东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

创新药估值方法论——从分子到公司

证券分析师：朱国广
执业证书编号：S0600520070004
联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn
2026年8月8日

核心观点

- **创新药估值的核心是折现未来现金流，而非当期盈利。** 前期投入大、兑现周期长、临床不确定性高，使当期利润无法反映未来价值——一家 Biotech 可能在亏损年度恰好坐拥最具潜力的管线。PE/PB 在创新药估值中系统性失效，DCF/rNPV 才是主流工具；估值重点不在当下是否盈利，而在管线未来能创造多少现金流、当下应当折算为多少价值。
- **峰值销售可自下而上逐层拆解，每一项参数都有客观依据。** 峰值销售 = 患者人数×渗透率×市占率×用药时长×治疗费用，再乘临床成功率系数。患者人数按流行病学文献逐层收窄（新发→分型→分期→突变率），渗透率参照同类药品销售曲线，定价对标医保谈判结果，用药时长取临床试验 mPFS 或疾病特征——每一环节都可追溯数据来源、交叉验证，确保模型可靠性。
- **临床成功率是估值的关键变量，数据读出与 BD 进展会触发价值重估。** 全球 I 期到获批综合概率仅约 10.4%，肿瘤更低；中国 Biotech 经 I 期筛选后可给 II 期 40–50%、III 期 70%、阳性数据读出后 90%成功率。临床优效数据或 MNC 的 License-out 背书等事件会同步上修分子成功率与峰值销售预期，引发估值跳升——这是创新药催化剂驱动的本质，也是 Biotech 股价事件性波动的根源。
- **出海可将分子价值放大数倍，BD 条款可独立折算为管线 NPV。** 海外单价为国内的 5–10 倍、无医保降价压力；License-out 的首付+里程碑+销售分成可独立折现计入管线价值，MNC 背书本身即代表对概率与价值的独立验证。无论自主出海、Co-Co 还是 License-out，海外 NPV 最终锚定于潜在销量×合理分成，模式选择影响现金流归属与节奏，而非分子本身的海外潜力。
- **仿创转型企业适合分部估值，避免低估值主业淹没高弹性管线。** 仿制药受集采压制、按 PE 给低倍数，创新管线按 rNPV/PS 给高弹性，两类资产风险收益特征截然不同。分部估值把主业底仓+各创新分子 rNPV+净现金分别定价后加总得公司市值，与单一 DCF 互为验证；创新管线占比越高，说明转型越深入、未来弹性越大。
- **估值方法随成长阶段演进，从管线 rNPV 到分部估值再到平台价值。** Biotech 期看管线 rNPV 与现金跑道，成长期看分部估值与商业化执行力，成熟期看全球销售放量与平台延展性。每一阶段的估值方法都对应其最关键的现金驱动因素；随着公司从单管线 Biotech 成长为跨国药企，市场将不再单纯按分子 rNPV 定价，而是给予平台溢价。
- **PS 是即将上市分子的简化估值锚，与 DCF 高度一致。** 对 1–3 年内上市的分子，PS 倍数（峰值销售的 3–4 倍）与 DCF 高度一致，可直接用作快速估值锚。管线价值≈峰值销售×峰值持续年数×稳态净利率×折现因子÷成功率，最终收敛到峰值销售的倍数关系；第一三共市值与 Enhertu 峰值预期同步涨落，验证了 PS 逻辑在实战中的有效性。
- **投资建议：**重点推荐科伦博泰生物、泽璟制药。建议关注信达生物、众生药业、康诺亚、热景生物、艾迪药业等。
- **风险提示：**研发进展不及预期，商业化推进不及预期，海外审批或收益不达预期，集采风险，药品和耗材降价超预期风险，国际地缘政治风险等风险。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

目录

1、创新药估值的特点

2、管线估值实践

3、BD和公司估值

4、推荐标的

5、风险提示

创新药估值的特点

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

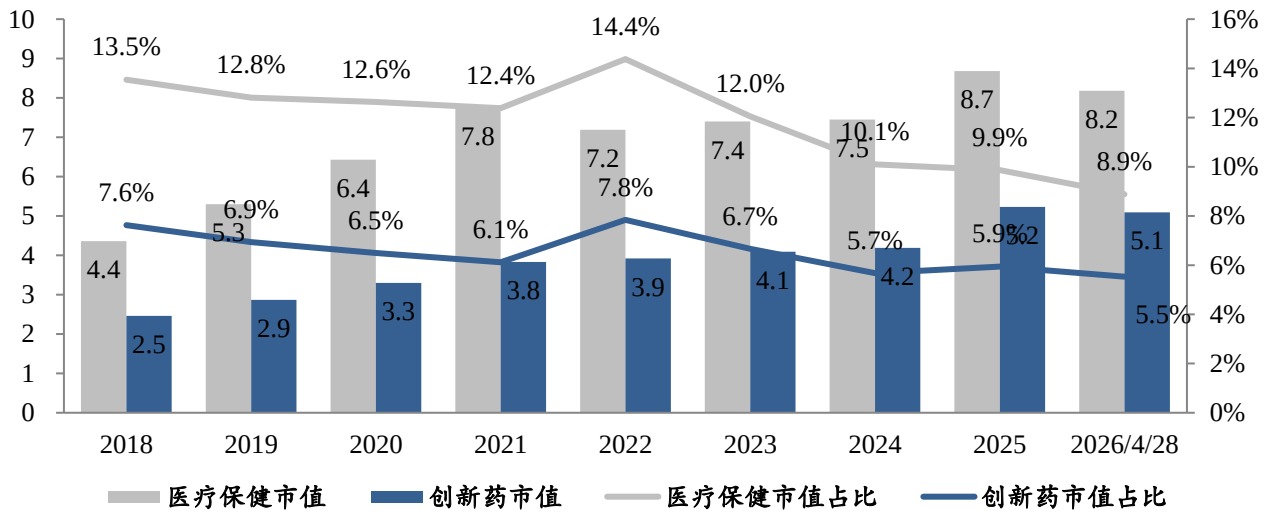
创新药是有价值的资产

- **高投入、高壁垒、高回报是创新药的基本属性。** 一款创新药从立项到上市通常耗时逾十年、投入数亿至数十亿元，但专利保护期内享有定价权与市场独占，优质分子可穿越周期。一旦化合物与适应证获得专利授权，仿制药短期内无法合法跟进，原研企业在保护期内可维持较高出厂价；即使专利到期后面临仿制药冲击，先发品牌仍能保留一定的处方惯性。
- **全球创新药创造了庞大且高质量的收入。** 老龄化叠加肿瘤、自免、代谢等慢病发病率上行，患者对新药、新疗法的需求持续扩容，创新疗法替代仿制药老疗法是长期趋势。 2025 年全球销售额排名前十的创新药合计收入约 1,777 亿美元,龙头可瑞达(Keytruda)单品即达 316.8 亿美元、替尔泊肽(Mounjaro/Zepbound)双品牌合计超 360 亿美元;PD-1、GLP-1、ADC 等重磅品类持续放量,验证了优质创新药在专利保护期内的强劲现金流创造能力。
- **创新药已成为市场上举足轻重的资产类别。** 截至 2025 年末,美股创新药总市值达 5.23 万亿美元,占医疗保健板块市值的约 60%、占美股总市值的约 5.9%;自 2018 年的 2.46 万亿美元增长逾一倍,是医疗保健板块中成长性与估值弹性最突出的核心资产。

全球2025年销售收入最高的创新药Top 10

排名	药品名字（商品名/通用名）	所属公司	全球销售额（亿美元）
1	Keytruda 可瑞达（帕博利珠单抗）	默沙东	316.8
2	Mounjaro 穆峰达（替尔泊肽）	礼来	229.7
3	Ozempic 诺和泰（司美格鲁肽）	诺和诺德	192.1
4	Dupixent 达必妥（度普利尤单抗）	赛诺菲/再生元	177.4
5	Skyrizi（利生奇珠单抗）	艾伯维	175.6
6	Eliquis 艾乐妥（阿哌沙班）	BMS/辉瑞	144.4
7	Darzalex 兆珂（达雷妥尤单抗）	强生	143.5
8	Biktarvy 必妥维（比克恩丙诺片）	吉利德	143.0
9	Zepbound（替尔泊肽）	礼来	135.4
10	Wegovy（司美格鲁肽）	诺和诺德	119.5

