仅供内部参考，请勿外传

行业评级	推荐（维持）
报告日期	2026 年 09 月 07 日

相关研究

【兴证医药】多家中报超预期印证产业景气向上趋势，持续看好创新药产业链+创新药——兴证医药 2026 年 9 月投资月报-2026.09.04

【兴证医药】2026H2 海外 Biotech 更新：并购与政策共振，多赛道关键数据有望持续兑现-2026.08.25

【兴证医药】个性化肿瘤疫苗迎突破，持续看好创新药产业链+创新药（2026.8.17-2026.8.21）-2026.08.23

【兴证医药】中国创新药 3.0 时代：全球竞争力与商业化盈利的双重验证-2025.04.18

分析师：孙媛媛
S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：黄翰漾
S0190519020002
huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：杨希成
S0190522090002
yangxicheng@xyzq.com.cn

分析师：邹文凯
S0190526040006
zouwenkai@xyzq.com.cn

中国创新药 4.0 时代：出海维持高景气度，迈向海外商业化阶段

投资要点：

- 中国创新药出海维持高景气度。国内创新药的研发速度、成本显著优于海外，ADC、双抗等新兴疗法管线储备全球领先，且跨国药企面临大规模专利悬崖，存在持续引入管线的需求，2026 上半年国内 License-out 数量及金额均创记录。早期对外授权品种逐步进入海外商业化叙事新阶段，同时新一代前沿管线持续输出，形成持续地迭代发展，不断提升中国创新药产业的全球竞争力。
- 中国创新药即将进入海外商业化验证阶段。截至 2026 年 7 月 25 日国内创新药在研管线数量占到全球总量的 39%，2026 年上半年中国药企 BD 交易总额在全球占比已经达到 58%，但 2025 年国产创新药在海外创新药市场的占比仅约 0.5%，随着前期完成海外授权的 ADC、IO 双抗等重磅创新品种陆续在欧美市场获批上市，国产创新药在海外创新药市场的销售份额仍有较大提升空间。2027 年预计有 5 款以上国产创新药海外商业化。
- 创新药企业的估值方法并非单一框架，随着管线不断向前推进、公司不断向前发展，适配的估值工具也在不断调整。从药物发现与临床前阶段，逐步过渡至临床开发阶段，最终进入商业化阶段，资产确定性持续抬升，估值波动也会随之逐步收敛。
- 药物上市首年的实际表现相对市场预期的偏离程度，和最终销售峰值结果具备较强相关性。2027 年开始，越来越多的中国创新药在海外进入商业化阶段，将是中国创新药在全球市场竞争力的集中验证，若初期销售能够有超预期表现，预计市场对于这些创新药品种未来的远期销售会更有信心，对于整个创新药板块也将会有提振。
- 建议关注：1）具备持续产出差异化创新管线能力的平台型企业，这类企业能够不断找到新的增长曲线，打开长期成长空间；2）拥有即将在海外进入商业化大单品的企业，大单品的远期销售峰值预期具备较大上调空间，弹性空间大；3）有望实现持续稳定盈利的企业，估值由持续兑现的经营业绩决定，具备一定安全垫，波动风险相应降低。
- 风险提示：行业政策变动超预期、市场竞争加剧的风险、研发进展不及预期的风险。

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、 中国创新药出海具备可持续性 3
二、 中国创新药即将进入海外商业化兑现阶段 6
三、 创新药企业商业化前后估值方式变化 8
四、 代表性公司股价及估值复盘 10
（一） 福泰制药 10
（二） 再生元 12
（三） 百济神州 13
（四） 艾力斯 14
五、 投资建议 16
六、 风险提示 16

图目录

图 1、 中国创新药 License-out 数量（个）及金额（亿美元） 3
图 2、 中国及其他区域创新药 License-out 数量（个） 3
图 3、 中国及其他区域创新药 License-out 首付款金额（亿美元） 3
图 4、 国及其他区域创新药 License-out 总金额（亿美元） 3
图 5、 从机制确认到 PCC 所需时间（月） 4
图 6、 临床入组速度（人/中心/月） 4
图 7、 中国新兴疗法布局规模领跑全球 4
图 8、 受专利到期影响的药物全球年销售金额（十亿美元） 5
图 9、 2025-2037 年专利到期的重磅药物品种 5
图 10、 中国创新药 License-out 项目越来越多元 6
图 11、 国产创新药销售金额在海外创新药市场的占比仍有较大提升空间 7
图 12、 全球药品市场规模（十亿美元） 8
图 13、 中国药品市场规模（十亿美元） 8
图 14、 国产创新药在全球市场的销售份额仍有较大提升空间 8
图 15、 福泰制药历史股价复盘 11
图 16、 再生元历史股价复盘 12
图 17、 百济神州历史股价复盘 14
图 18、 艾力斯历史股价复盘 15

表目录

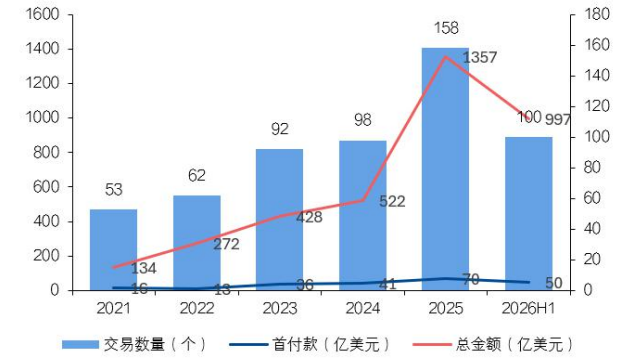
表 1、 未来 3 年内有望在海外实现商业化的中国创新药品种（不完全梳理） ... 7
表 2、 创新药每 10 亿美元销售峰值对应的 rNPV 测算 9
表 3、 商业化前后的创新药投资体系变化 10
表 4、 福泰制药股价关键催化及估值变化 11
表 5、 再生元股价关键催化及估值变化 13
表 6、 百济神州股价关键催化及估值变化 14
表 7、 艾力斯股价关键催化及估值变化 15

仅供内部参考，请勿外传

一、中国创新药出海具备可持续性

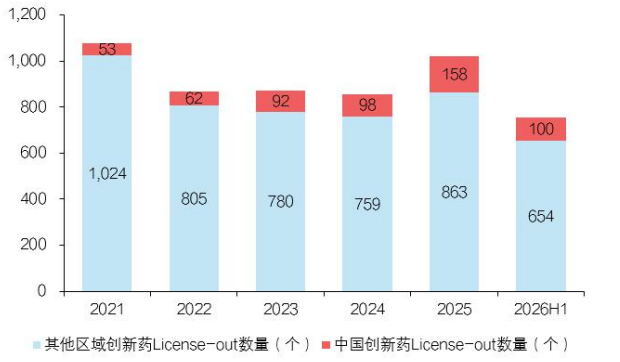
2026 年中国创新药 License-out 数量及金额有望达到历史新高。截至 2026 年上半年，中国 License-out 数量 100 起，为 2025 年全年 63%；首付款 50 亿美元，为 2025 年全年 71%；交易总金额 997 亿美元，为 2025 年全年 73%。

