

4523 エーザイ株式会社 (Eisai Co., Ltd.)

Kabugami V3.2 62.84/100 · B

这家公司是做什么的

エーザイ正在从“LENVIMA提供现金、DAYVIGO补充增长”的制药公司，转成以阿尔茨海默病诊断—治疗生态和下一代神经科学管线为核心的全球平台；但其两个最大价值锚点都高度依赖合作伙伴，因此销售增…

最近亮点

LEQEMBI IQLIK自2026-08-24起已在美国用于皮下注射起始治疗，LEQEMBI已获53个国家/地区批准；FY2026 Q1收入2,343亿日元、营业利润247亿日元，同比分别增长15.6%和19.2%。

资料截止 2026-09-10 · Kabugami 研究

合规与风险声明：本报告为研究记录，不构成投资建议、投资勧诱、买卖推荐、目标价或收益保证。投资者可能损失全部本金。

研究身份与发布溯源

研究来源	GPT 研究
研究日期	2026-09-10
研究规则版本 SHA	68d79b05964d8d79813fd4c18adae86caa24ae24
评分版本	V3.2
发布源 SHA	931ad8234433e54bf48417bcd2cecf935e339b79
交付代码版本 SHA	4501d2b6d2399128946f5b9bccf944107c7860ad
交付运行时指纹	12a45f56492f74cb0e4f034af8c412b4d3c116c479270be19d7d24ac1621d5d9

先看研究要点

为什么值得研究	LEQEMBI 全球审批与皮下制剂降低治疗入口摩擦，DAYVIGO 继续增长，LENVIMA 仍提供强大的现有盈利基础；资产负债表仍有较强缓冲，董事会外部董事占多数。
最需要担心什么	LEQEMBI 与 Biogen 按 50/50 分享利润/亏损且仍承担高额研发和商业化投入；LENVIMA 同样与 Merck 分享适用利润，并面对 2030 年美国仿制药开放窗口；当前 ROE/ROIC 仍低，160 日元稳定分红的派息率一度超过 100%，大规模未来投资需要真正的资本回报兑现。
Kabugami 现在怎么看	本轮 Research 最重要的变化，是把“LEQEMBI 能不能增长”升级为“LEQEMBI 能不能及时成为足够大的留存利润与现金引擎”。IQLIK 和血液生物标志物确实扩大治疗入口，但这些入口也会同时扩大 Kisunla 等竞争者的患者池；而 LENVIMA 的美国仿制药窗口已经有 2030 年这一具体时间锚。当前估值并非深度折价，价格也只是在 2024 暴跌后形成较低区间的修复，尚未回到过去神经科学预期驱动的高价格中心。因此现在最有信息量的下一步不是再追一条审批新闻，而是观察 LEQEMBI 新增治疗开始数、合作后利润/现金、ROIC 和价格中心是否同步提高。

01 | 这次真正要回答的问题

1.1 | Investment Question：2030 之前，新的现金引擎能不能真正接棒

エーザイ已经跨过了一个很重要的阶段。LEQEMBI 不再只是临床成功或审批预期：它已经在美国、日本、中国、欧洲等多个主要市场获批，2026 年 8 月美国又正式提供 IQLIK 皮下注射起始治疗；FY2026 Q1 全球 LEQEMBI 收入约 293 亿日元，同比增长约 27%。

如果只看这一层，很容易得出“阿尔茨海默病市场巨大，所以成长确定”的结论。但普通股东真正拿到的不是销售额，而是销售额穿过合作分成、研发、商业化、诊断和治疗基础设施之后留下的现金。

因此本次 Review 的核心问题是：

エーザイ能不能把LEQEMBI 从一个高速增长、但仍重投入且与Biogen 50/50 分享经济利益的合作项目，变成足够大的留存利润与现金引擎，在LENVIMA 美国仿制药从2030 年前后进入市场之前完成盈利支柱的接棒；同时让更方便的皮下注射和血液诊断扩大真正的治疗开始数，而不是只扩大一个会被Kisunla 等竞争者共同争夺的患者池？

相关研究发现：F001·F002·F003·F004

1.2 | Research Dividend：两个最大价值锚点都不是 100%独享经济利益

LEQEMBI 由エーザイ主导全球开发、申报和商业化，但 Biogen 的 2026 Q2 10-Q 明确披露：两家公司平均承担研发、销售与市场费用，并平均分享利润和亏损；BioArctic 作为原始抗体技术合作方还享有全球销售相关里程碑和 royalty。

LENVIMA 也不是简单的“エーザイ销售额”。Merck 的 2026 Q2 10-Q 说明，エーザイ作为 principal 记录全球销售，但适用利润由双方平均分享。Merck 仅其 LENVIMA alliance revenue 在 2026 Q2 就达到 2.83 亿美元、上半年 5.39 亿美元。

这意味着最重要的公司转型不是“旧药换新药”，而是：一个已经成熟、但分享利润的肿瘤现金引擎，要在专利时钟推进时，被另一个同样分享经济利益、且仍处于大额投入阶段的神经科学引擎接替。

相关研究发现：F002·F004

02 | 公司本质：从药品组合走向神经科学治疗生态

2.1 | 3L 仍然是当前现金与增长的核心

FY2026 Q1，エーザイ收入 2,343 亿日元，同比增长 15.6%；营业利润 247 亿，同比增长 19.2%。增长主要由公司所谓“3L”——LENVIMA、LEQEMBI、DAYVIGO——推动。

Q1 公开资料显示，LENVIMA 收入约 973 亿日元、LEQEMBI 约 293 亿、DAYVIGO 约 189 亿。三者不是同一种经济结构：LENVIMA 是成熟肿瘤资产、LEQEMBI 是高增长合作型生物药、DAYVIGO 则是公司自有睡眠药资产。把它们放在一起看，可以看到エーザイ正在同时依靠“成熟现金流 + 新平台扩张 + 自有产品增长”跨越产品生命周期。

