和TKI双经治。全部剂量组确认的ORR达到30%，450mg剂量组（即A4 VD剂量）ORR高达36%，整体响应率不错。6个月DOR率高达74%，这也是双抗的特点，只要有响应、响应时间就比较长。安
全性方面表现较好，之前单抗所担心的肝毒性在双抗上没有表现出来，全部剂量组下只有5.3%患者发生三级以上不良反应，只有2.1%患者因治疗相关不良反应停药。百济将在年底前开启后线单药全球三期，会对照研究者选择的TKI药物索拉非尼或仑伐替尼。该药一期临床还处于早期阶段，现已入组约70例患者，后续会有数据读出。
透脑性PRMT5抑制剂：针对MTAP缺失的非小细胞肺癌患者，一期临床共入组182例患者，前线中位治疗线数为2，其中50%为MTAP缺失患者，182例中83例为非小细胞肺癌、中位治疗线数为3，基本能用的疗法都用了。骨转移、肝转移和脑转移比例都比较高，患者基线相对较差。在这么差的患者中，全部患者确认的ORR为25%，在野生型患者中确认的ORR为38.5%，整体疗效不错；在野生型患者中PFS为8.1个月。期待该药后续与其他靶向药联用能有较好的增效效果。此前Tango的药与Revolution的RAS抑制剂联用，能把RAS突变患者疗效提升到很好的范围（之前约三四成，提升到后线11例患者有10例响应）。不过百济这个药相比Tango有优势：Tango的药在和Revolution药联用时，Revolution的药需要降剂量，而百济的联用不需要。所以期待后续百济透脑的PRMT5与Revolution一系列的RAS产品联用能有更多进展。该药是透脑的，在肺癌患者中比较重要，在脑转患者中也观察到31%的颅内客观缓解率，整体颅内响应不错。

CEAADC（早期产品）：其他家做得比较多的是结直肠癌适应症，这次百济披露了非小细胞肺癌适应症，在CEA高表达的非小细胞肺癌中取得较好响应，中位缓解持续时间DOR尚未达到，整体安全性以血液学毒性为主，比较不错。
恒瑞医药：已能看到两个产品数据。一是HER2ADC（合作产品），是比较重磅的LBA数据，同步发表在《柳叶刀》上，是首个针对HER2低表达的国内三期数据（即Horizon Breast 06临床）。纳入500多例HER2低表达、晚期不可切除、局部晚期或转移性乳腺癌患者，接受其ADC或研究者选择的化疗。PFS为10.6个月，对照组化疗为16.8个月（原文如此，应为对照组更低），HR为0.25，相比化疗组进展风险降低75%，疗效很好。中国生物制药的双表位HER2 ADC在HER2低表达人群中的三期数据与恒瑞表现差不多，HR约0.29，所以恒瑞的数据也比较优秀。这两个国产HER2 ADC都表现出比8201更好的潜力：跨临床对比，8201在HER2低表达的中位PFS大概13个月多，对化疗8个月多，HR应为0.5几，所以恒瑞HER2 ADC这两个产品相比8201有潜在较好优势，且ILD发生率更低，是两个潜在更优的产品。
二是Nectin-4ADC：针对后线宫颈癌，疗效很不错。6mg组ORR高达47.2%，PFS也达到7个月。后线宫颈癌在研疗法中，除恒瑞外疗效都较差；恒瑞这个药优于同类MMAE毒素的Nectin-4 ADC同靶点产品（后者在宫颈癌后线ORR差不多二三十，PFS差不多4个多月），表现出比较好的潜力。
恒瑞还有另外两个药入选LBA，会在欧洲时间次日披露数据：一是KRASG12D，联合化疗或加减阿得贝利单抗，针对KRAS G12D突变的围手术期胰腺癌治疗（二期数据），该分子此前披露过针对晚期胰腺癌的数据也比较优秀，这次披露围手术期数据。二是HER2ADC，也是恒瑞认为比较有优势的产品，针对TKI耐药、EGFR突变的非小细胞肺癌，这次ESMO也看到克隆伯泰的264在该适应症上有优异数据，期待次日恒瑞在该适应症上的数据表现。
翰森制药：都是ADC数据。一是EGFR/c-MetADC，是比较早读出数据的双抗ADC，读出的是TKI耐药的非小细胞肺癌数据，整体响应比较积极：在EGFR突变、经TKI治疗后耐药的非小细胞肺癌患者中，ORR为61.3%，6个月PFS率为75.3%，相比单抗ADC早期数据显示出较好优势；安全性表现也较好，靶点相关毒性较低，没有三级皮疹发生，只有两例患者发生口腔粘膜炎，主要不良反应以血液学毒性为主，发生率都在十几二十几左右，相对可控，整体是安全性较好、早期响应较好的产品。

二是B7-H4ADC（授权给GSK的产品）：这次披露的是全球1b期临床数据。此前WCLC上的一些数据使大家对中国和海外临床数据的可复制性有些担忧，不过这次翰森披露的全球临床数据比较优异，可能跟药有关系，后面应该会有比较多产品能用全球临床数据复制国内临床数据表现。该药针对铂耐药卵巢癌，刷新了在研产品及获批产品的PFS记录：1b期试验中5.8mg剂量组PFS为

11.1个月，整体确认的ORR为62%，相比其他之前疗法ORR可能没有本质提升（其他家差不多四五十），但PFS非常好——之前铂耐药卵巢癌标准疗法应是叶酸受体α ADC，PFS差不多5.5个月，而翰森这个药达到3倍的效果。安全性方面也比较好，基本都是血液学不良反应，因TRAE导致治疗中断比例也比较低。此外翰森还有一个B7-H3ADC治疗复发难治性骨肉瘤的三期数据入选LBA，后续会披露。

信达生物：IBI363，今年ASCO披露的一线非小细胞肺癌数据，这次ESMO有进一步更新，整体数据表现不错，整体ORR比较高。目标剂量组3~1.5mg这个剂量组早期数据很优秀，只是现在PFS还没成熟。总共入组80例患者，1.5mg剂量组确认的ORR为47.7%（原文"四十点四十七点七"），在一线PD-1低表达人群中达到61.9%，3~1.5mg剂量组达到86.4%，这个86.4的响应非常有竞争力。PFS方面1.5mg是7个月，3mg组是8.5个月，3~1.5mg的确认ORR相比另两个剂量组高很多，预期这些响应患者有较大概率进一步转化成生存获益，所以对3~1.5mg剂量组的PFS表现非常乐观。

此外，IBI363又披露了IO耐药的腺癌数据，是联合多西他赛及贝伐珠单抗、头对头多西他赛的1b期数据，相比多西他赛展现出非常好的整体获益，在ORR和PFS上都有显著获益：ORR为15.6%对4.8%，PFS为4.4个月对2.8个月，进一步确认了IBI363在IO耐药非小细胞肺癌上的确定性。后续武田那边也在开展全球注册三期临床，整体IBI363在IO耐药这部分肺癌的确定性比较强，一线肺癌早期数据也展现出了较大潜力，期待3~1.5mg PFS数据成熟。

信达还有两个数据：一是IBI3001（B7-H3双抗ADC）

，一期MRCT数据，展现出比较积极疗

效，针对EGFR突变的非小细胞肺癌、胰腺癌、食管癌等瘤种（篮子试验），整体ORR为30%，DCR为89%，8mg/kg组ORR高达45%、DCR 100%，响应非常好；安全性控制比较好，三级以上TRAE发生率47%，主要以血液学毒性为主，因TRAE导致永久停药只有一例。分瘤种看，EGFR突变非小细胞肺癌、胰腺癌、小细胞肺癌患者响应都不错，包括头颈鳞癌和食管鳞癌。该靶点进度最快的目前应该是恒瑞（针对食管鳞癌，在国内处于三期临床阶段，应该还没有入组），不过恒瑞之前没有披露过数据，所以信达披露的应该是该靶点第一个披露的数据。二是IBI343（CLDN18.2ADC），在中国和日本开展国际多中心三期临床，三期临床成功，针对三线以上患者达到PFS和OS显著获益，整体安全性不错，主要不良事件还是血液学毒性，胃肠道毒性发生率相对较低，是比较好的三期临床成功数据，后续会在国内和日本申报上市。