图 1、中国创新药 License-out 数量（个）及金额（亿美元）



数据来源：医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理

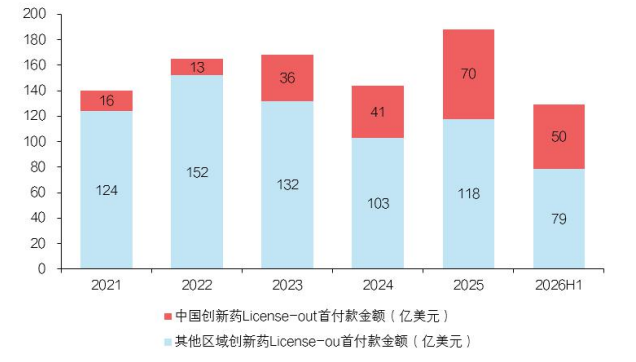
图 2、中国及其他区域创新药 License-out 数量（个）



数据来源：医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理

近年来中国创新药 License-out 数量及金额占全球比重持续提升。2026 年上半年中国 License-out 数量占全球交易数量比例达到 13%，首付款占全球交易首付款比例达到 39%，交易总金额占全球交易总金额比例达到 58%。中国创新药 License-out 交易维持高景气度，印证中国创新药企业持续创新的能力，以及海外资本与企业对中国创新药资产的青睐。

图 3、中国及其他区域创新药 License-out 首付款金额（亿美元）



数据来源：医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、国及其他区域创新药 License-out 总金额（亿美元）

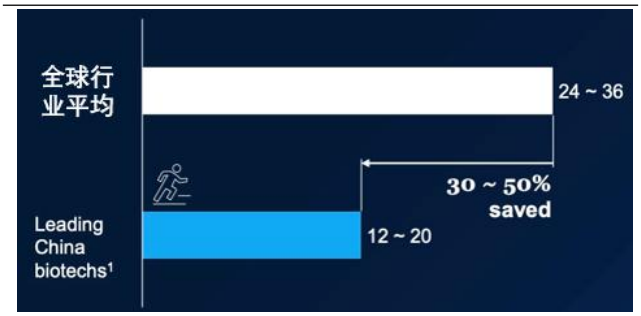


数据来源：医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

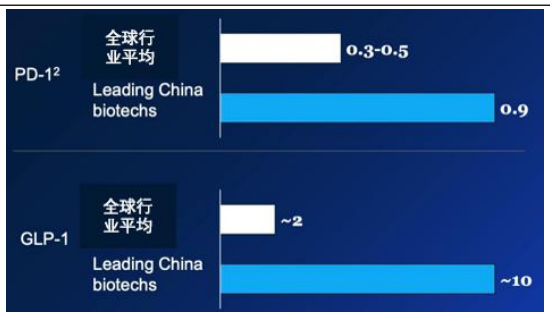
从供给端来看，中国创新药产业链的优势难以被替代，中国创新药在多个领域的研发数量占比领先全球。在临床前环节，从机制确认到 PCC（临床前候选化合物）阶段，中国领先的 Biotech 只需要 12-20 个月，而全球行业平均值为 24-36 个月，也就是国内药企能够节约 30%-50%的时间。在临床入组速度方面，中国领先的 Biotech 在 PD-1 临床入组患者的速度是海外行业平均值的 1.8-3 倍，在 GLP-1 临床入组患者的速度是全球行业平均值的 5 倍。成本方面，美国研发一款新药平均耗资 26 亿美元，而中国药企通过低成本人才、快速临床试验和灵活政策，可将成本压缩至 1/3。

图 5、从机制确认到 PCC 所需时间（月）



数据来源：麦肯锡，兴业证券经济与金融研究院整理

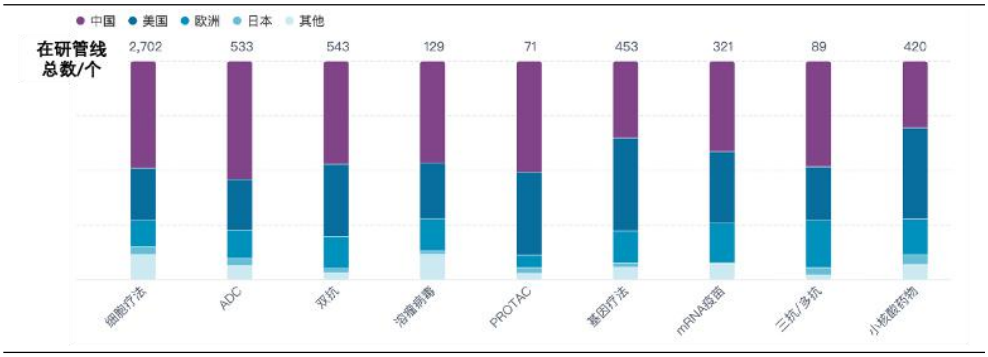
图 6、临床入组速度（人/中心/月）



数据来源：麦肯锡，兴业证券经济与金融研究院整理

在全球新兴疗法中，中国创新管线储备领跑全球。其中 ADC 在研管线数量占比超过 50%，细胞疗法、双抗、溶瘤病毒、PROTAC、三抗/多抗在研管线数量占比都接近 50%。中国创新供给结构持续升级，源源不断的优质前沿管线，保障了国内创新药 License-out 交易能够维持长期高景气。

图 7、中国新兴疗法布局规模领跑全球



数据来源：医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理，截至 2026.7.25

从需求端来看，跨国大药企面临“专利悬崖”系统性风险，需要快速从外部补充管线。创新药专利到期后，仿制药或者生物类似药的进入有可能导致原研药物在第一年内的市场份额减少 80%以上，快速下降给跨国大药企带来巨大压力，依靠自