相关研究发现：F001·F004·F009

2.2 | 真正的新平台不只是 LEQEMBI，而是“诊断→治疗→长期管理”

LEQEMBI IQLIK 把治疗从定期静脉输注扩展到可在家使用的皮下注射；EcoNaviSta 和 Theoria 等数字业务则试图把认知风险识别、生活数据、就医和治疗连接起来。AHEAD 3-45 又把研究进一步推向临床症状出现前的人群。

如果这些环节可以串起来，エーザイ的价值不只是卖一支抗体，而是减少从“发现风险”到“确诊、开始治疗、长期坚持治疗”的摩擦。问题在于，每一个环节都有医保、医生能力、影像/血液诊断、ARIA 监测、患者依从性和竞争药物共同决定转化率，生态本身并不会自动形成垄断。

相关研究发现：F003·F009

03 | LEQEMBI：销售增长已经成立，留存经济性仍在证明

3.1 | IQLIK 确实降低了治疗入口摩擦

2026 年 7 月，美国 FDA 批准 LEQEMBI IQLIK 作为早期阿尔茨海默病的皮下注射起始治疗；8 月 24 日正式可用。患者从治疗开始就可以选择每周皮下注射，而不是必须先完成 18 个月静脉治疗后才进入居家维持。

这改变了治疗流程的一个真实瓶颈：输液中心容量、定期到院和长期静脉治疗负担。LEQEMBI 目前已在 53 个国家和地区获批，说明エーザイ的全球监管执行能力也已经被现实证明。

但 IQLIK 仍需要处方、专科药房、保险覆盖和安全监测。形式更方便不等于患者会自动进入治疗。

相关研究发现：F001·F003

3.2 | 外部伙伴账本告诉我们：目前仍是“高增长 + 高投入”

Biogen 不是观察者，而是 LEQEMBI 经济利益的一半承担者。其截至 2026 年 6 月的 10-Q 显示，Q2 Alzheimer's collaboration revenue 为 6,370 万美元；同一季度 Biogen 承担的 LEQEMBI 开发费用为 3,080 万美元，承担的销售与市场费用为 7,760 万美元。

把这三行直接相减会得到负值，但这不能被当作完整的 LEQEMBI 产品 P&L，因为合作收入已经包含特定净额定义，且双方还有其他成本/资产负债项目。真正有用的结论更克制：合作方的公开账本已经证明，LEQEMBI 在当前规模仍需要非常重的研发和商业化投入，销售增长不能直接等同于成熟的留存利润率。

相关研究发现：F002

3.3 | 供应链依赖也属于合作经济的一部分

Biogen 10-Q 同时披露，其与エーザイ存在供应协议，由 Biogen 制造 LEQEMBI drug substance 和 drug product，期限至 2031 年底。对于一个正在快速扩张全球销售的生物药，这是实质性的关键依赖。

这不是当前已经发生的供应问题；它说明 LEQEMBI 的护城河和风险都嵌入共同生产、共同商业化和共同经济利益，而不是完全由エーザイ单独控制的一条价值链。

相关研究发现：F002·F010

04 | 竞争与诊断：入口扩大，不等于份额自动扩大

4.1 | 血液检测可能扩大整个治疗市场，而不是只利好 LEQEMBI

Roche 在 2026 年 8 月 24 日获得美国 FDA 对 Elecsys pTau217 血液检测的 clearance。该检测由 Roche 与 Eli Lilly 合作开发，并可利用美国超过 4,500 台 cobas 仪器部署。

它的重要性很高：阿尔茨海默病过去的确诊路径依赖 PET 或脑脊液等资源密集方式，血液检测有机会让更多患者更早进入专科评估和治疗漏斗。

但这恰好也是一个强反证。Roche/Lilly 的诊断基础设施不是エーザイ专属资产；它如果把患者漏斗做大，也会给 Kisunla 和未来其他抗体带来更多潜在治疗开始。因此，BBM 对エーザイ是市场扩容变量，而不是可以直接计入 moat 的独享入口。

相关研究发现：F003

4.2 | Kisunla 已经成为现实商业竞争者

Lilly 2026 Q2 财报显示，Kisunla 季度销售 1.67 亿美元，上半年 2.91 亿美元。Lilly 自己的患者网站还称其在 2025 年下半年美国新处方启动数据中处于领先地位。

因此，LEQEMBI 的竞争优势必须来自临床证据、安全/监测体验、给药便利、医生路径、全球覆盖和长期治疗定位，而不能把“第一个建立市场”本身当成永久份额。

相关研究发现：F003

05 | LENVIMA 与 2030：现金引擎已经成熟，时间却开始变得具体

5.1 | LENVIMA 仍是公司当前最大的单一产品支柱

FY2026 Q1，LENVIMA 收入约 973 亿日元，远高于 LEQEMBI 的 293 亿日元。Merck 与エーザイ在多个肿瘤适应症上共同开发 LENVIMA 组合疗法；Merck 的披露显示适用利润由双方平均分享。

这种合作极大扩大了临床、商业和 KEYTRUDA 组合价值，但它也意味着收入数字与普通股东最终留存利润之间存在一层重要的合作分成。

相关研究发现：F004

5.2 | 2030 不是精确“专利悬崖”，但已经是明确的风险窗口

エーザイ与 Sun Pharma 及 Dr. Reddy's 的美国仿制药诉讼和解允许相关 generic lenvatinib 从 2030 年 7 月 1 日起进入美国，除非约定的特定情形更早发生；其他诉讼仍可能改变具体结果。

