



百济神州:唯一不卖青苗、把全球商业化跑通的中国biotech

文 / Opm.AI · 2026-07-25

2025首次盈利,但自建这条路的估值透支了吗

2019年11月1日,安进按每份ADS **174.85美元**,掏出约 **27亿美元** 现金,买下百济神州 **20.5%** 的股份。

当时不少人把这笔钱读成"外资抄底"——一家还在巨亏、连一款重磅药都没在美国卖起来的中国biotech,这个估值被看得贵得离谱。

六年过去。2025年,泽布替尼一款药,全球卖了280亿元。

在这一批往外走的中国创新药公司里,百济挑的是最重、也最少人敢走的那条路。

大多数同行的出海,是把早期管线的海外权益,提前卖给跨国药企换一笔首付款。信达把管线权益给武田,总价号称约 **114亿美元**,真正落袋的首付是 **12亿美元**;科伦博泰把9款ADC授权给默沙东,潜在总额约 **118亿美元**,首付款只占 **2.2%**。这些数字很好看,可大头都是"含里程碑"的纸面价。

这是卖青苗——把还没长成的苗,折价换现金。

百济偏不。它自己在美国、欧洲铺销售队伍,自己把泽布替尼(百悦泽)一盒一盒卖到医生手里。别人卖苗,它卖自己种出来的果子。

自建的账,2025年第一次算平了

- 总营收 **382亿元**
- 经营性现金流 **+137亿元**,上市以来首次转正
- 美国会计准则口径下,全年净利 **2.87亿美元**,上一年还是亏 **6.45亿美元**;经营利润 **4.47亿美元**,由负转正
- 中国准则归母净利 **14.22亿元**

一款泽布替尼撑起三分之二营收(280亿/382亿)

2025分产品收入(亿元) · 来源 公司年报



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opn.AI 出品

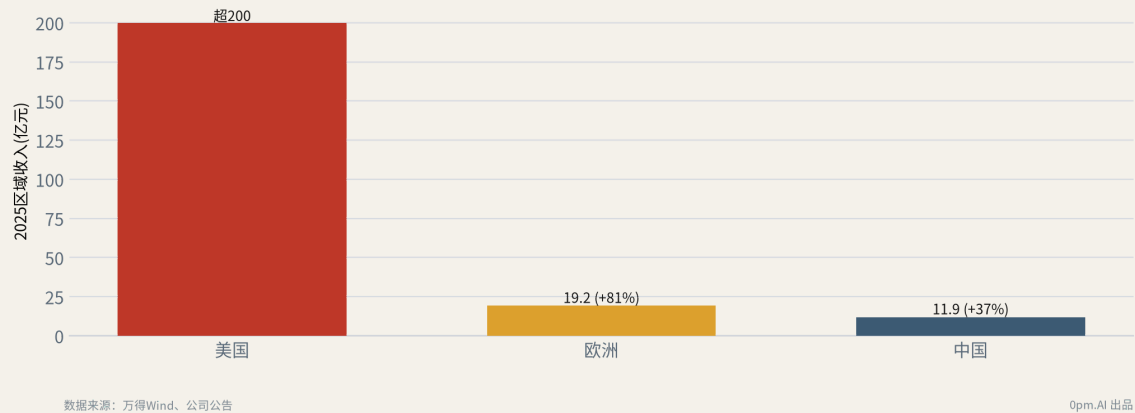
一款单品撑起三分之二营收、现金流首次自给——百济是六家里唯一一把全球商业化跑通的那个

现金流转正那一刻,才是关键。在此之前,百济花的每一分钱,都得靠融资和授权款接济。转正意味着,泽布替尼卖出去的钱,第一次能覆盖公司自己转下去。

这280亿卖到哪去了?美国一个市场就贡献超200亿元(约28亿美元),占了一多半;欧洲卖了 19.18亿元,同比+81.4%;中国 11.92亿元,+36.5%。