美股医疗保健、创新药市值及市值占比（万亿美金）

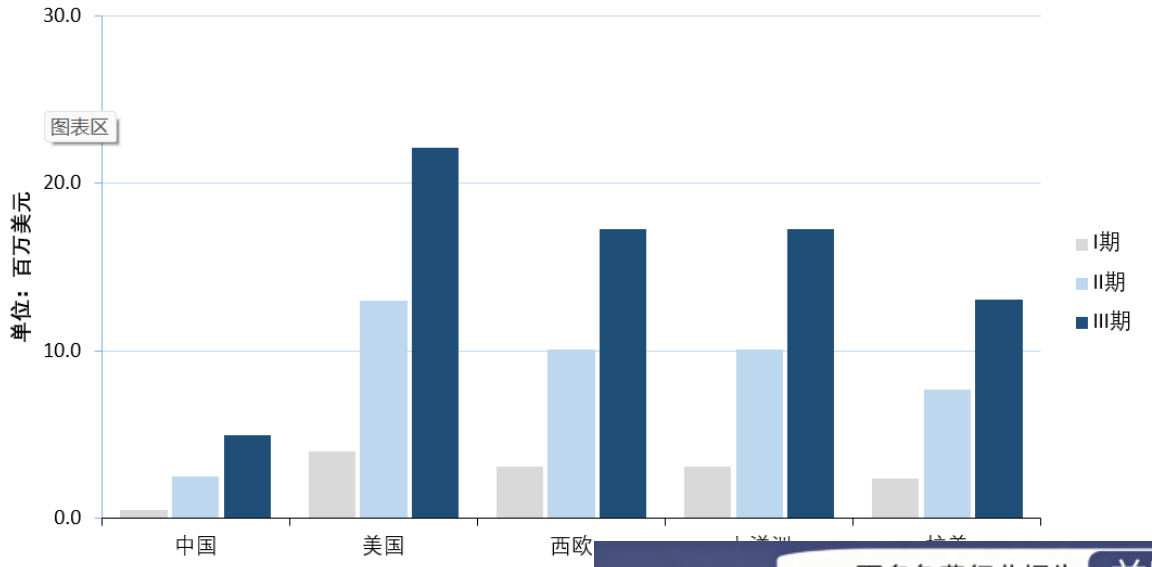


数据来源：Statista、Drug Discovery FY2025、东吴证券研究所整理

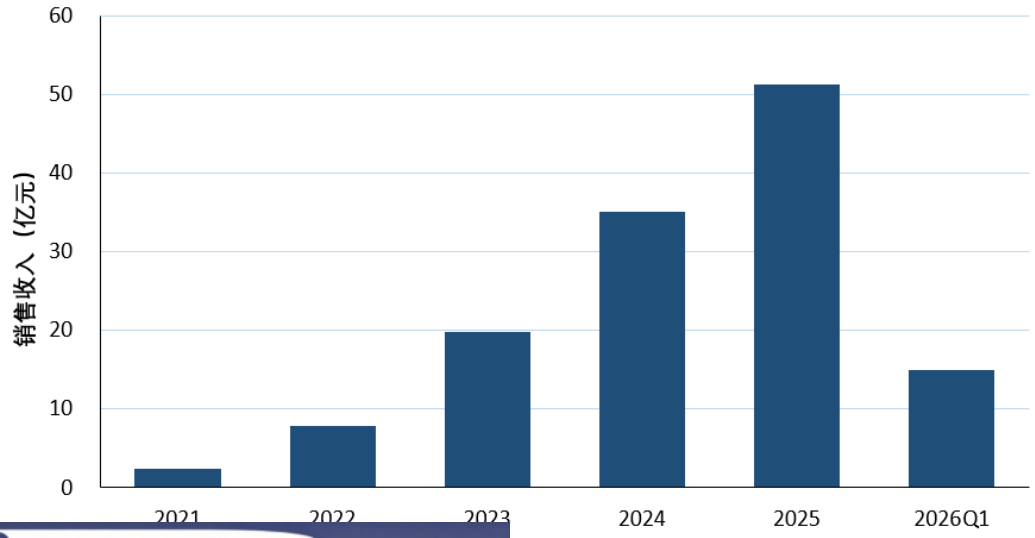
创新药价值的特点——以伏美替尼为例

- **上市前是漫长而昂贵的确定性积累过程。** 分子须经筛选、临床前验证、I/II/III期注册临床、获批、放量五个阶段，逐步在健康与患者人群中验证安全性与有效性；中国单个III期临床费用约 1.2 亿元、单受试者成本 20–30 万元。海外注册更高，且存在临床终点未达而价值归零的风险。即使进入III期的被广泛认可靶点，仍有相当比例因未达主要终点而失败，机制上的获益未必能转化为症状获益乃至生存获益。
- **上市后收入贡献相对确定，受行业周期影响小。** 多数创新药对可及人群属刚需、支付意愿强，进入指南与医保目录即可放量，且放量曲线相对可预测，与宏观周期、消费景气度相关性较弱。以伏美替尼为例,2021年获批后销售额由 2.4 亿元快速升至 2025 年的 51.2 亿元,四年间增长约 21 倍，正是创新药"获批即放量"特征的真实写照。
- **出海可显著抬高分子估值。** 委托跨国药企销售即可借助成熟渠道稳定放量；伏美替尼2021年授权ArriVent，获4000万美元首付款及最高7.65亿美元里程碑，海外权益成为管线价值的直接体现。海外市场的单价比国内高数倍、医保降价压力小、患者依从性高，同一分子在海外市场的现金流现值往往数倍于国内，这也是近年BD交易频发、首付款屡创新高的根本原因。

全球不同地区I/II/III期临床平均成本比较



伏美替尼国内销售额快速放量（2021–2026Q1，亿元）



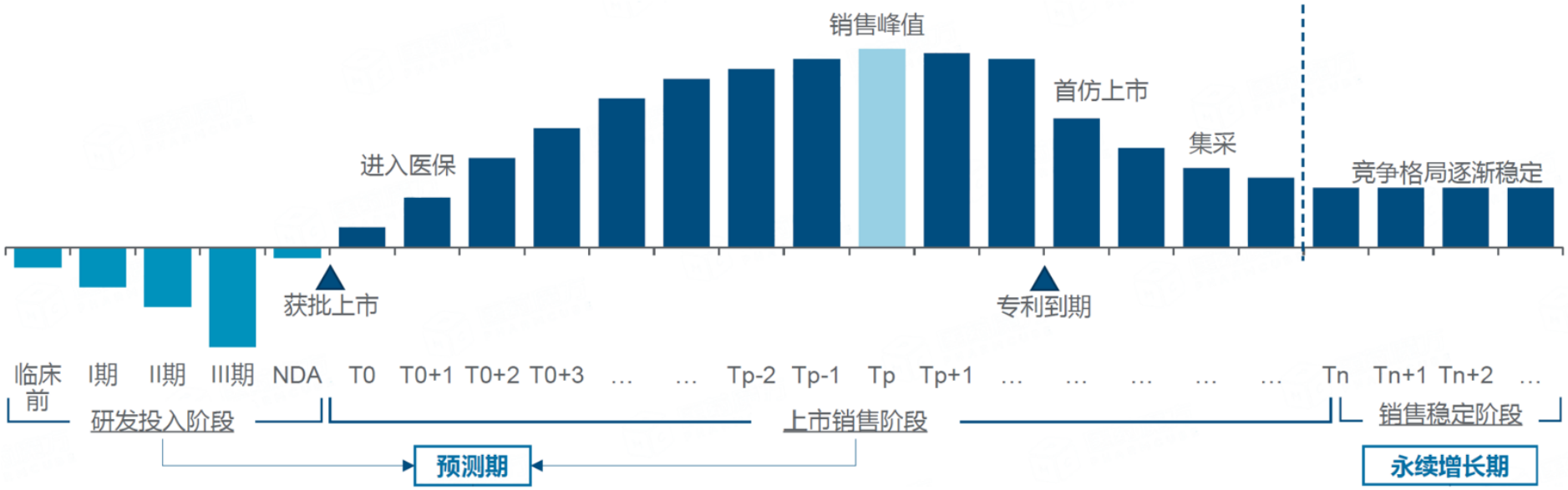
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

数据来源：ASPE、BIO、IQVIA CostPro、wind、

DCF/rNPV法：通过销量测算估算管线价值

- **四大特点使当期利润失真，PE/PB系统性失效。** 前期投入大、兑现周期长、临床不确定性高、现金流后置，许多创新药企核心管线尚处临床研究阶段、未产生上市现金流、处于亏损，用PB/PE无法对尚未扭亏或刚扭亏的公司准确估值。即便对于已盈利的Biotech，当期利润也只反映了过往管线的剩余现金流，而未来10年将上市的管线价值完全不在利润表内，PE看的是过去和当下，恰恰错过了创新药估值的全部弹性。
- **rNPV逐分子测算风险调整后的现金流现值。** 把每个分子未来销售现金流按临床成功率与折现率折算到今天，再逐一加总，可以得到公司管线价值的长周期刻画和纳入临床风险、体现海外弹性的公司价值框架。其相对于DCF的关键改进在于"风险调整"：未上市分子按所处临床阶段乘以相应成功率系数，临床失败的现金流不会被错误计入，估值既反映成功后的回报，也反映失败的概率。
- **DCF将未来销售折现为当前公司价值。** 大多数Biotech的核心竞争力来自其拥有的、有概率在未来十年放量产生现金流的管线；根据创新药的生命周期曲线将估值模型分为预测期和永续增长期两个阶段，采用rNPV估准单管线价值、DCF加总折现，即得公司市值。

创新药生命周期曲线



数据来源：医药魔方、东吴证券研究所

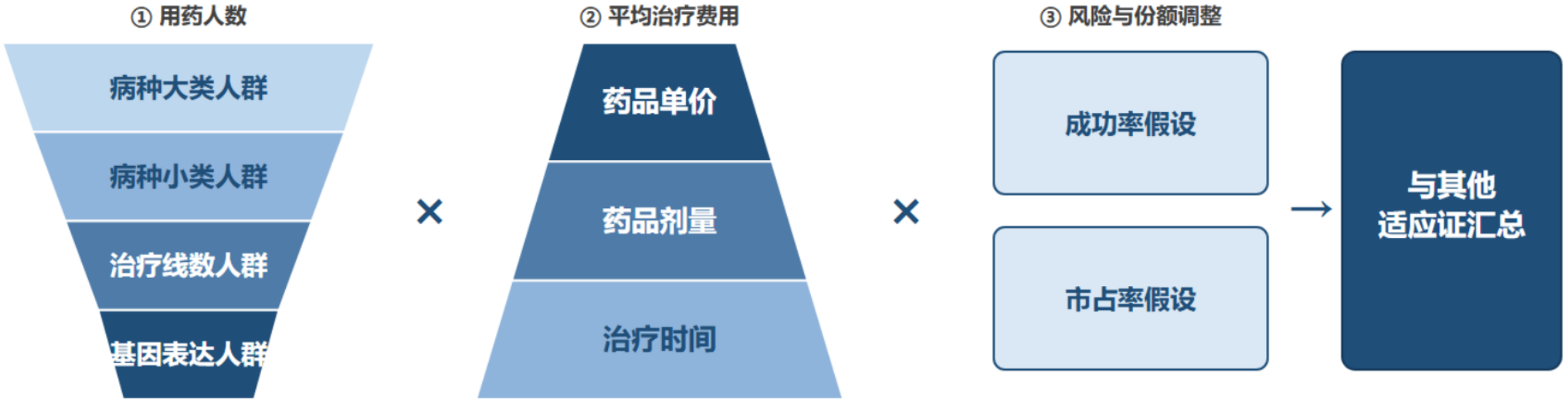
管线估值实践

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

药品峰值销售拆解

- **峰值销售可自上而下拆成一串可估参数。** 当年峰值销售 = 用药人数×平均治疗费用；其中平均治疗费用 = 平均用药时长×月治疗费用，用药人数 = 总患者人数×渗透率×市占率，DCF的准确性取决于这串参数的合理性。每一项参数都应当有明确的数据来源与假设依据，先按流行病学文献给基数，再根据临床指南与竞争格局给渗透率与市占率，最后依照医保支付价与用药时长给单价与周期，逐层叠加不确定性。
- **总患者人数须按适应证具体条件逐层折算。** 整体统计的患病人群要按病理分型、分期/线数、突变率等条件逐步收窄到目标人群；每一步折算都对应一项临床或流行病学数据，须在模型中明确标注数据来源、年份与口径（新发/患病、初诊/经治、亚型比例等），以便后续敏感性分析与交叉验证。
- **同一分子不同适应证的加总构成其全部峰值销售。** 创新药往往面向不止一个适应证，如肿瘤治疗免疫疗法常同时作用于肺癌、消化道肿瘤，乳腺癌等多个癌种，免疫调节药物常同时作用于肾病，炎症，自身免疫病等多个疾病类型。不同疾病的治疗时间，成功率，临床进度均不同，需要分别计算进行加总。

