

六家龙头 · 六条命 · 全文合订

目录 · CONTENTS

01 六家龙头,六条命——中国创新药上市公司投研全景(2026)

02 百济神州:唯一不卖青苗、把全球商业化跑通的中国biotech

03 恒瑞医药:药王的第二次创业,现金最厚也转型最慢

04 信达生物:从PD-1价格战幸存,把命押在减重上

05 康方生物:临床赢了K药,资本却没赢

06 科伦博泰:ADC军火商,命运绑在默沙东身上

07 再鼎医药:license-in模式的十年大考

六家龙头,六条命——中国创新药上市公司投研全景(2026)

同一张标签下,谁是真资产、谁在讲期权故事

同样挂着「创新药龙头」四个字,翻开2025年的财报,是这样三组数字。

恒瑞医药归母净利77.11亿,康方生物亏11.41亿。一个在数钱,一个在烧钱。

科伦博泰的市销率约56倍,再鼎医药约4.9倍。同一个行业,估值差了一个数量级。

百济神州背后站着跨国药企安进,持股15.98%;科伦博泰背后是母公司科伦药业,绝对控股、直接持有62.53%。

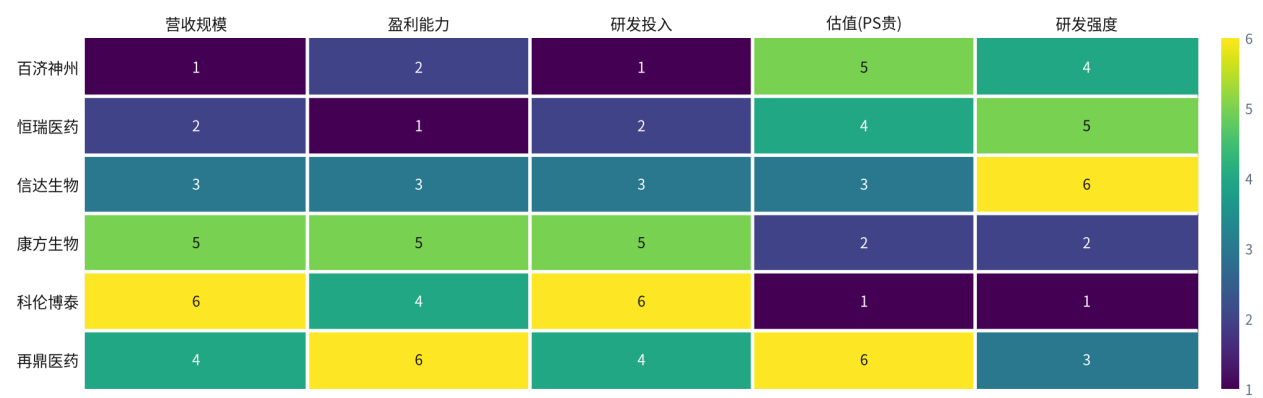
三组数字压在一起,只说明一件事:「创新药龙头」是个太粗的标签。

把百济、恒瑞、信达、康方、科伦博泰、再鼎这六家放到同一张投研牌桌上,你会发现它们几乎不共享同一个估值坐标。有人靠真金白银的产品收入撑住利润,有人整份财报是对一堆还没上市的管线的一次押注。它们不是一个板块,是六门生意、六种估值方法、六类风险敞口。

买之前得先分清:你买的是现金流,还是一张看涨期权。

六家没有一列是对齐的:谁都不是全能冠军

各指标排名(1=最高/最贵) · 收入/盈利/研发/估值/研发强度 · 来源 公司年报/Wind



数据来源：万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

六家龙头的收入、盈利、研发、估值、筹码摊在同一张矩阵里，几乎没有一列是对齐的

三家在数钱,三家在烧钱——先看谁把管线变成了收入

2025年,六家里三家盈利、三家亏损,这条分界线画得干干净净。

恒瑞归母净利77.11亿,营收316.29亿,期末现金401.56亿——这是一家转型中大药企的体量。2026年一季度,它的创新药收入45.26亿,占药品销售收入61.69%,首次破六成。老仿制药的底盘上,新药部分正在接过收入的接力棒。

百济神州更像一个拐点。2025年营收382.05亿、归母净利14.22亿;而按美国GAAP口径,全年净利2.87亿美元,上一年还亏6.45亿美元,经营利润4.47亿美元转正。这是它第一次全年GAAP盈利。

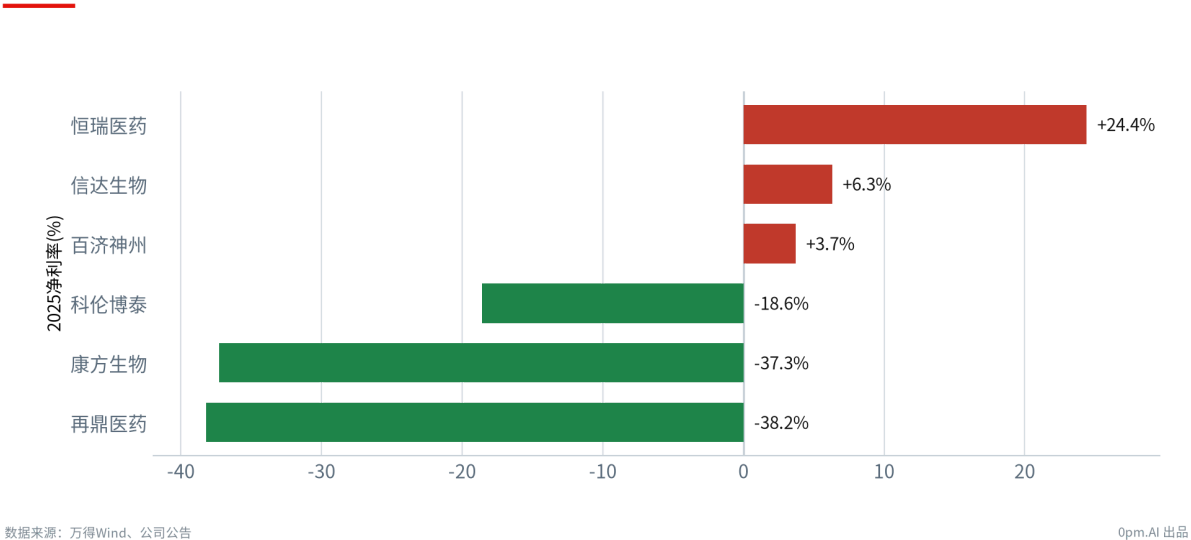
信达生物2025年营收130.42亿,IFRS净利8.14亿,经营现金流100.01亿,账上躺着243亿现金。

另一边三家还在亏。康方亏11.41亿,科伦博泰亏3.82亿,再鼎亏1.76亿美元。

但亏损不等于同一种亏。再鼎的轨迹在收窄:2023年营收2.67亿美元、亏3.35亿;2025年营收4.60亿、亏1.76亿——收入在扩,亏损在缩。科伦博泰2023年还有0.60亿经营现金流净流入,2025年转为-1.80亿,更像研发和商业化同时踩下油门的阶段。

盈利三家靠真实收入,亏损三家为未兑现管线买单

2025净利率(归母净利/营收·%)·红=盈利/绿=亏损·来源 公司年报/Wind



盈利三家靠真实产品收入撑住利润，亏损三家仍在为尚未兑现的管线买单

从4.9倍到56倍——市销率差一个数量级,贵的贵在哪

把市值除以2025年营收,六家的市销率摊开(跨币种按约数粗算):再鼎约4.9倍,百济约7.5倍,恒瑞约11.1倍,信达约11.2倍,康方约27.9倍,科伦博泰约56倍。

最贵和最便宜差了十倍以上。这不是市场犯糊涂,是它在给完全不同的东西定价。

科伦博泰约56倍,贵在它把自己绑上了跨国药企的ADC订单和背书,市场买的是这条管线未来能被放大多少倍。

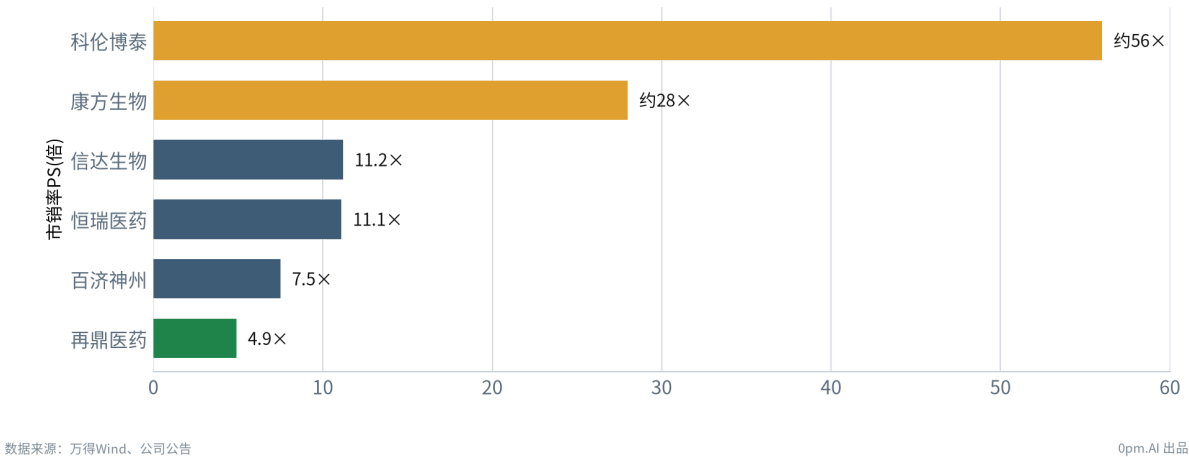
再鼎约4.9倍,便宜在它的模式偏license-in(license引进):把海外产品引进中国卖,增长确定,但想象空间被压在引进方的天花板底下。

恒瑞约11倍,则是盈利者的市盈率逻辑在往回拉市销率——有77亿利润托底,市场不会只按收入的倍数给它标价。

三地股价、市值、估值各按各的口径,人民币、港元、美元不能简单相加,这里的市销率只是跨币种粗算的量级对比,不是精确估值。

盈利者按利润定价、亏损者按管线期权:PS不在一个坐标系

市销率PS(约·市值/2025营收)·跨币种粗算·来源 Wind



盈利者按利润定价、亏损者按管线期权定价，市销率根本不在一个坐标系里

研发吃掉多少收入——20%到64%,画出biotech和大药企的分界

2025年研发费用占营收的比例,从信达的20.1%一路排到科伦博泰的64.1%:信达20.1%、恒瑞22.0%、百济40.6%、再鼎约48%、康方51.5%、科伦博泰64.1%。