仅供内部参考，请勿外传

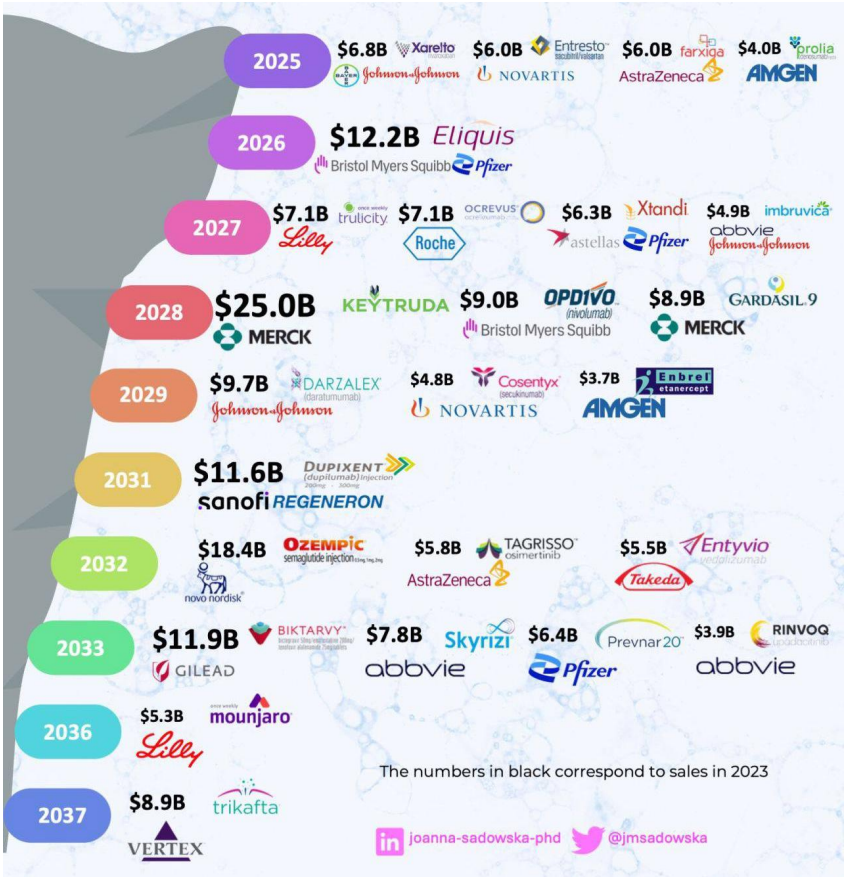
主研发很难及时填补缺口，大药企现金充足，从外部引入是获取新资产的最有效途径。据统计，到 2030 年 190 种药物（其中 69 种是重磅炸弹）将专利到期，大约 3000 亿美元的年销售收入将面临风险，预计跨国大药企引入新管线的节奏不会放缓，在此背景下，中国创新药也有望持续蓬勃发展。

图 8、受专利到期影响的药物全球年销售金额（十亿美元）



数据来源：evaluate，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2025-2037 年专利到期的重磅药物品种

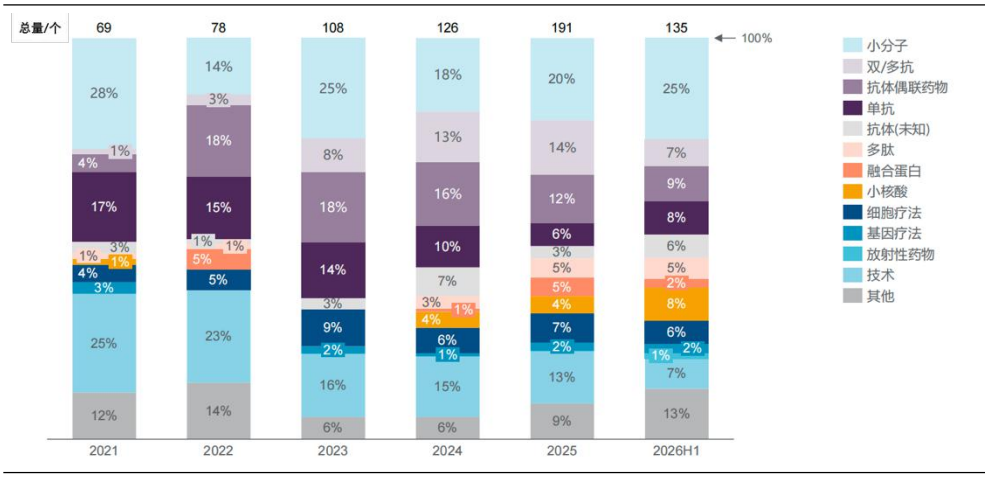


数据来源：esko，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

中国创新药 License-out 数量及金额后续增速或将逐步放缓，在全球交易中的占比越来越高后，提升空间自然也会不断收窄，但是行业逻辑将迎来切换。**完成 BD 的首批中国创新药管线将逐步迈入海外商业化兑现周期，进入到下一阶段的叙事；同时又会源源不断有新兴疗法涌现，中国创新药企业能够持续输出新的 BD 项目。**一代管线实现海外商业化之后，下一代创新资产接力出海授权，形成不断迭代的创新药出海发展逻辑。

图 10、中国创新药 License-out 项目越来越多元



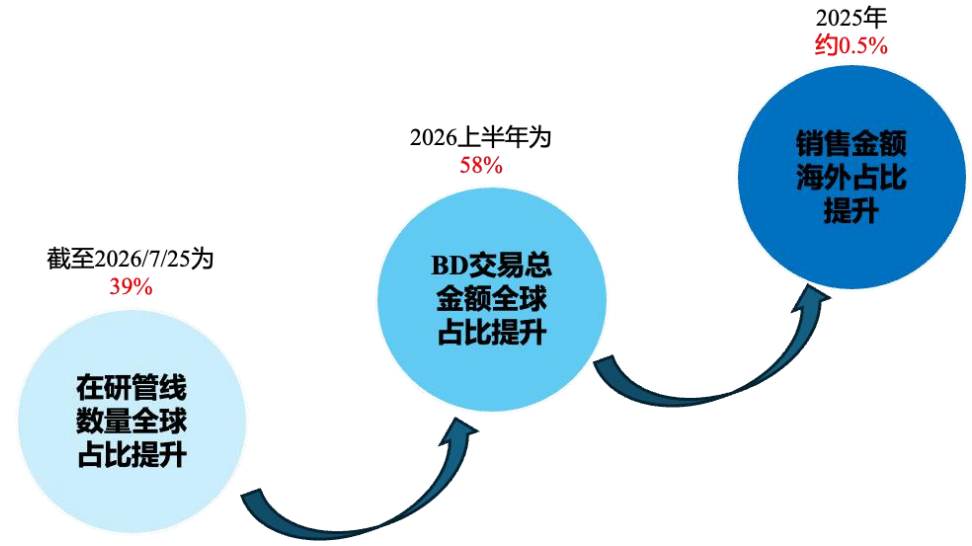
数据来源：医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理

二、中国创新药即将进入海外商业化兑现阶段

截至 2026 年 7 月 25 日国内创新药在研管线数量占到全球总量的 39%，2026 年上半年中国药企 BD 交易总额在全球占比已经达到 58%，但 2025 年国产创新药在海外创新药市场的占比仅约 0.5%(主要来自百济神州泽布替尼以及传奇生物西达基奥仑赛的贡献)，随着前期完成海外授权的 ADC、IO 双抗等重磅创新品种陆续在欧美市场获批上市，国产创新药在海外创新药市场的销售份额仍有较大提升空间。预计 2027 年在美国实现商业化的中国创新药品种包括科伦博泰 SKB264、迪哲医药舒沃替尼、康方生物 AK112、康诺亚/乐普生物 CMG901、艾力斯伏美替尼以及和黄医药赛沃替尼。