这不意味着 2030 年 7 月 2 日 LENVIMA 利润会瞬间消失，也不能把美国销售按一个固定百分比机械砍掉。它的意义在于：投资者不再需要用模糊的“未来有专利风险”思考，而可以把 2026—2030 视为一个真实的接棒窗口。

相关研究发现：F001·F004

06 | 盈利质量与现金：强毛利并没有自动变成高资本回报

6.1 | Q1 经营改善是真实的，但投入同样在增长

FY2026 Q1 毛利约 1,832 亿日元，毛利率约 78.2%；营业利润率约 10.6%。这是一家典型高毛利制药公司的收入结构。

但同一季度 R&D 费用约 437 亿日元，同比增长 12.7%；SG&A 约 1,148 亿日元，同比增长 14.6%，其中包括 LENVIMA 利润分享和 LEQEMBI 积极商业化投入。利润增长快于收入是正面信号，却还不足以证明新平台已经跨过重投入阶段。

相关研究发现：F002·F005

6.2 | 五年现金流告诉我们：エーザイ有现金能力，但现金转换并不稳定

截至 2026 年 3 月的公开财务数据，经营现金流约 613 亿日元、自由现金流约 460 亿日元；2025 年自由现金流约 182 亿，2024 年约 417 亿，而 2023 年曾为负值。

这种波动与制药公司的研发、里程碑、上市投入、库存和产品生命周期一致。它说明资产负债表可以支持长期研发，却也提醒我们：不能把一季营业利润年化后直接当作可分配现金。

相关研究发现：F005

6.3 | 净现金缓冲是真实优势，未来投资计划让 ROIC 更重要

FY2026 期末归母权益比率约 62%；公开财务资料显示现金和金融资产仍足以提供较强的净现金/低净杠杆缓冲。与此同时，库存和债务较数年前显著增加，LEQEMBI 商业化、研发、EcoNaviSta 收购以及全球供应能力都在吸收资本。

2026 年管理战略又提出大规模三年投资和新的债务融资能力，并把中长期 adjusted ROIC 目标放到更高位置。这个方向是对的，但它把问题从“有没有钱投”转成“投出去的钱能不能稳定跑赢资本成本”。

相关研究发现：F005·F006

07 | 下一代管线：真正的价值是降低两个合作型锚点的集中度

7.1 | etalanetug：tau 路径值得重视，但今天仍是临床期资产

エーザイ正在推进 anti-MTBR tau antibody etalanetug。2026 AAIC 资料显示，该药在 DIAD 研究中显著降低了与 tau 病理相关的 eMTBR-tau243 生物标志物，并正在早发散发 AD 等研究与 lecanemab 背景治疗共同评估。

这是有价值的生物学和临床信号，但它仍不能被直接折成确定销售额。真正会让其进入基础估值的证据，是更大样本临床获益、监管路径和商业化经济性。

相关研究发现：F009

7.2 | ledasorexton：DAYVIGO 之外建立“昼夜神经功能”第二条自主轴

ledasorexton 是选择性 orexin 2 receptor agonist，正在嗜睡/发作性睡病方向开发。公司预计 FY2026 取得 Phase II 顶线数据。

它的战略价值不仅是又一个药。如果 DAYVIGO 负责夜间睡眠、ledasorexton 能够在白天觉醒功能形成临床价值，エーザイ会得到一条相对不依赖 Biogen/Merck 的自有神经科学资产轴。今天最合理的处理仍是“有条件的上行选择权”，不是给 B 档公司提前加上成功后的现金流。

相关研究发现：F009

08 | 治理、资本配置与股东回报

8.1 | 治理结构比典型长期 CEO 公司更有制度制衡

エーザイ采用指名委员会等设置公司制度。公开治理资料显示，董事会外部董事占多数，董事长以及指名、审计、薪酬等主要委员会的负责人由外部董事担任。

这对一家长期由 Haruo Naito 主导、且正在进行高风险产品接棒和大额研发资本配置的公司尤其重要。制度上存在监督并不等于资本配置一定正确，但它降低了“所有战略都只由一位长期 CEO 单向决定”的治理风险。

相关研究发现：F007

8.2 | 160 日元稳定分红是股东现金底，但不是高质量 FCF 证明

公司长期维持年度 160 日元分红，并把 DOE、业绩与自由现金流共同纳入政策。以 4,620 日元价格计算，股息率约 3.5%，对长期等待产品转型的股东有现实价值。

反证同样明确：FY2026 派息率约 117%，FY2027 预测约 86.5%。这意味着“稳定”有一部分来自资产负债表与管理层政策，而不是每一年当期利润都自然覆盖分红。

在未来大额研发、并购和生产投资背景下，最优资本配置不是机械提高分红，而是让新增资本真正创造更高 ROIC；如果不能做到，稳定分红会与增长投资争夺同一份现金。

相关研究发现：F006

09 | 估值：不是泡沫，也不是深度安全边际

9.1 | 市场已经给了“恢复会继续”的一部分价格

2026 年 9 月 9 日收盘 4,620 日元。按公司 FY2026 预测 EPS 约 185 日元计算，预测 PER 约 25 倍；PBR 约 1.4—1.5 倍，股息率约 3.5%。

对一个拥有高毛利、强神经科学资产和全球新药平台的制药公司来说，25 倍 PE 并非异常；但对当前 ROE 只有低个位数、LEQEMBI 仍在重投入期且 LENVIMA 存在明确生命周期风险的公司来说，它也不能被定义为深度低估。

相关研究发现：F005·F008

9.2 | 真正的估值桥不是“LEQEMBI 销售×某个倍数”

一个更有用的估值桥是：

LENVIMA 可持续留存现金（随 2030 风险逐步打折） + DAYVIGO 自主现金流 + LEQEMBI 合作后留存利润/现金 + 其他成熟产品 - 持续研发/商业化资本消耗 + 管线成功的条件性选择权。