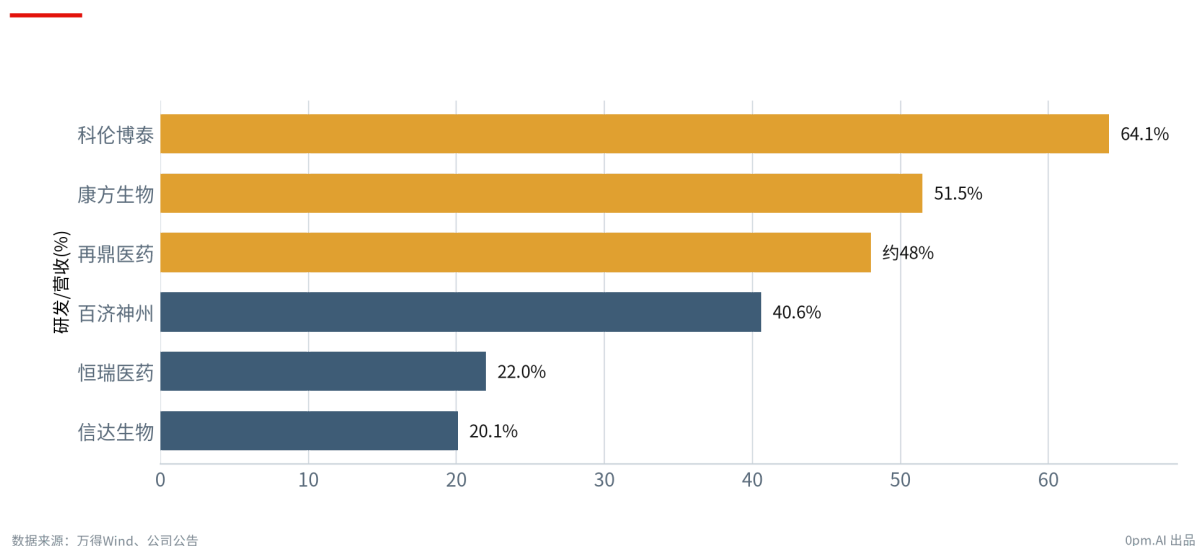
这条线本身就是一张商业模式谱系图。

占比越低的一头,是收入体量已经撑起来的公司——恒瑞22%,不是不投,是营收这个分母足够大。占比越高的一头,是把大半收入又砸回管线的biotech——科伦博泰64%,意味着每收进1块钱,6毛4又投进了研发,收入还没到能稀释研发强度的规模。

六家其实是六种活法:恒瑞是仿制药大厂转型,百济自建全球化商业网络,信达从单品兑现走向平台,康方靠双抗临床数据颠覆,科伦博泰用ADC绑定跨国药企,再鼎靠引进填中国市场的空。同一张标签,底下是六条完全不同的路。

研发占营收20%到64%:从大药企到纯biotech排成一条谱系

研发费用/营收(2025) · 来源 公司年报/Wind



研发占营收从20%到64%，把六家从“大药企”到“纯biotech”排成一条谱系

筹码结构也没有对齐。科伦博泰的第一大股东是母公司科伦药业,直接持股62.53%,绝对控股——它更像一家大药企拆出来的创新平台。百济神州背后是跨国药企安进,持股15.98%,是产业资本的深度绑定。一家被母公司攥在手心,一家被海外巨头看中,起点不同,故事的讲法也不同。

买之前,先分清你买的是什么

别再问「创新药龙头值不值得买」。这个问题问错了颗粒度。

你得先分清手里那一张,是恒瑞、信达这种有利润和现金流托底的资产,还是康方、科伦博泰、再鼎这种押在未兑现管线上的看涨期权。前者跌了,还有真实的利润和现金流接着;后者的价值,几乎全押在「以后」两个字里。

六门生意,六种估值方法,六类风险敞口。接下来六篇,一家一家拆到底。

在你打算下手之前,不妨先答自己一个问题:这张标签底下,你想买的到底是一份现金流,还是一个关于未来的故事?

风险提示:本文所涉数据均来自公司公告、财报及Wind等公开来源,行情与估值口径截至2026年7月,市销率为跨币种粗算约数;本文不构成投资建议,历史业绩不代表未来,市场有风险,投资需谨慎。

来源:六家公司2025年年报及2026年一季报、Wind终端、证券时报、摩熵医药、百济神州公开披露。

文/0pm.AI

百济神州:唯一不卖青苗、把全球商业化跑通的中国biotech

2025首次盈利,但自建这条路的估值透支了吗

2019年11月1日,安进按每份ADS **174.85美元**,掏出约 **27亿美元** 现金,买下百济神州 **20.5%** 的股份。

当时不少人把这笔钱读成"外资抄底"——一家还在巨亏、连一款重磅药都没在美国卖起来的中国biotech,这个估值被看得贵得离谱。

六年过去。 **2025年,泽布替尼一款药,全球卖了280亿元。**

在这一批往外走的中国创新药公司里,百济挑的是最重、也最少人敢走的那条路。

大多数同行的出海,是把早期管线的海外权益,提前卖给跨国药企换一笔首付款。信达把管线权益给武田,总价号称约 **114亿美元**,真正落袋的首付是 **12亿美元**;科伦博泰把9款ADC授权给默沙东,潜在总额约 **118亿美元**,首付款只占 **2.2%**。这些数字很好看,可大头都是"含里程碑"的纸面价。

这是卖青苗——把还没长成的苗,折价换现金。

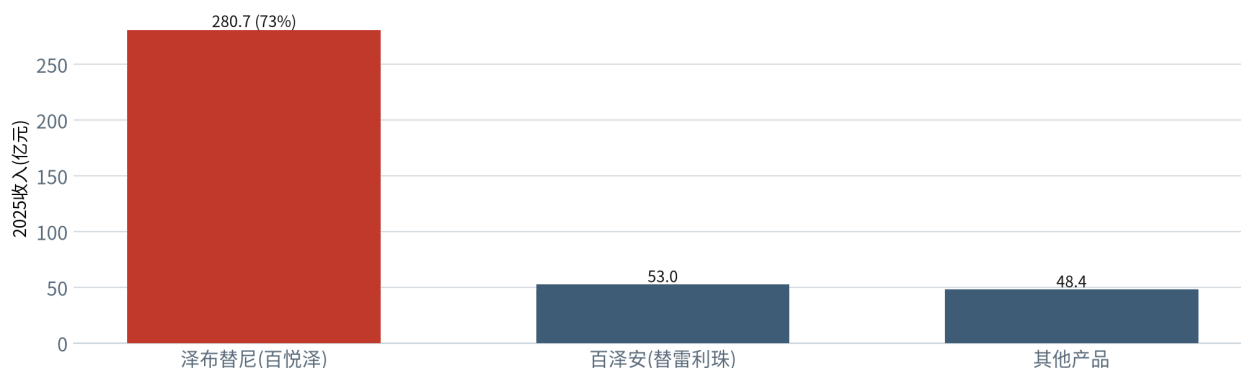
百济偏不。它自己在美国、欧洲铺销售队伍,自己把泽布替尼(百悦泽)一盒一盒卖到医生手里。别人卖苗,它卖自己种出来的果子。

自建的账,2025年第一次算平了

- 总营收 **382亿元**
- 经营性现金流 **+137亿元**,上市以来首次转正
- 美国会计准则口径下,全年净利 **2.87亿美元**,上一年还是亏 **6.45亿美元**;经营利润 **4.47亿美元**,由负转正
- 中国准则归母净利 **14.22亿元**

一款泽布替尼撑起三分之二营收(280亿/382亿)

2025分产品收入(亿元) · 来源 公司年报



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

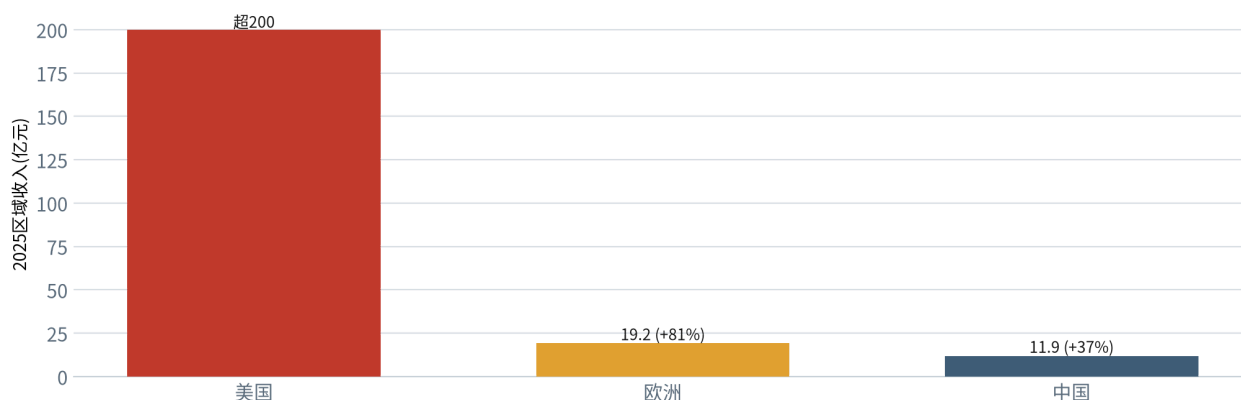
一款单品撑起三分之二营收、现金流首次自给——百济是六家里唯一把全球商业化跑通的那个

现金流转正那一刻,才是关键。在此之前,百济花的每一分钱,都得靠融资和授权款接济。转正意味着,泽布替尼卖出去的钱,第一次能覆盖公司自己转下去。

这280亿卖到哪去了?美国一个市场就贡献超200亿元(约28亿美元),占了一多半;欧洲卖了 19.18亿元,同比+81.4%;中国 11.92亿元,+36.5%。

美国占一多半、欧洲同比翻倍:钱大头在海外

泽布替尼2025分区域(亿元) · 全球共280.67亿 · 来源 公司业绩报告



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

美国占一多半、欧洲同比翻一番——泽布替尼的钱大头在海外,这是自建销售网络真正跑通的直接证据

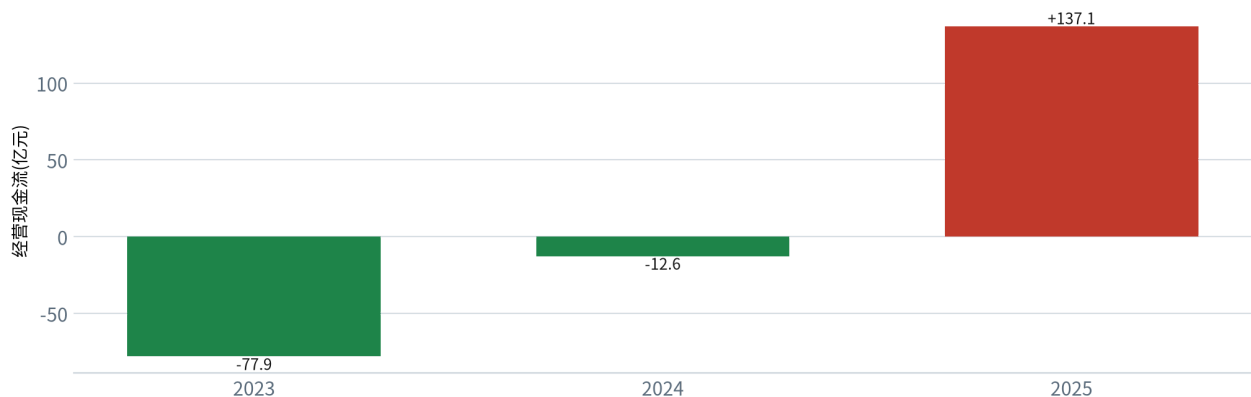
这条路的代价,写在研发那一栏

2025年,百济研发投入155亿元,占营收40%。 六家龙头里,这是绝对值最高的一档。

自建全球商业化不是省钱的打法。临床、销售、注册团队,全得自己养,烧的是真金白银。所以"2025首次盈利"这四个字,得配着代价看:它不是一家轻公司水到渠成地赚钱,而是烧了十年,终于让产品的现金盖住了投入。