峰值销售拆解流程

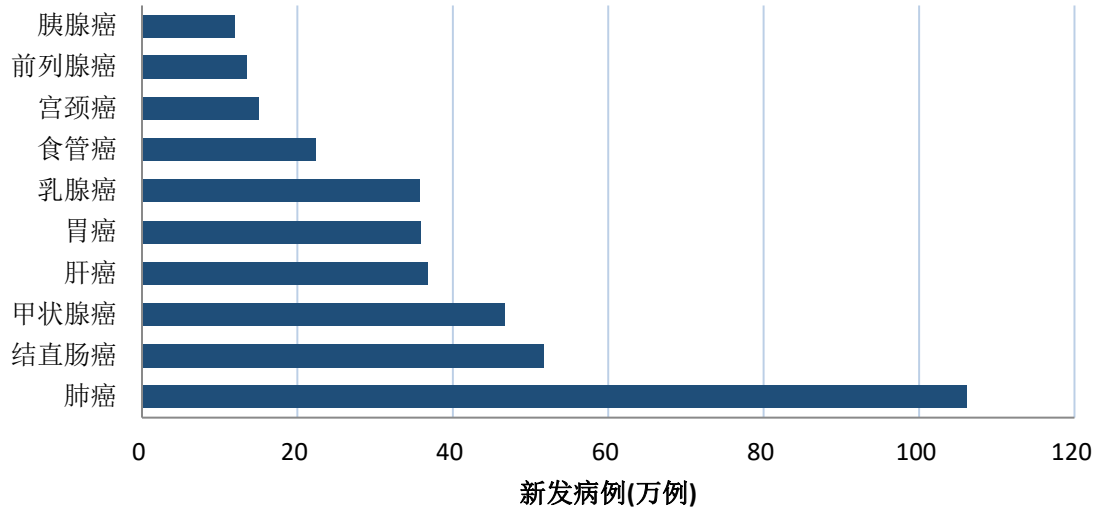


数据来源：东吴证券研究所绘制

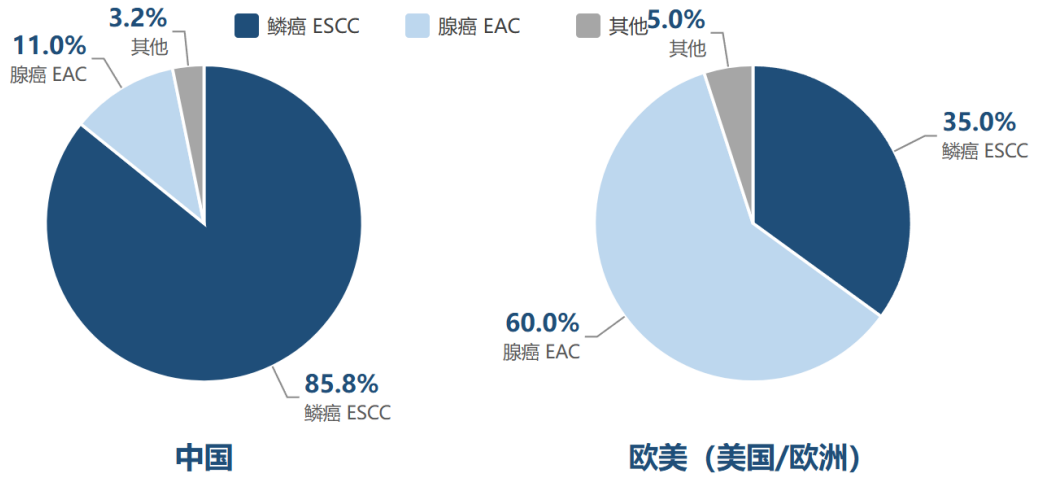
患者人数拆解——流行病学与病种

- **肿瘤与急性自免疾病可取年新发患者近似目标人群。** 这类疾病进展快，病情重，确诊后绝大多数会接受治疗、存量患者较少，可用每年新发人数作为近似基数；这一处理简化了"存量+新发"的双层计算，使模型聚焦于当年的新增用药人群，与注册临床的入组口径也比较一致。
- **病种决定基数，大适应证更值得关注。** 胃癌、乳腺癌、非小细胞肺癌等患者基础人群最大，被称为“大适应证”，可给到更高患者基数与市场空间；黑色素瘤、胆管癌、子宫内膜癌等上市快但人数少，属“小适应证”。同一分子若能拿下大适应证，单适应证峰值即可达数十亿元；若仅覆盖小适应证，即便市占率高、单价高，绝对收入体量也有限，因此"大适应证+突破性疗效"是创新药估值的最优组合。
- **疾病谱存在地区差异，测算海外须调整基数。** 如食管鳞癌（ESCC）多发于亚洲，计算欧美市场时人口基数较少；肝细胞癌（HCC）亚洲发病率亦显著高于欧美；反之，前列腺癌、黑色素瘤欧美人群更高。慢病患者依从性差，需用患病率×治疗率评估，而非直接采用全患病人群。

中国主要癌种年新发病例数对比（2022，万例）



食管癌病理亚型构成对比（2014-2016年）



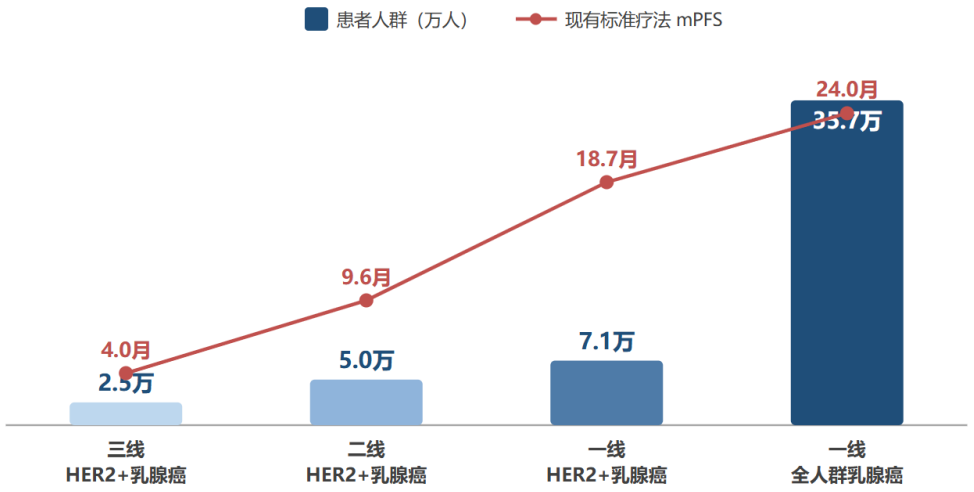
数据来源：国家癌症中心、GLOBOCAN，东吴证券

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

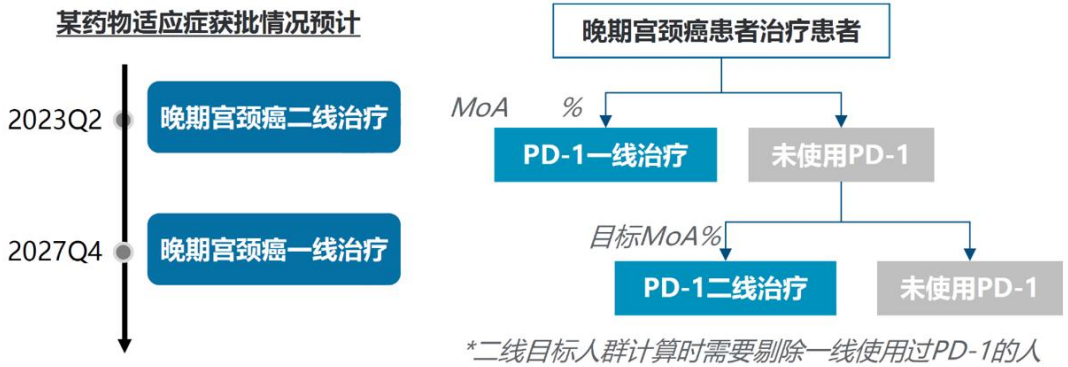
患者人数拆解——分期与突变率

- **治疗线数决定可及人群与用药时长。** 一线面对整个初诊人群，二线及以后人群更少、经治患者用药时间更短；疗效理想的药品有望从后线向前线乃至术后辅助拓展，覆盖更多人群。一线适应证通常是单分子价值的最大权重项，从后线向前线拓展每前进一格，可及人群往往扩大数倍——这是创新药估值中“适应证阶梯”的核心来源，也是评估在研管线弹性时最先关注的变量。
- **药物作用靶点未必等于患者筛选靶点。** 部分ADC（如B7-H3 ADC）不要求患者做相应基因检测，同时面向突变患者和非突变患者；双/多抗不要求每个靶点均表达，具体应参照临床基线数据。这一点直接影响患者规模：若药物仅对某突变人群有效且需检测，目标患者大幅收窄；若无需检测即可使用，则覆盖全人群，估值时应区别对待，避免将“靶点表达比例”误当作“用药人群比例”。
- **部分靶点还需筛选表达量，影响患者规模。** 如HER2、PD-1会按表达量分层（IHC 1+/2+/3+、CPS评分等），直接改变可及患者的规模。同一定价与市占率假设下，表达量分层越严格，可及人群越窄但单价与依从性往往越高；分层越宽松，可及人群越广但竞争也越激烈。建模时须明确每项适应证的筛选标准及其对应人群比例。

适应证从后线向前线拓展的患者阶梯——以乳腺癌为例



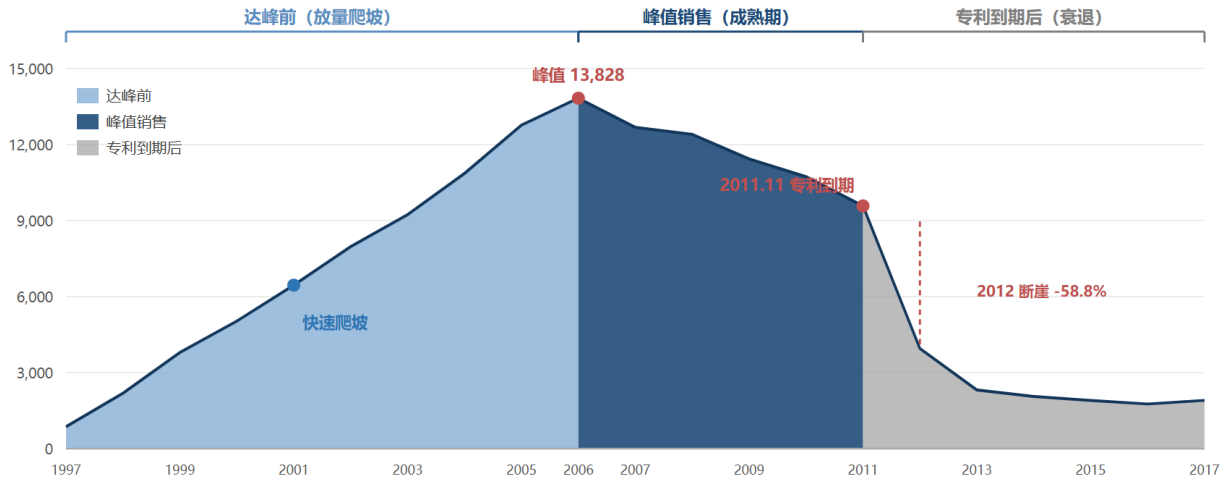
治疗线数×分层拆解实例



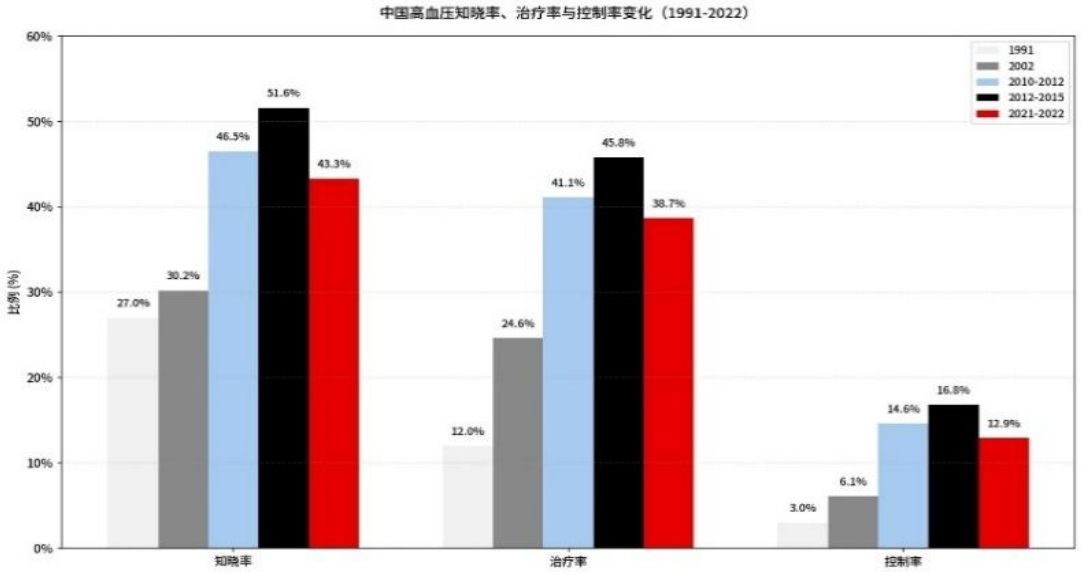
渗透率拆解——治疗格局与依从性

- **上市之初并非峰值，需经历3–5年放量爬坡。** 产品需进院、推广、得到医生认可并进入院内或院外市场，须为其假设渗透率爬坡曲线，达峰后逐步下降直至专利到期。进院速度受医院准入政策、医保谈判节奏影响；DTP药房与双通道政策使院外渠道成为重要补充，但对患者自付能力要求更高。根据药物种类，参考该病种历史药物达峰曲线假设爬坡速度，达峰后缓慢回落。
- **高价疗法并非所有患者都愿承担。** 同为一线，基石用药与非基石用药的可及性存在差异，患者支付能力与对临床价值的认可决定实际渗透。即便医保覆盖，自付段仍可能构成门槛，部分患者会转向疗效稍逊但更便宜的替代方案；商业保险的覆盖度也会影响实际渗透。
- **依从性折减实际渗透率的实现程度。** 脱落率、停药率直接影响峰值渗透，是慢病估值尤为关键的变量。肿瘤药物脱落率相对低，慢病药物脱落率高。以高血压为例，高血压早期症状不显著，多数患者未得到充分治疗。2021–2022年调查显示知晓、治疗、控制率分别为43.3%、38.7%、12.9%，仅不到15%患者人群属于药物销售测算的目标人群。

