

六家龙头,六条命——中国创新药上市公司投研全景

同一张标签下,谁是真资产、谁在讲期权故事

一句话主线

把百济、恒瑞、信达、康方、科伦博泰、再鼎放上同一张投研牌桌,『创新药龙头』立刻碎成六门生意——三家已靠真收入盈利,三家还在为未兑现的管线买单;市销率从4.9倍到56倍差一个数量级。买『龙头』前,先分清买的是现金流,还是看涨期权。

命运对比表(2025年报 + 2026-07-24行情 · Wind一手)

公司	主上市地	2025营收	2025归母净利	研发/营收	市销率PS	一句定性
百济神州	A+H+US	382.05亿	+14.22亿(GAAP\$2.87亿·首盈)	40.6%	约7.5×	唯一自建全球商业化跑通
恒瑞医药	A+H	316.29亿	+77.11亿	22.0%	约11×	现金最厚(401亿)、转型最慢
信达生物	H	130.42亿	+8.14亿(IFRS首完整年)	20.1%	约11×	兑现最完整、押注减重
康方生物	H	30.56亿	-11.41亿	51.5%	约28×	临床赢K药、资本没赢
科伦博泰	H	20.58亿	-3.82亿	64.1%	约56×	ADC军火商、绑死默沙东
再鼎医药	H+US	\$4.60亿	-\$1.76亿	48%	约4.9×	license-in、毛利低20个点

六篇要点(每篇一记锤)

- 总纲 | 六条命：** 兑现度三比三、PS差一个数量级、最大股东有的是安进(持百济15.98%)有的是母公司绝对控股(科伦药业持科伦博泰约75%)——不是一个板块,是六种估值方法、六类风险敞口。

- **百济 | 自建跑通**：泽布替尼2025全球280亿、经营现金流首次转正+137亿、GAAP首次盈利——证明『自建全球商业化』这条重投入的路走得通;但研发仍烧155亿、2026增速指引断崖降到14-18%、A股较美股溢价约50%,"走得通"≠"值这个价"。
- **恒瑞 | 含金量三层水分**：百亿BD大单是标价,BMS确定首付仅9.5亿、GSK仅5亿,2025真正入表BD收入只有**33.92亿**;创新药"占比58%"是占药品销售、占总营收才51.7%。现金厚护得住生存,护不住重估。
- **信达 | 押注减重**：PE174已经不是为老品PD-1付费,是押玛仕度肽(全球首个双靶点减重药);但先发≠放量,电商销量比司美/替尔泊肽差1-2个数量级,司美2027专利到期——**窗口期只有2-3年**。
- **康方 | 临床赢、资本没赢**：依沃西HARMONI-2头对头PFS HR0.51击败K药(全球第一个),但全球III期OS只做到HR0.79、P=0.057没过门槛,FDA推迟到2026年11月,估值几乎全押一款药——最纯粹的单一资产期权。
- **科伦博泰 | 绑死默沙东**：百亿大单退回SKB315等后现存94.75亿、实际落袋首付仅**2.57亿美元**;默沙东既是最大客户(2024H1贡献营收46%)又是第二大股东(6.95%)——最大的背书也是最大的单点故障。
- **再鼎 | 高级药代之辩**：毛利率仅约65%,比恒瑞86%/百济88%低整整20个点,差的被10-20%版税拿走;累计还欠29亿美元里程碑;核心品种则乐、卫伟迦2025增长停滞(+1%)。连自家CBO都说『像缅甸买玉石,一刀下去钱可能就没了』。