经营现金流三年转正:从融资续命切到自己造血

经营活动现金流净额(亿元) · 来源 Wind/公司年报



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

长期亏损里第一次由亏转盈——2025是百济从"融资续命"切到"自己造血"的拐点

走得通,不等于值这个价

至少有三盆冷水。

一,美国依赖。 泽布替尼过半的钱,来自美国一个市场。美国正在推进的药价谈判(IRA),迟早会问到卖得最好的那批药头上。一个市场撑起半壁江山,是兑现,也是脆弱。

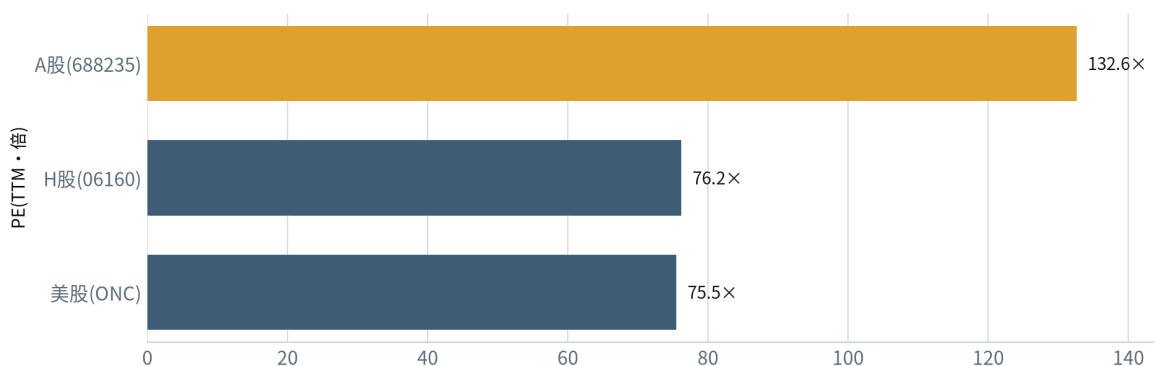
二,增速在降挡。 2026年公司给的收入指引是 **63到65亿美元**(约436到450亿元),对应增速大约**14%到18%**。对照2025年那种爬坡,这是一次明显的减速。一季度营收 **81.41亿元,同比+12.98%**,已经把这个节奏摆在桌面上了。

三,三地同股不同价。7月24日,A股 **272.10元**,港股折成人民币约 **182元**,美股ADR折算约 **181元**——**A股比H股、美股贵了差不多50%,对应PE约 132倍**。

同一家公司、同一份利润,三个市场给出三个价。你在A股买的,是全球最贵的那一份。

同一家百济,A股PE132倍、港美股只有76倍——A股多付五成溢价

市盈率PE(TTM) · 三地口径 · 来源 Wind · 2026-07-24



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

A股较H股、美股溢价约五成——你为"自建跑通"多付的这笔溢价,美股投资者并没有付

终局,还没验证完

把镜头拉回2019年那27亿美元。安进当年20.5%的股份,被后续增发摊薄到了 **15.98%**,但它仍是百济最大的股东。六年时间,证明了一件事:自建全球商业化,能走通。

但"走得通"和"值这个价",是两个问题。

泽布替尼总有见顶的一天。百济押在下一棒的,是BCL2抑制剂索托克拉、BTK降解剂这批新分子——它们能不能像泽布替尼一样,再卖出一个280亿,才是自建这条路真正的终局。机构目前给的目标价区间大致在 **395到436美元**,那是市场替"下一棒接得住"提前付的价。

接不住,132倍的PE,就是悬在头顶的那把尺子。

你愿意为一条已经被证明"走得通"的路,付一份全球最贵的门票吗?

风险提示:本文仅供参考,不构成任何投资建议。历史数据不代表未来表现,市场有风险,投资需谨慎。

文/Opm.AI

来源说明:本文数据来自公司年报及业绩公告、Wind终端、公司战略合作官方公告,以及21世纪经济报道、证券时报、财联社、医药魔方ByDrug、摩熵医药等具名报道与数据库。

恒瑞医药:药王的第二次创业,现金最厚也转型最慢

百亿BD大单里,真正入表的只有33.92亿

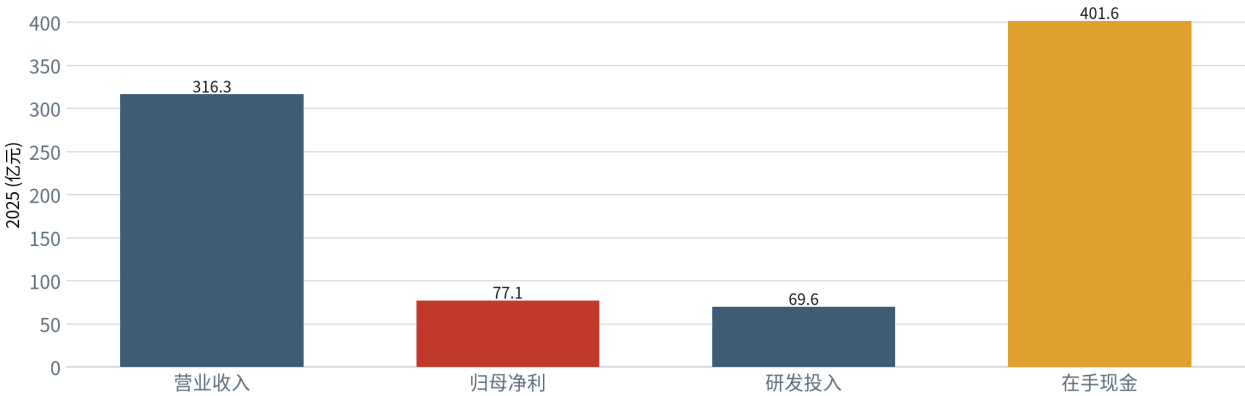
账上趴着**401.56亿**现金。

这是恒瑞医药2025年的期末数,六家创新药龙头里最厚的一份家底。

同一年,它做了**316.29亿**营收、**77.11亿**归母净利、**69.61亿**研发投入,经营活动现金流净额**112.35亿**——赚来的钱,是实实在在流进来的。

恒瑞2025:316亿营收、77亿归母、401亿现金,一份不像biotech的家底

单位:亿元人民币 · 金=现金家底 · 来源 公司年报/Wind



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

恒瑞2025年:316亿营收、77亿归母、401亿在手现金,一份不像biotech的家底

这张速览卡最扎眼的不是营收,是现金那一栏。市面上多数创新药公司还在靠融资和授权首付续命,恒瑞已经能用自己的经营现金流,喂饱一条庞大的研发管线。

按2025年**69.61亿**的研发投入测算,这401亿够它不碰外部一分钱,再砸接近六年。

这就是恒瑞和烧钱biotech最根本的分野。它不缺活下去的底气。

第一次创业封了王,第二次创业要交出一个全新的自己

恒瑞在做的,是药王的第二次创业。

第一次,它靠仿制药做到国内一哥,现金流滚成雪球。第二次,它要把这家公司改写成一家创新药公司。

有一整个仿制盘在下面托着,这是它的护城河——别人融资一停就断粮,它可以慢慢来。

但硬币的另一面是:能慢慢来,往往就真的慢了。包袱重、盘子大、掉头慢,转型最快的从来不是最有钱的那个。现金最厚和转型最慢,这两件事在恒瑞身上同时成立。

接下来要做的,是把这些漂亮的大数字一层层剥开,看看里面到底有多少含金量。

第一层水分:创新药占了多少,得先问是占谁

2025年,恒瑞创新药销售收入**163.42亿**,同比增长**26.09%**。

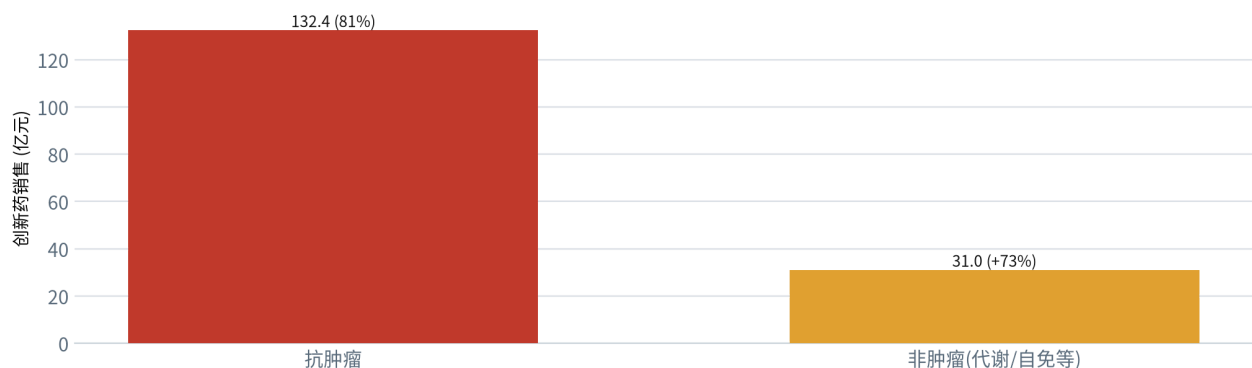
财报里那句话很好听:占药品销售收入**58.34%**。

但请把口径看清楚——这是占**药品销售收入**,不是占总营收。放到316.29亿的总盘子里,创新药大约只占**51.7%**。

从"接近六成"到"刚过一半",这半步之差,就是恒瑞离一家纯创新药公司还有多远。

创新药卖了163亿,八成压在肿瘤一块

2025创新药销售收入(亿元) · 占药品销售58.34%/占总营收约51.7% · 来源 公司年报



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

创新药卖了163亿,但八成压在肿瘤一块;占药品销售58%、占总营收才51.7%

再往里看一层,结构更集中。163亿创新药里,抗肿瘤**132.40亿**,一家独大,占到创新药销售的**81.02%**;非肿瘤(代谢、自免这些)**31.02亿**,增速虽然冲到**73.36%**,可基数还小。

好的一面也得说透:2026年一季度,创新药收入**45.26亿**,增速**25.75%**,占药品销售收入**61.69%**——首次站上六成。转型这条曲线,确实在往上走,而且在加速。

一个厚现金流的公司,叠加一条向上加速的创新占比,这是恒瑞值得给溢价的地方。只是别把"占比58%"直接读成"恒瑞已经是创新药公司了"。它还在半路上。

第二层水分:百亿大单,报的是价,不是到账的钱

真正需要把水分挤干的,是那几笔刷屏的出海大单。

2026年5月,恒瑞和百时美施贵宝签约,总潜在交易额约**152亿美元**,涉及13款项目。

2025年7月,和GSK签约,潜在总额最高**120亿美元**,约合**860亿元人民币**,覆盖一款治疗慢阻肺的PDE3/4抑制剂加最多11个后续项目。

单看这两个数,恒瑞像是把整条管线卖出了天价。

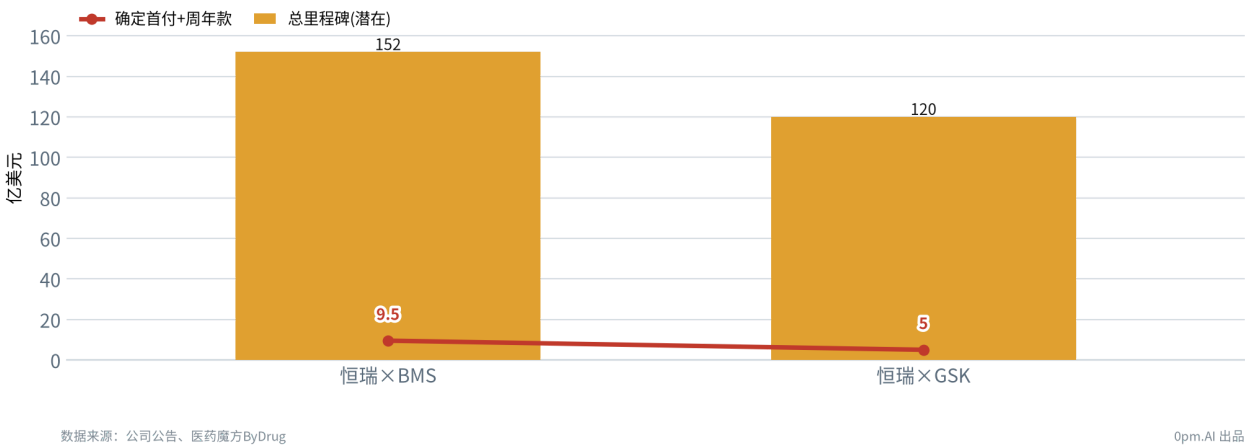
问题在于,这两个数字是**报价**,不是**签收单**。

把BMS那笔拆开:总额152亿里,确定能到手的,是首付6亿美元,加上第一笔周年付款1.75亿、2028年一笔有条件周年付款1.75亿——合计**9.5亿美元**。剩下的一百四十多亿,全挂在未来的研发和销售里程碑上,能不能拿到、什么时候拿到,都是未知数。

