

商业化能力与现金流成生死考题

随着港股与美股上市的中国生物科技企业本周密集交出2025年上半年成绩单,一幅创新药行业生存图景清晰浮现。百济神州、信达生物、君实生物等头部企业财报数据显示,如今全球化能力、现金流管理、差异化创新成为分水岭,行业正转向效率与价值创造的新阶段,行业洗牌进入深水区。

■新快报记者 梁瑜



■廖木兴/图

1▶ 能否“出海”成关键胜负手

PD-1抑制剂作为中国创新药首个“内卷红海”,其销售表现成为检验企业商业化能力的试金石。百济神州近日披露的2025年半年报显示,其核心产品PD-1抑制剂替雷利珠单抗上半年实现全球销售额5.28亿美元(约合人民币38.3亿元),同比增长22%。其中美国市场贡献约1.65亿美元,占总销售额31%。得益于其广泛的全球布局(已在包括美国、欧盟、英国等超65个市场获批)及持续拓展的适应症,替雷利珠单抗成功穿越国内PD-1价格战泥潭。百济神州首席执行官欧雷强在业绩说明会上强调,全球化布局有效对冲了单一市场价格风险。

君实生物的突围路径则展现“内外并举”策略成效。据其半年报数据,PD-1抑制剂特瑞普利单抗国内销售额达人民币

12.5亿元,同比激增61%。其增长动能主要来自新适应症获批(如食管癌一线治疗)及在鼻咽癌领域的绝对优势。海外市场方面,其与Coherus合作的美国市场销售数据未单独披露,但双方宣布在美首个完整半年销售(推测数千万美元级别)“符合预期”,多项新适应症上市申请(sBLA)正在推进中。

相比之下,信达生物在半年业绩预告中透露,其PD-1抑制剂信迪利单抗上半年销售额约人民币14亿元,同比增速放缓至5%。其增长主要依靠已纳入医保的适应症(如非鳞状非小细胞肺癌、肝细胞癌等)的稳定放量,但增速明显放缓,反映出医保内价格压力及竞品挤压。同时,分析普遍认为,其与礼来合作的出海计划遭遇波折,FDA要求补充额外临床试验,使其错失关键增长窗口。

2▶ “明星赛道”ADC初现商业曙光

在抗体偶联药物(ADC)这一新兴领域,中国企业开始收获创新红利。荣昌生物2025年半年报显示,其自主研发的中国首个原创ADC出海产品维迪西妥单抗上半年销售额达人民币7.8亿元,同比增长35%。其增长主要来自胃癌、尿路上皮癌等国内适应症的放量,以及与Seagen合作带来的海外里程碑收入。同时,公司高层表示,国际多中心临床(如乳腺

癌)进展顺利,为未来海外销售奠定基础。

而科伦博泰则开创了另类变现路径。凭借与默沙东就TROP2 ADC药物SKB264达成的深度合作,该公司上半年确认授权收入超人民币15亿元,几乎覆盖全年研发支出,成为重要的“现金奶牛”。这种“未上市先盈利”模式引发行业关注,其管线中Claudin 18.2 ADC项目的商业潜力也被多家投行看好。

3▶ 现金储备划定企业生存红线

在动辄数十亿的研发投入与商业化爬坡的双重压力下,现金储备直接决定了Biotech的生存线与未来筹码。

2025年半年报数据显示,各企业“安全垫”厚度悬殊:截至2025年6月30日,百济神州现金储备达47亿美元,按上半年经营现金净流出5.3亿美元计算,当前储备理论上可支撑超4年运营;截至2025年6月底,信达生物现金余额约人民币110亿元,安全垫相对充足,但面临核心产品增速放缓压力;君实生物截至2025年6月30日,账面资金人民币65亿元,但上半年研发投入超14亿元,且产品特瑞普利单抗销售规模尚不足以完全覆盖,现金消耗压力显著,现金流承压明显。