仅供内部参考，请勿外传

图 11、国产创新药销售金额在海外创新药市场的占比仍有较大提升空间



数据来源：医药魔方、towardshealthcare，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、未来 3 年内有望在海外实现商业化的中国创新药品种（不完全梳理）

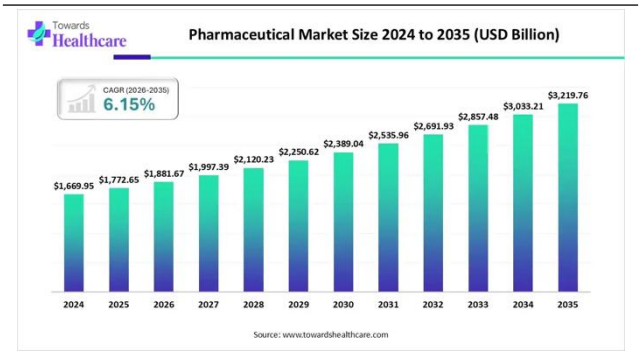
公司	产品	药物类型	海外合作方	海外首发适应症	海外目前阶段	海外预计获批时间
科伦博泰	SKB264	TROP2 ADC	默沙东	铂化疗及 IO 耐药子宫内膜癌	预估 2026H2 递交 BLA	2027 年
迪哲医药	舒沃替尼	EGFR-TKI	阿斯利康	2L Exon20ins	2025/7 已获批	2025/7 已获批
康方生物	AK112	PD-1/VEGF 双抗	SUMMIT	EGFR-TKI 耐药 NSCLC	PDUFA 日期 26/11/14	2026/11
康诺亚/乐普生物	CMG901	CLDN18.2 ADC	阿斯利康	2L+胃癌	预估 2026H2 递交 BLA	2027 年
艾力斯	伏美替尼	EGFR-TKI	Arrivent	1L Exon20ins	预估 26H2 读出 3 期数据	2027 年
和黄医药	赛沃替尼	C-Met 抑制剂	阿斯利康	2L+ MET 扩增 EGFRm NSCLC	26H2 读出 3 期数据	2027 年
翰森制药	HS-20093	B7-H3 ADC	GSK	2L+ SCLC	预估 2027/11 完成主要终点	2028 年
百利天恒	iza-bren	EGFR/HER3 ADC	BMS	EGFR-TKI 耐药 NSCLC	预估 2028/12 完成主要终点	2029 年
信达生物	IBI363	PD-1/IL-2	武田	IO 耐药 nsq-NSCLC	预估 2028/11 完成主要终点	2029 年
三生制药	SSGJ-707	PD-1/VEGF 双抗	辉瑞	1L NSCLC	预估 2029/2 完成主要终点	2029 年

数据来源：医药魔方，Arrivent 官网，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2026 年 8 月 28 日，AH 上市创新药公司合计市值约为 3.2 万亿元人民币，假设 2035 年中国创新药在海外市场的销售金额占比提升到 30%，则对应的理论估值空间约为 6.3 万亿元人民币，整体平均仍有翻倍空间。

仅供内部参考，请勿外传

图 12、全球药品市场规模（十亿美元）



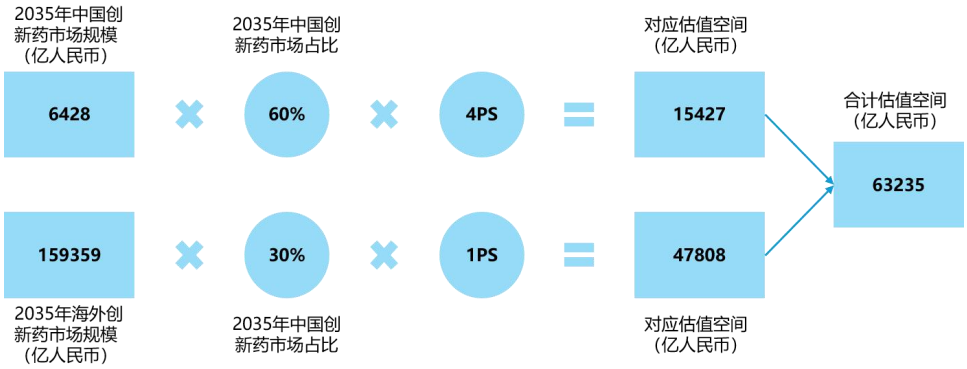
数据来源：towardshealthcare，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、中国药品市场规模（十亿美元）



数据来源：towardshealthcare，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、国产创新药在全球市场的销售份额仍有较大提升空间



数据来源：医药魔方、药智网，兴业证券经济与金融研究院整理

三、创新药企业商业化前后估值方式变化

创新药企业的估值方法并非单一框架，随着管线不断向前推进、公司不断向前发展，适配的估值工具也在不断调整。从药物发现与临床前阶段，逐步过渡至临床开发阶段，最终进入商业化阶段，资产确定性持续抬升，估值波动也会随之逐步收敛。但波动并不会完全消失，临床阶段仍会受试验数据扰动，即便是商业化之后，价格谈判、竞品冲击、销售兑现不及预期等因素依旧会带来股价变化，只是核心驱动因素由临床成败转向商业化兑现能力。

（1）药物发现及临床前阶段：在这一早期阶段，企业未来 10-15 年的现金流存在极大不确定性，传统折现现金流（DCF）模型参考价值有限。估值主要运用风险投资估值法，通过退出端目标回报率倒推企业当前价值；同时也可以依靠可比交易分析，对标同类早期资产的首付款与交易条款。

（2）临床开发阶段（I-III 期）：这一阶段的核心估值工具是风险调整后净现值（rNPV），rNPV 将临床试验的成败风险纳入模型，通过成功概率对未来现金流进行调整。随着 I 期、II 期、III 期数据陆续读出，成功的概率不断提升。该方法能

仅供内部参考，请勿外传

够细致刻画药物在各开发阶段的价值变化，成功的临床数据可能会带来价值跃升，失败的临床数据也可能会带来显著下修。

临床阶段的 rNPV 的估值方法区间波动幅度较大。rNPV 的计算包含多项相互关联的变量：从目前临床临床阶段推进至下一临床阶段的成功概率；药物获批适应症下可实现的销售峰值；到达销售峰值所需时间；如存在授权，则还需考虑特许权使用费或利润分成；专利到期时间；折现率；成本及毛利率假设；企销售管理费用（SG&A）和研发费用（R&D）等。

销售峰值的测算偏差一般是导致 rNPV 波动的主要原因。销售峰值一般出现在药物上市后的 5-8 年，该预测需要估算获批适应症对应的患者基数、药物可实现的渗透率、单患者年度用药费用，以及在存在竞争的市场格局下该药能够获取的市场份额。以上每一项输入参数均存在不确定性。

表 2、创新药每 10 亿美元销售峰值对应的 rNPV 测算

研发阶段	成功概率	折现率	每 10 亿美元销售峰值对应的 rNPV（亿美元）
临床前	5-10%	12-15%	0.6-1.2
I 期临床	10-15%	12%	1.3-2
II 期临床	20-30%	10-12%	2.1-3.8
III 期临床	55-70%	10%	5.8-7.3
递交 NDA	80-90%	10%	8.4-9.4