GSK那笔120亿,确定的首付是**5亿美元**。

百亿是标价,首付才是签收单

对外授权:总里程碑(含全部里程碑) vs 确定首付款(亿美元) · 来源 公司公告/医药魔方



百亿是标价、含全部里程碑;真金到手的首付,BMS只有9.5亿、GSK只有5亿

这张图把两根柱子并在一起:一根是媒体标题里的"总潜在额",一根是首付加确定付款。两根柱子的落差,就是"里程碑"三个字撑起来的想象空间。

管理层自己的口径同样是潜在总价。执行副总裁兼首席战略官江宁军披露:「2023年以来累计完成12笔创新药对外许可交易,总潜在价值超过270亿美元」,其中2025全年交易金额达167亿美元。

270亿美元、167亿美元,听着都像天文数字。

可翻到2025年的报表,真正入表的BD收入,只有**33.92亿元人民币**。

一个是2023年以来累计的潜在总价(还是美元、还含全部里程碑),一个是2025年当期真金入账的BD收入(人民币)。口径不同,不能直接相减,但正是这种不同,把话说明白了:总潜在、确定到手、当期入表,这是三个数量级的东西。

标价、签收、到账,越往下越小。市场爱盯着最上面那个数尖叫,恒瑞的现金流表里,记的是最下面那个。

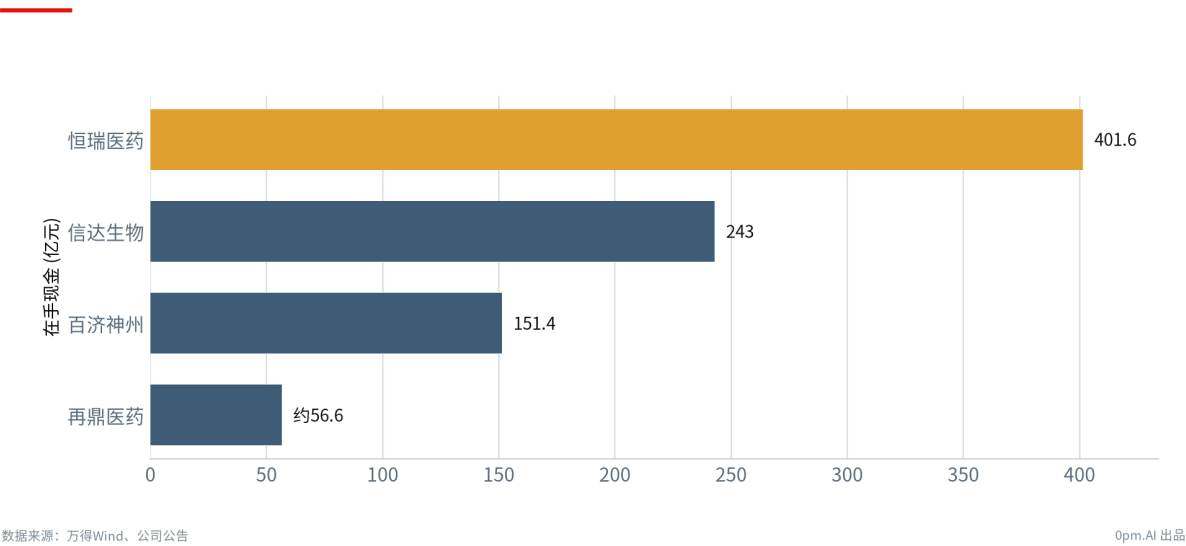
第三层:这份想象力,该按几折定价

2025年5月23日,恒瑞在港交所主板挂牌,发行价**44.05港元**,定在区间上限;开盘冲到**57港元**,较发行价高出**29.4%**。这是近五年港股医药板块最大的IPO。

A股加港股,两地平台就位,家底更厚了。可两地的定价从来不是一个数,溢价要单列着看。

401亿现金六家最厚,是恒瑞区别于烧钱biotech的底座

各家在手现金(亿元·再鼎已按汇率折算)·来源 公司年报/Wind



两地定价不一、AH溢价单列;401亿现金托底,是恒瑞区别于烧钱biotech的底座

真正的分歧,写在机构给出的目标价里:从**68港元**到**97港元**,离散度接近50%。

同一家公司,同一份财报,看多的和看谨慎的差出快一半的空间。分歧的核心不在它的仿制基本盘——那部分现金流清清楚楚;分歧全在创新转型这块期权:占比刚过半、BD含金量要打几折、里程碑能兑现多少,每一个假设往上或往下拨一格,估值就差出一大截。

稳的一极,但要回答一个问题

把恒瑞放进创新药龙头这一排,它是"稳"的那一极。

现金最厚,能靠自己的经营现金流持续投入,不看融资脸色;创新占比在往上走,一季度已破六成。这些都是真的。

它的风险,也从来不是活不下去。而是——转型兑现得慢,BD大单的含金量要打折,那些一百多亿的报价,落到报表上只剩三十几亿。

现金厚是护城河,可护城河护得住生存,护不住重估。

恒瑞真正要回答的问题只有一个:当账面那份想象力,和到账那份现金流之间隔着一个数量级,市场愿意为它中间这段落差,付几折的溢价?

风险提示:本文所涉数据均来自公司公告、年报及公开财媒报道,口径以原始披露为准。本文不构成任何投资建议,历史数据不代表未来表现,市场有风险,投资需谨慎。

来源:恒瑞医药2025年年报及2026年一季报、港交所上市公告、21世纪经济报道、上海证券报、证券时报、医药魔方ByDrug、新华网、东方财富、Wind(行情财务数据截至2026-07-17)。

文/0pm.AI

信达生物:从PD-1价格战幸存,把命押在减重上

首个完整年盈利之后,减重能不能撑起PE174

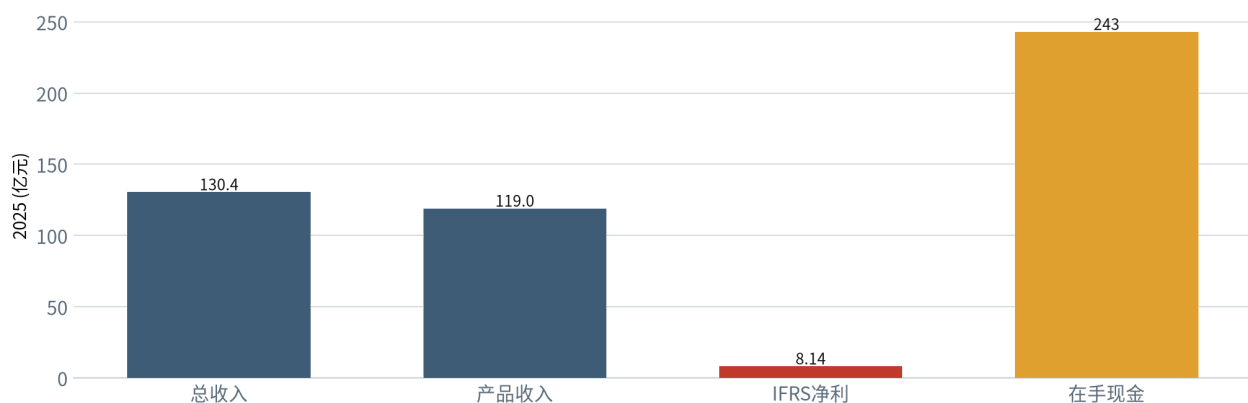
2024年,信达生物按IFRS准则还亏着**9463万**。2025年,同一张利润表,归母净利变成**8.14亿**。

营收**130.42亿**,经营现金流**100亿**,账上现金**243亿**。这是它上市以来第一个完整年度的盈利。

这份盈利,是从一场没有赢家的仗里爬出来的。信迪利单抗——它的PD-1——是国产第一批,后来在医保谈判和四强混战里一路让价,靠着降价保住份额、活了下来。国产PD-1的价格战,谁都没真正赢,信达是少数把自己熬成盈利的那个。

营收130亿、净利8.14亿、现金243亿——盈利是真的

2025年报(IFRS·亿元)·来源 公司年报/Wind



数据来源：万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

营收130亿、IFRS净利8.14亿、现金243亿——盈利是真的,但市场的估值不押在这几个数上

盈利转正,本该是估值锚。可市场给的价码,压根不在这张表上。

按2026年7月24日的市值算,信达的市销率约**11倍**;而它的市盈率被顶到**174倍**。11倍的PS已经不便宜,174倍的PE更是天上的数——**这个价钱,不是付给130亿营收和8亿利润的,是付给一款刚上市的减重药的。**

174倍市盈率,买的是减重期权,不是PD-1

拆开看就清楚了。信迪利单抗这类老品,是一门利润薄、增长慢、还得防着后来者继续杀价的生意。你用任何一个正常倍数去套现在这8亿利润,都套不出174倍。

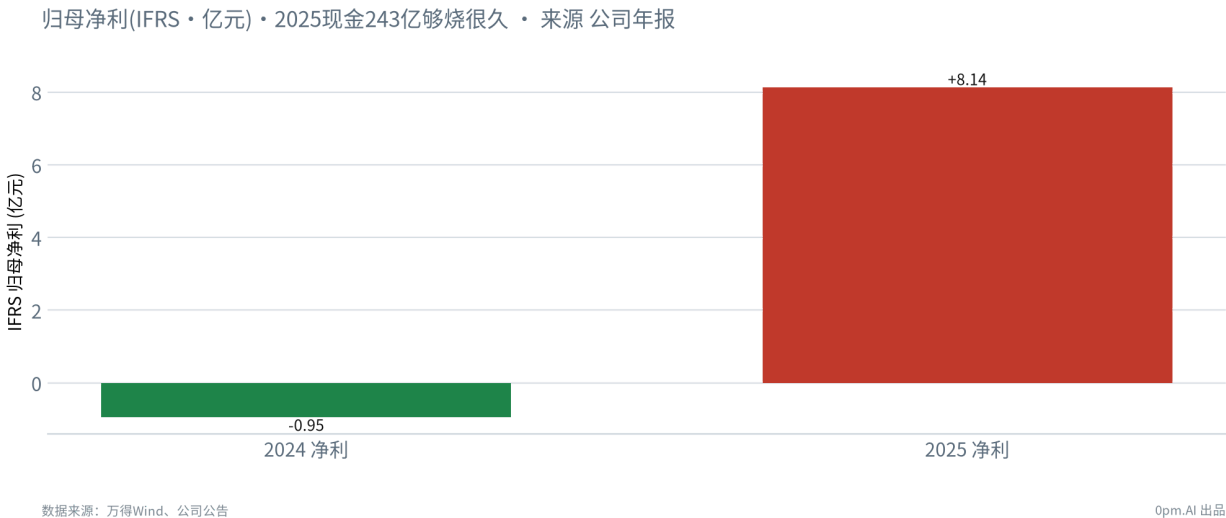
差出来的那部分估值,是一张期权——押玛仕度肽。

2025年6月27日,玛仕度肽(信尔美®)获NMPA批准用于成人长期体重控制,成为**全球首个获批上市的GLP-1R/GCGR双靶点减重药**。这是实打实的先发身位:别人还在做临床,它已经拿证上市、开始卖了。