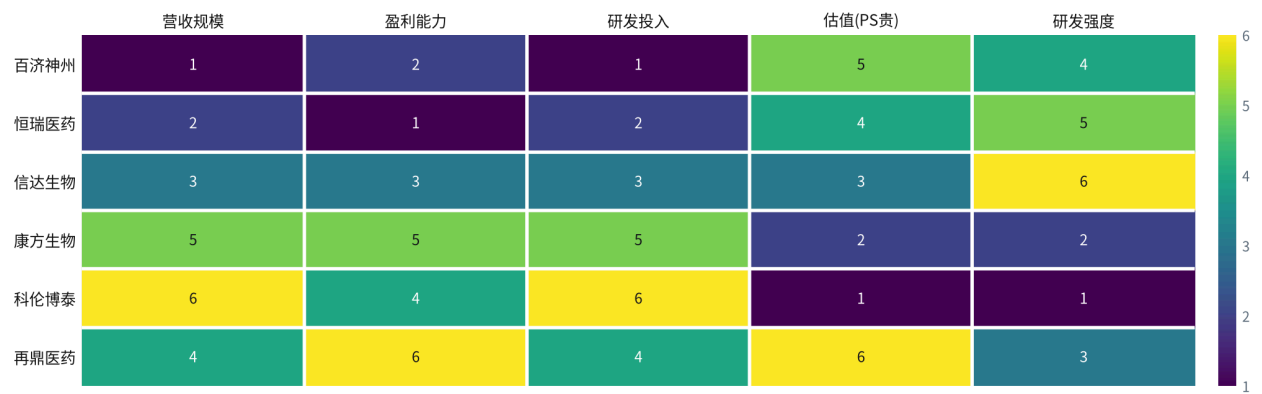
六个杀手数字

1. **3:3** —— 六家里已盈利与仍亏损各三家,同一张标签两极分化。
2. **约56x vs 4.9x** —— 科伦博泰与再鼎的市销率,差一个数量级。
3. **155亿** —— 百济2025研发投入,占营收40.6%、六家绝对值最高,同年经营现金流首次转正+137亿。
4. **152亿 → 9.5亿 → 33.92亿** —— 恒瑞BD的总潜在、确定首付、当期入表,三个数量级。
5. **HR 0.51 vs P=0.057** —— 康方依沃西PFS头对头赢K药,全球III期OS却卡在统计门槛外。
6. **约75%** —— 科伦药业对科伦博泰的控股比例;龙头背后是母公司的手。

最强六图

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



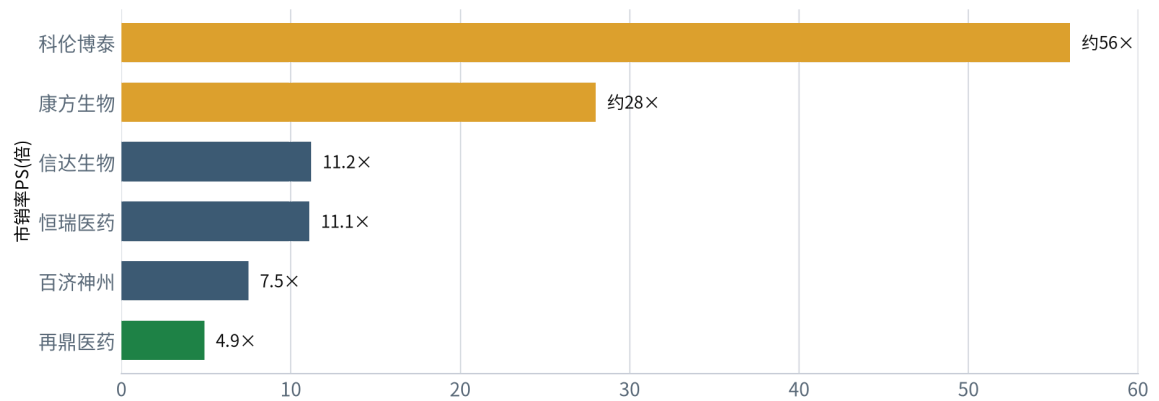
数据来源：万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