创新药生命周期曲线（以立普妥为例，单位：百万美元）



我国高血压知晓/治疗/控制情况



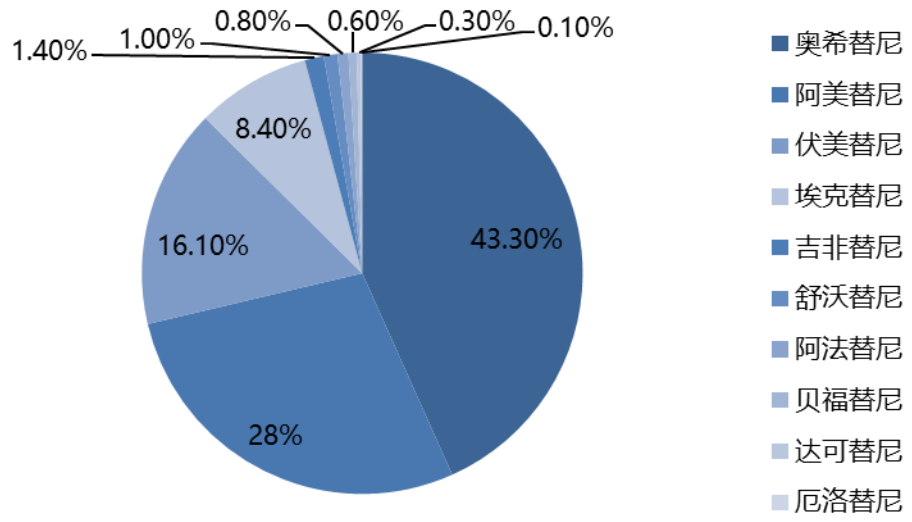
数据来源：辉瑞年报、Statista、米内网、信立泰招

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

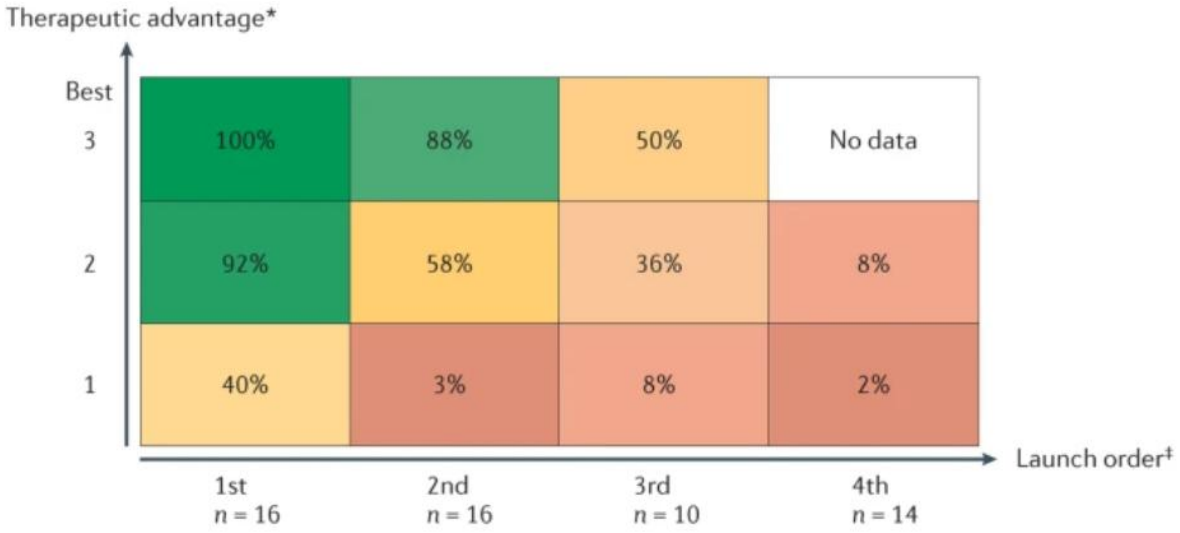
市占率拆解——赛道竞争与放量爬坡

- **同一治疗线内多种疗法共分市场。** 有时是同靶点同机制药物（如帕博利珠单抗与替雷利珠单抗），有时是不同靶点同定位药物（如NSCLC二线的sac-TMT与HS20093），需按竞争格局为各产品假设峰值市占率。竞争格局的判断须结合临床数据读出节奏、医保准入时点、商业化队伍规模等：先发者享有指南与处方惯性，后来者需靠头对头优效或差异化适应证抢占份额；同机制多家并存时市占率往往分散，独占或寡头格局下市占率可集中。
- **放量曲线因临床需求缺口而异。** 替代现有方案的慢病药物放量平缓，填补临床空白的突破性疗法放量迅速，爬坡速度可参照既往同类药品销售曲线。例如替代罗沙司他的恩那度司他放量平缓，而Enhertu在HER2低表达乳腺癌中因填补空白、放量陡峭；GLP-1减重药上市后迅速爆发则得益于庞大未满足需求与社交媒体放大。建模时应根据适应证未满足程度、竞争强度调整爬坡斜率。
- **渗透率随竞争格局与数据读出而变化。** BIC/FIC分子应享有该治疗方案更高的渗透占比，头对头优效数据会进一步抬升其市场份额。当后续竞品读出更优数据或原研在头对头中胜出会影响市占率假设。重大医学会议（ASCO、ESMO、AACR）的数据读出节点是市占率假设调整的关键时点。

不同EGFR-TKI共分NSCLC一线市场（2024年）



进度/疗效前列的分子分到的市占率比例



数据来源：医药魔方、Nature Reviews、东吴证券研究所绘制

治疗费用——用药时长与价格

- **用药时长的取数逻辑因疾病类型而异。** 快速进展疾病常以中位无进展生存期（mPFS）代理用药时长，过mPFS即转入后线；未披露的早期药物用同类最佳疗法mPFS假设；慢病与终身用药按治疗周期或存量患者建模。肿瘤药物一般以注册临床mPFS为锚，再按真实世界数据微调（实际用药可能略短于临床）；辅助治疗按既定疗程（如1年）；减重、高血压等慢病按"持续用药至停药/脱落"假设，并依脱落率折减。
- **国内定价须预留医保降价空间。** 进保当年大幅降价（通常50–60%），此后每2–3年降价10–20%、一般降价两次；定价可参照同定位相似疗法。新药首次定价往往对标已进保的同机制药品，医保谈判则参考"创新程度+临床价值+国际价格+承受能力"四要素；建模时应假设多个降价节点，把价格曲线而非恒定单价纳入DCF。
- **海外定价相对恒定，是估值弹性来源。** 美国医保降价政策覆盖Medicare B/D部分且针对专利期外产品，对新上市分子无严格医保要求，创新药初期定价影响有限，可假设价格恒定，叠加数倍于国内的单价显著抬高分子价值。同一分子美国单价通常为国内的5–10倍，欧洲为2–3倍，日本为2–4倍，海外市场的高药价为中国出海创新药提供了充分的价值空间

中国医保部分药品降价幅度

药品（商品名•企业）	进保前价格（元）	进保当年价格（元）	一次降价幅度	二次/后续降价后价格	后续降价幅度
曲妥珠单抗（赫赛汀·罗氏）	24,500	7,600	-69.0%	7,270	-4.3%
奥希替尼（泰瑞沙·阿斯利康）	52,800	15,300	-71.0%	5,580	-63.5%
阿来替尼（安圣莎·罗氏）	49,980	15,235	-69.5%	≈14,170	-7.0%
伊布替尼（亿珂·杨森/艾伯维）	48,600	17,010	-65.0%	13,800	-18.9%
阿达木单抗（修美乐·艾伯维）	7,586	1,290	-83.0%	1,150	-10.9%

中国/海外药价对比

药品（商品名•企业）	规格	中国（美元）	美国（美元）	欧洲•法国（美元）	日本（美元）	美国/中国（倍）	欧洲/中国（倍）	日本/中国（倍）
伊布替尼（亿珂·杨森/艾伯维）	140mg×1粒	28	162.4	65.3	56.0	5.8	2.7	2.0
阿来替尼（安圣莎·罗氏）	150mg×1粒	10.1	83.2	19.7	43.7	8.2	2.0	4.3
阿达木单抗（修美乐·艾伯维）	40mg×1支	191.1	1,727	218.6	296.6	9.0	1.1	1.6
奥希替尼（泰瑞沙·阿斯利康）	80mg×1片	24.5	591.5	187.1	117.3	24.1	7.6	4.8

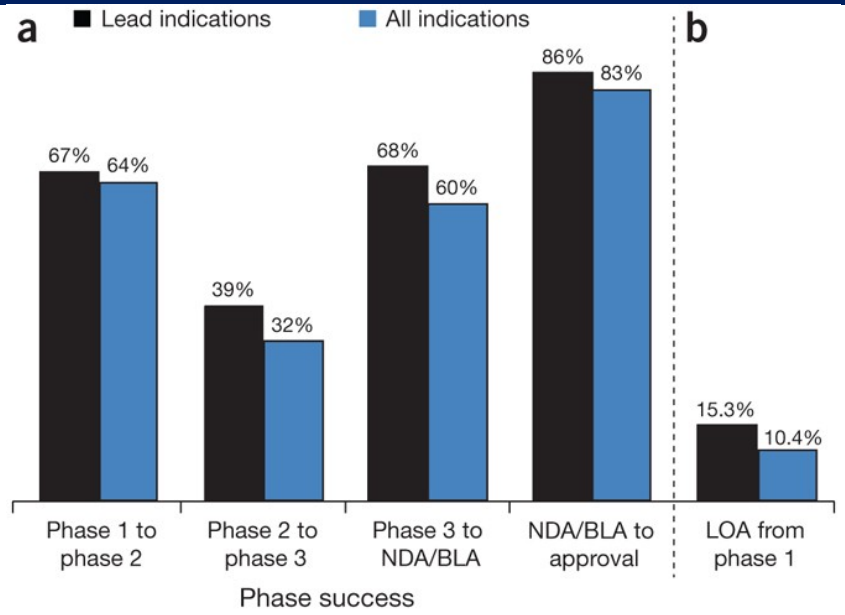
数据来源：各国药品公开价格数据库，东吴证券研究

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

成功率系数

- **在研管线必须乘以临床成功率做风险调整。**根据2014年Nature子刊的相关研究，全球统计I/II/III期及上市申请的阶段成功率64.5%/32.4%/60.1%/ 83.2%，从I期到最终获批的综合概率仅约10.4%，肿瘤更低——II期是最大门槛。II期失败率高，主因是剂量探索与初步疗效信号的不确定性：I期常在健康志愿者或少量患者中评估安全性，对真实疗效信号捕捉有限；进入II期后才在患者中检验疗效，此时机制假说与临床的差距才会暴露，导致项目失败。
- **中国上市公司的经验系数相对更高。**中国Biotech I期往往扩展到多剂量、多适应证探索，提高了进入II/III期的分子质量，筛选高确定性分子进入后续阶段。结合具体机制、适应证历史成功率与公司执行力综合判断，一般可给到II期40–50%、III期70%、III期阳性数据读出后90%的成功率系数。
- **数据读出与BD进展会触发价值重估。** 一个优秀的临床数据、或一家大型跨国药企的认可，会抬升市场对管线成功率的预期，从而给予更高估值。MNC的License-out尤其具有信号意义——其尽职调查覆盖临床设计、数据质量、CMC、知识产权全链条，肯付大额首付即代表对管线概率与价值的独立背书；因此BD公告后市场会同步上修分子成功率与峰值销售假设，引发估值跳升。