减重这门生意有多大?看两个锚点就够:司美格鲁肽2024年全球卖了约**292亿美元**,替尔泊肽约**165亿美元**。这是全球两款减重/降糖巨头一年的量级。市场愿意给信达174倍,赌的就是玛仕度肽能在中国这块市场里,切下一块像样的份额。

盈利给了它底气,现金给了它跑道。

IFRS净利从2024年亏0.95亿到2025年赚8.14亿——首个完整年度盈利



IFRS净利从2024年亏9463万到2025年赚8.14亿、现金243亿够烧很久——旧业务撑起一条长跑道,新药才有时间证明自己

243亿现金,26亿研发投入,100亿经营现金流。这意味着即便减重放量慢,信达也有足够的时间和弹药耗着。这是六家创新药龙头里,兑现故事最完整的一个:既盈利,又有先发,还有厚现金垫。

到这儿为止,都是多头的话,而且每一句都站得住。

先发≠放量,它踏进的是一场刚开打的价格战

问题出在下一步:拿到证,不等于卖得动。

玛仕度肽上市首月,电商平台的销量,和司美格鲁肽、替尔泊肽差着**一到两个数量级**。先发身位换来的,是"第一个上架",不是"第一个放量"。监管上的全球首个,和货架上的走量,是两回事。

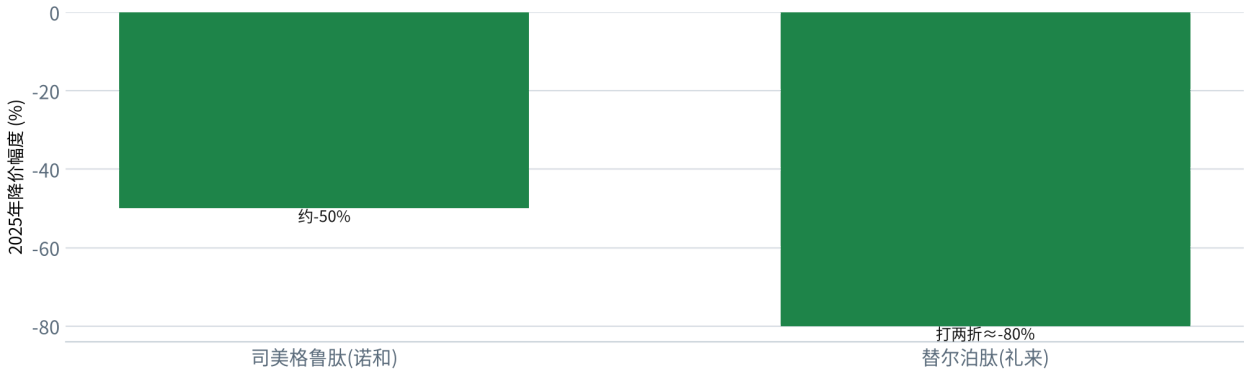
更麻烦的是它踏进去的这个市场,价格正在往下崩。

2025年末,司美格鲁肽在院外市场降价近**50%**;替尔泊肽在部分电商渠道打到**两折**——降幅约80%。巨头们没在等玛仕度肽长大,它们在用降价把整块市场的价格水位往下压。信达刚从PD-1的价格战里活下来,一转身,减重又是一场价格战的开场。

后面还排着队。国内已有约**22款**GLP-1类药物进入减重适应症临床II期及以上;而司美格鲁肽预计**2027年**专利到期,一批仿制/类似药的降价潮就在门口。

先发身位撞上正在崩的价格:减重竞品掀起价格战

GLP-1减重竞品降价幅度 · 叠加22款在研+2027司美专利悬崖 · 来源 公司/具名财媒



数据来源: 万得Wind、公司公告、医药魔方ByDrug

Opm.AI 出品

先发身位撞上正在崩的价格:司美降近50%、替尔泊肽打两折、22款在研、2027专利悬崖——玛仕度肽的窗口只有两三年

把这几件事叠在一起,玛仕度肽真正能"独享先发红利"的窗口,大概只有**两到三年**。窗口一关,它面对的就是一个既拥挤又降价的市场。

先发是真的,先发在一个正在打价格战的市场里能变现多少,是另一回事。这就是174倍要回答、却还没回答的那个问题。

盈利是真的,天花板是赌的

回头看那个174倍,它的脆弱恰恰在这里:贵,不贵在当下的盈利,而贵在"减重能兑现多少"的预期上。盈利已经落地,预期还悬在空中。

一位投资人说得直白:「信达现在的估值,很大程度是对GLP-1的期待。」期待这东西,涨的时候是估值,跌的时候是折价。放量的数据一旦不及预期,最先松动的就是这块期权价值——它是整个估值里垫得最高、也最没有支撑的一层。

再提醒一句盈利质量:2024年那次Non-IFRS盈利里,授权费收入约**11亿**,比当年EBITDA的6.9亿还高——那一年的账面盈利,很大一块来自授权而非产品卖货。2025年IFRS净利转正,是比2024年

更硬的一步;但一家创新药公司要真正长期站在盈利这一侧,终究得靠产品自己卖出来,而不是靠一次次授权首付款把利润表填平。

所以我的判断是:信达是这批龙头里,盈利、先发、现金三样都占齐的那个,兑现故事最完整;但它把第二增长曲线的赌注,压在了一个先发优势最短、价格战最凶的品类上。**盈利是真的,减重的天花板是赌的**。机构给的目标价在**106—135港元**区间,也就是在赌这张期权最终能落地多少。

盈利兑现,你已经看到了;减重放量,还没到验证的时候。那么问题就剩一个:当先发身位的窗口只有两三年,而你要为它付174倍——你到底是在为一家已经盈利的公司买单,还是在为一款还没证明自己能走量的药买单?

风险提示:本文所涉数据与观点仅供研究交流,不构成任何投资建议。市场有风险,投资需谨慎;历史表现不代表未来,估值与销量预期均可能证伪。文中财务为IFRS人民币口径,股价/市值/估值为港元及跨币种粗算,截至2026年7月24日(Wind)。

来源:信达生物2024/2025年报及公司公告、NMPA获批信息、医药魔方ByDrug、财联社/澎湃/每经关于减重赛道价格的报道、Wind终端行情与财务数据。

文/0pm.AI

康方生物:临床赢了K药,资本却没赢

全球III期OS没过统计门槛,估值全押依沃西一款药

2026年5月1日,依沃西HARMONI-3的鳞状队列中期分析读出:PFS没有跨过那道预设的统计学门槛。

这只是一次中期窥视,只消耗了大约**0.001**的极低 α 值,离最终答案还很远。最终数据要等到**2026年下半年**。

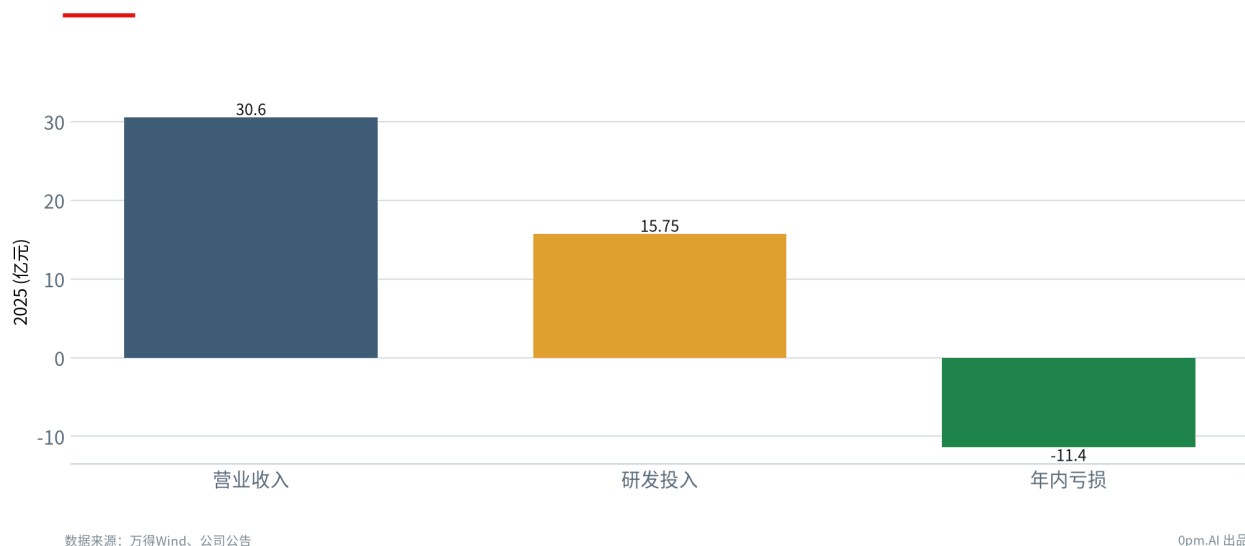
市场不等。消息出来,依沃西在美国的合作方Summit一夜跌超**25%**,康方港股当天跌超**10%**。

一个临床数据点,擦掉一家公司几十亿的市值。

这就是康方生物今天的样子:临床端一路封王,资本端反复摔跤。它把默沙东的药王K药按在了地上,却没能把自己的股价按住。

一款药撑起的估值:营收30.6亿、研发15.75亿、仍亏11.4亿

2025年报(亿元) · 来源 公司年报/Wind



一张卡看懂:一款药撑起的估值,临床赢面与资本挫折同时存在

全球第一个把K药按住的,是它

先说它凭什么值这个价。

2024年9月,依沃西(AK112,一款PD-1/VEGF双抗)在HARMONI-2这项随机双盲III期里,单药头对头对上帕博利珠单抗——也就是默沙东的K药,全球卖得最好的抗肿瘤药。

