



再鼎医药:license-in模式的十年大考

文 / Opm.AI · 2026-07-25

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。

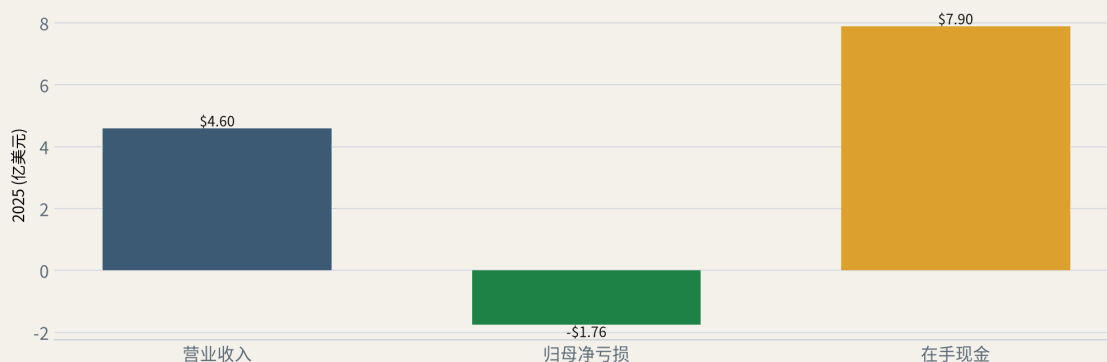
则乐、卫伟迦、爱普盾，三个撑场面的产品，没有一个是它从头做出来的。

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

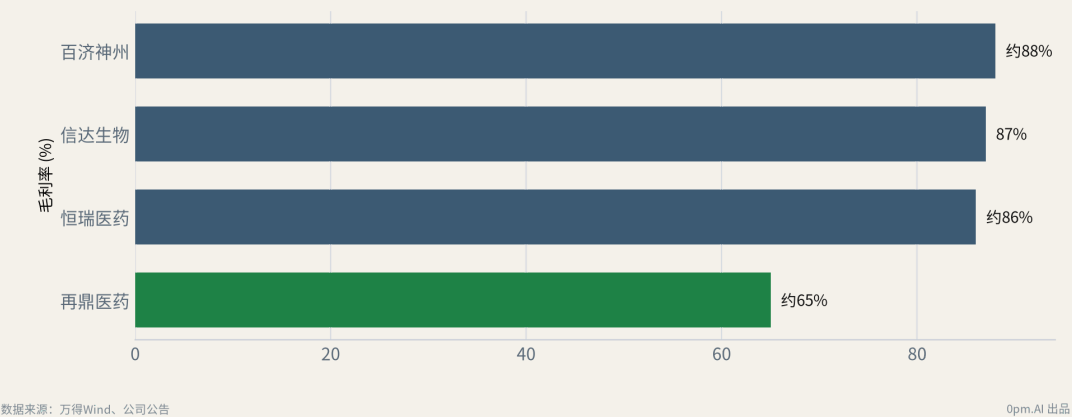
快是要付钱的。

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

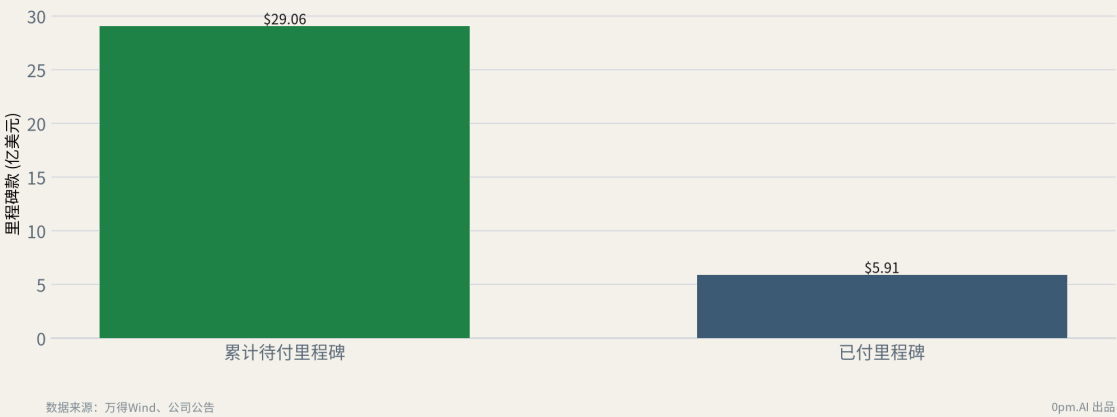


再鼎毛利率约七成，恒瑞、百济同期都在86%~88%——差的这近二十个点，被版税和分成拿走了

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。

◆ 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。