六家没有一列是对齐的,谁都不是全能冠军

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



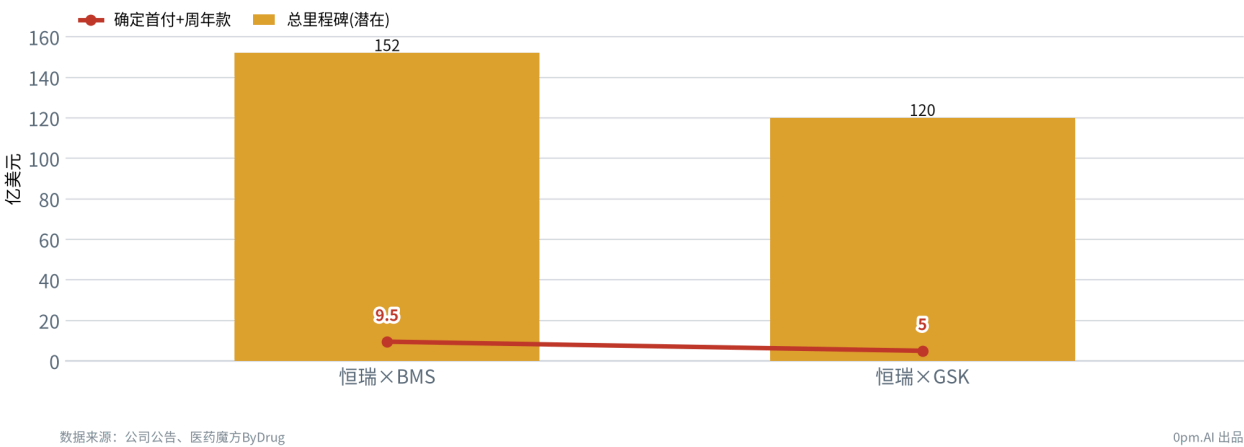
数据来源：万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

PS从4.9到56倍,盈利者按利润、亏损者按期权定价

百亿是标价,首付才是签收单

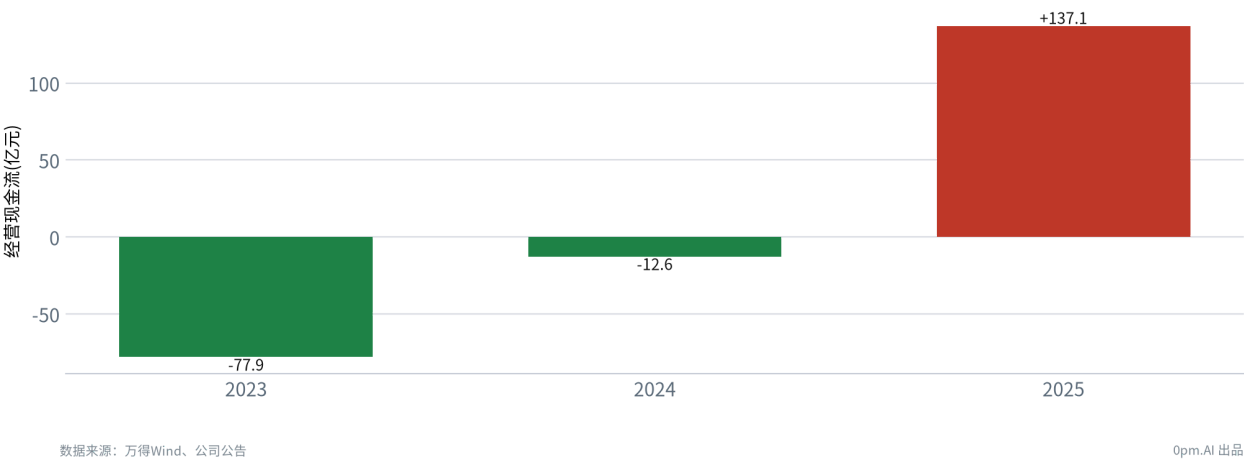
对外授权:总里程碑(含全部里程碑) vs 确定首付款(亿美元) · 来源 公司公告/医药魔方