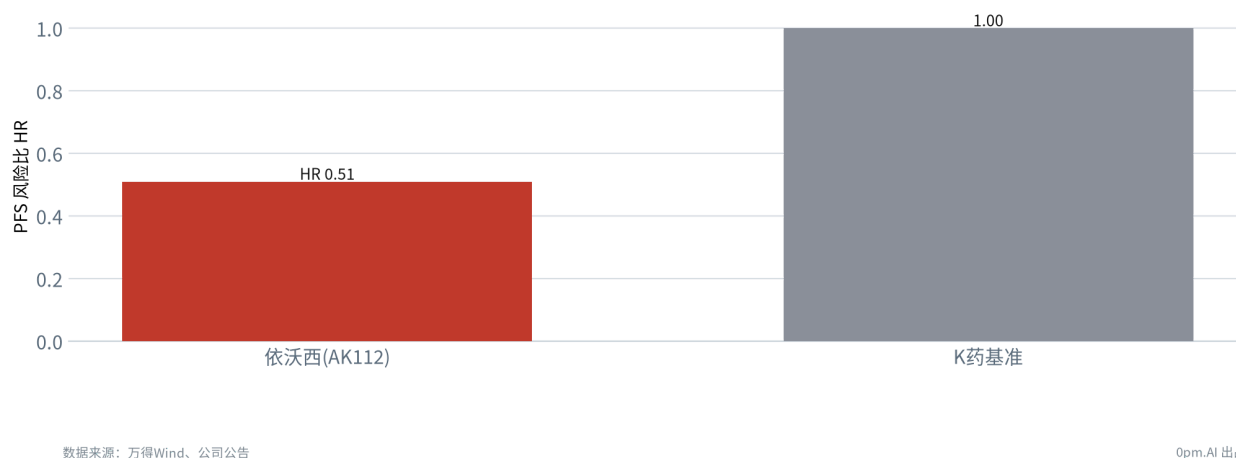
结果是**PFS风险比0.51**(95%置信区间0.38–0.69, $P<0.0001$)。中位无进展生存期,依沃西**11.14个月**,K药**5.82个月**。疾病进展或死亡的风险,降了**49%**。

这是全球第一个、也是唯一一个在III期里用单药头对头击败K药的分子。数据发在了《柳叶刀》上。

在国内,依沃西已经跑通了两个适应症:2024年5月获批联合化疗治EGFR-TKI耐药的非鳞非小细胞肺癌,2025年4月25日又拿下一线PD-L1阳性单药。

PFS风险比0.51:全球第一个III期单药把K药按在身后

HARMONi-2 一线NSCLC PFS风险比HR(越低越好 · 1.0=打平) · 来源 公司公告/学会披露



PFS风险比0.51,全球第一个III期单药把K药按在身后

到这里,故事是完美的:一款中国原研双抗,在最卷的肺癌一线,正面掀翻药王。

PFS一直在赢,OS偏偏差了一个百分点

问题出在另一个终点上。

监管和市场真正掏钱买单的,是总生存期(OS)——病人到底多活了多久。而依沃西在最关键的一场全球试验里,OS没过。

HARMONi全球III期,针对三代EGFR-TKI治疗后进展的二线EGFR突变肺癌。这项研究的PFS漂亮得没话说,风险比0.52($P < 0.00001$);但作为主要终点之一的OS,只做到风险比0.79(95%置信区间0.62–1.01), $P = 0.057$ 。

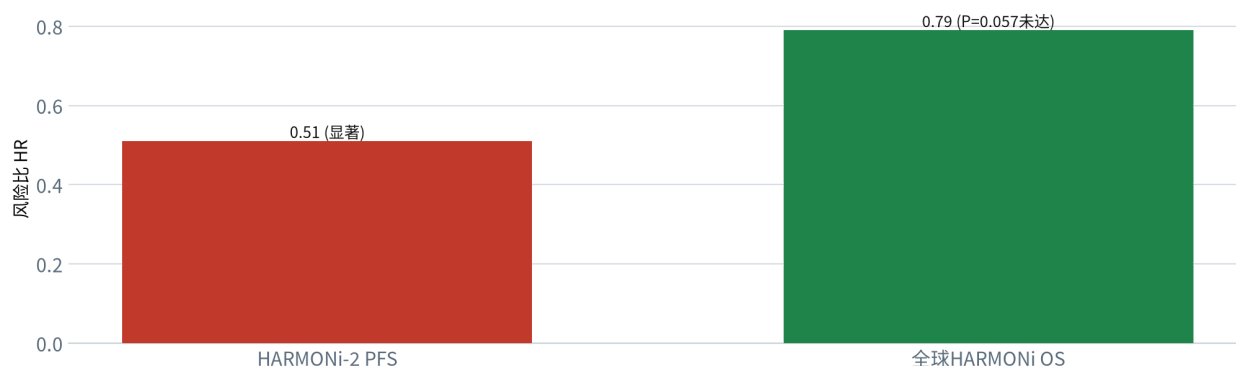
差在哪?差在0.05这道门槛前面的一点点。0.057没能跨过0.05,统计学上就叫"未达显著"。

市场不给"接近"打分。哪怕后来Summit在2025年世界肺癌大会上更新了随访,拿出西方患者OS风险比0.78(名义 $P = 0.0332$)、北美患者0.70——这些是名义P值,不是预设主要终点的正式校验,不能直接当审批凭据。

一个百分点的统计学差别,后果是实打实的:依沃西在美国的FDA审批,被推迟到了2026年11月。

PFS一路显著,OS卡在P=0.057:市场不给'接近'打分

关键终点风险比HR(越低越好) · 来源 公司/Summit官方披露



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

PFS一路显著,OS卡在P=0.057——市场不给"接近"打分

这是康方最锋利、也最容易被忽略的地方。它的临床赢面是真的,PFS一次次显著;但资本要的是OS过线、是FDA放行。两者之间,隔着从0.057到0.05的一道缝。

临床赢了K药,资本却没赢。

临床端还在出王炸,资本端却在扣分

别误会,依沃西的枪没哑。

2026年ASCO大会上,HARMONI-6读出:在一线晚期鳞状肺癌里,依沃西联合化疗头对头百济神州的替雷利珠单抗(百泽安),**OS风险比0.66**,中位总生存期**27.9个月**,死亡风险降**34%**,统计显著。

这一次,OS过了。而且是又一个头对头击败国产PD-1的III期。

矛盾就在这儿:临床数据几乎每隔几个月就来一发重磅,可股价的记忆更长。H股(09926)年内一度从113港元跌到89.05港元附近,累计跌约**21%**。每一次全球试验的关键读出,都能让它单日跌超10%。

临床端在加分,资本端在扣分。同一家公司,两套记分牌。

它一年还在亏11.4亿

再往下翻财务,冷水会更清楚。

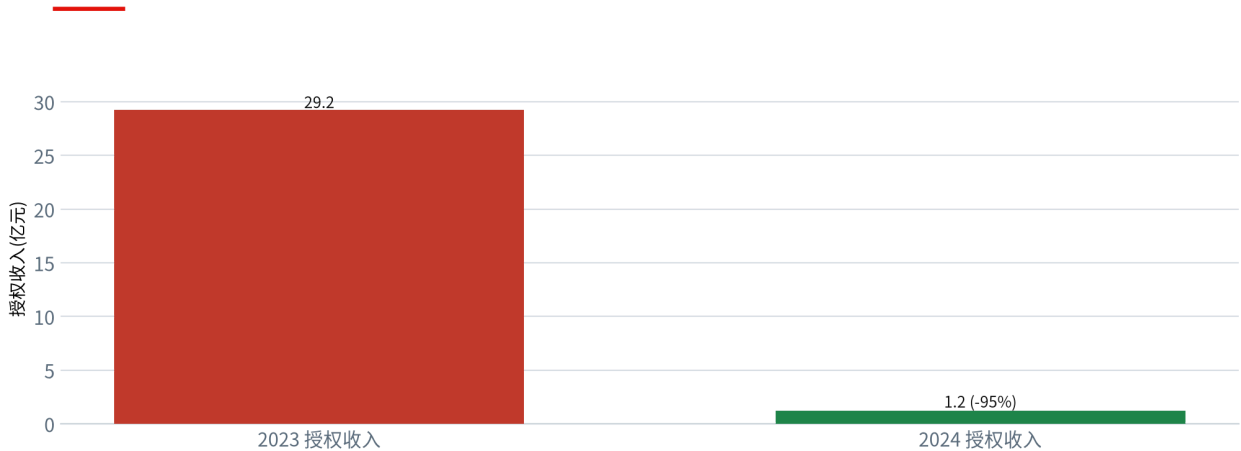
康方2025年仍然亏损**11.4亿元**。亏损的结构很典型:一头是授权收入的断崖,一头是费用的双高。

依沃西海外权益授权给Summit,让康方在2023年确认了约**29亿元**的授权收入;到2024年,这个数字断崖式掉到**1.2亿元**。一次性的授权款不是经营性收入,来一笔是一笔,断了就断了。

费用那头没停:2025年研发投入**15.75亿元**、销售投入**14.36亿元**,两项双高,直接把利润表压在水下。

授权收入断崖:2023年29亿到2024年1.2亿,一年蒸发95%

对外授权收入(亿元) · 催化式收入不可持续 · 来源 公司年报



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

授权收入断崖、研发销售双高,一年仍亏11.4亿

一款药在全球攻城,烧的是真金白银;而能对冲这笔烧钱的授权款,恰恰是靠临床数据一段一段换来的。数据一旦卡壳,这条对冲线就细了。

六家里最纯粹的一张期权

把估值摊开看,康方是这一批创新药龙头里最纯粹的单一资产押注。

市销率约**28倍**,几乎全部压在依沃西这一款药身上。高盛给出的乐观情形,是依沃西峰值销售冲到**530亿美元**——但那是个"如果全兑现"的数字,是把所有适应症、所有地区、所有概率都算满之后的峰值估算。

这是期权,不是现金流。

期权的特点是:赔率极高,波动也极大。往上,它有全球第一个击败K药的想象空间;往下,它有二线OS没过、鳞状队列中期没过、FDA推迟这一连串真实发生的挫折。这两面,都长在同一款分子上。

买康方,买的不是一家药企,是依沃西一款药能不能在全球翻盘的一张期权。它的III期读出、FDA审批、Summit那头的推进,任何一个节点,都能在一天里重定价整家公司。

夏瑜在2025年公开表达过对2026年海外上市的期待。一年过去,等来的是OS差一个百分点、审批推到2026年11月。预期和现实之间的这段落差,就是这张期权最真实的价格。

那么,当一家公司的生死系于一款药的下一次统计读出——你是在为它的临床实力定价,还是在为0.05这道门槛下注?

风险提示: 本文所涉数据基于公开披露信息整理,临床终点读出、监管审批进度、机构峰值销售估算均存在不确定性,不构成投资建议。历史数据不代表未来表现。市场有风险,投资需谨慎。

来源:康方生物官网及公告、Summit Therapeutics披露、《柳叶刀》、WCLC/ASCO 2026学术披露、NMPA、高盛研究、Wind(行情截至2026-07-17);具体口径以公司正式公告为准。

文/0pm.AI

科伦博泰:ADC军火商,命运绑在默沙东身上

百亿大单退成94亿,最大客户也是第二大股东

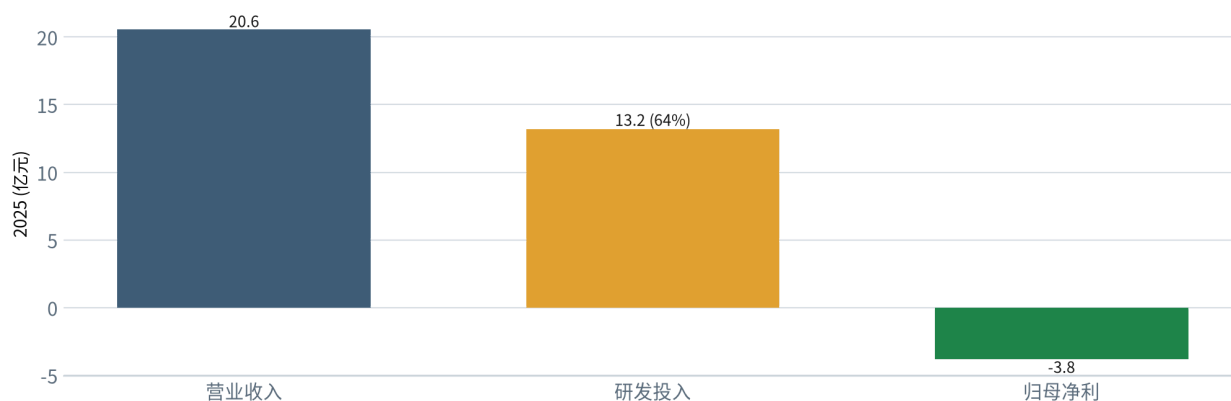
118.21亿美元。 2022年,默沙东摆在科伦博泰面前的就是这个数字——九款ADC,一张潜在总额过百亿的合作清单。

