



六家龙头,六条命——中国创新药上市公司投研全景(2026)

文 / Opn.AI · 2026-07-25

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



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。

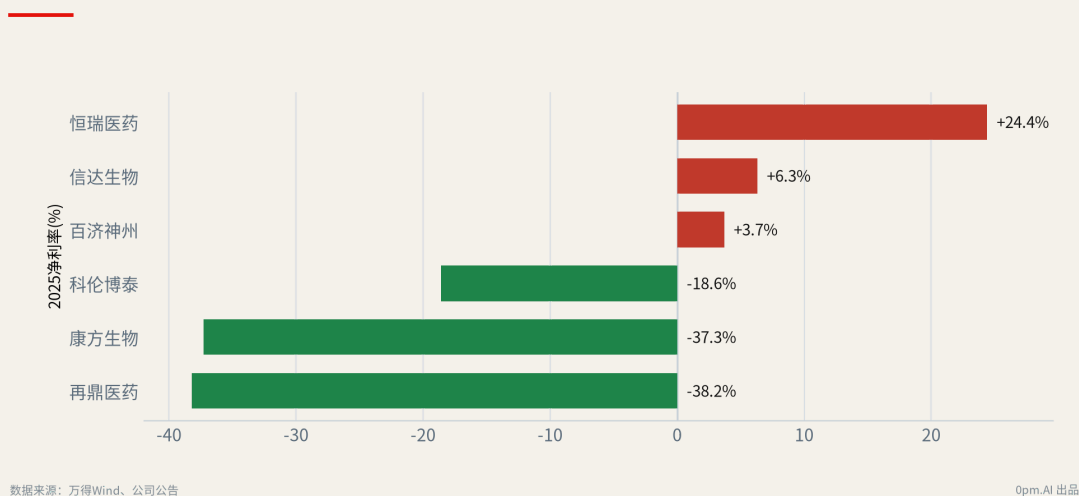
信达生物2025年营收130.42亿,IFRS净利8.14亿,经营现金流100.01亿,账上躺着243亿现金。

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。

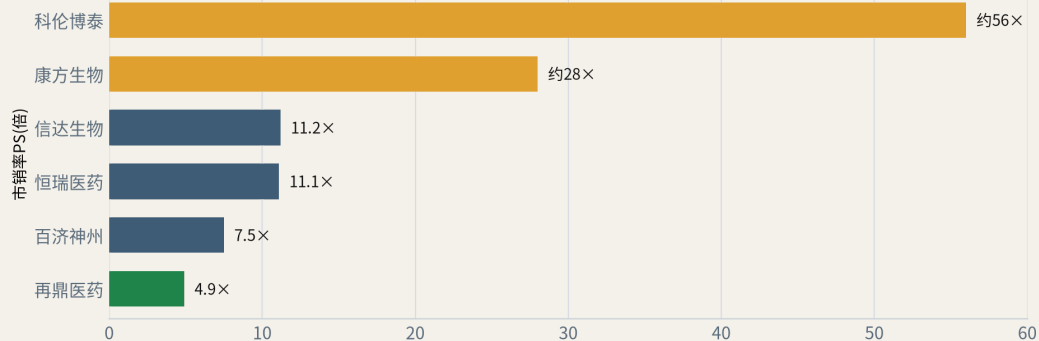
再鼎约4.9倍,便宜在它的模式偏license-in(license引进):把海外产品引进中国卖,增长确定,但想象空间被压在引进方的天花板底下。

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



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

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%。

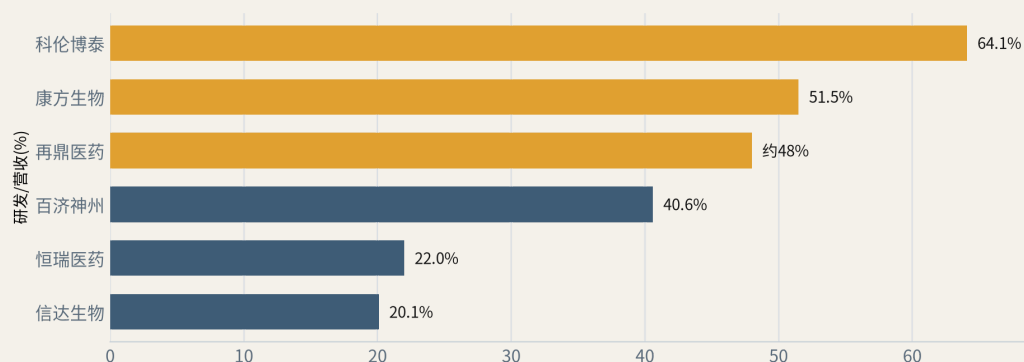
这条线本身就是一张商业模式谱系图。

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



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

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。

◆ Opm.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 Opm.ai
官网入口
Opm.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。