康诺亚：披露了CLDN18.2ADC数据，之前只披露了是否达到终点的结果，这次披露比较详细的数据，也是比较重磅的主席讨论会，披露三线MICP的数据，是First-in-class产品。三线患者中OS显著优于对照组化疗，二线OS也显著更优，不过PFS没有达到统计学显著性。不过整体肿瘤药物是否获批要看OS金标准，康诺亚这个产品在二线和三线患者中OS都做得很漂亮，相比对照

组都能大幅降低患者死亡风险，整体安全性控制也非常好。所以认为阿斯利康给该产品30~50亿美金的峰值预期也是合理的。该药针对胰腺癌及胆道癌适应症的临床也在顺利推进，比较看好其未来潜力，马上也将在全球范围内上市。

二、创新药分析师杨志灿：莫德纳、康方生物、三生制药（三生国健）、基石药业、

复宏汉霖

莫德纳：今年ESMO最重磅的数据之一，即个性化肿瘤疫苗（mRNA疫苗）的三期临床数据

读出。一句话总结：肿瘤疫苗叠加上K药之后，把黑色素瘤术后复发和死亡风险又降低了

42%，这是全球第一个读出阳性的个性化肿瘤疫苗三期临床，标志着mRNA肿瘤疫苗平台第
一次从故事变成一个产品。
方案设计：共入组1137例患者，都是二期以上黑色素瘤、术后切干
净的状态，采取2:1随机分组，实验组和对照组都接受9个周期的K药治疗，唯一区别是实验组在K药基础上加上了9针个性化肿瘤疫苗。所以这个临床主要目的不是看K药有没有用，而是看肿瘤疫苗在K药基础上还会不会产生额外获益。
临床结果：随访两年半，复发风险HR值为0.58、P值小于0.01，两年PFS率为82.2%对70%；对远端转移也同样获益，HR值0.62、P值0.002。对照黑色素瘤辅助治疗临床数据，此前K药对照安慰剂的Kn054和Kn716三期临床HR值分别是0.57和0.65（这是K药本身的价值），而这次肿瘤疫苗相当于做的是一个增量、对照组就是K药对照，HR也做到0.58，跟当年K药自己对照空白的HR值差不多了，这在辅助治疗里面已经是非常亮眼的数据。
数据几个关键点：左下角对亚组做了梳理，高危和低危亚组都有获益，低危亚组HR值0.6、高危亚组HR值0.57，排除了肿瘤疫苗只对低危人群有效的担心
；并且对65岁以上人群HR值为
0.53，反而更加获益，这是非常有含金量的细节。第二方面，OS目前还没成熟，HR为0.77，期待后续进一步OS数据读出。这是肿瘤疫苗这条线最重要的数据。
康方生物：发布了依沃西单抗（AK112，依沃西）头对头度伐利尤单抗一线治疗胆道癌
的三期临床结果，也是阳性结果。这是依沃西的第四个三期阳性结果，更是它在肺癌以外拿下的首个三期临床，标志着依沃西在消化道肿瘤这块开始开拓。方案设计：共入组682例患者，1:1随机对照，对照组是度伐利尤单抗联合化疗（欧美指南共同背书的一线金标准），所以含金量非常高，头对头金标准还能取得阳性结果。数据：中位生存期OS为14.9个月，对照组PD-1加化疗为12.1个月，风险比0.75、P值0.0031；中位无进展生存期8.4个月对5.8个月，HR值0.61，ORR为53.8%对32.5%。这三个终点都是阳性、并且都是统计学显著，尤其PFS获益幅度尤为突出。
细节看：对照组（本次的PD-1对照臂）中位生存期12.1个月、ORR 32.5%，跟它自身注册的三期临床数据（12.9个月、ORR 27.1%）高度一致，说明赢的还是比较有分量的。此外依沃西之前也发布过胆道癌的二期临床结果（PFS 8.5个月、ORR 63.6%），这次三期临床对之前二期做了

非常好的复现，一以贯之，说明依沃西单药的早期数据比较扎实，二期到三期的转换也比较顺利。安全性方面，两组不良事件都以化疗相关的血液学毒性为主，依沃西也没有出现新的安全信号，总体耐受性比较良好。
总结来看，这个数据支撑依沃西联合化疗成为一线胆道癌未来新标准的非常强的证
据，并且验证了PD-1/VEGF双抗机制可以从肺癌复制到消化道领域，免疫2.0基础药物的逻
辑又增加了一个论据。 目前依沃西有十几个注册临床在赛跑，后面每一个新适应症的读出，都标志着整个赛道含金量会上一个台阶。提示一下，该临床目前中位随访时间为14.3个月，OS方面还会继续成熟；这是中国三期临床，也期待后面海外人群数据更多验证。
三生制药（三生国健）：发布了707（SSGJ-707）联合化疗一线治疗非小细胞肺癌的国
内二期临床数据，结论是707联合化疗一线治疗非小细胞肺癌疗效全面优于PD-1，从数据量级看与赛道同靶点药物属于同一梯队。方案设计：中国二期临床，共入组261例患者，非鳞120多例、鳞癌140例左右，中位随访时间超过10.3个月，对照组选择的是百济的替雷利珠单抗联合化疗。
疗效：非鳞癌这组ORR为75%，对照PD-1为44.7%，差值差不多30个百分点，ORR提升比较强；鳞癌队列ORR为82.5%，对照PD-1为60%，也是比较亮眼的增加。PFS方面，这是707在该适应症上首次有PFS数据读出：一年PFS率非鳞癌56%对43%，鳞癌这边更亮眼，48%对24.5%。对比康方HARMONi-
6l临床中11.1个月的PFS也是可比的数字。

安全性是很大亮点：三级以上不良反应707为53.2%对PD-1的47.1%，略高一点，增量主要来自VEGF相关不良反应（高血压、蛋白尿这一类），三级以上不良反应为7.9%，这是双抗固有的代价，也比较可管理。更关键的是，五级致死的TRAE只有1.6%，因副作用停药发生率为3.2%，而对照组为9.9%。总体看患者对707的耐受性比较好。细节看点：基线检测到ctDNA的患者，三个周期后61.9%实现清除，清除者中位PFS做到13.9个月，没有清除的患者中位PFS为9.6个月，从ctDNA角度也是一个比较好的预测早期疗效的工具。该二期临床所对标的适应症，海外全球三期临床由辉瑞在推进当中。

基石药业：发布了三抗（PD-1/VEGF/IL-4相关靶点）数据，共分为5个队列：三抗一线单药针对PD-L1≥1的PD-1阳性非小细胞肺癌队列；一线联合化疗治疗鳞癌、不限制PD表达；IO耐药联合多西他赛队列；后线单药数据；以及一线联合化疗治疗非鳞癌数据。其中比较重要的是一线单药以及一线联合化疗数据。亮点：一线单药TPS≥50的数据里ORR达到87.5%，其中更高剂量组30mg剂量组做到100%的ORR；一线联合化疗治疗鳞癌ORR做到80.8%，其中针对PD阴性（TPS≤1）亚组也做了100%的ORR，但样本量也比较小（是8例患者）。整体看三抗从疗效方面比较积极。亮点之二是安全性比较亮眼，没有看到叠加的毒性，三级以上不良反应发生率11.6%，与VEGF相关三级以上不良反应发生率5.4%，因TRAE导致停药发生率8.0%。期待后续更多能够证明其生存期数据（如PFS、OS更多数据）的读出，去验证在双抗上叠加一个IL-4相关靶点的增量价值。

复宏汉霖：其非常具有差异化的PD-1在ESMO上有数据读出。读出的是美国广泛期小细胞肺癌的ASTRUM研究结果，也是复宏汉霖PD-1在美国上市申请的循证医学证据。方案设计：在美国入组201例患者，涉及美国63家中心，对照组选择的是美国一线标准方案（罗氏的PD-L1阿替利珠单抗加化疗），不是安慰剂对照，中位随访14.1个月。从人数看，美国小细胞肺癌这种桥接临床做到200人还是非常大的桥接临床。结果：复宏汉霖PD-1中位OS为12.4个月，对照PD-1（原文）为10.2个月，延长2.2个月；两年生存率做到32.2%，对照组为17.6%（原文"17.6个月"），也比较亮眼。从患者基线看，复宏汉霖实验组基线更差（肝转移患者49.5%、对照组40%），所以它在更差的人群上取得了更好的生存期。安全性方面两组比较相当，没有看到新的信号。这个数据验证了它能够从中国三期临床外推到美国三期临床，后面期待它在美国的报上市。此外，公司PD-1还拿到非常多汇报（一项快速口头、八项必报），包括对神经内分泌癌一线数据量也比较多，逐步验证公司PD-1是有别于其他PD-1的药物，并且具备全球价值。