各阶段临床成功率与累计获批概率（首个适应证和全适应证）



分类型创新药获批概率明细

类别	从一定临床阶段到获批概率			
	I	II	III	注册
全部新药	6.8%	13.2%	47.4%	89.6%
新分子实体	5.7%	11.2%	43.6%	86.1%
生物制品	9.1%	17.4%	53.6%	94.6%
疫苗	9.7%	18.7%	58.1%	100%
小分子	7.5%	14.3%	50.9%	89.5%
CAR T	17.3%	39.2%	66.7%	100%
siRNA/RNAi	13.5%	19.3%	66.7%	100%
单抗	12.1%	22.1%	64.9%	95.4%
ADC	10.8%	25.9%	62.5%	100%
基因疗法	10.0%	19.3%	50.0%	100%
蛋白	9.4%	18.3%	55.4%	89.7%
多肽	8.0%	15.0%	52.8%	88.1%

数据来源：医药魔方、Nature Biotechnology、东吴证券研究所

肿瘤药物案例——AK112

- **国内破百亿元、海外破百亿美元的峰值目标。** 当前PD-1 plus赛道已进入多管线并进的加速验证期：PD-1/VEGF双抗（SSGJ-707、RC148、BNT327）、免疫检查点加免疫激动剂双抗（IBI363）密集推进，PD-1联合TROP2 ADC（K药加SKB264、K药加Dato-DXd）持续迭代，赛道景气与验证节奏共同支撑依沃西作为同类首创双抗的峰值空间。
- **先测可及患者池、再评估细分市占。** 采用两步法：先测算PD-1（+）可及患者池，仅纳入已进入注册临床的适应症；再结合渗透率与定价自下而上加总，得国内外风险调整后销售峰值。
- **患者数、市占率、年治疗费用三要素驱动。** 患者数依据中美流行病学预测2036年人数，以1L AGA-sq NSCLC为例，中国2026年16.6万人、按2%年增长率增至2036年20.3万人；市占率按竞争格局差异化假设；年治疗费用参考中美PD-1价格与2026年医保支付价并结合用药时长测算，三要素相乘加总得各适应症峰值。

依沃西单抗国内销售峰值测算

	2036E患者人数/万人	AK112市占率	其他疗法市占率(PD1 plus、ADC等)	AK112覆盖患者数量/万	DOT(根据PFS)/月	年治疗费用/万元	依沃西 POS调整	依沃西风险调整后销售额/亿元	依沃西风险调整后销售规模/亿元
1L AGA-sq NSCLC	20.3	20%	80%	4.1	11	9.2	100%	37.2	131
1L AGA-nsq NSCLC	21.02522	15%	85%	3.2	11	9.2	100%	28.9	
2L EGFRm nsq-NSCLC	15.8	10%	90%	1.6	7	5.9	100%	9.3	
PD1/PDL1 经治 NSCLC	2.0	25%	75%	0.5	7	5.5	75%	2.1	
1L mCRC	21.5	20%	80%	4.3	12	10.0	75%	32.2	
cCRT后LS-SCLC巩固治疗	4.0	15%	85%	0.6	12	10.0	75%	4.5	
1L 胆道癌	7.5	15%	85%	1.1	9	7.1	75%	6.0	
1L 胰腺癌	13.0	10%	90%	1.3	9	7.5	60%	5.8	
1L PDL1阳性头颈鳞癌	3.6	15%	85%	0.5	7	5.9	75%	2.4	
1L PDL1阴性 TNBC	1.8	20%	80%	0.4	9	7.8	75%	2.0	

依沃西单抗海外销售峰值测算

	2036E患者人数/万	AK112市占率	其他疗法市占率(PD1 plus、ADC等)	AK112覆盖患者数量/万	DOT(根据PFS)/月	年治疗费用/万美元	依沃西POS调整	依沃西风险调整后销售额/亿美元	美国依沃西风险调整后销售规模/亿美元	全球依沃西风险调整后销售规模/亿美元
1L AGA-sq NSCLC	4.5	20%	80%	0.9	11	20.2	75%	13.73	55	110
1L AGA-nsq NSCLC	5.3	15%	85%	0.8	11	20.2	70%	11.21		
2L EGFRm nsq-NSCLC	1.1	10%	90%	0.1	7	13.0	60%	0.83		
PD1/PDL1 经治 NSCLC	0.5	25%	75%	0.1	7	12.1	65%	0.95		
1L mCRC	3.7	20%	80%	0.7	12	22.0	75%	12.07		
cCRT后LS-SCLC巩固治疗	1.1	15%	85%	0.2	12	22.0	75%	2.81		
1L 胆道癌	0.6	15%	85%	0.1	9	15.6	65%	0.93		
1L 胰腺癌	6.7	10%	90%	0.7	9	16.5	65%	7.19		
1L PDL1阳性头颈鳞癌	3.5	15%	85%	0.5	7	13.0	60%	4.14		
1L PDL1阴性 TNBC	0.6	20%	80%	0.1	9	17.1	65%	1.35		

数据来源：康方生物公告、HARMONi系列研究、

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

慢病药物案例——信超妥

- **慢病估值须先分层再逐级折减。**中国高血压人群超过4.6亿人,但其中多数人依照治疗指南进行血压控制治疗。需从患病人群出发,逐层乘以治疗控制率、ARNI在各人群中的渗透率、以及信超妥在ARNI中的市占率,层层折减后才得到真实用药人数。模型进一步按高血压、难治性高血压、心衰合并高血压三个亚群分别建模,各亚群的渗透节奏与器官保护获益差异很大,只有分开测算才能避免用一个统一高渗透率去显著高估整体用药人群规模。
- **低单价依靠长期放量以量补价。** 2025年信超妥年治疗费用仅约1861元,显著低于同类原研药诺欣妥,主打性价比与基层可及性。我们假设信超妥在医保政策下持续降价，2035年该药年治疗费用降至1387元。依靠一日一次的便利给药、慢病长期用药带来的高留存,到2037年在ARNI市场约25%的市占率,用药人数放量至约354万人。
- **心衰合并高血压是价值主力亚群。** 三个亚群中,心衰合并高血压对ARNI的接受度最高、峰值渗透率接近六成,且器官保护获益最为明确,是信超妥最核心的放量场景,单一亚群到2037年峰值销售贡献约32亿元。高血压与难治性高血压两个亚群患者基数虽然庞大,但ARNI渗透率相对偏低,合计峰值贡献约17亿元;三个亚群叠加共同支撑起信超妥49亿元的整体风险调整后销售规模。

信超妥分层驱动模型逐年测算(2022A–2037E)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
信超妥																
中国高血压人群/亿人	3.44	3.52	3.59	3.65	3.74	3.83	3.93	4.03	4.13	4.21	4.30	4.38	4.47	4.56	4.65	4.74
中国高血压患者控制率	16.8%	17.0%	17.2%	17.4%	17.6%	17.8%	18.0%	18.2%	18.4%	18.6%	18.8%	19.0%	19.2%	19.4%	19.6%	19.8%
中国高血压依从治疗人群/亿人	0.58	0.60	0.62	0.64	0.66	0.68	0.71	0.73	0.76	0.78	0.81	0.83	0.86	0.89	0.91	0.94
难治性高血压人群/亿人	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	0.10	0.10	0.10	0.10	0.11	0.11	0.11	0.12
中国慢性心衰人群/万人	1310	1400	1470	1540	1610	1680	1750	1820	1890	1960	2030	2100	2170	2240	2310	2380
中国心衰合并高血压人群/万人	852	910	956	1001	1047	1092	1138	1183	1229	1274	1320	1365	1411	1456	1502	1547
高血压中ARNI占有率	0.5%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%
难治性高血压中ARNI占有率	8.0%	10.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%	16.0%	16.5%	17.0%	17.5%	18.0%	18.5%	19.0%	19.5%	20.0%	20.5%
心衰合并高血压患者中ARNI占有率	26.0%	29.0%	32.0%	35.0%	37.0%	39.0%	41.0%	43.0%	45.0%	47.0%	49.0%	51.0%	53.0%	55.0%	57.0%	59.0%
信超妥在ARNI中占有率				5%	12%	18%	23%	28%	30%	30%	28%	27%	27%	26%	26%	25%
信超妥使用人数/万人				26.5	71.4	119.4	169.1	225.9	262.2	282.8	284.0	294.0	314.9	324.2	345.9	354.3
信超妥单片价格				5.1	4.5	4.5	4.5	4.2	4.2	4.2	4.0	4.0	4.0	3.8	3.8	3.8
信超妥年治疗费用				1861.5	1642.5	1642.5	1642.5	1533.0	1533.0	1533.0	1460.0	1460.0	1460.0	1387.0	1387.0	1387.0
信超妥年总销售额/亿元				4.93	11.72	19.61	27.78	34.63	40.20	43.36	41.47	42.92	45.98	44.96	47.98	49.13
yoy					137.7%	67.3%	41.7%	24.7%	16.1%	7.9%	-4.4%	3.5%	7.1%	-2.2%	6.7%	2.4%

数据来源：信立泰公告、灼识咨询、难治性高血压诊治中国专家共识、东吴证券研究所测算

BD和公司估值

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

海外市场的估值——BD模式与分成

- **中国创新药出海模式多样，对应不同利润与分成方式。** 通过与跨国药企或Biotech合作售出海外权益，分担III期临床成本并获取利润。License-out给MNC往往带来更高的成功率背书但分成比例低；授权给Biotech则可能因合作方能力不足而拖延节奏；Co-Co与自主出海分成比例最高但公司须承担相应风险。
- **BD收入由首付款、里程碑、销售分成三部分构成。** 首付款于签署后1–2年入账，是确定性最高的部分，常用于补充营运资金与推进其他管线；里程碑在开展临床、达临床终点、获批上市、销售放量等节点分阶段兑现，每个节点均附带概率，须按预期概率折现；销售分成一般按销售额给予10–20%，随合作方销售爬坡而增长，是长期尾现金流。
- **BD成本由合作方分担，应计入EBIT而非营业收入。** 分成收入不同于自主销售收入，折算进估值时须区分口径，避免重复计算或错配成本。具体而言：首付款与里程碑计入"营业外收入"或"其他收入"，不进营业收入；销售分成计入营业收入但对应成本极低（无生产、无销售队伍）；研发成本由合作方承担，公司仅需按权益比例确认部分支出。估值时应单独拆分BD现金流，不与自主销售合并建模。