如果 LEQEMBI 到 FY2028 真的接近公司模拟的 3,000 亿日元级销售，但合作后利润率和现金转换仍很薄，那么“销售目标达成”本身也不一定让股东回报大幅上升。相反，如果收入增长同时带来 SG&A/R&D 占比下降、OCF 和 ROIC 上升，即使销售低于最乐观模拟，股权价值也可能更健康。

相关研究发现：F001·F002·F005·F008

10 | Kabugami 技术研究：2024 暴跌后的底部修复，还不是长期新状态



Owner 提供的长期月线原图；作为本章公开展示图。

10.1 | Pure-price Technical Question：低位底座，还是高位失败后的暂时喘息

Technical 先只看价格生命史，不用 LEQEMBI、LENVIMA 或财报解释走势。

エーザイ长期价格很容易被重大药物预期制造高能脉冲。年线数据中，2018 年最高约 11,490 日元，2020 年约 10,900，2021 年约 12,765，2022 年约 10,050，2023 年又到约 11,250。随后 2024 年价格从 7,000 日元以上区域快速下移，年内低点约 4,221、年末约 4,329。

2025 年价格在 3,463—5,349 之间重新组织；2026 年截至 9 月的范围约 3,660—5,243，9 月 9 日收在 4,620。Technical Question 因此是：2024—2026 是不是已经建立一个可以结束长期再定价下行的新底座，还是旧高位失败后的反弹仍被困在更低价格中心？

相关研究发现：F008

10.2 | Chart Truth：Old-state weakening 成立，New-state establishment 不成立

纯价格最清楚的正面，是 2024 急跌后没有继续年度级单边坍塌；2025 和 2026 都在 3,400—5,300 级别建立了重复活动区，2026 年 6 月 3,660 低点之后也出现明显回升。

但长期更重要的事实是：价格依然远低于 2021—2023 的主要高能活动区，也没有稳定重新占据 2024 年初的更高区域。2026 反弹最高 5,243 后，9 月又回到 4,620 附近。

因此当前纯价格状态判断为：旧的强下行过程已经减弱，较低底部正在形成；但新的长期上行吸引区尚未建立，价格更像“底部修复中的混合状态”，不是已经完成的右侧长期迁移。

相关研究发现：F008

10.3 | Event Response：基本面改善没有立即获得长期价格确认

冻结纯价格判断后，再观察事件时间。8月3日Q1公布了收入和利润双位数增长，IQLIK又在8月24日正式可用于美国起始治疗；但8月中旬价格虽然一度接近5,000日元，9月9日已回到4,620。

这不是“市场证明LEQEMBI失败”，也不能从一个月走势倒推药物价值。它只说明当前基本面改善速度快于价格对长期新状态的确认速度。Fundamental × Technical Timing更接近“基本面先改善、价格仍验证中”。

相关研究发现：F008

10.4 | 下一次真正有信息量的价格证据

正面确认不是一天涨停，而是价格在显著回撤后仍能把5,000日元附近从阻力逐步变成重复活动区，并继续向2024年上方旧区域迁移；更强确认需要新的中长期中心明显脱离3,600—4,600这一低位底盘。

反证则是重新跌破2024—2026低位区并在其下方形成持续停留，说明所谓“底部”没有真正建立。

因此Technical得分保持中性略正，不因为新药审批自动加分。

相关研究发现：F008

11 | 真正会改变结论的证据

11.1 | 上调条件

1. LEQEMBI新增治疗开始数、全球销售和合作收入继续增长，同时R&D/销售推广投入增长明显慢于收入，形成可观察的合作后经营杠杆；
2. エーザイOCF/FCF和ROIC连续改善，而不是主要依靠资产负债表承受研发与商业化投资；
3. IQLIK带来真实新增患者和更高持续治疗率，而不是主要从IV内部迁移；
4. DAYVIGO持续扩张，ledasorexton/etalanetug等管线用新的临床证据降低对LENVIMA/LEQEMBI两大合作资产的集中度；
5. LENVIMA生命周期延伸和现金创造足以支持2030前的接棒窗口；
6. 股价脱离2024—2026低位底盘并在更高区域经受回撤后仍能建立新的重复活动中心。

相关研究发现：F001·F005·F008·F009

11.2 | 下调条件

1. LEQEMBI销售增长仍需要同比例甚至更高的研发/商业化投入，合作后现金迟迟不能形成；

2. IQLIK 主要改变给药渠道而没有明显扩大治疗开始数，或 Kisunla/未来竞争者获得更高新增患者份额；
3. LENVIMA 美国 generic 风险接近时，新平台仍不足以替代其盈利贡献；
4. 大规模研发、M&A 和债务融资使 ROIC 长期停留在低个位数，稳定分红主要依赖资产负债表而非自由现金流；
5. 关键管线临床失败或监管延迟使“下一代引擎”继续后移；
6. 价格跌破 2024—2026 底部并建立新的更低中心。

相关研究发现：F002·F003·F004·F005·F008

12 | Research Dividend、Research Debt、UNKNOWN 与 Research Stop

12.1 | Research Dividend：2030 是股东经济的转型时钟

本轮最重要的新理解不是发现又一个 LEQEMBI 适应症，而是把两个合作资产放到同一条时间链上。

LENVIMA 今天仍是成熟收入/利润支柱，但美国 generic 和解已经把 2030 年 7 月放进可观察时间轴。LEQEMBI 正高速增长，却仍由 Biogen 共同承担成本、分享利润/亏损，并向 BioArctic 支付相关 royalty/里程碑。于是エーザイ真正要完成的是：在旧的共享利润引擎逐步进入生命周期后段之前，让新的共享利润引擎跨过重投入期，并让 DAYVIGO/下一代管线提高自主经济利益占比。