三、创新药分析师王雪：科伦博泰、乐普生物、石药集团、百利天恒（及金方生物/和黄医药）

科伦博泰：SKB264（芦康沙妥珠单抗，TROP2ADC），一线PD-L1阴性的非小细胞肺癌国内三期数据非常超预期。整体PFS相比之前在国内披露的二期数据优秀不少：之前中位PFS为12.4个月，这次看到是15个月，与对照组相比是5.7个月，HR为0.49；由于15个月的PFS还没成熟，所以成熟后可能进一步变好。OS整体还没有成熟，根据K-M曲线可看到HR约0.58，也是非常优异的水平，基本上是目前PD-L1阴性非鳞非小细胞肺癌里最好的PFS和OS。三季度时默沙东也开启了SKB264与MK-2010（即它自己的PD-1/VEGF）联用，做一、二期临床，后续期待它去开264和PD-1/VEGF联用在一线非小细胞肺癌里进行三期推进。

除了264这个非常超预期的数据外，还有SKB315（芦康沙妥珠？此处为另一产品），实际是SKB264（TROP2ADC）之外、去年ESMO数据更新的一个OS数据：在一些EGFR突变小细胞肺癌二线及以后患者中，中位生存期25.9个月，对化疗对照组17.4个月，HR 0.69；并且化疗组中

有22.6%的患者接受了后续ADC治疗（即接受SKB264治疗），若把这个SKB264剔除，修正后HR还会
有进一步优化。所以在二线EGFR突变后的小细胞肺癌这边也有非常好的生存期获益。该适应症在国内已上市，今年中报也显示有非常不错的销售情况，可以期待明年默沙东读出全球的一个EGFR突变肺癌后线的三期数据。

除科伦博泰这两个数据外，后续还会由默沙东读出它的第一个全球三期临床（即006）治疗后线子宫内膜癌的三期临床，次日可以看到更新。
乐普生物：读出了一个非常优秀的CDH17ADC早期数据，在一期/二期临床中，整体6mg组（即预备的RP2D剂量组）结肠癌患者中ORR达到惊人的44.8%，整体患者例数也有29例。虽然随访时间还没特别长，但能在初期就有这么好的缩瘤效果，说明该ADC产品在结直肠癌里面非常有治疗潜力。除CDH17 ADC外，公司后续还会进一步读出MRG003（EGFRADC）的进一步数据，以及
和康诺亚合作的CLDN18.2 ADC数据。整体看，乐普生物在ESMO上披露的几个数据也都非常亮眼。
石药集团：披露了PD-1/白介素-15初步数据，细分疗效在两个适应症（肝癌和结直肠癌），整体ORR和安全性都非常优异：肝癌中ORR为40%、三级以上不良反应30.8%；结直肠癌中ORR为21%、三级以上不良反应只有13.2%。特别是作为一个结合了细胞因子的融合蛋白，在没有做过多的解读的情况下能得到这么好的安全性，也是非常优异的数据。因为随访时间相对偏短，进一步期待随访延长之后更长时间的疗效效果。
百利天恒：BL-B01D1（依沙布？即EGFR×HER3双抗ADC），有两个口头报告，后续还有
进一步LBA披露。就已披露的口头报告结果看：一线头颈鳞癌联合化疗治疗的二期数据，相比Keynote 048的PFS 5个月，基本有50%的增长，中位PFS达到8.2个月，非常优异。联合奥希替尼治疗一线EGFR突变的二期数据，在去年ESMO第一次公布的基础上进行了更新：一年治疗后仍维持ORR 100%的状态，确认的ORR为97.5%，整体中位PFS仍为未达到的状态。期待进一步随访之后，百利展示出的数据结果会有更加惊艳的效果。
除这4家公司外，还有当天才更新的金方生物、和黄医药（这两家包括在研的ADC）也有非常优异的数据，各位领导可以积极关注。
四、创新药分析师：德琪医药
德琪医药今年ASCO已披露005（PD-1/VEGF/CTLA-4三抗？此处005为PD-1相关分子）肝
癌一线数据，当时是11.2个月但没成熟，这个数已验证了PD-1相关分子在肝癌上非常优异的结果。这次ESMO又披露了两个适应症：子宫颈癌和神经内分泌癌，都有一线数据，估计还有二线数据。
神经内分泌癌数据比较好，这也是抗癌的靶点，是第一个有对照组、有安慰剂的实验：
ORR大概在57.1%，相比安慰剂有接近20个点的提升；中位PFS大概7.4个月，比安慰剂有两个多月提升，HR比较惊艳，为0.32，风险降低68%。这里可以注意一个数字：在PD-1阳性人群当中ORR达到78.6%，而PD-1阳性患者中阴性其实只有20%，全人群大概57.1%，对照化疗组37.9%，提升也比较明显，说明这个疗效是真实的、也可以复现。如果三期按照这个人群去分层入组，成功概率和样本效率应该都会好很多。目前OS还没有达到。整体神经内分泌癌数据比较优秀。

宫颈癌方面，一线宫颈癌有两个剂量组（10mg和20mg）。20mg这边未确认的ORR为82.1%，PFS也还没有成熟；有一个比较好的结果，就是在安全性里面，96例患者中大于等于三级的不良反应，因三级以上不良反应停用的大概只有两例，这个数比较好。二线以上宫颈癌的ORR大概是40.9%，中位PFS超过11个月，单药其实具有活性，所以005不单单是一个加在化疗后面的产品，也能够自己做骨架。从PFS角度，宫颈癌根据调研情况，最后实际PFS应该也能做到比较高的数，大概15个月往上。所以在一线宫颈癌、一线神经内分泌癌里面，005也验证了比较好的疗效，加