中国药企BD模式范例

公司•品种	模式	交易对手•时间	首付款	里程碑（潜在）	销售分成/权益
科伦博泰 SKB264（芦康沙妥珠单抗·TROP2 ADC）	License-out 给 MNC	默沙东 MSD 2022年5月	3,000万美元（另含研发资助等一次性合计约1.02亿美元）	累计约11.63亿美元（开发0.9亿+首销里程碑2.9亿+销售里程碑7.8亿）	净销售额中个位数~低双位数分成；保留大中华区权益
信达生物 IBI363（PD-1/IL-2α双抗）+ IBI343（CLDN18.2 ADC）	Co-Co（IBI363）+ License-out（IBI343）	武田 Takeda 2025年10月	12亿美元（含1亿美元溢价20%战略股权投资）	最高102亿美元研发及销售里程碑（总额最高114亿）	IBI363 美国按40:60（信达/武田）共担成本共享损益；区外销售分成约15%
百济神州 泽布替尼（百悦泽·BTK 抑制剂）	自主出海	自建全球团队 2019年11月	—（无授权首付）	—	100% 自有，独享全部净利润
恒瑞医药 GLP-1 产品组合（HRS-7535/9531/-4729）	NewCo	Hercules 2024年5月	1.1亿美元（1亿首付+0.1亿技术转移里程碑）	开发/监管里程碑最高2亿+销售里程碑最高57.25亿	低个位数~低双位数销售分成；并取得 Hercules 19.9%股权（第二大股东）

数据来源：科伦博泰生物、百济生物、信达生物、恒瑞医药公司公告、医药魔方、财新、东吴证券研究所整理

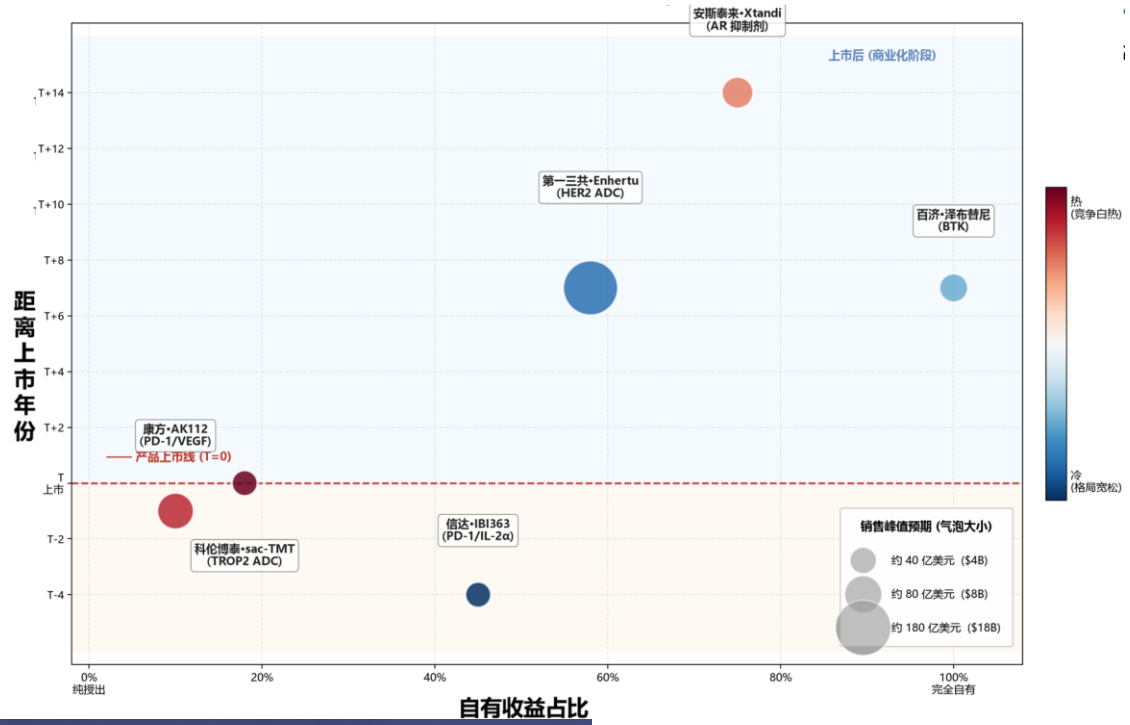
不同BD模式对估值的影响

- **不同模式带来不同分成与成功率。** 分成比例、成本分担、适应证推进节奏各不相同，但都是对管线价值的释放。License-out给MNC往往带来更高的成功率背书（MNC的全球临床执行力与监管沟通能力强）但分成比例低；授权给Biotech则可能因合作方能力不足而拖延节奏；Co-Co与自主出海分成比例最高但公司须承担相应风险。
- **估值可统一回归海外潜在销量。** 无论模式如何，均可按「海外潜在销量×合理分成/利润率」折算，这正是PS估值合理性的来源。模式选择影响的是"分成/利润率"系数与现金流时点，而非分子本身的海外潜力；同一分子在不同模式下的NPV差异，本质是风险与收益的再分配，最终市场会按合理贴现给出趋同的公司估值。

中国创新药公司出海模式与代表交易对照

公司	代表分子	出海模式	海外兑现
百济神州	泽布替尼	自主出海	2025全球≈39亿美元/美国≈28亿美元
康方生物	AK112依沃西	License-out	首付5亿美元/里程碑≤50亿美元/低双位提成
信达生物	IBI363	Co-Co	与武田四六分成/保留美国利润40%
科伦博泰	TROP2-ADC等	多笔BD	组合式授权默沙东等兑现平台价值

中国创新药公司出海模式对应散点图



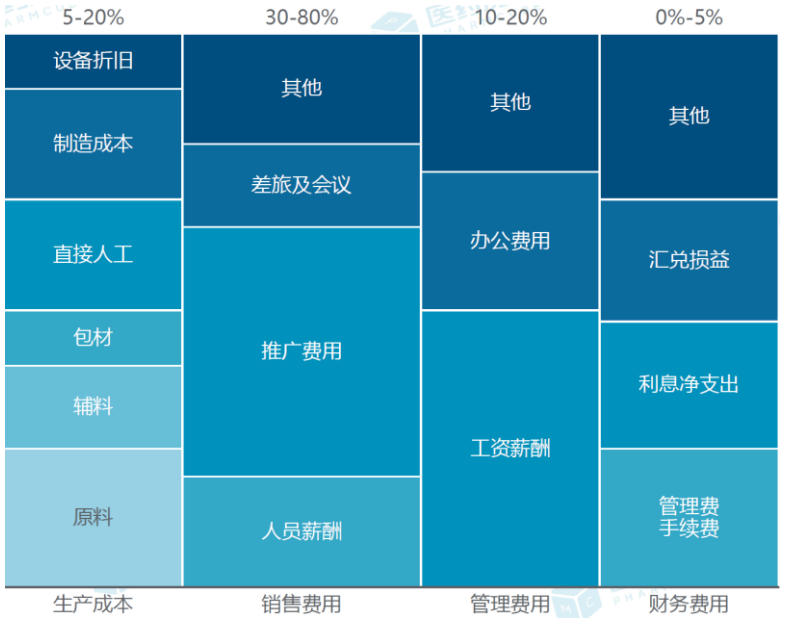
数据来源：医药魔方、公司公告，东吴证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

净利率假设——成本与利润

- **创新药毛利率高，利润主要受研发与销售费用影响。** 影响净利率的核心是研发费用率与销售费用率，而非生产成本。创新药生产成本通常仅占收入的10–20%（小分子更低、生物药略高），毛利率普遍在80%以上。这一高毛利特征使创新药企的利润弹性远高于仿制药企，但也意味着费用率假设的微小变化即可显著改变净利率。
- **费用率随收入基数增长而下降。** 产品放量后营业收入显著上升，销售费用率与研发费用率假设一般随基数扩大而摊薄，净利率随之改善。销售费用率在产品导入期可高达50–60%（学术推广、队伍建设、患者援助），达峰后摊薄至20–30%；研发费用率则取决于公司是否持续投入新管线，纯商业化公司可降至10%，持续创新者维持20–30%。
- **稳态净利率是DCF后期假设的关键。** 可参照可比成熟药企的费用结构，为放量后的稳态利润率给出合理假设。海外辉瑞、默沙东、礼来等大药企稳态净利率多在20–30%，国内头部创新药企稳态假设可参考这一区间；Biotech在多管线放量前可能长期维持低净利率甚至亏损，须按阶段分层假设。

创新药上市后成本构成



创新药上市公司期间费用率（整体法）

DCF估值的原理

- **DCF 的核心是把未来现金流折回当下再加总。**将公司未来每年的自由现金流(FCF)按统一折现率 WACC 逐年折现,企业价值 EV = Σ FCFt/(1+WACC)^t + 终值现值。它不看当期利润,而着眼整个产品生命周期的长期现金流,对价值集中在上市放量之后、受专利保护的创新药资产适配。
- **折算流程分六步,关键是 FCF 预测与 WACC 取值。** ①从患者流、渗透率、定价推出销售曲线,扣税、资本开支与营运资本变动得 FCF；②确定 WACC = Ke·E/(E+D) + Kd·(1-t)·D/(E+D)；③各年 FCF 逐年折现求现值；④预测期覆盖至专利到期，之后FCFn·(1+g)/(WACC-g) 算终值并折现;⑤加总得 EV；⑥减净负债得股权价值。其中WACC可以用折现率r假设替换简化。
- **DCF能精确衡量管线价值，适合未盈利与刚扭亏的 biotech。** 盈利为负时无法通过PE进行合理估值，而 DCF 可以衡量管线上市放量后的期望带来的长期现金流价值。研发失败风险通过分阶段成功率 POS 计入现金流。DCF的关键假设集中在折现率、永续增长率 、预测期，任一假设变动估值都将显著浮动，故需要进行敏感性分析以确认假设审慎。

DCF估值原理图

WACC值的来源

r-NPV法下折现率（r）的确定

- r-NPV方法下，研发成功的风险已经包含在POS中，因而无需在折现率中反映

方法一：直接计算公司加权资本成本

$$\text{折现率（r）} = \text{WACC} = K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times \frac{D}{E+D} \times (1-t)$$

其中： K_e：权益资本成本（由CAPM模型计算得到）；K_d：债务资本成本

E：权益资本价值，D：债务资本价值，t：所得税税率

方法二：参照同类可比上市公司的资本收益率

折现率（r） = 可比上市公司资本收益率+ 流动性风险溢价

其中：流动性风险溢价：是非上市公司资产较难流通变现的风险补偿（通常为3-5%）

方法三：直接赋值

在考虑前述POS风险调整的基础上，实操中，**折现率可以在10-20%之间选择**，并以此进一步做敏感性分析

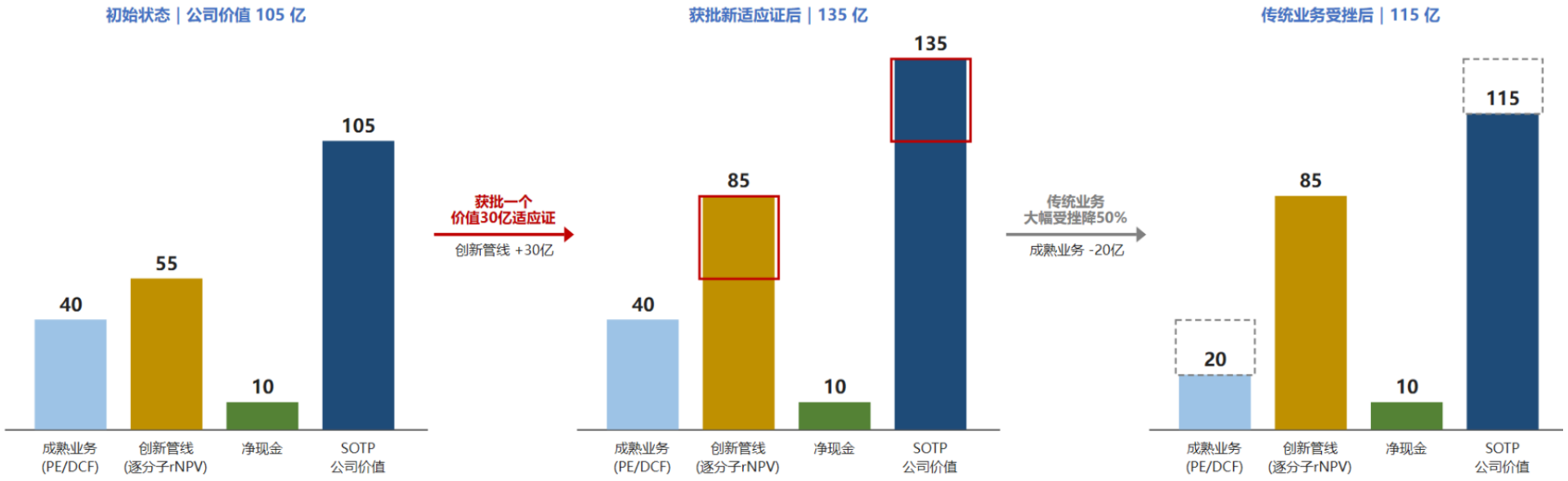
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

数据来源：医药魔方、东吴证券研究所绘制

分部估值的原理

- **分部估值直观展示各板块价值贡献。** DCF需对管线、营业成本、收入做细致拆解；分部估值则可直观看出各管线与业务板块的贡献值。对投资者而言，它能回答"我买的是什么"：是已放量的成熟产品、是即将上市的临门一脚管线、还是早期的高弹性期权？不同资产的催化节奏与风险特征不同，分部估值便于跟踪与调整。
- **加总各板块价值即得公司估值。** 对于业务结构复杂的仿转创企业，成熟业务按PE/DCF给底仓价值，创新管线逐分子rNPV加总，公司价值 = 成熟业务+创新管线rNPV+净现金。成熟业务的PE中枢取决于增长与稳定性（仿制药8–15倍、创新药20–30倍）；创新管线的rNPV按临床阶段折算；净现金按账面价值调整（剔除限制性资金、考虑税务影响）。三项相加即为合理市值，与单一DCF互为验证。
- **显性化未来估值来源。** 直观看出是什么业务、什么管线带来估值，以及未来什么业务会提供增量估值。当催化事件发生（数据读出、BD、进保）时，可精准定位受影响板块并调整对应估值，而非整体调整；这种"模块化"方式也便于敏感性测试——逐一调整关键参数，观察其对总市值的边际影响，识别估值的核心驱动因素。

SOTP估值及调整示意图

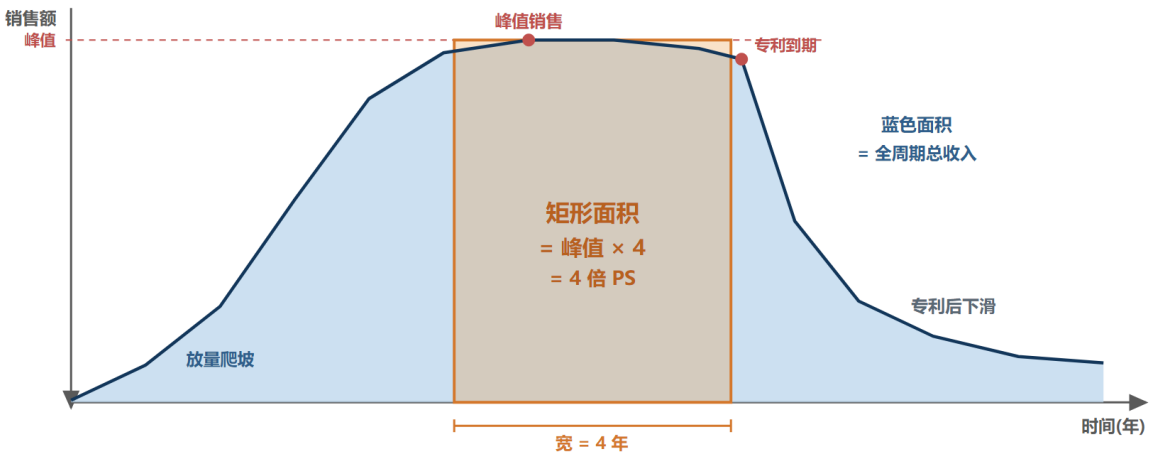


数据来源：东吴证券研究所绘制

PS估算管线价值的合理性

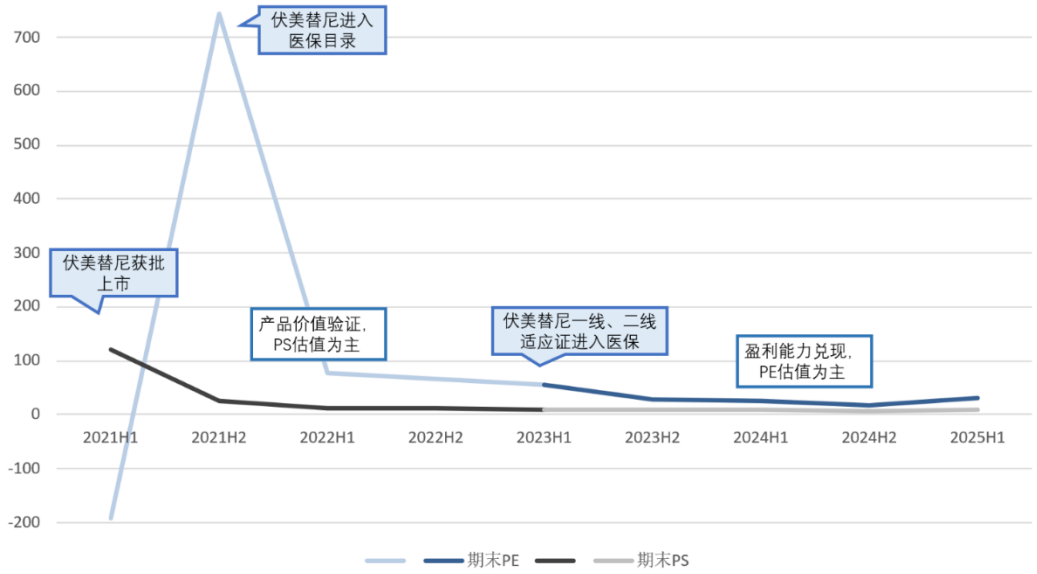
- **即将上市分子的峰值销售与管线价值成正比。** 处于II/III期、将于1–3年内上市的分子，放量曲线与爬坡速度基本一致，销售峰值与管线价值大致成正比，比例一般在3-4倍之间。对于预期1-3年后开始放量，上市后3年完成放量，5年达峰的管线而言，管线价值≈峰值销售×峰值持续年数×稳态净利率×折现因子÷成功率，使最终结果收敛到峰值销售的倍数关系。
- **管线价值的变化也会以PS的形式导致公司价值的变化。** 用峰值销售的3-4倍PS估算管线价值，并各管线PS价值加总（有传统业务的按PE折算），即得公司市值，与DCF估值高度一致。这里PS倍数的高低受管线预期上市时间，管线商业模式，当前市场景气度影响。管线价值的变化也会以PS的形式导致公司价值的变化。
- **早期创新药的PS估值会随着业绩兑现转化为合理PE。**以艾力斯为例：自2021年伏美替尼上市首年销售2.37亿元，并于次年进入医保目录以来，公司营业收入逐年增长，PS快速下降，PE估值也从负转正，并且PE快速切换到20-30倍，验证了公司的自我造血和创造盈利的能力。

PS估值和市值的关联



总收入经时间成本(折现)与损益折算后 ≈ 矩形面积 → WACC≈10% 时,DCF 估值与 4 倍 PS 相仿

艾力斯2021-2025 PS-PE变化



数据来源：　　、艾力斯公告，东吴证券研究所

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

分部估值——以映恩生物为例

- **管线聚焦,仅计入两大核心单品。** 映恩生物在研管线中,DB-1303与DB-1311已推进至后期、临床数据与商业化路径相对清晰，是当前公司价值的绝对主力,本次估值即以这两个品种为核心；DB-1310、DB-1305等仍处于早期阶段，故暂不纳入测算，以免用高不确定性的早期资产虚增整体估值。
- **分产品分市场逐一测算峰值。** 我们按产品、分国内与海外两个市场分别测算风险调整后销售峰值：DB-1303预计可贡献国内约14亿元、海外约17亿美元的销售峰值；DB-1311体量更大，预计贡献国内约30亿元、海外约26亿美元的销售峰值。国内市场按人民币口径直接计量，海外权益并不并表，而是以美元销售峰值为基准，再通过汇率与销售分成比例折算为映恩可实际分享的收入，两块分别加总后再进入分部估值。
- **峰值PS分部法估值与DCF法估值计算结果接近。** 分部估值下，国内按销售峰值给予3倍PS，(14亿+30亿)×3约合132亿元；海外按销售峰值经汇率折算（1美元≈7人民币）、假设公司获得15%销售分成、给予4倍PS，折算约176亿元。两者相加约308亿元，与DCF模型独立测算得到的约318亿元高度接近，说明用销售峰值加PS的折算法可以快速得到较精确的估值,并待DB-1310、DB-1305临床格局明朗后，可按同一分部框架快速补算并相应上修公司估值。

映恩生物分产品销售测算

国内收入	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
国内ADC收入合计（亿元）			0.96	3.11	17.68	27.00	34.69	41.68	40.94	42.86	38.23	36.51	31.57
同比增长率				222.7%	469.2%	52.7%	28.5%	20.2%	-1.8%	4.7%	-10.8%	-4.5%	-13.5%
DB-1303 HER2 ADC（亿元）			0.96	3.11	6.93	12.97	14.11	14.38	13.07	13.20	12.00	9.95	9.02
同比增长率			0.0%	222.7%	123%	87%	9%	2%	-9%	1%	-9%	-17%	-9%
2L HER2+EC（亿元）			0.21	0.33	1.05	1.83	2.05	2.20	1.99	2.01	1.83	1.38	0.93
2L HER2+BC（亿元）			0.24	0.62	1.35	2.69	3.90	3.94	3.58	3.62	3.29	2.77	2.24
2L HR+/HER2 low BC（亿元）			0.51	2.16	4.53	8.45	8.16	8.25	7.50	7.57	6.89	5.80	5.86
DB-1311 B7-H3 ADC（亿元）				0.00	10.75	14.03	20.58	27.30	27.86	29.66	26.22	26.56	22.55
同比增长率				0.0%	0%	31%	47%	33%	2%	6%	-12%	1%	-15%
mCRPC（亿元）				0.00	5.08	6.99	9.92	12.10	12.98	13.40	11.62	12.00	10.35
2L NSCLC（亿元）				0.00	4.36	5.80	8.41	11.50	10.62	11.88	10.97	11.25	9.52
2L SCLC（亿元）				0.00	1.31	1.24	2.25	3.70	4.27	4.38	3.64	3.32	2.68
海外ADC收入合计（亿美元）			0.45	2.29	9.76	18.36	28.51	35.44	39.34	42.97	42.84	39.71	38.68
海外对应销售分成/亿元			0.47	2.37	10.07	18.95	29.42	36.58	40.60	44.35	44.21	40.98	39.92
同比增长率				406.0%	325.7%	88.1%	55.3%	24.3%	11.0%	9.2%	-0.3%	-7.3%	-2.6%
DB-1303 HER2 ADC（亿美元）			0.45	2.29	5.03	10.02	13.47	16.36	16.96	17.16	17.09	14.58	14.47
对应销售分成/亿元			0.47	2.37	5.19	10.34	13.90	16.88	17.50	17.71	17.64	15.05	14.93
同比增长率			0.0%	406.0%	119.3%	99.3%	34.4%	21.4%	3.7%	1.2%	-0.4%	-14.7%	-0.7%
2L HER2+EC（亿美元）			0.04	0.23	0.50	0.99	1.33	1.61	2.03	2.06	1.80	1.68	1.41
2L HR+/HER2 low BC（亿美元）			0.41	2.07	4.53	9.03	12.14	14.75	14.93	15.11	15.29	12.90	13.06
DB-1311 B7-H3 ADC（亿美元）				0.00	4.73	8.34	15.04	19.08	22.38	25.81	25.75	25.14	24.21
对应销售分成/亿元				0.00	4.88	8.60	15.52	19.70	23.10	26.63	26.57	25.94	24.98
同比增长率				0.0%	0%	76%	80%	27%	17%	15%	0%	-2%	-4%
mCRPC（亿美元）				0.00	2.99	5.05	8.19	10.38	12.63	16.01	16.23	16.45	16.68
2L NSCLC（亿美元）				0.00	1.11	2.10	4.71	5.65	5.76	5.28	5.37	4.93	4.18
2L SCLC（亿美元）				0.00	0.63	1.19	2.14	3.05	4.00	4.52	4.15	3.75	3.35

映恩生物DCF估值(FCFF，亿元)

FCFF估值（元/股）	364.19
单位：百万元	2025A
EBIT	-2,692.93
所得税税率	0.00%
息前税后利润(NOPAT)	-2,692.93
加：折旧与摊销	12.32
减：营运资金的增加	1,671.66
减：资本性投资	-13.73
公司自由现金流量FCFF	**-4,365.99**

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	-457.32	-296.43	-379.87	1,137.45	2,351.69	3,568.62	4,412.51	4,506.45	4,374.20	4,037.22
所得税税率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
息前税后利润(NOPAT)	-457.32	-296.43	-379.87	1,137.45	2,351.69	3,568.62	4,412.51	4,506.45	4,374.20	4,037.22
加：折旧与摊销	0.40	0.57	0.75	0.84	0.83	0.82	0.81	0.80	0.79	0.79
减：营运资金的增加	-330.45	-610.18	-1,275.08	203.06	60.25	80.80	13.52	-30.12	-8.03	-41.90
减：资本性投资	-15.96	-17.63	-19.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公司自由现金流量FCFF	**-142.43**	**296.69**	**876.76**							

	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E
过渡期自由现金流	**1,052.11**	**1,262.53**	**1,515.03**	**1,818.04**	**2,181.65**	**2,617.98**	**3,141.57**	**3,769.89**	**4,523.87**	**5,428.64**	

FCFF预测期现值	892.71
FCFF过渡期现值	11,306.31
FCFF永续价值现值	19,661.88
企业价值	**31,860.91**
加：非核心资产价值	1,375.54
减：付息债务	141.06
减：少数股东权益	0.00
股权价值	**33,095.39**
总股本/百万股	90.88
每股价值/元	**364.19**

估值假设	参数设置
预测期年数	3
过渡期年数	10
过渡期增长率	20.00%
永续增长率g	2.00%
贝塔值（β）	1.12
无风险利率Rf（%）	1.74%
市场的预期收益率Rm（%）	9.40%
有效税率T（%）	15.00%
剩余月份	5

资本成本	参数设置	预测数据参考值 2026E	2027E	2028E
债务资本成本Kd	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
债务资本比重Wd	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股权资本成本Ke	10.32%	10.32%	10.32%	10.32%
加权平均资本成本WACC	10.32%	10.32%	10.32%	10.32%

数据来源：映恩生物公告、灼识咨询、医药魔方，东吴证券研究所测算

对不同成长期的公司采用不同估值方式

- **中国创新药多处于出海放量的前夜。** 前期技术积累雄厚、未来市场空间大，宜采用基于管线的DCF/分部估值衡量公司价值。当前中国创新药企管线价值的核心变量有三：国内已上市产品的放量节奏、海外BD的频次与条款、III期临床数据读出的优劣；任一变量变化都会显著影响估值。投资者应聚焦这些催化节点，而非过度纠结当期利润。
- **从Biotech的管线rNPV，到成长期的分部估值，再到成熟跨国药企的平台价值与销售放量，估值方式随成长阶段演进。** Biotech阶段市场看管线质量与现金跑道；成长期看商业化执行力与多管线协同；成熟期看全球销售规模、平台延展性与股东回报。每一阶段的估值方法都对应其最关键的现金驱动因素。
- **平台价值与放量将成为下一阶段主线。** 待创新药公司成功出海、成长为大型跨国药企后，平台价值与销售放量将成为估值的新主旋律。平台价值体现在技术平台（ADC linker、双抗骨架、AI药物设计）的衍生能力，每款新分子可视为平台期权；销售放量则体现为全球化商业化队伍的运营效率。两者叠加后，市场将不再单纯按分子rNPV定价，而是给予平台溢价——这正是辉瑞、礼来等MNC享受高估值溢价的根本逻辑。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

数据来源：东吴证券研究所绘制

推荐标的

泽璟制药：核心管线全面开花迎收获期

- **事件：**公司26H1收入12.05亿元（+221%，同比，下同），归母净利润6.4亿元（首次实现半年度盈利），经营活动净现金流8.09亿元（由负转正），剔除Q1并表首付款后实现收入5.43亿元（+44%）。26Q2实现收入3亿元（+44%），归母净利润0.07亿元（扭亏为盈），业绩符合我们预期。
- **核心研发项目达成多项里程碑进展。**1）ZG006（CD3/DLL3/DLL3三靶点TCE）获2项CDE突破性治疗品种认定+2项FDA孤儿药资格认定，ASCO口头报告数据优异（3L+ SCLC cORR 53-57%，NEC 30mg组cORR 56.3%）；与艾伯维深度合作充分挖掘临床价值与市场潜力，首付款1亿美元+里程碑最高6000万美元+行权后最高10.75亿美元。2）ZG005（PD-1/TIGIT双抗），ASCO口头报告一线HCC数据亮眼（20mg组mPFS 11.2个月 vs 对照6.7个月，HR=0.35），已启动2项III期临床研究（联合贝伐一线HCC、联合化疗神经内分泌癌等），具备广泛联合用药潜力。
- **商业化持续拓展，构建多元产品矩阵。**1）泽普生（多纳非尼）晚期肝癌、RAIR-DTC适应症均纳入医保，贡献核心现金流。2）泽普凝（重组人凝血酶）纳入医保目录后销量增长明显，与远大生命科学合作加速渗透。3）泽普平（吉卡昔替尼）MF适应症26年1月纳入医保，重症斑秃适应症26年6月获批上市；中重度特应性皮炎III期已达到主要终点、强直性脊柱炎处于III期临床，看好多适应症驱动快速放量。4）注射用人促甲状腺素β：26年1月获批用于甲状腺癌术后诊断，为首个获批该适应症的国产新药，与默克合作商业化推广（授权款总额2.5亿元+销售分成）。
- **盈利预测与投资评级：**公司2026全年核心产品商业化持续推进，在研管线ZG005及ZG006临床进展顺利，且ZG006成功实现海外授权，考虑公司药品纳入医保后销售逐步兑现，我们维持公司2026-2028年收入13.63/21.76/31.48亿元，对应当前市值的PS为21/13/9倍。考虑公司2026年披露ZG005关键数据并开展三期临床，且ZG006海外临床持续推进，全年催化剂较多，我们同时看好公司已商业化产品销售潜力，维持“买入”评级。

- **风险提示：**新药研发进展不及预期风险、药品销售不及预期风险、海外交易不及预期风险。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

科伦博泰生物：sac-TMT 一线 NSCLC III期数据超预期，全球领先地位进一步强化

- **事件：**5月22日，sac-TMT（SKB264）联合帕博利珠单抗（K药）一线治疗PD-L1阳性晚期NSCLC III期数据在2026年ASCO大会上读出。实验组和对照组人数为208 vs 205，中位随访时间10.5个月，有效性数据mPFS未达到 vs 5.7个月，PFS HR=0.35，p<0.0001，OS尚未成熟但已有积极趋势，HR=0.55。安全性整体可管理，≥3级TEAE为55.3%，sac-TMT停药率仅3.8%。OptiTROP-Lung05为全球首个 ADC+IO 一线 NSCLC III 期阳性结果。
- **sac-TMT全球进度领先，大额BD合作兑现价值：**国内方面，sac-TMT已先后获批2L TNBC、3L EGFRm NSCLC、2L EGFRm NSCLC、2L+ HR+/HER2- BC共4项适应症（前2项纳入医保），获NMPA六项突破性疗法认定，2026年2月HR+/HER2- BC新适应症再获批；海外方面，截至26年5月MSD已开设17项III期注册临床，覆盖肺癌5项/乳腺4项/消化道1项/妇科肿瘤6项/泌尿系统1项，临床、注册、商业三类里程碑款持续兑现，节奏清晰；近期默沙东海外首个 EC 适应症 III 期研究达到PFS与OS双终点，叠加sac-TMT获得FDA授予的政府优先审评券有望缩短后续管线审批周期，加速全球商业化进程。
- **ADC 领域平台化布局成效显著，后续管线多维度展开：**SKB315（CLDN18.2 ADC）及 SKB571（双抗 ADC）已进入 II 期临床阶段，其中 SKB571 已在消化道肿瘤、肺癌等方向开展 II 期探索；SKB410（Nectin-4 ADC，MK-3120）全球权益授权默沙东后，已由海外合作方推进全球 I/II 期临床。 SKB500 II 期临床持续推进，并于 ASCO 读出初步数据，55 例后线患者中 ORR 达 54.5%，≥3 级 TRAEs 为 16.5%，初步体现较好的疗效与安全性窗口。早期管线方面，SKB107 作为公司首款进入临床的 RDC 药物，打开放射性核素偶联药物布局；SKB105（ITGB6 ADC）已启动 I/II 期临床，后续有望探索与 SKB118（PD-1/VEGF 双抗）的联用潜力；下一代创新管线中，SKB103 为 TAA-PD-L1 双特异性 ADC，代表公司在“肿瘤抗原靶向 + 免疫调节”一体化设计上的进一步延展；SKB565 则为双载荷 ADC，拟通过毒素与免疫药物的协同递送，探索传统 ADC 之外的新一代偶联药物范式。
- **盈利预测与投资评级：**公司国内商业化顺利推进，海外注册临床持续展开，sac-TMT 有望快速推进一线、辅助/围手术期适应症拓展，早期临床项目不断验证平台价值，我们维持2026-2028年的营收预测为35.6/58.9 /76.6亿元，归母净利润预测为-1.12/6.50/16.21亿元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**新药后续临床、审批及商业化存在不确定性；同类产品竞争加剧风险；BD里程碑兑现节奏不及预期风险等。

风险提示

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

风险提示

- **研发进展不及预期：**

  对于依赖于新产品的公司，由于新药、新器械研发周期长、难度大，在研发过程中可能存在研发失败、或研发进展不及预期的风险。

- **商业化推进不及预期：**

  公司产品在招标进院和医药代表商业化推广改革导致商业化推广不及预期，未来招标降价政策的出台可能会导致业绩不及预期。

- **海外审批或收益不达预期：**

  公司产品在国际化方面受疫情影响或受宏观政策影响导致海外临床注册、申请、上市进度不及预期，收益或存在风险。

- **集采风险，药品和耗材降价超预期风险：**

  生物类似物、耗材等可能会面对进一步的集采风险。

- **国际地缘政治风险：**

  国际地缘政治紧张可能会影响海外临床进度，海外订单，以及美国证交会（SEC）对中概股公司的审查等。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。 未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持： 预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

东吴证券
SOOCHOW SECURITIES

东吴证券 财富家园