真正落袋的首付款,累计只有**2.57亿美元**。占那张清单的**2.2%**。

这不是缩水。这是ADC军火商这门生意的底色:你把研发的枪炮卖给一个正在全球打仗的大买家,标价写在合同里,兑现要看仗打得怎么样。科伦博泰把最好的一批枪炮,几乎全卖给了同一个人。

营收20.6亿、研发13.2亿(占64%)、 仍亏3.8亿——ADC军火商的甜蜜与命门

2025年报(亿元) · 研发占营收64% · 来源 公司年报/Wind



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

科伦博泰速览:一款上市ADC、七款授权在手、一个买家撑起近半营收——一张卡看清它的甜蜜与命门

一款药,换来跨国药企的入场券

先说它凭什么被默沙东看上。

科伦博泰的拳头产品叫**芦康沙妥珠单抗**(sac-TMT/SKB264),中文商品名佳泰莱®。它是**全球首个在肺癌获批上市的TROP2 ADC**。从2024年拿下三阴乳腺癌,到2025年3月切入EGFR突变非小细胞肺癌,再到2026年2月拓到HR+/HER2-乳腺癌——两年时间,**四项适应症**接连获批。

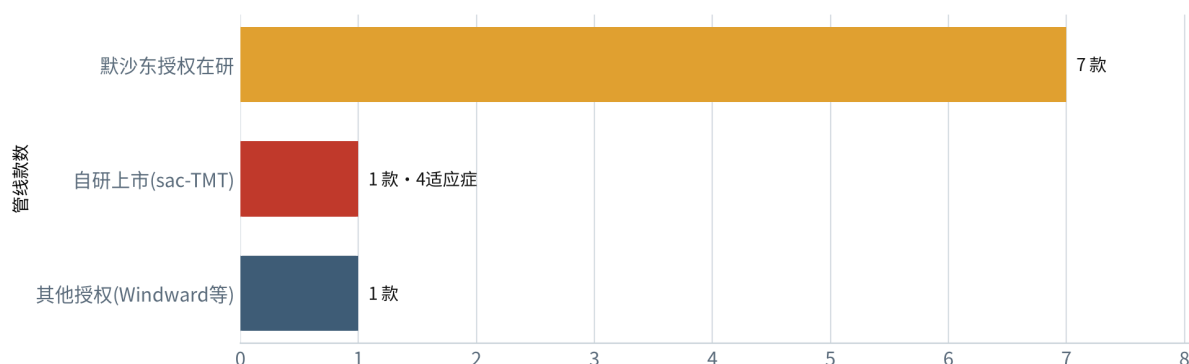
一个平台,能造出这样的产品,MNC(跨国药企)自然要来敲门。默沙东要的,正是这条ADC生产线。

真正把估值点着的,是2026年5月的ASCO大会。sac-TMT联合K药(帕博利珠单抗)一线治疗PD-L1阳性非小细胞肺癌,中期分析达到主要终点——这是**全球第一个在一线NSCLC击败K药单药的ADC联合方案**。要知道,K药是默沙东自己的看家药,如今默沙东要用科伦的ADC去替它拓地盘。

野村的反应很直接:2026年5月26日,把目标价从**438.3港元上调到544.42港元**,维持买入。理由写在DCF模型里——ASCO数据超预期,上调了终端增长率和销售前景。

管线七成绑默沙东:一款自研上市,七款授权排在默沙东名下

ADC管线按归属(款数) · 来源 公司公告/医药魔方



数据来源: 万得Wind、公司公告、医药魔方ByDrug

Opm.AI 出品

ADC管线矩阵:sac-TMT一款上市打头,SKB410等六款带MK-代号的授权品种排在默沙东名下,自研与授权的分量一目了然

一款药做到全球首个,一场大会击败对手看家药,一家投行给出544港元——甜蜜的一面,讲到这里都是真的。

百亿是标价,94.75亿是现价

现在翻到账本另一面。

那张过百亿的清单,今天已经不是原来的样子。第一单SKB315(CLDN18.2 ADC),2022年7月签的,首付3500万美元、里程碑9.01亿、合计9.36亿——**已经被默沙东退回**。加上两款临床前品种一并退还,九款变成了**七款**。

现存活跃的授权,协议总金额最高**94.75亿美元**(含里程碑)。百亿标价,退成了九十四亿多。

而这94.75亿里,绝大部分仍是里程碑——要靠药物在全球一关一关往前走才能兑现的"或有金额"。真金到手的,还是那累计**2.57亿美元的首付款**。

这就是ADC授权最容易被读错的地方:媒体标题爱写"百亿大单",可百亿是潜在总额,是把研发里程碑、销售里程碑全加满的天花板数字。首付款才是当下确定进兜里的钱。**118亿和2.57亿之间,隔着一整场还没打完的仗**。退货,就是这场仗打输一局的实证。

最大的客户,也是第二大股东

比退货更值得盯的,是绑定本身。

2024年上半年,科伦博泰营收**13.8亿元**,同比增长32.2%。其中来自默沙东的里程碑付款,一笔就是**6.4亿元**,占了**约46%**。半张营收单,一个客户开出来。

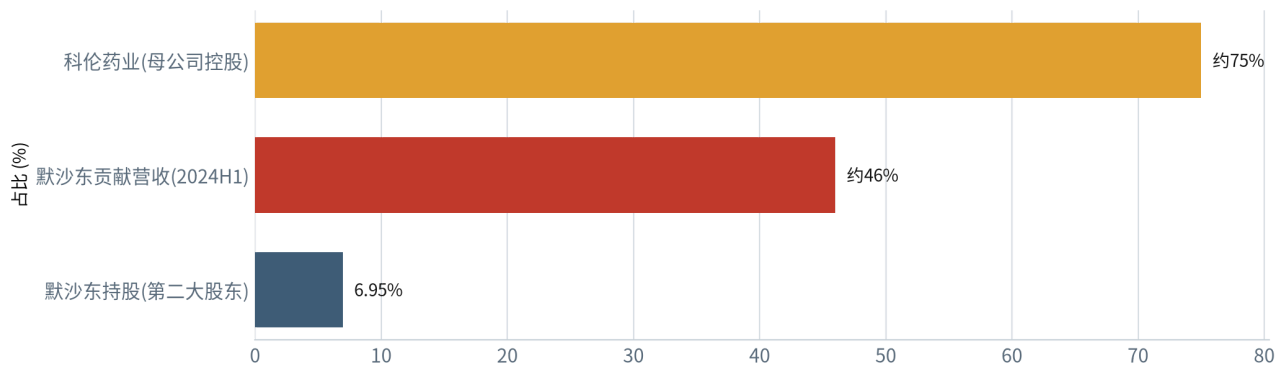
默沙东同时还是科伦博泰的**第二大股东,持股6.95%**。

把这两件事叠在一起看:最大买家,又是重要股东。它下单,科伦的收入表就好看;它退货,科伦的收入表就难看;它持股,它的态度还直接写进股价。**一个人,同时握着你的订单簿、你的股东名册**。绑定越深,单点故障的半径就越大。

默沙东这边的诚意确实还在。2025年11月,黑石管理的基金向默沙东支付7亿美元首付,分摊sac-TMT到2026年底前的部分研发成本——默沙东愿意拉黑石一起给这款药出钱,是它继续押注的侧证。但要看清:这笔钱是默沙东和黑石之间的账,科伦博泰并不直接收款。别人对你的产品有信心,和这份信心变成你的现金流,是两回事。

双重绑定:默沙东既是最大客户,又是第二大股东,母公司还绝对控股

单一主体持股/营收占比(%) · 集中度即单点故障风险 · 来源 公司公告/Wind



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

绑定图:默沙东既是贡献近半营收的最大客户,又是持股6.95%的第二大股东,双重身份让单点故障的风险被放大

上面是默沙东,后面还站着科伦药业

再往上看一层,母公司科伦药业绝对控股约**75%**。自由流通盘小,分拆而来、输血而生——科伦博泰的命,一头拴着默沙东,一头拴着科伦药业。

它自己的选择也没留退路。研发投入占营收比重高达**64%**,几乎全部压在ADC这一条技术路线上。ADC现在是创新药最热的赛点,靶点扎堆、同质化竞争已经开始。把六成多的钱压在一条正在变拥挤的路上,赌对了是登顶,赌错了没有第二条腿接。

科伦不是没想过多元化。2025年1月,它把SKB378(TSLP抗体,治COPD和哮喘)授权给Windward Bio——非肿瘤、非默沙东的一单。和铂医药共同开发,两家合计最高9.7亿美元,首付及近期付款合计4500万美元。方向对了:换了买家,换了适应症。但体量,和默沙东那条主线比,还是小得多。对冲刚起步,主仓依旧。

丨 背书就是命门

把甜蜜和依赖并在一起,科伦博泰的故事其实只有一句话:**绑定MNC是它最大的背书,也是它最大的单点故障。**

sac-TMT全球首个、ASCO击败K药、野村544港元——这些都成立。同时成立的,是七款授权攥在一个买家手里、近半营收来自一笔里程碑、退货已经发生过一次。这两组事实不矛盾,它们是同一枚硬币。

市场给ADC军火商的溢价并不便宜,PS约**56倍**。这个估值的前提,是默沙东这台印钞机不出问题——按时下单、按时兑现里程碑、把sac-TMT一路推到全球放量。

分歧本身,就是最诚实的风险定价:野村看到**544港元**,而更谨慎的一端只给到约**226港元**。同一家公司,同一批数据,目标价差出一倍多。这道裂缝里装的,正是"默沙东会不会出问题"这个没人能提前作答的问题。

军火卖得好不好,从来不只看枪炮造得精不精,还看那个几乎唯一的买家,愿不愿意一直打下去。

来源:科伦博泰公司公告及PRNewswire、科伦药业分拆预案、医药魔方ByDrug、21世纪经济报道、新浪财经、时代周报、澎湃新闻、和铂医药披露、药渡Daily、野村研报(经中金在线转述)、ASCO 2026大会披露。行情与估值口径以公开披露为准。

风险提示:本文所涉数据、事实、来源均来自公开资料,仅作行业分析与信息分享,不构成任何投资建议。创新药研发、临床读出与BD合作存在高度不确定性,历史数据不代表未来。市场有风险,投资需谨慎。