数据来源：DrugPatentWatch，兴业证券经济与金融研究院整理

（3）商业化阶段：药物获批上市并产生实际收入后，估值逻辑会向传统公司金融指标靠拢。企业价值/息税折旧摊销前利润（EV/EBITDA）、企业价值/营收（EV/Revenue）、市盈率（P/E）等相对估值倍数成为主要分析工具。对于成熟的制药企业，也会受专利悬崖带来的估值折价与管线储备带来的估值溢价。例如在 2021 年，市场预期来那度胺将迎来专利悬崖，BMS 远期 EV/EBITDA 仅约 7-8 倍；而 AZ 手握多款已上市肿瘤药物，同时管线储备扎实，同期远期 EV/EBITDA 达到 18-20 倍。

对于海外刚获批的创新药，上市首年商业化表现是短期估值当中信息含量最高的变量。海外市场会跟踪药物上市后前四个季度的三项核心指标：**（1）总处方量增速，**用以判断医生认知以及处方行为是否符合预期节奏；**（2）新增处方量增速，**能够预示后续总处方的发展趋势；**（3）实际净价，**即扣除返利（rebates）、患者共付援助（copay assistance）及批发商回扣（wholesaler chargebacks）后，单张处方对应的平均收入。

药物上市首年的实际表现相对市场预期的偏离程度，和最终销售峰值结果具备较强相关性。根据 DrugPatentWatch 的历史统计，首年实际收入落在市场师一致预

仅供内部参考，请勿外传

期±20%区间内的药物，后续有 68%概率能够达到甚至超过销售峰值预测；而首年收入较一致预期低于 30%以上的药物，后续有 74%概率无法兑现销售峰值预测。

2027 年开始，越来越多的中国创新药在海外进入商业化阶段，将是中国创新药在全球市场竞争力的集中验证，若初期销售能够有超预期表现，预计市场对于这些创新药品种未来的远期销售会更有信心，对于整个创新药板块也将会有提振。

表 3、商业化前后的创新药投资体系变化

所处阶段	主要估值方法	辅助估值方法	核心考虑因素
临床前	风险投资估值法	可比交易	团队能力、专利布局范围、适应症市场空间
I 期临床	rNPV	可比公司	临床成功概率、药物市场空间、给药剂量数据
II 期临床	rNPV+ EV/Revenue	分部估值法 SOTP	疗效信号、生物标记物数据、专利与现金存续期（IP runway）
III 期临床/递交 NDA	DCF+先例交易（precedent transactions）	EV/EBITDA	临床终点、获批适应症标签、专利保护期
商业化阶段	EV/EBITDA、EV/Revenue、P/E	DCF+股息折现模型	报销目录准入、专利到期时间、管线储备丰富度

数据来源：DrugPatentWatch，兴业证券经济与金融研究院整理

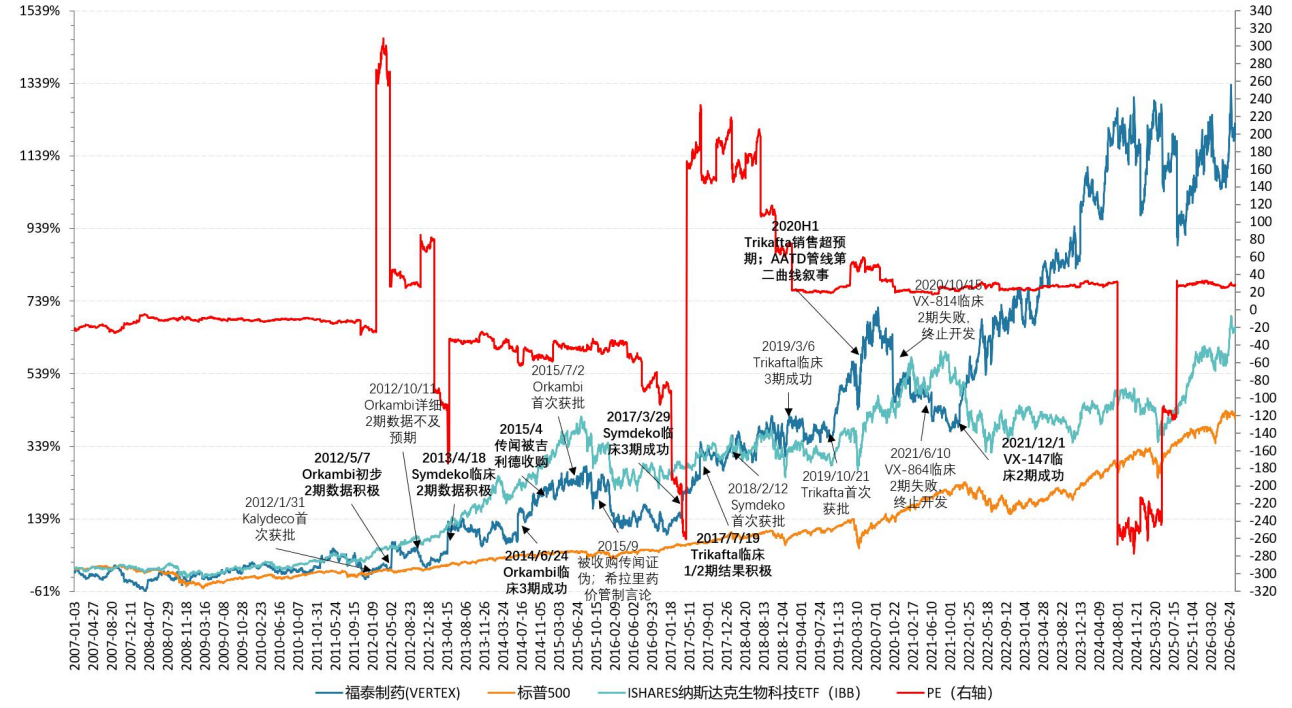
四、代表性公司股价及估值复盘

（一）福泰制药

在核心大品种实现商业化之前，公司以管线驱动的 PS 估值范式为主，股价随关键临床数据读出动态调整产品销售峰值预期。2019 年 10 月 Trikafta 获批上市，2019Q4 及 2020H1 产品销售持续超预期，进入商业化兑现阶段，对销售的乐观预期带来非线性的股价快速上行，估值中枢进一步抬升。

仅供内部参考，请勿外传

图 15、福泰制药历史股价复盘



数据来源：wind，医药魔方，福泰制药官网，CBS，FiercePharma，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、福泰制药股价关键催化及估值变化