部分中小型Biotech已亮起红灯。多家尚未实现规模化销售或遭遇管线挫折的中小型Biotech半年报显示现金储备告急。安永

(EY)报告显示,2025年,超1/3生物科技公司面临现金耗尽风险,现金储备超过5年的企业比例从2021年的24%降至2024年的18%。39%的中小型Biotech现金流仅能维持不到一年,超半数企业资金储备不足两年。业内人士认为,当前中小型Biotech的困境是资本退潮、研发高投入与商业化能力不足共同作用的结果。行业结构性分化加剧,未盈利企业需通过裁员、管线收缩或寻求并购维持生存。此类公司亟需在未来数月内达成融资、授权合作或被并购,否则面临严峻生存危机。

“现金为王”从未如此真实。有证券分析师称,资本正在重估创新药企价值逻辑。当二级市场融资窗口关闭,投资者只关心三个问题:产品能不能卖出去?现金能烧多久?下一个里程碑何时兑现?缺乏清晰盈利路径和充足现金支持的公司将面临残酷洗牌。

4▶ 研发策略上更趋理性和务实

面对资金压力,企业研发策略呈现显著变化:

一是砍管线、保核心。多家公司宣布终止早期或同质化严重的管线项目,将资源集中于最具潜力的2-3个核心项目。

二是License-in(授权引进)转向License-out(对外授权)。对外授权交易则成为重要输血渠道。2025年上半年,中国药企海外授权交易超过70笔,首付款总额达到33亿美元,交易总额达到480亿美元。据不完全统计,单笔交易达10亿美元及以上的项目就有二十余个,包括三生制药的SSGJ-707,信达生物的IBI3009,石药集团的SYS6005、SYH2086、伊立替康脂质体注射液和免疫疾病小分子口服疗法,恒瑞医药的HRS-9821等。恒瑞医药以两项交易、合计总金额超70亿美元的成绩,

成为2024年License-out总交易金额最高的国内药企之一。这不仅带来宝贵现金流,更是对研发能力的国际背书。

三是拥抱合作开发。为分担高昂的后期研发(特别是国际多中心临床Ⅲ期)费用及风险,与跨国药企或大型Biopharma建立深度合作开发模式日益普遍。百济神州与诺华在TIGIT抗体上的合作、君实与Coherus在PD-1上的合作均属此类。

有证券分析师认为,同质化跟随的管线价值正在急剧贬值,差异化创新和全球化布局是唯一出路。在PD-1之后,无论是ADC还是细胞治疗,只有真正做出全球竞争力产品,并具备将其推向全球市场的能力,才能在下一轮竞争中占据制高点,也更容易获得资本的持续青睐。

5▶ 行业加速分化,三层格局形成

随着半年报季落幕,行业格局分化趋势已然明朗,三层格局形成。

2025年下半年,中国Biotech领域的“马太效应”将愈发显著:以百济、信达、君实等为代表的头部阵营,凭借已上市产品的收入、相对充裕的现金储备和成熟的BD能力,拥有更强的抗风险能力和持续投入创新的资本,它们最有可能率先跨越盈亏平衡线,跻身可持续盈利的生物制药公司行列。百济神州上半年产品总收入突破10亿美元,亏损同比收窄28%,商业化能力获国际认可。

具备突出差异化管线、特色技术的中型企业,例如拥有明确临床优势或解决未满足需求的明星管线(如某些靶点领先的ADC、双抗、CGT疗法)的企业,若能成功推进临床、达成关键数据读出或实现高价值License-out,仍能吸引资本支

持,获得独立发展或被并购的机会。如科伦博泰、荣昌生物等凭借ADC平台技术,上半年合计获得超5亿美元里程碑付款,缓解研发资金压力。

尾部企业管线同质化严重、缺乏商业化进展、现金储备告急的,则面临严峻的生存考验。

行业观察人士指出,中国创新药行业正经历一场必要的“挤泡沫”和深度调整。这是适者生存的进化期,短期的阵痛不可避免,但长期来看,这将促使资源向真正具备创新实力和商业化潜力的公司集中,未来属于那些能平衡创新与商业化的企业。当潮水退去,真正的价值创造者终将浮现。

扫码获取更多
健康医药资讯