上此前肝癌的数据，从结论上讲，我们认为PD-1这个分子、至少这个产品，整体这三个瘤种
相对比较成功。我们认为005的估值也可以慢慢往公司实体部分里面打进去，因为国内最后也能有至少50亿的销售峰值，尤其肝癌是较大的适应症。整体讲，PD-1相关分子的格局，从数据上也看到今年有越来越多好消息出来，未来可能也有相关数据映射，我们认为005也是未来公司的一个底线，这个位置其实相对比较低，尤其考虑005之后，是一个值得期待的标准。
五、创新药分析师：康宁杰瑞
康宁杰瑞本次ESMO带来三个口头汇报、两个必报，关注度最高的是LBA（KN026）临床。此前上半年KN026在HER2阳性乳腺癌新辅助疗法中，已头对头击败曲妥珠和帕妥珠加紫杉醇（即现在THP标准疗法），在国内临床上正面击败。这次依旧带来非常惊喜的亮眼数据：再次与THP头对头时完成正面击败。数据：独立委员会评估的HR为0.46，研究者评估为0.52，整体标签开放带来的偏移有限，数据准确性值得信赖。简单列举同适应症跨实验的间接比较（不严谨比较），之前很多临床包括8201也做过与THP同适应症头对头，如果看HR，026这次临床的HR做到了几乎最低的水平；同时026是双抗，相比8201这种ADC，在间质性肺病上肯定更有优势。回到具体数据，KN026是一个注册临床，目前在石药这边积极推进，这次也是一个期中分析，PFS尚未成熟，下限已达到24.9个月，相比8201也十分有竞争力（8201成熟数据是40周），因为临床还没做完，未来PFS持续增长非常值得期待。安全性方面，实验组相比对照组也没有明显劣势。所以这一次可以说是KN026再一次大获全胜——连续两次正面击败罗氏的曲妥珠和帕妥珠。曲妥珠和帕妥珠虽
然也有仿制药上市，但在国内整体加上仿制药后销售额也十分巨大，有近百亿规模。KN026除乳腺癌在推进（包括已上市），胃癌、胃肠道癌适应症也已上市。在这两个主要瘤种之下，在石药销售能力的加持下，我们认为二十亿、三十亿甚至推进到接近五十亿的销售峰值都非常有可能。对康宁杰瑞来说，其和石药的合作协议中会受双位数分成，公司也会有一笔非常高的里程碑收入。
下一个临床数据是LBA（KN026胃肠道癌三期OS更新），中位随访期已来到22个月，OS达
到20个月，相比对照组效果非常显著，HR低达0.39，可以说效果非常好。该临床也显示KN026作为双抗有非常好的疗效和临床意义，对后续KN026能否在胃肠道方面争取一个一线，这些数据都非常有意义，并会作为进入指南的强有力支撑。
接下来是一个小的快速口头，即JSKN00033：这是康宁杰瑞非常独特的尝试，将两种药混合在一起，即目前已经上市的恩沃利单抗（PD-L1皮下注射剂）和其重要的下一代ADC产品JSKN003物理混合的皮下注射剂。目前公布的早期数据看起来比较亮眼，也侧面证明公司对于这款ADC的皮下注射确实有一定临床意义，依旧可以保持期待。选择做皮下注射，一定程度上与JSKN003的适应症布局有关，因为JSKN003也是和石药达成合作的产品，主要适应症会由石药集团作为主要临床推进，康宁杰瑞这边就是其他适应症，想通过与恩沃利单抗皮下注射的方式推进，代表一种对于康宁杰瑞这种（小）公司来说换赛道竞争的选择。
回到KN026未来对公司的影响：晚期乳腺癌一线临床适应症已拿到快速审评资格，所以认
为KN026两个乳腺癌适应症未来也能够快速在临床上推广。总体认为它的销售峰值肯定能达到几十亿水平，配合双位数分成，对康宁杰瑞目前股价的支持力度也非常有意义。
会议实录：
朱国广（主持）：好的，非常感谢各位投资人在今天晚上参加我们东吴医药团队组织的2026年ESMO数据的解读。我们知道，这两天ESMO数据逐步浮出水面，从创新药角度来说，我们认为这些公司的数据，相对来说有一些数据符合预期，但有相当一部分公司的数据还是比较超预期的。所以在这种背景下，我们团队特召开这样一个会，来给大家解读目前最新的ESMO相关的上市公司相关数据。我是东吴证券联席所长、医药首席分析师朱国广。接下来还有我们的五位创新药分析师：我们创新药首席洪德，以及还有四位创新药分析师，像智灿、王雪和苏峰，包括邢建。现在跟大家来解读目前最新的数据。好，我就先介绍这么多，接下来先请我们创新药首席洪德分

享，有请。
洪 德 （ 创 新 药 首 席 ） ： 好的，周老师，各位领导晚上好，也是欢迎大家这么晚参加我们ESMO数据的解读会议。我是东吴证券的医药研究员肖洪德，我这边来汇报一下我的数据更新。首先是百 济 神 州 。百济在这次ESMO会议上披露了它两个比较重要的产品：G P C 3 / 4 - 1 B B 双抗 ，还有透 脑 性 的 P R M T 5 抑 制 剂 的数据，也包括C E A A D C 的早期数据。首先对于GPC3/4-1BB这个产品，我们也是认为它是一个潜在的大品种，因为目前整个肝癌领域没有什么有效的药物，标准疗法就是阿替利珠单抗加上贝伐珠单抗，整体的疗效相对还是比较受限的，一线的ORR数据差不多也只有30%左右。这次百济神州，它这个药在ASCO上面是披露过早期数据的，当时是联合PD-1单抗；而这次是一个单药的数据，我们也觉得单药的数据是比较重要的，因为一个药如果单纯靠联用PD-1，那就很难判断出它这个药是不是真实有效。我们之前也复盘过，整个FDA批准的这些产品里面，就算它批的是联合疗法，那它之前也是有单药的二期数据、有比较好的有效性，所以说单药的有效性还是比较重要的。

这次披露的数据，就是单药治疗后线肝癌、肝细胞癌的数据，患者前线治疗的中位线数是2，其中差不多都是PD-1经治的，还有70%的TKI经治患者，超过60%是经过PD-1和TKI都经治的患者。整体来看，全部剂量组患者确认的ORR达到了30%，450mg剂量组（这也是它A4 VD的剂量）的ORR高达36%，整体的响应率DOR是不错的。6个月的DOR率高达74%，这也是4-1BB双抗的一个特点，只要患者有响应，那它的响应时间会比较长，所以整个DOR的数据也不错，整体安全性方面表现得也比较好。之前这个4-1BB单抗大家所担心的肝毒性在双抗上面也没有表达出来，整体全部剂量组下面，只有5.3%的患者发生了三级以上的不良反应，只有2.1%的患者是因为治疗相关的不良反应停药的。百济也会在年底前开启后线单药的全球三期，这个应该是会对照研究者选择的TKI药物索拉非尼或者是仑伐替尼，也是现在后线肝癌的标准疗法，也是期待这个药后面能有比较好的表现。这个药一期的临床是在早期阶段，现在差不多也入了70例的患者，后续会有一个数据读出。
第二个药是它这个P R M T 5 抑 制 剂 ，这个是针对MTAP缺失的非小细胞肺癌患者。这个一期临床总共入了182例的患者，前线中位治疗线数是2，也是比较重度的经治患者，其中50%的患者是MTAP缺失的患者。这182例患者里面的83例是非小细胞肺癌，中位治疗线数是3，所以说基本上能够用的疗法也都用了，我们可以看到它的骨转移、肝转移和脑转移的比例也都是比较高的，所以说患者基线还是相对比较差的。在这么差的基线的患者里面，它全部的患者确认的ORR是25%，在一加发野生型的患者里面，确认的ORR是38.5%，整体疗效也是比较不错的。在这个野生型的患者里面，它的PFS是8.1个月，所以说也是期待这个药后续跟其他的靶向药联用，然后能够起到一个比较好的增效的效果。
之前Tango的药跟Revolution的RAS联用之后，能够把RAS突变的患者的疗效能够提升到一个很好的范围，之前差不多是三四成，然后提升到后线11个患者有10个响应。不过百济这个药相比于Tango的那个药还是有优势的，就是Tango的药在和Revolution的药联合的时候，Revolution的药是要降剂量的，然后百济的这个联用是不需要的。所以我们也期待后续百济的这个透脑的PRMT5和Revolution的一系列的RAS产品联用，然后能够有更多的进展。另外这个是个透脑的，所以在肺癌的患者里面还是比较重要的，在脑转的患者里面，也是观察到了31%的颅内的客观缓解率，整体颅内的响应是比较不错的。这是公司两个比较重要的后期的产品。
然后还有一个早期的产品是这个C E A A D C ，其他家做得比较多的是结直肠癌的适应症，这次百济也披露了非小细胞肺癌的适应症，在CEA高表达的非小细胞肺癌里，也是取得了比较好的响应，中位的缓解持续时间DOR还没有达到，整体的安全性也是比较不错的，也是以血液毒性为主，这是百济的情况。

下一页是恒 瑞 披露的数据。恒瑞现在已经能看到两个产品的数据，一个是H E R 2 A D C ，这个还是比较重磅的数据，是LBA的数据，也是同步发表在《柳叶刀》上面的。这个是首个针对HER2低表达的国内三期数据，就是Horizon Breast 06的这个临床数据。也是纳入了500多例HER2低表达的、晚期不可切除的、局部晚期或者是转移性的乳腺癌的患者，然后接受它的ADC（也就是