这比“阿尔茨海默病市场很大”更接近普通股东真正需要跟踪的因果链。

相关研究发现：F001·F002·F004

12.2 | Research Debt：LEQEMBI 精确留存利润率仍不可公开重建

Biogen 的 10-Q 能够看到 50/50 合作结构、合作收入、研发与销售费用；BioArctic 可以看到 royalty 机制；エーザイ可以看到全球产品收入和集团费用。但这些公开材料不能无假设地重建エーザイ每一个国家、每一种给药方式、每一阶段研发/商业化分摊后的完整 LEQEMBI 税后现金利润。

因此保留一个明确 UNKNOWN：当 LEQEMBI 达到更高销售规模时，エーザイ普通股股东实际留存的稳定利润率和现金回报是多少。下一步证据不是更多销售新闻，而是合作方费用趋势、エーザイ分部/产品盈利披露、OCF 和 ROIC。

相关研究发现：F002·F005

12.3 | Research Debt：IQLIK 与 BBM 的“漏斗转化率”需要未来经营事实

IQLIK 已经可用，Roche/Lilly 的 pTau217 血检也让诊断入口更宽。这些事实能够证明治疗流程正在变得更方便，却不能证明每一个新增检测最终都会成为 LEQEMBI 患者。

未来真正需要的数据是：新增诊断数、符合治疗标准人数、新增治疗开始数、LEQEMBI vs Kisunla 份额、IQLIK vs IV 选择、持续治疗率、保险/专科药房拒绝率及相关净价格。当前公开资料不足以把这些变量合成一个可靠的转化率。

相关研究发现：F003

12.4 | Research Debt：管线与 LENVIMA 侵蚀曲线不能被提前确定化

etalanetug、ledasorexton、AHEAD 3-45 都存在有意义的科学或临床路径，但尚缺最终能够支持大规模商业化现金流的证据。LENVIMA 的 generic 和解则提供了时间窗口，却不能提供精确侵蚀幅度。

这些都属于未来临床、监管、专利和商业事实，不应该为了完成估值模型而制造单点概率。

相关研究发现：F004·F009

12.5 | Research Stop

Open Discovery 先形成了“留存经济性 × 诊疗入口竞争 × 2030 接棒时钟”的公司特定问题；随后 Coverage35 对公司身份、产品、研发、患者/支付方、供应依赖、合作伙伴、竞争、专利监管、盈利/现金、资本配置、治理、估值、会计解释、历史转折等 35 个固定开口进行了公司特定第二层研究。Domain 34 又独立从完整价格生命史形成 Technical，没有用基本面决定价格结论。

剩余高价值 UNKNOWN——LEQEMBI 精确留存利润率、IQLIK 新增患者转化、BBM→治疗漏斗、LENVIMA 具体侵蚀曲线、临床管线成功率——都需要未来新的治疗、财务、payer、专利或临床事实。继续重复搜索当前资料已不太可能显著改变 Thesis、Score、估值或 Technical。

因此 Research Stop 成立。

13 | Frozen Full Synthesis：エーザイ真正的价值创造链

13.1 | Durable Business Portrait

エーザイ的耐久性来自长期神经科学和肿瘤研发能力、全球临床/监管执行、重要药物的知识产权、合作伙伴网络和高毛利制药现金流。LEQEMBI 让公司在阿尔茨海默病疾病修饰治疗中取得真实的先发与证据优势；LENVIMA 则在肿瘤组合治疗中形成成熟价值。

同一结构也带来核心弱点：产品生命周期会结束，临床失败可能让多年投入归零，医保/安全监测限制患者转化，而且两个最重要资产都需要与伙伴分享经济利益。エーザイ必须不断把研发成功从“科学价值”转成“合作后资本回报”，才能让高研发强度成为护城河而不是资本消耗。

13.2 | Frozen Full Synthesis Map

转型时钟链：LENVIMA 成熟现金/利润 → 2030 美国 generic 风险逐渐变近 → LEQEMBI、DAYVIGO 及下一代管线必须在此之前建立更厚的留存盈利 → 成功则盈利结构平稳迁移，失败则产品悬崖重新出现。

LEQEMBI 采用链：全球审批 + BBM 诊断扩容 + IQLIK 皮下注射便利 → 更多符合条件患者进入治疗 → 合作收入增长；但医保/registry、ARIA 监测、医生容量、Kisunla 竞争 → 实际治疗开始数和份额仍有摩擦。

留存经济链：LEQEMBI 销售 → Biogen 50/50 利润/亏损 + BioArctic royalty + 高 R&D/SG&A/访问投入 → エーザイ留存现金和 ROIC。销售增长是必要条件，不是股东价值完成条件。

资本链：高毛利 + 强资产负债表 → 有能力支持研发、全球商业化、M&A 和稳定分红；若新增资本把 ROIC 从当前低位持续抬升，则形成真正复利；若不能，净现金缓冲会变成产品接棒成本。

自主多元化链：DAYVIGO + ledasorexton + etalanetug/其他自主资产 → 降低对两个合作型大产品的依赖 → 提高未来留存经济利益；临床失败则这条修复链断裂。

治理链：外部董事多数与委员会制度 → 对长期 CEO 和大额资本配置形成制度制衡；真正质量仍由产品投资回报、并购结果和接班执行证明。

Technical 链：2024 价格坍塌 → 2025—2026 较低区间稳定 → 旧下行状态减弱；仍远低于 2021—2023 高中心 → 新长期状态未建立。