美国占一多半、欧洲同比翻倍:钱大头在海外

泽布替尼2025分区域(亿元) · 全球共280.67亿 · 来源 公司业绩报告



美国占一多半、欧洲同比翻一番——泽布替尼的钱大头在海外,这是自建销售网络真正跑通的直接证据

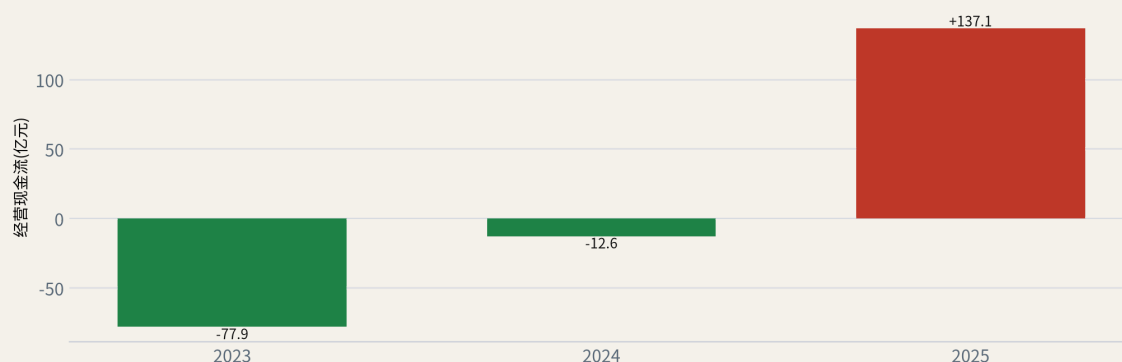
这条路的代价,写在研发那一栏

2025年,百济研发投入155亿元,占营收40%。 六家龙头里,这是绝对值最高的一档。

自建全球商业化不是省钱的打法。临床、销售、注册团队,全得自己养,烧的是真金白银。所以"2025首次盈利"这四个字,得配着代价看:它不是一家轻公司水到渠成地赚钱,而是烧了十年,终于让产品的现金盖住了投入。

经营现金流三年转正:从融资续命切到自己造血

经营活动现金流净额(亿元) · 来源 Wind/公司年报



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

长期亏损里第一次由亏转盈——2025是百济从“融资续命”切到“自己造血”的拐点

走得通,不等于值这个价

至少有三盆冷水。

一,美国依赖。 泽布替尼过半的钱,来自美国一个市场。美国正在推进的药价谈判(IRA),迟早会问到卖得最好的那批药头上。一个市场撑起半壁江山,是兑现,也是脆弱。

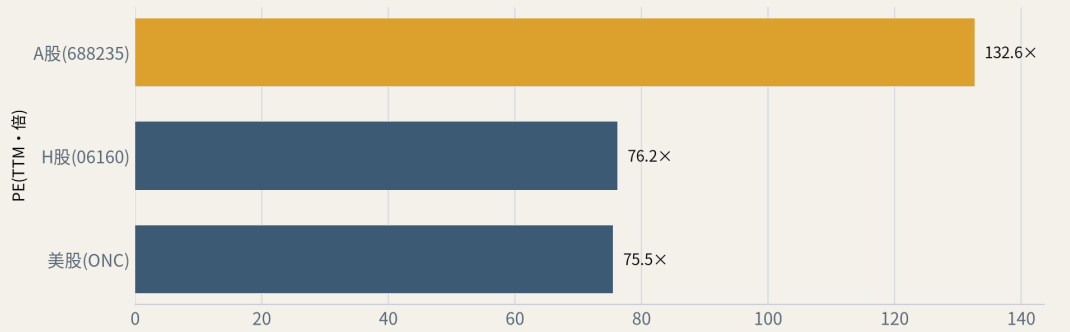
二,增速在降挡。 2026年公司给的收入指引是 **63到65亿美元**(约436到450亿元),对应增速大约**14%到18%**。对照2025年那种爬坡,这是一次明显的减速。一季度营收 **81.41亿元,同比+12.98%**,已经把这个节奏摆在桌面上了。

三,三地同股不同价。 7月24日,A股 **272.10元**,港股折成人民币约 **182元**,美股ADR折算约 **181元**——**A股比H股、美股贵了差不多50%,对应PE约 132倍。**

同一家公司、同一份利润,三个市场给出三个价。你在A股买的,是全球最贵的那一份。

同一家百济,A股PE132倍、港美股只有76倍——A股多付五成溢价

市盈率PE(TTM) · 三地口径 · 来源 Wind · 2026-07-24



数据来源: 万得Wind、公司公告

Opm.AI 出品

A股较H股、美股溢价约五成——你为"自建跑通"多付的这笔溢价,美股投资者并没有付

终局,还没验证完

把镜头拉回2019年那27亿美元。安进当年20.5%的股份,被后续增发摊薄到了 **15.98%**,但它仍是百济最大的股东。六年时间,证明了一件事:自建全球商业化,能走通。

但"走得通"和"值这个价",是两个问题。

泽布替尼总有见顶的一天。百济押在下一棒的,是BCL2抑制剂索托克拉、BTK降解剂这批新分子——它们能不能像泽布替尼一样,再卖出一个280亿,才是自建这条路真正的终局。机构目前给的目标价区间大致在 **395到436美元**,那是市场替"下一棒接得住"提前付的价。

接不住,132倍的PE,就是悬在头顶的那把尺子。

你愿意为一条已经被证明"走得通"的路,付一份全球最贵的门票吗?

风险提示:本文仅供参考,不构成任何投资建议。历史数据不代表未来表现,市场有风险,投资需谨慎。

来源说明:本文数据来自公司年报及业绩公告、Wind终端、公司战略合作官方公告,以及21世纪经济报道、证券时报、财联社、医药魔方ByDrug、摩熵医药等具名报道与数据库。

◆ 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·5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。