1811），或者是研究者选择的化疗的治疗。主要终点方面也是表现得比较不错，它的PFS是10.6个月，对照组的化疗是16.8个月（原文如此），HR也是0.25，相比于化疗组的进展风险是降低了75%，也是一个很好的疗效。我们也看到中国生物制药的双表位的HER2 ADC，在HER2低表达里面的三期数据，其实跟恒瑞的HER2 ADC表现是差不多的，它的HR应该PFS的HR是0.29左右，所以说恒瑞的这个数据其实也是比较优秀的。这两个国产的HER2 ADC药物都是表现出了比8201要更好的潜力，跨临床来对比的话，8201在HER2低表达的中位PFS大概是13个月多，对化疗的8个月多，HR应该是0.5几。所以说恒瑞的这两个产品都是相比8201有一个潜在的比较好的优势，而且它们的ILD的发生率也都是更低的，也是两个潜在更优的产品。
恒瑞第二个已经有数据的药是Ｎｅｃｔｉｎ-４ＡＤＣ，这个是针对后线的宫颈癌，它的疗效是很不错的。现在看在6mg里面ORR是高达47.2%，PFS也是达到了7个月。现在后线宫颈癌在研的疗法里面，应该除了恒瑞，这个疗效相对来讲都比较差。恒瑞的这个药它也是优于同类的MMAE毒素的Nectin-4 ADC，同靶点的MMAE的产品在宫颈癌上面后线的ORR差不多应该是二三十，PFS差不多是4个多月，所以说恒瑞的这个还是表现出了一个比较好的潜力。
同时恒瑞还有另外两个药是入选LBA的，也是会在欧洲时间明天来披露数据：一个是ＫＲＡＳＧ１２Ｄ，这个是联合化疗、或者加减阿得贝利单抗，针对KRAS G12D突变的围手术期的胰腺癌的治疗，是一个二期数据。之前这个分子也披露过针对胰腺癌晚期的数据也是比较优秀的，这次披露一个围手术期的数据。还有一个是ＨＥＲ２ＡＤＣ，这个也是恒瑞认为他们比较有优势的产品，这个产品是针对TKI耐药的一直发突变的非小细胞肺癌的数据，这次ESMO也是看到克隆伯泰的264在该适应症上有很优异的数据，我们也期待明天恒瑞在这个适应症上面的数据表现是怎么样的。
第三个是翰 森 制 药 ，翰森也都是ADC的数据。首先它是ＥＧＦＲ／ｃ-ＭｅｔＡＤＣ，这也是比较早读出这个双抗ADC的数据，它读出的也是TKI耐药的非小细胞肺癌的数据，整体响应相对还是比较积极的。在这个EGFR突变、然后经过TKI治疗后耐药的非小细胞肺癌患者里面，它的ORR是61.3%，然后六个月的PFS率是75.3%。相比于单抗的ADC，它早期的数据还是显示出比较好的优势，然后在安全性上面表现也比较好，靶点相关的毒性也比较低，没有三级的皮疹发生，只有两例患者是发生了口腔粘膜炎。主要的不良反应还是以血液学毒性为主，然后还相对比较可控，发生率都在十几二十几左右，整体还是安全性比较好、早期响应比较好的一个产品，也是期待这个产品后续的进展。

翰森第二个数据是Ｂ７-Ｈ４ＡＤＣ，这也是授权给GSK的产品，这次披露的是全球1b期的临床数据。之前WCLC上面有一些数据，会使得大家会对中国和海外的临床数据的可复制性有一些担忧，不过这次翰森披露的全球的临床数据还是比较优异的，我觉得可能跟药有关系，后面应该会比较多产品能够用全球的临床数据来复制国内临床数据的表现。翰森的B7-H4 ADC这个药针对铂耐药的卵巢癌，它也是刷新了在研产品、以及获批产品的PFS记录。这个1b期的试验里面，5.8mg剂量组的PFS是11.1个月，然后整体确认的ORR是62%，相比于其他之前的疗法，它的ORR可能没有一个本质的提升，其他家差不多是四五十的ORR，在这个适应症上面，不过PFS是非常好的。之前铂耐药的卵巢癌标准疗法应该是叶酸受体α的ADC，它的PFS差不多是5.5个月，汉森的这个药就是达到了3倍的效果。然后在安全性方面也是表现比较不错的，基本上都是血液学的不良反应，因为TRAE导致的治疗中断这个比例也是比较低的。另外翰森还有一个Ｂ７-Ｈ３ＡＤＣ治疗复发难治性的骨肉瘤的三期数据，是入选LBA的，也是会在后续披露这个数据。
信 达 ，信达的话是ＩＢＩ３６３，它这个今年ASCO披露的一线非小细胞肺癌的数据，这次ESMO上面它有一个进一步的更新，整体来看数据还是表现比较不错的，整体ORR表现也比较高。目标剂量组的3~1.5mg这个剂量组，它早期的数据还是很优秀的，只是现在PFS还没成熟，后续要等它PFS的数据成熟。现在来看，总共入组的80例患者，这个1.5mg剂量组确认的ORR是47.7%（原文"四十点四十七点七"），在这个一线的PD-1低表达的人群里面达到了61.9%，然后这个3~1.5mg这个剂量组是达到了86.4%。这个86.4的响应还是非常有竞争力的。PFS是1.5mg是7个月、3mg组是8.5个月，那3~1.5mg它的确认的ORR相比于另外两个剂量组是非常高的，要高了很多，我们也是预期有比较大的概率，这些响应的患者能够进一步转化成生存上的获益，所以未来对3~1.5mg这个剂量组它的PFS表现我们还是非常乐观的。
另外IBI363也是又披露了一个IO耐药的腺癌的数据，是联合多西他赛、联合贝伐珠单抗，头

对头多西他赛的一个1b期的数据，也是相比于多西他赛展现出了非常好的整体获益，在ORR和PFS上面都是有显著的获益：ORR是15.6对4.8%，PFS是4.4个月对2.8个月，也是进一步确认了IBI363在IO耐药的非小细胞肺癌上面的确定性。后续武田那边也是在开展全球的注册的三期临床，所以说整体IBI363在IO耐药的这部分肺癌的确定性还是比较强的，一线肺癌也是早期数据展现出了比较大的潜力，我们也是期待3~1.5mg它的PFS数据的成熟。
然后信达还有两个数据，一个是IBI3001（B7-H3双抗ADC）
，这个也是一个一期的MRCT数
据，展现出了比较积极的疗效，针对EGFR突变的非小细胞肺癌、胰腺癌、食管癌等这些瘤种一个篮子试验，然后对这些患者都是表现出了比较好的响应，整体的ORR是30%，DCR是89%，8mg/kg组ORR是高达45%，DCR是100%，也是一个非常好的响应的情况。整体的安全性也控制得比较好，三级以上的TRAE发生率是47%，主要也是血液学的毒性为主，然后因为TRAE导致的永久性的停药是

只有一例，所以还是比较好的一个表现。分瘤种来看，EGFR突变的非小细胞肺癌患者、胰腺癌的患者，还有小细胞肺癌患者，他们的响应其实也都是比较不错的，包括头颈鳞癌和食管鳞癌的患者。该靶点进度最快的目前应该是恒瑞的，恒瑞的是针对食管鳞癌，在国内是处于三期临床阶段，应该还没有入组，不过恒瑞之前是没有披露过数据的，所以这个信达披露的数据应该是该靶点第一个披露的数据。
然后信达这次也是披露了他这个IBI343（CLDN18.2ADC），在中国和日本开展了国际多中心的三期临床，整体也是三期临床成功了，针对三线以上的患者，达到一个PFS和OS的显著有效的结果，整体安全性上面也是比较不错的，主要的不良事件还是血液的毒性，胃肠道的毒性发生率是相对比较低的，整体还是一个比较好的三期临床的成功的数据，也是会在后面在国内和日本来申报这个上市。这是信达这次ESMO的情况。
康诺亚这次是披露了它的CLDN18.2ADC的数据，之前是只披露了是否达到终点的结果，然后这次是披露比较详细的数据，也是比较重磅的主席讨论会，在上面披露它的三线MICP的数据，也是First-in-class的产品。三线的患者里面，OS是显著优于这个对照组的化疗，二线的OS也是显著更优的，不过PFS确实是没有达到统计学显著性。不过我们也是认为整体的肿瘤药物是否获批是要看OS的金标准的，康诺亚的这个产品在二线和三线的患者里面，它的OS做得都是很漂亮的，相比于对照组，都是能够大幅度地降低患者死亡的风险，然后在整体的安全性控制上面也表现得非常好。所以说我们对认为阿斯利康给这个产品30~50亿美金的峰值也是觉得是很合理的一个预期。这个药它针对胰腺癌以及针对胆道癌的适应症的临床，也是在顺利推进，然后也是比较看好这个药未来潜力。马上也是在全球范围内上市了。这是我这边要更新的内容，谢谢各位领导，然后请下一位老师。
杨志灿（创新药分析师）：好的，各位投资人大家晚上好，我是东吴医药创新药分析师杨志灿。我这边主要是先讲一下莫德纳的一个数据。这一页也是介绍了莫德纳今年ESMO上最重磅的一个数据，就是个性化mRNA疫苗的三期临床数据读出。一句话总结来看，肿瘤疫苗叠加
上K药之后，是把黑色素瘤的术后的复发和死亡风险又降低了42%，这个也是全球第一个读
出阳性的个性化肿瘤疫苗的三期临床，标志着mRNA肿瘤疫苗平台第一次从故事变成一个产
品。
先说一下这个三期临床的方案设计，在左边这边大概讲了一下，它是一共入组了1137例患者，都是二期以上的黑色素瘤，并且是术后切干净的状态，采取的是一个2:1的随机分组。方案里面，无论是实验组和对照组，都是接受了9个周期的K药的治疗，唯一的区别就是实验组是在K药的基础上加上了九针的个性化肿瘤疫苗。所以这个临床主要的目的不是说去看K药有没有用，