相关研究发现：F001·F002·F003·F004·F005·F006·F007·F008·F009·F010

14 | Kabugami Score V3.2

14.1 | 财务韧性与下行防御：9.88 / 13

内部判断 76/100。62%左右归母权益比率、现金与金融资产提供强缓冲；反证是库存/债务增加，以及未来研发、商业化、M&A 和大规模投资计划会消耗这一缓冲。

14.2 | 竞争优势与结构耐久性：9.80 / 14

内部判断 70/100。深厚神经科学研究、全球监管执行、LEQEMBI 长期临床证据和 IQLIK 形成真实优势；但诊断入口并不独占、Kisunla 已经商业化，且合作分成限制价值独享度。

14.3 | 盈利质量、现金转化与资本效率：9.69 / 17

内部判断 57/100。Q1 增长和毛利质量良好、FCF 已转正；但 R&D/SG&A 仍高、LEQEMBI 处于重投入期、历史 FCF 波动且 ROE/ROIC 偏低。

14.4 | 商业结构、产品、客户与关键依赖：8.25 / 11

内部判断 75/100。3L+全球地域+神经/肿瘤平台提供多利润池，IQLIK 扩展治疗方式；但 Biogen 制造/经济依赖、Merck 合作和 payer/医生容量是重要结构约束。

14.5 | 估值与安全边际：7.80 / 15

内部判断 52/100。约 25 倍预测 PER、1.4—1.5 倍 PBR 并非泡沫，3.5%股息提供一定缓冲；但当前低 ROE、产品接棒和专利风险意味着价格没有形成明显深度安全边际。

14.6 | 资本配置与股东回报：5.20 / 10

内部判断 52/100。160 日元稳定分红和强资产负债表正面；派息率偏高、大规模未来投资和新增融资能力要求更高 ROIC，EcoNaviSta 等投资还需证明回报。

14.7 | 治理、所有权与管理层：5.46 / 7

内部判断 78/100。外部董事多数、外部主导指名/审计/薪酬委员会带来较强制度监督；长期 CEO 与重大转型仍留下接班和执行风险。

14.8 | Kabugami 技术结构：6.76 / 13

内部判断 52/100。2024 急跌后的低位底盘开始稳定，旧强下行状态弱化；但新高位中心没有建立，长期价格仍远低于过去主要神经科学预期活动区。

14.9 | V3.2 总分 62.84，评级 B

模块	权重	得分	核心原因
财务韧性与下行防御	13	9.88	资产负债表强，但未来大额投资消耗缓冲
竞争优势与结构耐久性	14	9.80	神经科学与监管优势真实，竞争和合作分成限制独享度
盈利质量、现金转化与资本效率	17	9.69	增长真实，留存利润/ROIC 仍未跨过重投入期
商业结构、产品、客户与关键依赖	11	8.25	3L 与全球平台强，伙伴/制造/payer 依赖重要
估值与安全边际	15	7.80	估值中性，尚非深度安全边际
资本配置与股东回报	10	5.20	分红稳定，未来投资回报门槛提高
治理、所有权与管理层	7	5.46	制度治理强，转型/接班需行为验证
Kabugami 技术结构	13	6.76	底部修复，长期新状态未建立
Total	100	62.84	B

Action：WATCH / WAIT FOR RETAINED-ECONOMICS PROOF。

不是等待“下一条 LEQEMBI 新闻”，而是等待销售增长真正穿过合作分成、商业化/R&D 投入和资本成本，变成持续抬升的 OCF/ROIC；同时观察价格能否从 2024—2026 低位底盘迁移到新的长期中心。

15 | Compliance、来源与 Research Findings

15.1 | Compliance / 风险披露

本报告基于截至 2026-09-10 可合理获得的公开信息形成；市场价格信息截止 2026-09-09 收盘。本报告仅用于研究、信息整理与方法验证，不构成证券买卖建议、投资招揽、目标价、收益保证、个别投资者适当性判断或受托资产管理。药物研发、监管审批、专利诉讼、医保覆盖、竞争格局、临床安全、汇率及商业化速度都可能快速变化；公司销售目标、临床生物标志物和管理层模拟不等于已实现现金回报。

15.2 | 本 Review 的方法与身份

- Research Producer：GPT Research Lane。
- Research Review：2026-09-10。
- Research Authority SHA：68d79b05964d8d79813fd4c18adae86caa24ae24。
- Coverage35 Method Epoch：structured-deep-research-v1。
- ResearchSynthesis Method Epoch：full-synthesis-map-v1。
- EditorialRouting Method Epoch：loss-preserving-routing-v1。
- Score Version：V3.2。
- 当前正式 source 目录没有可继承的 4523 当前方法完整 Review；本次按 FIRST_COMPLETE 形成新的公司特定问题、Coverage35、Technical、Synthesis 和 Score，没有从下游 00-15/Score/Findings 预填答案。
- Open Discovery 先形成“留存经济性 × 诊疗入口竞争 × 2030 接棒时钟”；Coverage35 随后作为第二层盲点保护，不反向定义 Discovery。
- 35 个固定开口均进行了独立 Layer-2 Research action；深度由信息价值决定，不按 35 项平均分配篇幅或来源数。
- Domain 34 Technical 先从完整公开价格生命史冻结纯价格状态，再后置观察 Q1/IQLIK 事件响应；基本面没有决定 Technical 结论。
- Research Stop 成立后才冻结 Full Synthesis；V3.2 Score 随后从同一 Synthesis 裁决，Routing 再进行 loss-preserving 公共投影。
- Owner 已为本 Review 选择 WordPress Owner Media attachment 3504；该图仅作为下游展示资产，未参与 Open Discovery、Coverage35、Technical 或 Score 形成。Owner Media identity 在现有 Single Report 边界内验证，不以聊天 PNG 替代 WordPress 原始附件。