文/0pm.AI

再鼎医药:license-in模式的十年大考

毛利率比同行低20个点,自研能摆脱药代宿命吗

「再鼎模式有点像缅甸买玉石，你看上去还可以，一刀开下去，可能钱就没有了。」

说这话的不是空头，是再鼎自己的首席商务官。

一家公司的高管，公开给自家商业模式泼冷水，在中国创新药里不多见。他说的那把刀，指的是再鼎立身的整套打法——license-in。

快：三个拳头产品，一个都不是自己做的

再鼎医药，港股（09688）和美股双重上市，1股美国存托股（ADS）换10股港股。它十年做成一件事：把海外已经验证过的好药，快速搬进中国卖。

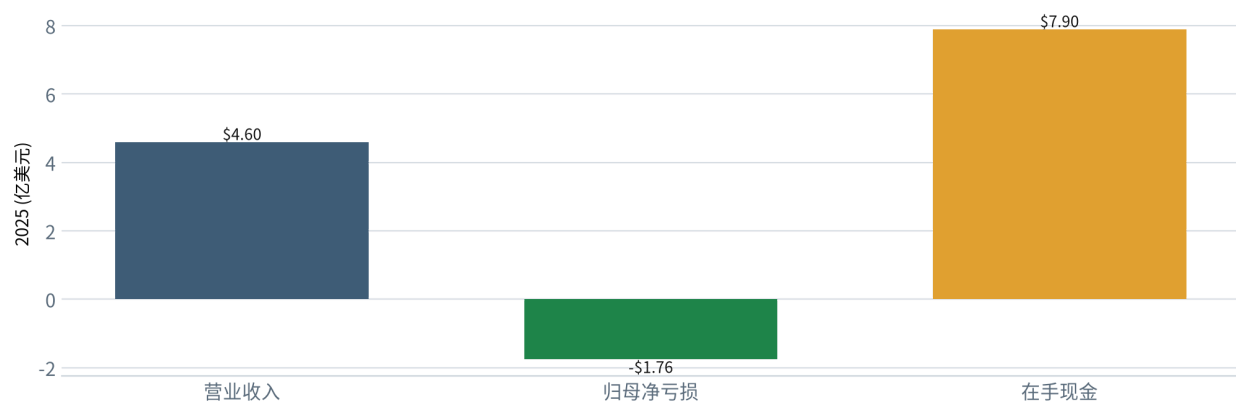
则乐、卫伟迦、爱普盾，三个撑场面的产品，没有一个是它从头做出来的。

这套打法有个学名，叫授权引进。买断一款药在大中华区的开发销售权，付一笔首付款，再按里程碑和销售额分成给源头。省掉了最烧钱、最容易失败的早期研发，直接接手一个大概率能上市的品种。

快，是真的快。2025年报，营收4.60亿美元，亏损收窄到1.76亿美元，账上现金约7.9亿美元。亏损逐年往回收，现金也够烧上几年——单看这张成绩单，一个越做越稳的商业化平台。

营收4.6亿、亏损收窄至1.76亿、 现金7.9亿(美元)——越做越稳的商业化平台

2025年报(美元口径·亿美元) · 来源 公司年报/Wind



数据来源：万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

营收4.6亿美元、亏损收窄至1.76亿美元、现金7.9亿美元——账面上是一个越做越稳的商业化平台

贵：账上挂着约29亿美元的远期负债

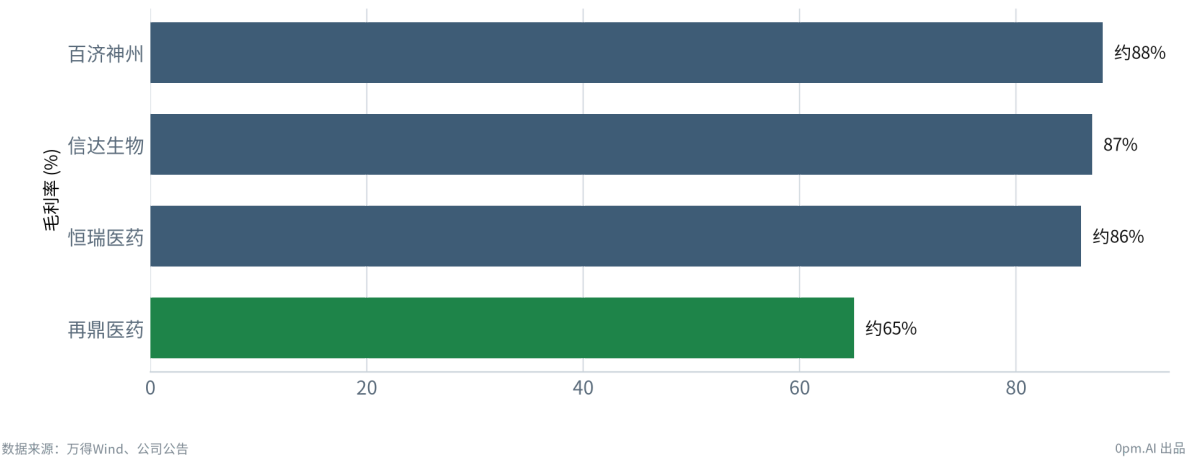
快是要付钱的。

引进的每一款药，都要向海外授权方付净销售额10%到20%的特许权费，外加一长串还没到期的里程碑付款。到2023年前后，再鼎十几项引进协议累计已付里程碑约5.9亿美元，账面上还挂着约29亿美元待付里程碑——这是一笔随销售放量越滚越大的远期义务（行业媒体测算口径，未经一手核）。

版税直接吃在毛利上。2021年前三季度，再鼎销售毛利率69.51%，同期恒瑞86.49%、百济神州87.91%。差了将近二十个点。

再鼎毛利率约七成，
恒瑞百济都在86%~88%——差的近20点被版税拿走

综合销售毛利率(%) · license-in模式结构性折价 · 来源 公司年报

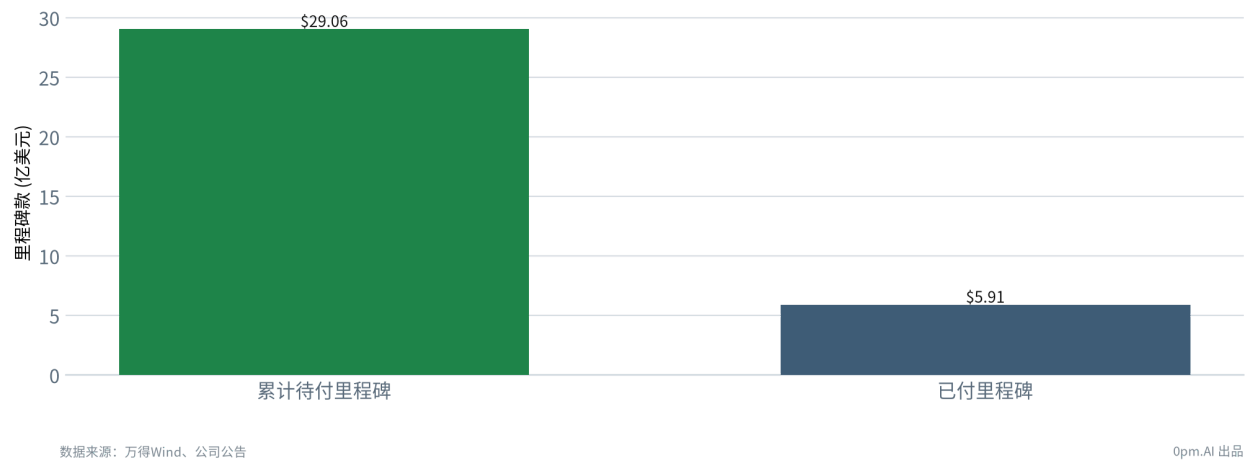


再鼎毛利率约七成，恒瑞、百济同期都在86%~88%——差的这近二十个点，被版税和分成拿走了

那近二十个点，就是「高级药代」这个说法的数据来源。别人做出来的分子，你负责在中国卖，卖得再好，源头都要按比例先分走一块。

license-in的账:已付5.9亿、还欠29亿美元里程碑，
压在毛利之上

累计里程碑款(亿美元)+向授权方付净销售额10%~20%版税 · 来源 公司公告



license-in的经济学：首付款、10%~20%版税、约29亿美元待付里程碑，一层层压在毛利之上

停：引进来的药也会老

更麻烦的是，买来的药也有生命周期。

2025年，则乐全年销售189.0百万美元，同比只涨1%；卫伟迦94.2百万美元，同比也只涨1%（其中四季度还含560万美元医保续约返利冲减）。两个第一梯队大单品，增长几乎停在原地。

引进的品种，源头始终不在自己手里。瑞普替尼（Augtyro）是2020年从Turning Point买来的大中华区权益，付2500万美元首付加最高1.51亿美元里程碑——后来Turning Point被百时美施贵宝以超40亿美元收购。真正的价值兑现，发生在别人的资产负债表上。

赌：自研是唯一的胜负手

所以再鼎押上第二条腿：自研。

这条路它走得磕磕绊绊。2022年砍掉CD47单抗的2期、终止CDC7抑制剂研究，一度只有3个自研项目进临床。「双轮驱动」里，自研这个轮子长期是瘪的。

转机叫ZL-1310，一款靶向DLL3的抗体偶联药物（ADC），用于二线小细胞肺癌。2025年美国临床肿瘤学会（ASCO）披露的1期数据：全剂量确认客观缓解率67%（33例），1.6mg/kg剂量组79%缓解、100%疾病控制率，脑转移患者缓解率68%，低剂量组3级以上治疗相关不良反应只有6%。

这是再鼎第一次，拿出一个有望做到同类最优的自研分子。

创始人杜莹早年为这套模式辩护：「再鼎的模式其实是必然的战略，其成功的核心，要看公司团队的能力，能找到极具价值的产品，在它声名不显的时候，你能识英雄于草莽。」

识英雄靠的是眼光。眼光能复制商业化的效率，却复制不出源头分子的定价权。ZL-1310们能不能补上这一课，是再鼎估值真正的胜负手。

最便宜的，也是被折价最狠的

同类六家龙头里，再鼎是最便宜的一个，产品收入市销率（PS）约4.9倍。

便宜的另一面，是市场给license-in模式打的折扣。管理层曾定下「2025年底前盈利」的目标，还画了2028年手握15个商业化产品、营收峰值约20亿美元的蓝图。可2025全年GAAP口径仍在亏损，第一个目标没能按时兑现。

再鼎的重估只有两条路：要么ZL-1310们跑出来，用自研的高毛利品种把「药代」的帽子摘掉；要么，继续背着这层折价，做一门又快又贵的生意。

那块玉石，刀还没落下。一家愿意用约29亿美元远期负债去买「看得见品相」的公司，最后能不能靠自己那一刀，切出真正属于自己的价值？

风险提示：本文仅作行业与公司研究分析，不构成任何投资建议。历史数据不代表未来表现，市场有风险，投资需谨慎。

来源：再鼎医药IR/BioSpace业绩公告、投中网、界面新闻·财说、医药魔方ByDrug、新浪财经、Wind。

文/0pm.AI

◆ 0pm.AI 出品

中国创新药已经跑出第一梯队,但把百济、恒瑞、信达、康方、科伦博泰、再鼎放上同一张牌桌,是六条完全不同的路:百济自建全球商业化跑通、恒瑞靠仿制盘现金流转型、信达单品到管线兑现、康方临床赢了K药资本却没赢、科伦博泰把命运绑在默沙东身上、再鼎付着版税做license-in。同贴『龙头』标签,有的已在赚钱、有的还在烧钱讲期权故事——投资逻辑、估值方法、风险敞口天差地别。

- 真图驱动
- 一手权威源
- 多源交叉核验

数据与口径

数据来源

万得Wind金融数据服务(6家A/H/US行情·市值·PE/PB·5年财务·前十大股东,2026-07-24);各公司2025年报/中报/IR、港交所/SEC披露、NMPA/FDA公告;医药魔方(ByDrug/NextPharma)、Insight、具名券商研报;主流财经媒体具名报道。逐条记源见来源台账.csv。

更新：2026-07-25

访问官网



扫码直达 0pm.ai
官网入口
0pm.AI

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。