而是说在K药的基础上，肿瘤疫苗还会不会产生这个获益。从临床结果的角度来看，右边这边是主要的结果，随访时间是两年半，复发的风险HR值是0.58、P值小于0.01，两年的PFS率是82.2%对70%的数字，同样对于远端转移也是同样获益的，HR值是0.62、P值是0.002。

下面这张表是目前黑色素瘤辅助治疗的临床数据的展示，前面两列Kn054和Kn716都是K药对照安慰剂做出来的三期临床，HR值分别是0.57和0.65，这个就是PD-1本身的价值。那这次肿瘤疫苗做的相当于是一个增量，对照组就是一个K药的对照，HR也是做到0.58，所以这个也是跟当年K药自己对照空白的HR值是差不多了，这个在辅助治疗里面已经是非常亮眼的一个数据了。
再讲这个数据的几个关键点，左下角这边也是对这个亚组的情况做了一个梳理，对于高危和低危的亚组都是有获益的，低危亚组HR值是0.6，高危亚组HR值是0.57，这个也是排除了肿瘤疫苗只对低危人群有效的这样一个之前市场的一些担心。并且对于65岁以上人群来看，它的HR值是0.53，反而是更加获益的，这是数据的一个非常有含金量的细节。第二个方面就是OS目前还没有成熟，HR是0.77，也期待后续进一步的OS数据读出。这个是肿瘤疫苗这条线，我们觉得是最重要的一个数据的情况。
另外还是肿瘤疫苗这条线，康 方 生 物 这次数据也是同样非常重磅的，这次是发布了康 方 生 物 依 沃 西 单 抗 头 对 头 度 伐 利 尤 单 抗 一 线 治 疗 胆 道 癌 的 三 期 临 床 的 结 果 ，然后这个也是一个阳
性的结果。这也是依沃西的第四个三期的阳性结果，更是它在肺癌以外拿下了一个首个三期临床，所以也标志着依沃西在消化道肿瘤这块也是开始了它的开拓。先说一下这个临床方案设计，一共是总共入组了682例患者，1:1的随机对照，对照组就是度伐利尤单抗联合化疗，这个就是欧美指南共同背书的一线金标准。所以说这个含金量也是非常高的，头对头金标准还能够取得一个阳性的结果。数据上的话，中位的生存期OS是14.9个月，对照组的PD-1加化疗是12.1个月，风险比是0.75、P值0.0031；中位的无进展生存期8.4个月对5.8个月，HR值是0.61，ORR是53.8%对32.5%。这三个终点都是阳性，并且都是统计学显著，尤其是这个PFS获益，获益的幅度是尤为突出的。
这个数据怎么去（看），这个是数据的大体框架，然后再看一些细节的话，我们可以看到对照组、就是本次的PD-1对照臂，它的中位生存期是12.1个月、ORR是32.5%，这个跟它自身的注册的三期临床数据对比来看，它自身的三期临床是12.9个月、ORR是27.1%，这个也是高度一致的，说明这个赢的还是比较有分量的。第二个的话，我们也看到依沃西之前也是发布过胆道癌的二期临床的结果，PFS 8.5个月、ORR 63.6%，所以这次的三期临床也是对之前的二期临床做了一个非常好的复现，也是一以贯之的。就是依沃西这个单药的早期数据是比较扎实的，二期到三期的转换也是比较顺利的。

那这是有效性，另外一方面就是安全性，安全性的话，两组的这个不良事件都是以化疗相关的血液学毒性为主，然后依沃西也没有出现新的安全信号，总体耐受性也是比较良好的。那总结来看，这个数据我们觉得也是支撑依沃西联合化疗成为一线胆道癌未来的一个新标准的一个非常强有力的证据，并且它也验证了PD-1/VEGF双抗这个机制是可以从肺癌去复制到消化道这个领域的，所以说免疫2.0这个基础药物的逻辑也是又增加了一个论据。目前依沃西有十几个注册临床赛跑，后面每一个新适应症的读出，都标志着整个赛道的含金量会上一个台阶。另外这边也提示一下，因为这个临床目前中位随访时间是14.3个月，所以OS方面还会继续成熟；另外这是一个中国的三期临床，也期待后面海外人群数据的更多验证。这是康方。
然后另外就是三 生 制 药 （ 三 生 国 健 ） ，这7 0 7 （ S S G J - 7 0 7 ）
的数据，这次也是发布了跟
（英国）系统8.707的一个国内二期临床的数据，这次的结论就是707联合化疗一线治疗非小细胞肺癌，疗效是全面优于PD-1的，然后从数据的量级来看，也是跟赛道的同靶点的一些药物属于同一个梯队的。先说一下这个方案设计，这是一个中国的二期临床，一共是入组了261例患者，非鳞是120多例，鳞癌应该是140例左右，中位的随访时间是超过了10.3个月，对照组选择的是百济的这个替雷利珠单抗联合化疗这样一个方案设计。
先说疗效，就是非鳞癌这一组的话，ORR是75%，对照的PD-1是44.7%，差值是差不多30个百分点，所以这也是比较强的一个ORR的提升。针对鳞癌这一组队列的话，可以看到ORR也是做到82.5%，对照的PD-1是60%，也是一个比较亮眼的增加。第三个的话就是看对应的一个指标PFS，这个是707在该适应症上首次有PFS的数据读出，可以看到一年的PFS率，非鳞癌是56%对43%，然后鳞癌这边更加亮眼，是48%对24.5%。这个数据的话，对比康方的HARMONi-6临床里面这个11.1

个月的PFS，也是一个可比的数字。
另外就是非常大的一个亮点，就是安全性。三级以上不良反应707是53.2%对PD-1是47.1%，略高一点。这个增量主要还是来自于靶点VEGF相关的一些不良反应，高血压、蛋白尿这一类，然后三级上的不良反应是7.9%，这个是双抗固有的代价，也是比较可管理的。更关键的，我们觉得是这边的五级致死的TRAE只有1.6%，然后因副作用停药的发生率是3.2%，对照组的这个是9.9%。所以总体来看，患者对707的耐受性还是比较好的。
然后再看一些细节、一些看点，就是基线检测到ctDNA的患者，三个周期后它的61.9%实现清除，然后清除者的中位PFS是能够做到13.9个月，没有清除的患者中位PFS是9.6个月，所以这个从ctDNA的角度来看，也是一个比较好的去预测早期疗效的工具。这是它二期临床的数据，二期临床所对标的一个适应症，海外的全球三期临床也是由辉瑞在推进当中。这是三生。