15.3 | 主要公开来源

1. エーザイ | 2026 年 8 月 FY2026 第 1 四半期決算/说明资料入口

<https://www.eisai.com/ir/library/settlement/index.html>

2. エーザイ / Biogen | LEQEMBI IQLIK 美国起始治疗 FDA 批准 (2026-07-13)

<https://media-us.eisai.com/2026-07-13-FDA-Approves-LEQEMBI-IQLIK-R-lecanemab-irmb-Subcutaneous-Injection-as-an-Initiation-Dose-for-Early-Alzheimers-Disease>

3. エーザイ / Biogen | LEQEMBI IQLIK 美国正式可用 (2026-08-24)

<https://media-us.eisai.com/2026-08-24-LEQEMBI-IQLIK-R-lecanemab-irmb-Autoinjector-for-Initiation-of-Therapy-Now-Available-in-the-U-S-for-Early-Alzheimers-Disease>

4. Biogen | 2026 Q2 Form 10-Q：LEQEMBI 50/50 经济、费用、供应协议

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/875045/000087504526000075/biib-20260630.htm>

5. Merck | 2026 Q2 Form 10-Q : LENVIMA alliance economics

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/310158/000031015826000212/mrk-20260630.htm>

6. エーザイ | LENVIMA 美国专利诉讼有利判决 / SUN Pharma 2030 和解说明

<https://us.eisai.com/press-releases/favorable-decision-in-patent-litigation-related-to-lenvatinib>

7. エーザイ | Dr. Reddy's LENVIMA 美国专利和解说明

<https://us.eisai.com/press-releases/notice-of-the-settlement-of-patent-infringement-litigation-related-to-lenvatinib-in-the-us>

8. Roche | Elecsys pTau217 获 FDA clearance (2026-08-24)

<https://www.roche.com/investors/updates/inv-update-2026-08-24>

9. Eli Lilly | 2026 Q2 财报 : Kisunla 销售

<https://investor.lilly.com/news-releases/news-release-details/lilly-reports-second-quarter-2026-financial-results-raises-full>

10. Medicare | 早期 AD anti-amyloid monoclonal antibody coverage

<https://www.medicare.gov/coverage/monoclonal-antibodies-for-treating-early-alzheimers-disease>

11. LEQEMBI | Patient Support / IQLIK 保险与 Part D 说明

<https://www.leqembi.com/en/patient-support-program>

12. BioArctic | 与エーザイ的 lecanemab 合作与 royalty 权利

<https://www.bioarctic.com/en/about-us/partnering/our-partnerships/>

13. BioArctic | エーザイ FY2026 LEQEMBI 1,435 亿日元销售预测及 royalty 说明

<https://www.prnewswire.com/news-releases/eisai-projects-leqembi-revenue-to-total-jpy-143-5-billion-for-fiscal-year-2026-april-2026--march-2027-302773354.html>

14. エーザイ | Etalanetug 2026 AAIC biomarker data

<https://media-us.eisai.com/2026-07-13-Eisai-Presents-Latest-Findings-Showed-Etalanetug-Reduced-Alzheimers-Disease-Tau-Tangle-Specific-Plasma-Biomarker-MTBR-tau243-at-Alzheimers-Association-International-Conference-R-AAIC-R-2026>

15. エーザイ | 2026 AAIC AD portfolio / AHEAD / real-world LEQEMBI

<https://media-us.eisai.com/2026-06-29-Eisai-to-Showcase-Alzheimers-Disease-Portfolio-with-More-Than-50-Presentations-at-the-Alzheimers-Association-International-Conference-R-AAIC-R>

16. エーザイ | EcoNaviSta 收购与 dementia ecosystem

https://www.eisai.com/news/2025/pdf/enews202521pdf_1.pdf

17. エーザイ | Corporate Governance Report

<https://www.eisai.com/company/governance/cgregulations/pdf/ecgovernance20241223.pdf>

18. エーザイ | Investor Relations presentations / management strategy

<https://www.eisai.com/ir/library/presentations/index.html>

19. 株探 | 4523 年足历史价格

https://s.kabutan.jp/stocks/4523/historical_prices/yearly/

20. Monex | 4523 2026-09-09 价格确认

<https://stocks.monex.co.jp/4523.T/historical>

21. Yahoo!ファイナンス | 4523 配当与近期估值

<https://finance.yahoo.co.jp/quote/4523.T/dividend>

资料边界：LEQEMBI 精确エーザイ留存利润率、IQLIK 新增患者转化、BBM 到真实治疗的漏斗转化率、LENVIMA 2030 后具体 generic 侵蚀速度及未完成临床管线的商业价值都不能从当前公开材料可靠精确化；这些保留为 Research Debt，不用管理层模拟或外部销售目标替代事实。市场价格以 2026-09-09 收盘为点时边界，2026-09-10 开盘后的信息不进入本 Review。

15.4 | Research Findings | 正文↔发现双向追溯

展开本次 Review 的 10 项研究发现

F001 | エーザイ的核心股东问题是 2030 接棒时钟：新的 LEQEMBI 留存现金必须在 LENVIMA 美国 generic 窗口前形成足够规模。

研究类型：investment_question_transition_clock

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35 / SYNTHESIS

普通股东含义：不能只看两款药的销售增长，要看旧盈利支柱的生命周期和新支柱的合作后现金同时如何变化。

不确定性：LENVIMA 具体侵蚀速度及 LEQEMBI 留存利润率仍需未来证据。

证据：直接证据 | エーザイ LENVIMA 专利和解 + Q1 产品收入 + 合作方披露。

回到正文：01.1 | Investment Question · 05.2 | 2030 窗口 · 12.1 | Research Dividend · 13.2 | Synthesis