时间	事件	估值变化
2012/5/7	Orkambi 临床 2 期数据积极	销售峰值预期由～20 亿美元提升至～30 亿美元
2013/4/18	Symdeko 临床 2 期数据积极	销售峰值预期由～30 亿美元提升至～40 亿美元
2014/6/24	Orkambi 临床 3 期成功	销售峰值预期由～40 亿美元提升至～50 亿美元
2014/6/24-2015/7/2	Biotech 板块整体上行，交易 Orkambi 获批预期，且传出被吉利德收购可能	销售峰值预期由～50 亿美元提升至～80 亿美元
2015/9/21-2017/1/5	希拉里抛出管制药价政策，被吉利德收购传闻被证伪	销售峰值预期由～80 亿美元提升至～50 亿美元
2017/3/28	Symdeko 临床 3 期成功	销售峰值预期由～50 亿美元逐步提升至～80 亿美元
2017/7/18	Trikafta 临床 1/2 期结果积极	销售峰值预期由～80 亿美元逐步提升至～120 亿美元
2019/10/21-2020/7/20	Trikafta 获批上市，2019Q4 及 2020H1 销售持续超预期，同时开启 AATD 产品作为第二增长曲线叙事	销售峰值预期由～120 亿美元逐步提升至～200 亿美元，此时 PE 达到 52 倍
2020/7/21-2020/10/14	前期涨幅较大	PE 由 52 倍逐步调整至 34 倍
2020/10/14-2021/11/30	VX-814、VX-864 接连临床失败，影响投资人信心，出现超跌	PE 由 34 倍逐步调整至 22 倍
2021/12/1	VX-147 临床成功，CF 药物销售持续增长，投资人信心恢复	PE 逐步恢复到 30 倍左右

注：销售峰值预期=市值/4PS

数据来源：wind，医药魔方，福泰制药官网，CBS，FiercePharma，兴业证券经济与金融研究院整理

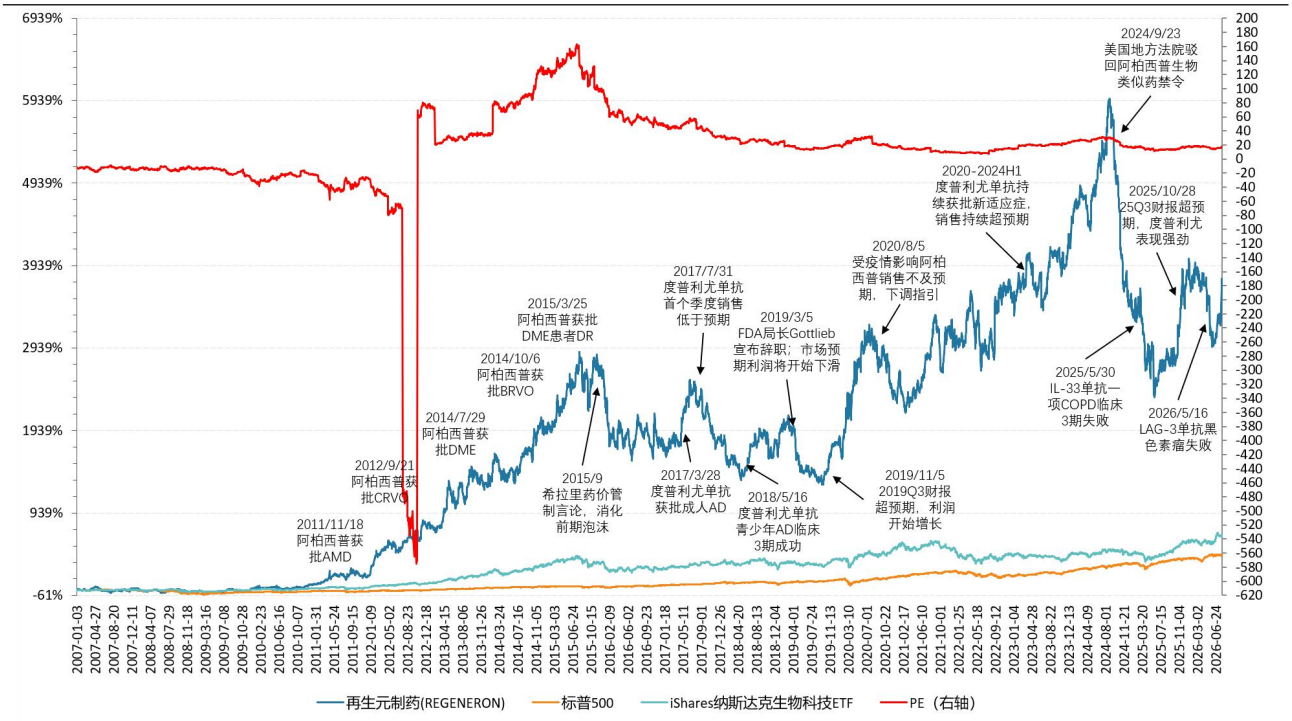
仅供内部参考，请勿外传

伴随 CF 核心大品种持续放量，公司实现稳定盈利，估值范式逐步向 PE 切换，利润成为估值锚，但 PE 并非固定不变，依旧会受到管线进展的扰动。2020-2021 年 VX-814、VX-864 两条非 CF 管线接连临床失败，市场对公司平台跨疾病拓展能力信心受挫，出现阶段性超跌，PE 由 52 倍回落至 22 倍附近；后续随着 VX-147 取得临床 POC 成功，叠加 CF 药物销售维持高增长，市场信心再次修复，PE 修复回到 30 倍左右。可以看到，企业实现盈利之后，PE 形成估值锚，但管线临床的预期变化仍会造成 PE 的阶段性偏离。

（二）再生元

公司早期市值主要由阿柏西普驱动，市场对该产品初始销售预期并不高，随着适应症持续拓展与商业化放量，销售峰值预期不断上修，带动公司市值持续抬升。度普利尤单抗的获批为公司打开第二增长曲线，但在其大品种潜力完成充分验证之前，股价走势整体较为纠结。随着多个关键适应症落地，度普利尤单抗的重磅品种价值得到确认，公司股价迎来快速上行阶段。往后公司股价表现同时受业绩兑现与管线进展双重驱动：业绩兑现超预期将带来估值修复，而业绩不及预期、管线临床受挫则会带来估值回调。尽管度普利尤单抗依旧能够提供稳健的现金流底座，但由于缺少下一个能够接力的重磅创新品种，估值中枢难以再次触及 30 倍的高位，后期 PE 维持在 15-20 倍区间。

图 16、再生元历史股价复盘



数据来源：wind，医药魔方，CBS，再生元官网，BiopharmaDive，FiercePharma，药智网，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