然后另外还是这个PD-1 plus赛道，这一次基 石 药 业 也是发布了它的这个三 抗 的数据。这个三抗一共是分为5个队列，分别是三抗的一线单药，针对PD-L1≥1的PD-1阳性的非小细胞肺癌的这个队列；包括第二个队列是这个一线联合化疗治疗鳞癌的数据、不限制PD表达；然后还有这个IO耐药的去联合多西他赛的队列，以及后线单药的数据，包括还有一线联合化疗治疗非鳞癌的数据。里面比较重要的就是这个一线单药以及一线联合化疗的数据，相对来说更加充实一些。
目前来看，讲几个亮点：在这个一线单药PD-L1≥50%的数据里面，它的ORR是达到了87.5%；如果看这里面的一个关键亚组，就是更高剂量组30mg这个剂量组，是做到了100%的ORR；然后针对一线联合化疗治疗鳞癌，它ORR也是做到了80.8%，其中针对这个PD阴性、就是PD-L1≤1的这个亚组，也是做了一个100%的ORR，但是当然这个样本量也是比较小，这是一个八例的患者。所以总体来看，目前这个三抗从疗效方面也还是比较积极的。另外从它的一个亮点就是安全性也是比较亮眼的，没有看到叠加的毒性，三级以上不良反应的发生率是11.6%，并且跟VEGF相关的三级以上不良反应发生率是5.4%，因为TRAE导致停药的发生率是8.0%。所以总体来看，我觉得也是期待后续它更多的能够证明它的生存期的数据，比如说PFS、OS更多数据的读出，去验证它在双抗上去叠加一个IL-4相关靶点的这样一个增量的价值。
最后的话就是讲一下复 宏 汉 霖 。复宏汉霖这次也是它的非常具有差异化的PD-1，也是在ESMO上有一个数据的读出。这次PD-1读出的数据是美国广泛期小细胞肺癌桥接的ASTRUM研究的结果，这个也是复宏汉霖的PD-1在美国上市申请的循证医学证据。从方案设计来看，这个也是在美国入组了201例的患者，涉及美国63家中心，然后对照组选择的是目前美国的一线标准方案、是罗氏的PD-L1加上化疗，不是安慰剂对照，中位随访是14.1个月。从人数上来看，像美国这种小细胞肺癌的桥接临床，做到200人还是一个非常大的桥接临床。
从结果上来看，复宏汉霖这个PD-1中位的OS是12.4个月，对照的PD-1是10.2个月，是延长了2.2个月，然后从两年的生存率来看，是做到了32.2%，对照的PD-1是17.6%（原文"17.6个月"），也是比较亮眼的。从患者的基线来看，复宏汉霖这一组实验组的基线是更差的，肝转移的患者是49.5%，对照组是40%，所以它在一个更差的人群上也是取得了一个更好的生存期。安全性方面的话，两组也是比较相当的，没有看到新的信号。然后另外的话，这个数据我们觉得也是验证了它能够从中国的三期临床外推到美国三期临床，后面也期待它在美国的报上市。除此之外，这次公司的这个PD-1也是拿到了非常多的汇报，一项快速口头、八项必报，然后包括这个对外神经内分泌癌的一线，数据量也比较多，也是逐步去验证公司的这个PD-1是一个有别于其他PD-1的药物，并且具备一个全球的价值。那以上是我这边的汇报，有请下一位分析师继续。

王 雪 （ 创 新 药 分 析 师 ） ： 好的，各位投资人大家晚上好，我是东吴医药王雪。我这边主要介绍四家公司，也主要都是ADC的产品，除了一个是双抗产品。那么首先就是这次非常超预期的科 伦 博 泰 的S K B 2 6 4
，一线PD-L1阴性的非小细胞肺癌的国内三期。整体来看，这个PFS相比于
它之前在国内披露的二期数据来说，是优秀了不少。之前中位的PFS是12.4个月，这一次可以看到是15个月，然后和对照组相比是5.7，HR是0.49，并且由于它15个月的PFS还没有成熟，那么就是说成熟后可能也会有一个进一步的变好。OS的话，整体都还没有成熟，根据它的K-M曲线可以看到大概的HR是0.58，这也是一个非常优异的水平，基本上就是现在在PD-L1阴性的非鳞非小细

胞肺癌里面最好的一个PFS和最好的一个OS。
可以看到在三季度的时候，默沙东也是开启了SKB264和MK-2010的一个联用，也就是和它自己的PD-1/VEGF联用，去做一、二期的这样一个临床。后续的话，我们也期待它去开264和PD-1/VEGF联用，在一线非鳞非小细胞肺癌里面去进行一个三期的推进。
然后除了264这个非常超预期的数据以外，还有就是SKB315（去年ESMO数据的进一步更新的OS数据）。可以看到它这次更新后，在一些EGFR突变小细胞肺癌二线及以后的患者里面，中位的生存期是25.9个月，对化疗的对照组是17.4个月，HR是0.69，并且中位OS是在化疗组中、有22.6%的患者接受了后续的ADC治疗，也就是说接受SKB264的治疗。如果把这个SKB264剔除的话，这个HR修正以后还会有进一步的优化，所以说整体来看，在二线的EGFR突变后的细胞肺癌这边也是有一个非常好的生存期的获益。这个适应症在国内是已经上市了，并且今年我们看到它的中报显示也是有一个非常不错的销售的情况，也是可以期待一下明年默沙东读出全球的一个EGFR突变肺癌后线的这样一个三期的数据。那么除了科伦博泰的这两个数据之外，后续还会由默沙东、也就是以它为单位去读出它的第一个全球的三期临床，也就是006治疗后的子宫内膜癌的这个三期临床，这个是在明天我们可以看到它的一个更新。
然后除了科伦博泰以外，还有就是乐普生物这一次也是读出了一个非常优秀的CDH17ADC的早期的数据。可以看到在一期/二期这样一个临床中，整体6mg的疗效、也就是6mg组、它预备的RP2D剂量组，结肠癌的患者中ORR是达到了惊人的44.8%，并且它整体的一个患者例数也是有29例，虽然相对来说可能看到它的随访时间还没有特别长，但是能够在初期就有这么好的一个缩瘤效果，说明它这个ADC的产品也是在CRC里面非常有治疗潜力的。那么除了CDH17 ADC以外，后续公司还会进一步读出它MRG003（EGFRADC）
的进一步的数据，还有就是它和康诺亚合作的
CLDN18.2ADC
的数据，之前（张）老师也进行了解读，我这里就不再赘述。所以整体来看，乐普生物在ESMO上披露的几个数据也都是非常亮眼的。

然后就是石药集团这边，披露的PD-1/白介素-15的一个初步的数据，可以看到整体细分疗效是在两个适应症，一个是肝癌，一个是结直肠癌，然后整体来看，ORR和安全性都是非常优异的。肝癌当中ORR是40%，三级以上不良反应是30.8%；在结直肠癌里面，ORR是21%，三级以上不良反应只有13.2%。整体的这个数据都是非常优异的，特别是作为一个结合了细胞因子的这样一个融合蛋白，整体也没有做过多的一个（优化）的情况下，能得到这么好的一个安全性也是非常优异的一个数据。整体来看的话，因为随访的时间还是相对偏短，所以我们也是进一步期待它这个随访延长之后、更长时间的一个疗效的效果。
最后就是百利天恒的BL-B01D1（依沙布）
。百利这次也是披露这边两个口头报告，后续百利也还有进一步的LBA的一个披露，那么就它现在已经披露的一个口头报告的结果来看，一线的头颈鳞癌联合化疗治疗一线头颈鳞癌的这个二期数据，相比于Keynote 048的PFS 5个月来说是基本上有50%的一个增长，中位的PFS达到了8.2个月，也是非常优异的一个数据。联合奥希替尼治疗一线EGFR突变的这个二期，也是在去年ESMO第一次公布的基础上进行了一个数据更新，可以看到在一年的治疗之后，仍然维持了一个ORR 100%的状态，确认的ORR是97.5%，整体的一个中位的PFS仍是未达到的一个状态。那么我们也是期待进一步随访之后，百利展示出来的这个数据结果会有怎么样惊艳的一个效果。
那以上就是我这边汇报的4个公司的一个内容。那么除了这4个公司以外，还有今天才更新的，像金方生物还有和黄医药，这两家包括在研的ADC也是有一个非常优异的数据，各位领导也是可以积极地关注。以上就是我这边的内容，有请下一位分析师。
（创新药分析师）：好，各位领导晚上好，我来更新一下德琪医药的ESMO数据的一个情况。德琪的话，其实在今年ASCO的数据是已经披露了它005肝癌的一线数据，当时它是11.2个月，但没有成熟，这个数其实已经是验证了PD-1相关分子在肝癌上面非常优异的一个结果。那么在这一次ESMO上，它又披露了两款适应症，一个就是子宫颈癌，还有一个就是神经内分泌癌，那么宫颈癌和神经内分泌癌都有一线的数据，估计还有二线的数据。