F002 | LEQEMBI 是 50/50 利润/亏损合作且当前仍处于高额研发和商业化投入期，销售增长不能直接等同留存利润。

研究类型：partner_economics_retained_profit

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股东含义：真正的经营杠杆要通过合作后费用、OCF 和 ROIC 证明。

不确定性：エーザイ全球 LEQEMBI 税后留存利润率没有公开完整拆分。

证据：外部一手证据 | Biogen 2026 Q2 10-Q。

回到正文：01.2 | 合作型锚点 · 03.2 | 合作方账本 · 12.2 | Research Debt

F003 | IQLIK 和血液生物标志物正在扩大治疗入口，但诊断扩容并非エーザイ独占，Kisunla 会共同争夺新增患者。

研究类型：access_competition_mechanism

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股东含义：市场扩大不等于份额扩大，新增治疗开始数和持续治疗率比审批数量更重要。

不确定性：IQLIK 新增患者、IV 迁移和 LEQEMBI/Kisunla 份额转化尚无足够真实世界数据。

证据：直接/外部证据 | Eisai IQLIK availability · Roche pTau217 · Lilly Q2 Kisunla。

回到正文：03.1 | IQLIK · 04.1 | BBM · 04.2 | Kisunla · 12.3 | 漏斗 Research Debt

F004 | LENVIMA 仍是最大产品支柱，并与 Merck 分享适用利润；2030 年 7 月已有部分 generic 和解进入时间轴。

研究类型：mature_anchor_patent_clock

来源研究：OPEN_DISCOVERY / COVERAGE35

普通股东含义：接棒压力来自一条真实产品生命周期，而不是抽象的“未来专利风险”。

不确定性：其他诉讼、适应症和市场行为会改变侵蚀曲线。

证据：直接/外部一手证据 | Eisai patent releases · Merck 2026 Q2 10-Q。

回到正文：05.1 | LENVIMA · 05.2 | 2030 · 12.4 | Research Debt

F005 | 强资产负债表能够资助产品转型，但低 ROE/ROIC 和大额未来投资意味着资本效率才是长期股东回报瓶颈。

研究类型：capital_efficiency

来源研究：COVERAGE35 / SYNTHESIS

普通股东含义：有钱研发不等于研发资本会复利，必须观察 OCF、FCF 和 ROIC 是否随 LEQEMBI 规模上升。

不确定性：三年投资计划中不同项目的税后回报无法当前逐项重建。

证据：公司财报/管理战略 + 公开现金流。

回到正文：06.2 | 现金流 · 06.3 | 资本 · 09.2 | 估值桥 · 14.3 | Score

F006 | 160 日元稳定分红给等待期提供现金底，但高派息率和未来投资需求说明它不是“多余现金”的证明。

研究类型：shareholder_return

来源研究：COVERAGE35

普通股东含义：分红可持续性最终仍取决于利润与 FCF 覆盖，而非资产负债表无限补贴。

不确定性：未来产品转型期是否继续固定 160 日元取决于董事会和现金创造。

证据：直接/市场证据 | Eisai dividend policy / Yahoo dividend history。

回到正文：08.2 | 分红 · 14.6 | 资本配置 Score

F007 | 外部董事多数和外部主导委员会为长期 CEO 下的高风险研发资本配置提供制度制衡。

研究类型：governance

来源研究：COVERAGE35

普通股含义：治理结构有助于监督接班与资本配置，但最终必须由投资回报和执行行为验证。
不确定性：未来 CEO 接班及新一代项目资本纪律仍需现实记录。
证据：直接证据 | Eisai Corporate Governance Report。
回到正文：08.1 | 治理 · 14.7 | Score

F008 | 2024 暴跌后价格在 2025—2026 形成较低底盘，旧下行状态减弱，但长期新高位状态尚未建立。
研究类型：protected_technical_public_safe
来源研究：TECHNICAL
普通股含义：当前不是过去高预期价格中心，也尚不能确认右侧长期重估；基本面改善需要价格进一步验证。
不确定性：下一次显著 Return 后价格会在哪个区域形成重复活动中心。
证据：纯价格证据 | 株探年足 + Monex/Yahoo 近期 OHLC。
回到正文：10.1 | Technical Question · 10.2 | Chart Truth · 10.3 | Event Response

F009 | DAYVIGO、ledasorexton、etalanetug 等资产的真正战略价值，是降低未来对 LENVIMA/LEQEMBI 两大合作型锚点的集中度。
研究类型：pipeline_diversification
来源研究：COVERAGE35
普通股含义：自主资产成功会提高留存经济利益；在临床成功前只能作为条件性选择权。
不确定性：临床成功率、适应症规模、商业化成本均未完成验证。
证据：直接证据 | Eisai Q1 / AAIC / pipeline presentations。
回到正文：07.1 | etalanetug · 07.2 | ledasorexton · 11.1 | 上调条件

F010 | LEQEMBI 关键价值链依赖 Biogen 至 2031 年的制造供应协议，供应也是合作型平台的一部分。
研究类型：critical_supply_dependency
来源研究：COVERAGE35
普通股含义：全球扩张需要合作伙伴生产能力和供应执行持续稳定，不能把价值链视为完全内制。
不确定性：当前没有公开证据显示现实供应短缺；未来扩产/成本效率仍需观察。
证据：外部一手证据 | Biogen 2026 Q2 10-Q。
回到正文：03.3 | 供应依赖 · 14.4 | 商业结构 Score

<!-- KBG_OWNER_CHART_INBOX_ATTACHMENT_ID: 3504 -->

最后一页 | 合规与风险声明

本报告基于公开资料与研究判断制作。任何评分、估值、情景或结构推演均可能错误；市场、流动性、信用、业务、技术、治理与资本政策风险均可能导致重大或全部本金损失。