表 5、再生元股价关键催化及估值变化

时间	事件	估值变化
2011/11/18-2015/8/5	阿柏西普持续获批新适应症，销售快速放量	销售峰值预期由～10 亿美元提升至～150 亿美元
2015/11/18-2016/6/27	药价管制政策担忧，消化前期泡沫	销售峰值预期由～150 亿美元调整～至 90 亿美元
2017/3/28-2017/7/24	度普利尤单抗获批，开启第二增长曲线叙事	销售峰值预期由～90 亿美元提升至～140 亿美元
2017/7/31-2018/5/9	度普利尤单抗销售不及预期	销售峰值预期由～140 亿美元调整至～80 亿美元
2018/5/16-2019/3/5	度普利尤单抗青少年中重度 AD 临床 3 期成功	销售峰值预期由～80 亿美元调整至～120 亿美元
2019/3/6-2019/10/8	全球风险偏好收缩，板块承压，市场放大不确定风险，担心诺华 Beovo 对阿柏西普的冲击，度普利尤单抗尚未完成多适应症验证，出现超跌	销售峰值预期由～120 亿美元调整至～80 亿美元，PE 为 15 倍
2019/11/15-2024/9/20	阿柏西普稳健增长，度普利尤单抗快速放量，业绩持续超预期	PE 由 15 倍逐步恢复到 30 倍左右（不考虑新冠中和抗体贡献）
2024/9/23-2025/6/5	美国地方法院驳回阿柏西普生物类似药禁令，阿柏西普逐步进入下滑趋势，新管线临床推进不顺利	PE 由 30 倍调整至 12 倍左右
2025/6/6 以后	度普利尤单抗仍保持稳健增长，但缺少下一个重磅接力产品	PE 在 15-20 倍区间

注：销售峰值预期=市值/4PS

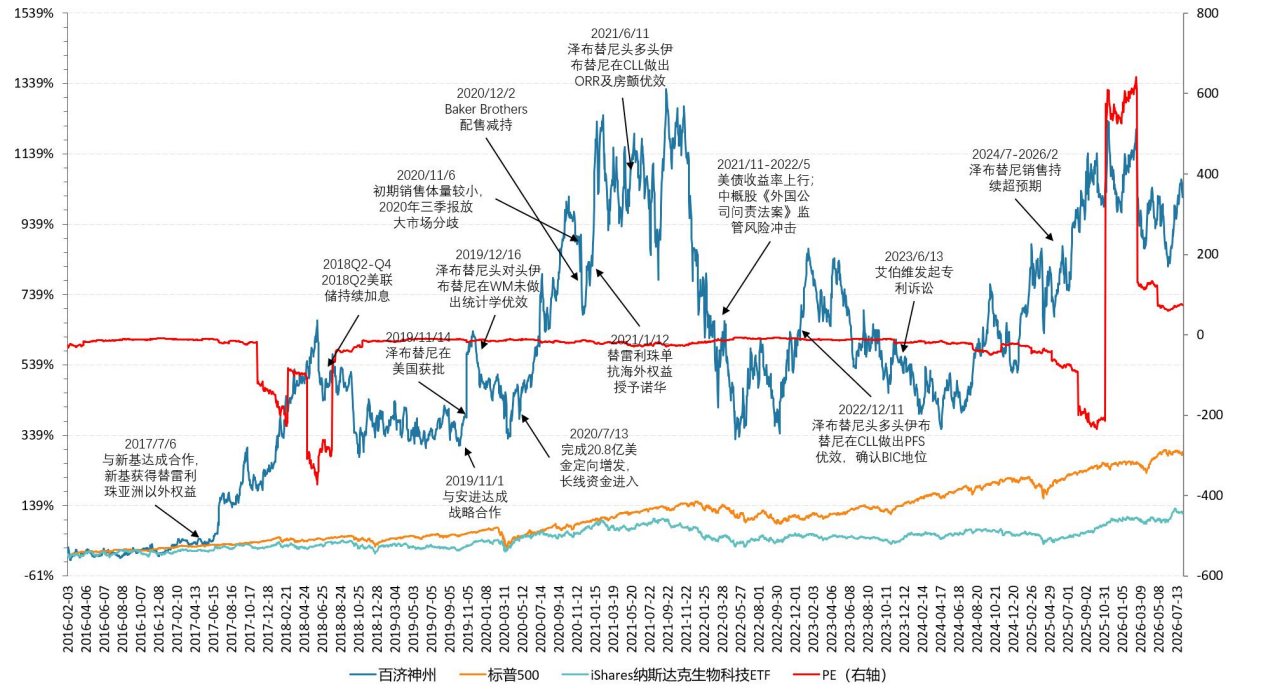
数据来源：wind，医药魔方，CBS，再生元官网，BiopharmaDive，FiercePharma，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）百济神州

百济神州股价高度跟随核心产品远期销售峰值预期变化，泽布替尼估值经历多轮修正：WM 头对头临床试验失利压制预期；商业化启动叠加 CLL 期中数据，市场上调销售峰值，但 BIC 地位缺少 PFS 硬终点支撑；CLL 的 PFS 优效结果正式确认 BIC 地位，叠加美国商业化放量，远期销售天花板显著抬升；后续专利诉讼又带来情绪恐慌，使得预期下修。前期股价受临床数据读出、BD 交易、海外监管等事件驱动，波动较为剧烈；随着商业化持续验证、收入体量越来越大，定价逐步向商业化兑现靠拢，同时新管线叠加弹性增量。

仅供内部参考，请勿外传

图 17、百济神州历史股价复盘



数据来源：wind，百济神州官网，新华社，新浪财经，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、百济神州股价关键催化及估值变化

时间	事件	估值变化
2017/7/5	与新基达成合作，新基获得替雷利珠亚洲以外权益	销售峰值预期由～5 亿美元逐步提升至～30 亿美元
2018Q2-Q4	美联储持续加息	销售峰值预期由～30 亿美元调整至～20 亿美元
2019/10/31	与安进达成战略合作	销售峰值预期由～20 亿美元提升至～35 亿美元
2019/12/16	泽布替尼头对头伊布替尼在 WM 未做出统计学优效	销售峰值预期由～35 亿美元调整至～25 亿美元
2020/7-2021/11	完成 20.8 亿美元定向增发，长线资金进入；在美国进入商业化阶段；泽布替尼头多头伊布替尼在 CLL 做出 ORR 及房颤优效	销售峰值预期由～25 亿美元提升至～90 亿美元
2021/11-2022/5	美债收益率上行，板块承压；中概股《外国公司问责法案》监管风险冲击	销售峰值预期由～90 亿美元调整至～30 亿美元
2022/12/13	泽布替尼头多头伊布替尼在 CLL 做出 PFS 优效，确认 BIC 地位	销售峰值预期由～30 亿美元提升至～70 亿美元
2023/6/13	艾伯维发起专利诉讼	销售峰值预期由～70 亿美元调整至～35 亿美元
2024/7-2026/2	泽布替尼销售持续超预期	销售峰值预期由～35 亿美元调整至～110 亿美元