百亿是标价,首付才是签收单

经营现金流三年转正:从融资续命切到自己造血

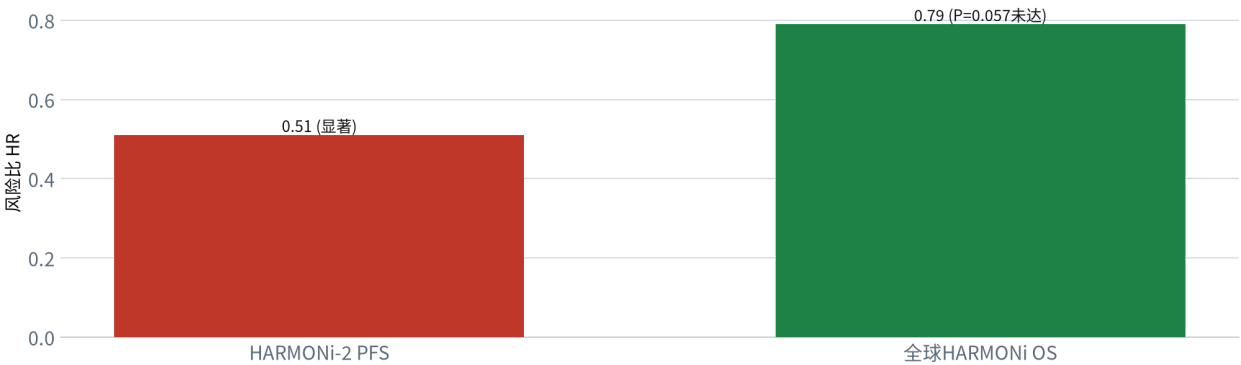
经营活动现金净额(亿元) · 来源 Wind/公司年报



经营现金流三年转正,从融资续命到自己造血

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



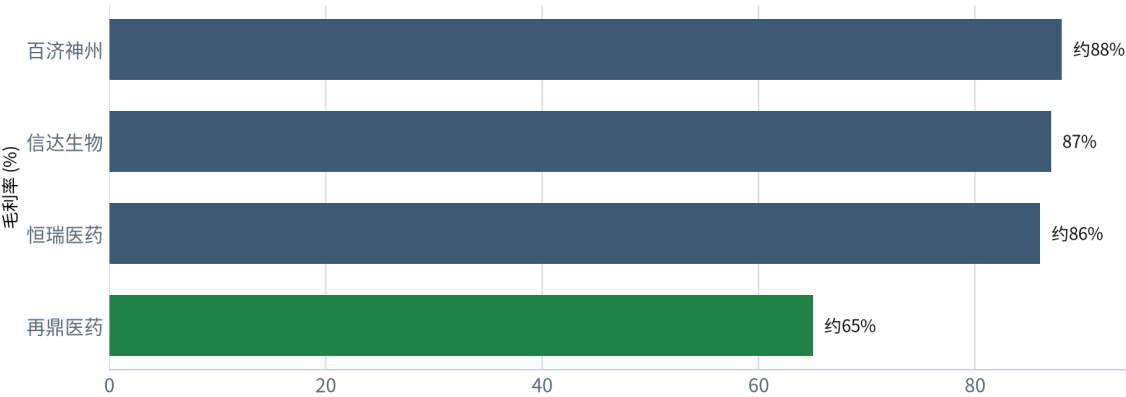
数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

PFS一路显著,OS卡在P=0.057

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



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

再鼎毛利率约七成,差的近20点被版税拿走

口径红线

BD金额分『总里程碑』与『首付款』两口径,一句结论只用一种;市值/估值A/H/US三地分列不混、AH溢价单列;收入分总收入/创新药收入/产品收入/BD授权收入,一次性BD≠经营性;币种

RMB/HKD/USD每处标注,再鼎以美元记账;盈利标GAAP/IFRS/Non-GAAP口径。

来源

万得Wind金融数据服务(6家A/H/US行情·市值·PE/PB·五年财务·前十大股东,截至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、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。本内容不构成投资建议、不预测股价、不荐股;个股仅作研究案例;创新药研发存在临床失败、审批不确定、商业化不及预期等重大风险。

◆ 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·五年财务·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。