首先我们看神经内分泌癌，这个数其实还是比较好的，因为这个也算是抗癌的靶点，是第一个有对照组的、有安慰剂的这样一个实验。我们可以看到它的ORR大概在57.1%，相比安慰剂也是接近20个点的一个提升；然后它的中位PFS大概是7.4个月，那么比起安慰剂也是有这个两个多月、两个月左右的一个提升，然后HR还是比较惊艳的，0.32，风险降低也是降低了68%。这里各位领导可以注意一个数，就是它在PD-L1阳性的这个人群当中ORR是达到了78.6%，而因为PD-L1阳性的患者（其中阴性）其实只有20%，全人群大概是57.1%，对照化疗组37.9%，提升也是比较明显的，所以这个其实可以说明这个疗效它是真实的，而且也是可以复现的。如果三期按照这个人群去分层入组的话，我们觉得它的成功概率还有这个样本的效率应该都会好很多。然后目前的OS还是没有达到的。所以整体神经内分泌癌，我们觉得数据还是比较优秀的。

然后就是宫颈癌这一块，一线宫颈癌这边它有两个剂量组，一个是10mg，还有一个20mg。那么20mg这边它的数据也可以看到，未确认的ORR是82.1%，然后PFS也没有成熟。这里有一个比较好的一个结果，就是它的安全性里面，在96例患者当中，大于等于三级的这个不良反应，大概是因为三级以上不良反应来停用的，大概只有两例，所以其实这个数还是比较好的。然后我们看二线以上的宫颈癌的一个数，它的ORR大概是40.9%，中位PFS也是超过了11个月，它的单药其实具有活性，所以我们也觉得005它其实不单单就是一个加在化疗后面的产品，它也是能够自己做骨架的。

然后从PFS的角度来讲，宫颈癌根据我们的一个调研情况，应该最后的实际的PFS也是能够做到比较高的一个数，大概有15个月往上。所以我觉得在一线宫颈癌、还有包括一线神经内分泌癌里面，005也是验证了它比较好的一个疗效，再加上可能上半年的一个肝癌的数据，所以从结论来讲，我们认为005、PD-1的这个分子，至少这个产品，其实整体这三个瘤种还是相对比较成功的。所以我们也觉得005它的一个估值其实也是可以慢慢地往公司这个实体部分里面打进去，因为可能国内最后也能有一个至少也是50亿的销售峰值，尤其是肝癌，它是一个比较大的一个适应症。

那么整体来讲的话，我们认为这个PD-1相关分子的格局，也包括从这个数据来讲，那么今年也是有越来越多的好消息出来，那么包括可能未来也会有相关的数据映射，所以我们也认为005也是未来公司的一个底线。那么这个也是可能自己也是相对有一些（回答），我们觉得这可能也就是一个反（转）性的一个问题，所以从公司的角度来讲，我觉得这个位置其实也相对比较低，那么尤其是在考虑005之后，是一个值得期待的一个标准。我主要在德琪上面给各位领导分享一下它的一个情况，然后我们请下一位。

（创新药分析师）：好的，各位参会的同仁，大家晚上好。我这边汇报一下康宁杰瑞本次ESMO 2026大会上的一个重磅数据。首先，康宁杰瑞这次带来了三个口头汇报，还有两个必报，但是如果说它的关注度最高的，肯定是它的LBA 15这样一个KN026的一个临床。在上半年的时候，KN026在这个新辅助HER2阳性乳腺癌的新辅助疗法中，已经是头对头地击败了曲妥珠和帕妥珠加紫杉醇，也就是现在THP标准疗法，在这个头对头在国内的临床上正面击败了。那么这一次依旧是给大家带来了非常惊喜的一个亮眼的数据，再次和THP头对头的时候完成了正面的击败。

我们可以看到这次的数据，首先是独立委员会的一个HR的评估是在0.46，然后研究者评估是0.52，整体来说，这个标签开放带来的偏移也是有限的，数据的准确性是值得信赖的。然后我们也可以简单地看到下面这张表，此处我简单地列举了一下同适应症的跨实验的间接的肩对肩的比较，我们不严谨地去比较的话，其实已经能够看出，之前很多临床、包括8201也都是做过和THP的同适应症的头对头临床的。那么如果我们看HR的话，026的这次临床，它的HR是做到了相对来说几乎最低的这样一个水平；同时026是一个双抗，它相比8201这样一个ADC，肯定在间质性肺病上是会有更有优势的。

那么再回到这个临床的一些具体数据，这次的这个临床也是康宁杰瑞KN026的一个注册临床，目前是在石药这边在积极地推进当中，这次也是一个期中分析，我们可以看到它的PFS是尚未成熟的，下限已经达到了24.9个月，这个数字相比于8201来说，其实也是十分有竞争力的，而8201的这个成熟数据是40周。因为我们这个临床还没有做完，所以说我们认为它未来这个PFS的

持续增长还是非常值得期待的。同时安全性方面，我们也可以看到，实验组相比于对照组来说，安全性方面也没有明显的一个劣势。所以我们说这一次可以说是KN026的一个再一次的大获全胜，连续两次正面击败了罗氏的曲妥珠和帕妥珠。
那么也知道曲妥珠和帕妥珠虽然也有仿制药已经上市了，但是它在国内整体的一个、就是加上仿制药之后，整体的销售额也是十分巨大的，近百亿的这样一个规模。那么说现在KN026除了它的乳腺癌在推进，包括已经上市的呢，也有胃癌、胃肠道癌这方面的一个适应症也已经上市。那么在这两个主要瘤种之下，我们认为KN026在石药的一个销售能力的一个加持下，我们说二十亿、三十亿，或者甚至去推进到接近五十亿这样一个销售的峰值，都是非常有可能的。那么对于康宁杰瑞这家公司来说，他们曾经和石药的这样一个合作协议中，是会受双位数的这样一个分成，那么对于康宁杰瑞来说，也是会有一笔非常高额的里程碑啊。
然后我们再看到它的下一个临床，也就是下一个临床数据也是LBA，这个数据是其实是针对它（此前）临床，也就是它之前这个胃肠道癌的这样一个三期临床的一个OS的一个更新。我们也可以看到，中位随访期已经来到了22个月，它的OS是达到了20个月，相比比如说对照组来说，其实效果也是非常显著的，HR低达了0.39这样一个水平，可以说是效果非常好。这个临床也显示出了KN026作为一款双抗来说，有非常好的这样一个疗效和临床意义。针对于后续KN026能否在胃肠道方面去争取上一个一线，这些临床数据都是非常有意义，并且会作为这样一个进入指南的一个强有力的一个支撑。
那么接下来就是一个小的快速口头，也就是ＪＳＫＮ００３。这一款药的话，也是康宁杰瑞非常独特的一个尝试，可以将两种药混合在一起，也就是目前已经上市的恩沃利单抗（这是个PD-L1的一个皮下注射剂）和他们的一个重要的下一代ADC产品JSKN003的一个物理混合的这样一个皮下制剂。然后目前来看，它公布的现在的早期数据看起来也是比较亮眼的，也侧面证明了公司对于这款药、就是推进ADC的皮下注射确实是有一定的临床意义的，我们依旧可以保持到一个期待。而且这款药为什么选择做了皮下注射呢？其实也一定程度上和这个JSKN003它的一个适应症布局有关，因为本身JSKN003也是和石药达成合作的一款产品，那么这款产品有主要适应症会由石药集团来作为一个主要的临床推进，那么康宁杰瑞这边的话，其实就是其他的适应症，他们就是想通过与恩沃利单抗这样一个皮下注射的方式去推进，其实也就代表了一种对于康宁杰瑞这种（小）公司来说一种换赛道竞争的这样一种选择。
那么再回到整体的这样一个KN026，它这样一个数字，这个未来对于公司的一个影响。首先晚期乳腺癌一线的这个临床适应症的话，也是进入到了一个快速审评的一个资格。所以我们认为KN026它的两个乳腺癌的适应症，未来也能够快速地去在临床上进行一个推广。那么总体来说，我们会认为它的一个销售峰值的话，肯定是能够达到一个几十亿这样的一个水平，然后配合到这样一个双位数的一个分成，对于康宁杰瑞现在目前股价的一个支持力度，也是非常有意义的。那我这边的分享就是这些。