注：销售峰值预期=市值/4PS
数据来源：wind，百济神州官网，新华社，新浪财经，兴业证券经济与金融研究院整理

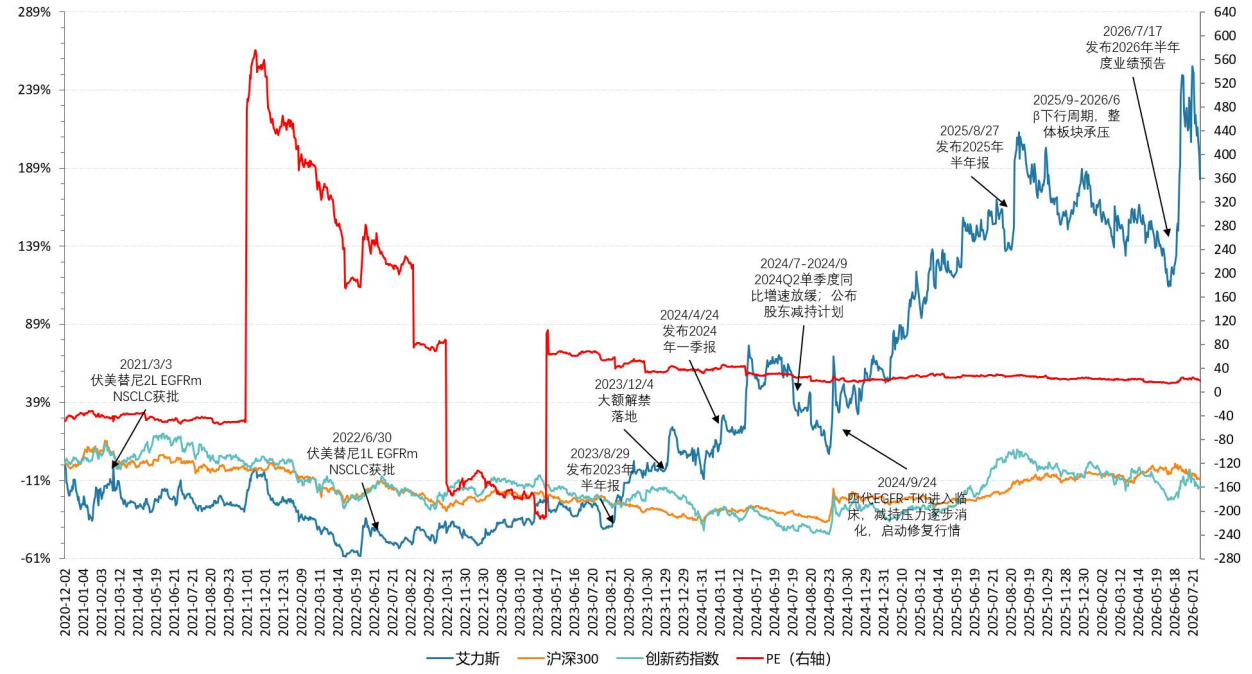
（四）艾力斯

公司核心产品伏美替尼完成商业化放量并实现持续稳定盈利后，估值范式完成从管线 PS 向盈利 PE 的切换，业绩兑现成为股价核心驱动主线。公司股价长期跟

仅供内部参考，请勿外传

随核心单品销售预期变动，业绩持续超预期阶段会同步上修远期销售天花板，带动估值与股价同步上行；但行情走势持续受到创新药板块整体β波动、股东减持等外部因素扰动，阶段性压制估值与股价，形成短期回调。从估值体系来看，实现稳定盈利后，PE 成为公司核心估值锚定标准，即便阶段性受板块情绪、减持利空拖累，只要核心产品销售增长逻辑未结束，市场预期终将修复，PE 中枢随之回弹，估值回归与业绩匹配的合理区间。

图 18、艾力斯历史股价复盘



数据来源：wind，艾力斯公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、艾力斯股价关键催化及估值变化

时间	事件	估值变化
2023/8/29	发布 2023 年半年报，业绩超预期	销售峰值预期由～30 亿人民币逐步提升至～60 亿人民币
2024/7-2024/9	2024/7/20 发布股东减持计划；2024/8/21 发布 2024 年半年报，2024Q2 收入同比增速相较于 2024Q1 放缓	销售峰值预期由～60 亿人民币逐步调整至～45 亿人民币，本轮调整周期 PE 最低触及约 16 倍
2024/9/24	四代 EGFR-TKI 进入临床；减持压力逐步消化，开启修复行情，公司业绩持续超预期	销售峰值预期由～45 亿人民币逐步提升至～130 亿人民币，PE 修复到约 28 倍
2025/9-2026/6	创新药 β 下行期，整体板块承压	销售峰值预期由～130 亿人民币逐步调整至～90 亿人民币，本轮调整周期 PE 最低触及约 15 倍
2026/7/17	发布 2026 年半年报预告，业绩超预期	销售峰值预期由～90 亿人民币逐步提升至～150 亿人民币，PE 修复到约 25 倍

注：销售峰值预期=市值/4PS

数据来源：wind，艾力斯公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

五、投资建议

当前国内创新药行业 BD 交易维持高景气度，同时逐步迈向海外商业化兑现的阶段，越来越多的创新药企业也将进入盈利阶段，行业中长期配置价值突出。

1）可持续 BD 交易：中国创新药产业链的优势难以被替代，能够快速跟进并研发出差异化品种，新兴疗法管线数量领先全球，为 BD 交易长期景气提供充足供给支撑。单一品种存在明确销售天花板与生命周期约束，难以支撑长期估值上行，关注具备持续产出差异化创新管线能力的平台型企业，这类企业能够不断找到新的增长曲线，打开长期成长空间。

2）海外商业化兑现：关注即将在海外进入商业化阶段的高确定性重磅产品，上市初期销售兑现力度若连续超预期，市场将快速上调单品远期销售峰值，带动估值、股价出现非线性上行。此外重磅大单品随着适应症的不断拓展、市场认可度的不断提升，远期销售天花板仍具备上调空间。

3）实现稳定盈利：对于实现持续稳定盈利的创新药企，中长期股价中枢由持续兑现的经营业绩决定，具备估值安全垫，板块系统性β下行等利空因素仅会带来阶段性估值回调，若核心产品增长逻辑未发生实质破坏，业绩终将驱动估值中枢修复。拥有稳定现金流后，市场也将减少对融资压力和研发投入可持续性的担忧，降低一定的波动风险。

六、风险提示

行业政策变动超预期：医药行业通常面临较高的市场准入门槛和严格的监管政策。由于政府和社会保障支出在卫生总费用中占有较大比例，任何超出预期的政策变动都可能对行业内公司的研发和销售活动产生影响。

市场竞争加剧的风险：随着新兴技术在医药产业中的传播和应用，行业内公司的创新能力普遍提高。这可能导致特定产品的竞争格局变得更加激烈。竞争对手的研发进展可能会显著影响产品的生命周期和市场预期。

研发进展不及预期的风险：创新研发过程充满不确定性，存在研发失败的风险。医药产品的研发周期通常较长，而外部环境和市场竞争格局也在不断变化。因此，研发进展缓慢可能导致错失商业化的机会。

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

本公司为艾力斯(688578)、迪哲医药(688192)、百利天恒(688506)做市商。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn