

## 2025 年终报道 · 产业

创新药“跃迁”这一年：  
从出海爆发到价值兑现

◎ 记者 何昕怡 张雷

2025年,中国创新药行业奏响“价值验证”与“支付创新”的交响曲。

一方面,创新药出海步入成果兑现阶段,前三季度授权交易总额突破920亿美元,百利天恒、三生制药、恒瑞医药等企业接连实现高额里程碑收款与战略合作,标志着中国创新药正从“交易热”走向“价值实”。另一方面,行业多项关键政策突破与落地,首版《商业健康保险创新药品目录》于12月正式发布,其构建的“基本医保保基本,商保保创新”的多层次支付体系,为高值创新药开辟出市场新通路。

展望2026年,业内人士普遍看好,在产业政策对真创新、高水平创新的支持下,大量创新药BD(商务拓展)将密集落地。商保实施与集采优化双轮推动下,创新药产业链高景气度有望延续,高价值创新药有望迎来第二增长曲线。

## 创新药出海步入价值兑现阶段

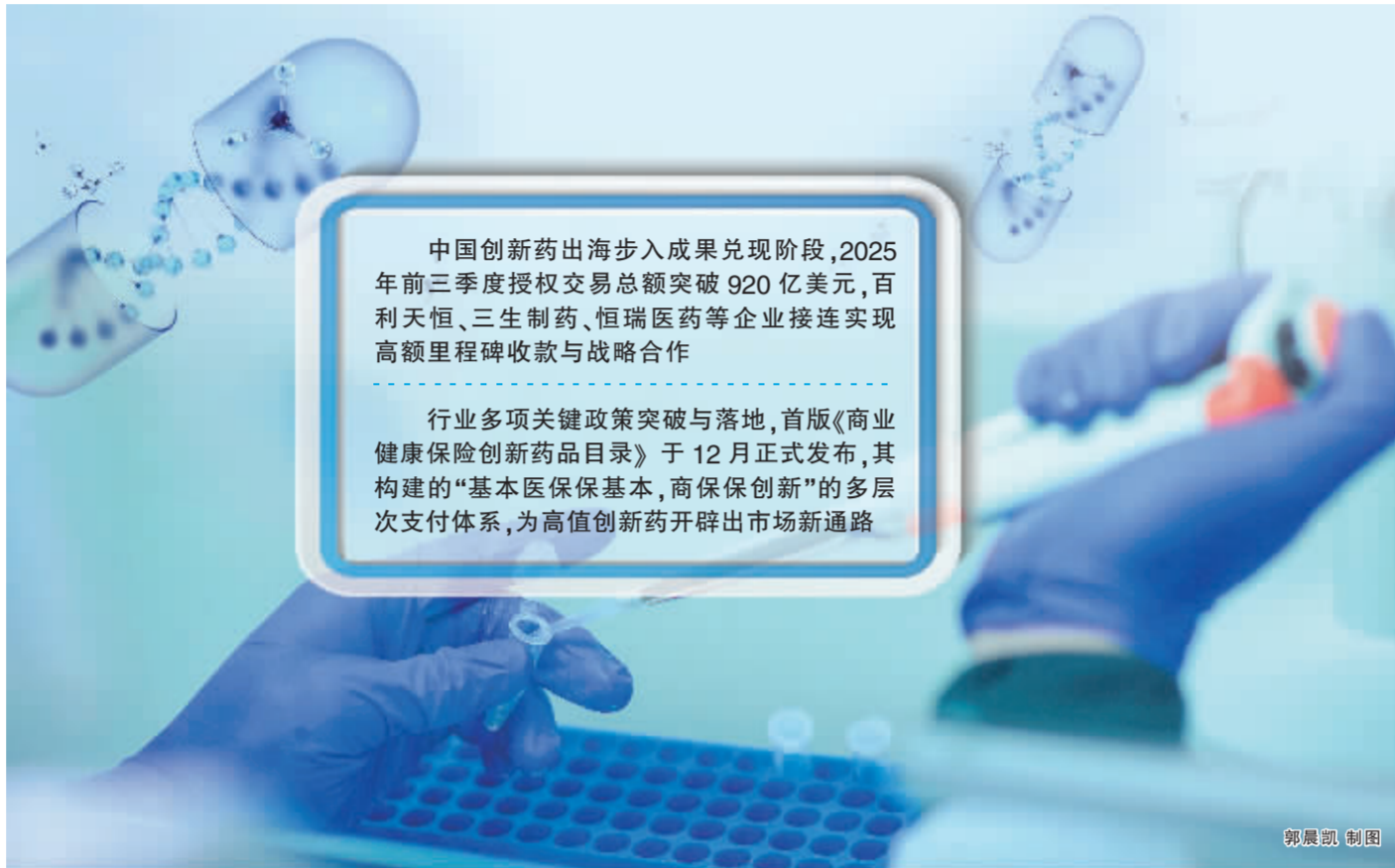
2025年,是中国创新药出海从“交易规模”迈向“价值兑现”的关键一年。

这一年,行业不仅延续了license-out(对外授权)金额的快速增长,也在里程碑成果兑现阶段取得实质性突破,标志着国内创新药企国际化加快进入收获期。

2025年,创新药行业最显著的特点在于出海交易规模与质量同步提升。中邮证券研报显示,2025年上半年,中国创新药license-out总金额已接近660亿美元,超越2024年全年总额的519亿美元,创下历史新高。2025年前三季度累计交易额则进一步攀升至920亿美元,交易数量达103笔。从技术引进到创新输出,中国正成为全球医药创新的关键枢纽。

巨额交易频频创纪录,不断刷新中国创新药的底色。5月,三生制药以12.5亿美元首付款向辉瑞授予自研的PD-1/VEGF双特异性抗体SSGJ-707的全球独家开发、生产、商业化权利。紧接着,恒瑞医药与葛兰素史克达成潜在总额高达120亿美元的战略合作协议,再次彰显跨国药企对中国创新药管线的高度认可。

过去一年,创新药出海一路高歌猛进,离不开政策、资本、人才与模式创新的动能激励。在上海市卫生和健康发展研究中心主任金春林看来:全球药企面临“专利悬崖”压力,亟需新管线填补市场缺口;国内政策大力支持生物医药产业,助力产业创新发展;资本涌入(如香港18A政策与科创板)提供了技术与资金支持;“NewCo”模式(由投资基金主导成立新公司,本土药企授权海外权益并获得股权)等创新交易模式,实现资源互补,为大型交易顺利推进提供保障。



中国创新药出海步入成果兑现阶段,2025年前三季度授权交易总额突破920亿美元,百利天恒、三生制药、恒瑞医药等企业接连实现高额里程碑收款与战略合作

行业多项关键政策突破与落地,首版《商业健康保险创新药品目录》于12月正式发布,其构建的“基本医保保基本,商保保创新”的多层次支付体系,为高值创新药开辟出市场新通路

2025年,中国创新药出海不仅实现交易规模的攀升,更迎来价值兑现的突破。12月初,百利天恒因达成I2-ABRIGHT-Breast01关键临床试验里程碑,收到由授权对象百时美施贵宝支付的2.5亿美元款项。这意味着,中国创新药高额BD交易正在步入成果兑现阶段。

祥峰投资合伙人刘天然透露,2025年,中国创新药在美欧提交的上市申请数量预计将突破20项,其中超过1/3基于国际多中心临床试验数据。在ADC、双特异性抗体、细胞治疗等领域,中国创新药项目在早期临床数据上已显示出与全球头部企业同台竞技的实力。

展望2026年,中国创新药出海将更加强调“交付能力”与“可持续回报”。刘天然认为,成功的价值兑现案例,将大幅提升国际买家对中国Biotech“交付能力”的信任,形成“优质数据→高价值交易→成功推进→里程碑兑现→更多/更高价值交易”的正向循环。这会激励所有参与者更注重项目的科学严谨性和开发执行力。

## 商保目录落地激活源头创新动能

2025年创新药出海的澎湃之势,离不开中国近十年医药领域系统性改革的动能积蓄。从2015年药审改革起步,审评审批加速、国际临床数据互认、专利链接制度建

立、医保动态调整机制完善等一系列举措,共同构筑了鼓励创新的制度环境,推动产业从“仿制为主”转向“创新驱动”。2025年,这一改革进程迎来多项关键的政策突破与落地,为创新药产业升级注入新的确定性。

6月30日,国家医保局会同国家卫健委联合印发了《支持创新药高质量发展的若干措施》(简称《若干措施》),这份包含16条具体措施的文件被视为年度最重要的产业政策之一,其核心在于对创新药的“全链条支持”。

在研发端,《若干措施》提出利用全国医保数据为研发“导航”,并计划组织实施国家科技重大专项,以引导资源投向重大传染病、罕见病等真正未满足的临床需求,鼓励“真创新”和“差异化创新”。在支付端,最受关注的举措是提出“增设商业健康保险创新药品目录”。

很快,首版《商业健康保险创新药品目录》于12月落地,首批纳入19款临床价值高但价格昂贵、暂未纳入基本医保的药品。备受关注的5款CAR-T细胞治疗产品全部入选,这类单次治疗费用曾超百万元的“天价药”首次被体系化地纳入支付保障视野。

2025年国家医保目录动态调整也持续强化对创新的激励。新版目录新增的114种药品中,有111种是5年内上市的新药,

比例高达98%,其中50种为一类创新药,新增创新药的数量与比例均创下历年新高。这意味着,国内市场的“价值购买”机制日益成熟,为创新药提供了明确的回报预期。

在刘天然看来,医保目录调整、商保目录落地的核心价值在于构建“基本医保保基本,商业健康险保创新”的多层次支付体系,直接缓解高价值创新药上市初期的支付痛点。当企业看到创新产品在国内市场也能获得合理的商业回报时,会更愿意针对中国高发疾病进行源头创新,这将引导研发资源向满足中国乃至亚洲未竟医疗需求的“全球新”方向倾斜,最终提升中国在全球医药创新版图中的独特性与核心竞争力。

十年磨一剑,创新药蝶变。过去十年的药品改革红利释放,催生了如今的创新药出海浪潮;2025年新一轮政策突破,则与持续深化的全球化战略互为犄角。

从药审改革到医保创新支付,从实验室研发到国际多中心临床试验,中国创新药生态已形成“研发—认证—支付—出海”的完整闭环。商保目录的发布与出海成果的兑现,共同指向一个更为成熟的创新药产业未来:在国内,多层次支付体系让更多前沿疗法可及;在全球,中国创新药正从管线贡献走向价值引领。

## ■ 董事长专访

锡华科技王荣正：  
深耕齿轮箱部件  
筑牢风机“心脏”根基

◎ 邱思雨 记者 操子怡

在200米高高空稳定运行的20兆瓦风电机组,其核心奥秘不仅在于迎风旋转的叶片,更隐藏在机舱深处的齿轮箱中。“齿轮箱堪称风机的‘心脏’,齿轮箱部件则是支撑心脏稳健跳动的‘筋骨与瓣膜’。”锡华科技董事长王荣正在接受上海证券报记者专访时表示。

12月23日,锡华科技登陆沪市主板。这家创立于2001年的企业,在中国风电行业快速发展期见证并参与了由小到大的产业全过程。

“回想创业初期,国内风电机组单机容量仅为0.75兆瓦至0.8兆瓦,如今已跃升至20兆瓦。”王荣正感慨道。二十多年来,锡华科技始终专注于风电齿轮箱专用部件的研发、生产与销售,已成长为该领域的核心供应商之一。公司也正凭借着多年的技术积累与持续创新,在风电大型化与深远海化的浪潮中稳步前行。

## 择“难”而行,以技术筑牢护城河

1981年,王荣正考入大学,攻读焊接工艺与设备专业。彼时,他亲身感受到国内机械行业与国外的巨大差距,而这恰恰点燃了他内心的火种。“我们这一代人,肩负着追赶西方技术的使命。”怀揣这份责任感,他毅然投身方兴未艾的风电行业。

在风机中,齿轮箱是将叶片从每分钟仅约1转的低转速,提升至发电机所需近3000转高转速的关键核心,其性能直接决定整机运行的效率与可靠性,其零部件包括行星架、齿轮箱体、扭力臂和法兰等,每一样都是考验制造功底“硬关卡”。

“要挑战就挑战最难的,做出让世界认可的中国风电齿轮箱部件。”王荣正立下志向。然而创业维艰,一家初创小厂想要赢得市场信任谈何容易。他回忆道:“早期我们主动为客户免费试制,带着产品一次次上门测试,不要求客户任何投入,也不惧一次次测试失败与产品报废。”

让他印象深刻的是一款10兆瓦齿轮箱关键部件的研发项目。当时,该产品技术门槛高、外界质疑多,但锡华科技仍全力投入。“我们从材料研发到加工生产全程死磕,最终交付了零缺陷产品,赢得了客户信赖,如今对方已依赖我们的大批量供货。”王荣正语气中充满自豪。在他看来,攻克一个技术空白的过程固然漫长艰辛,但坚持终会见曙光。

这次突破让公司意识到:企业必须始终保持危机感,提前布局前沿技术与材料研发,方能引领行业趋势。“唯有掌握核心技术,才能立于不败之地。”王荣正说。

## 死磕“零缺陷”,赢得一张信任证书

历经二十余年耕耘,锡华科技已发展成为大型高端装备专用部件领域的头部企业,在风电齿轮箱专用部件领域也越做越精。

随着风机大型化成为主流,技术挑战也与日俱增。王荣正提到:“20兆瓦风机塔筒高度可达200米,齿轮箱必须实现轻量化、小型化。同时,风机需在台风、-40℃乃至-60℃极寒等恶劣环境下长期稳定运转,这就要求部件具备高强度、高韧性、抗冲击及优异的低温性能。”此外,要降低风机高昂的运维成本,齿轮箱部件还必须朝着“近乎免维护”的高可靠性目标迈进。

为此,锡华科技双管齐下:一方面,自主研发适应极端环境与高负荷工况的专用材料;另一方面,在加工工艺、装备制造、检测体系等全链条贯彻“零缺陷”管控,确保产品完全符合设计标准。目前,公司产品已覆盖1MW至22MW风电机组功率范围,研发节奏与市场大趋势同步,处于行业领先地位。

产能布局上,公司通过设立江苏锡华、锡华智能等子公司,建设泰兴毛坏件生产基地与多地机械加工服务基地,构建了从毛坯到成品的全工序服务能力,并正筹划海外生产基地,以辐射全球市场。

客户方面,锡华科技已与南高齿、弗兰德、采埃孚等全球风电齿轮箱制造商,以及海天塑机等注塑机行业龙头建立合作,并与德力佳、中车股份等客户形成稳定供应关系。

## 做齿轮箱部件的“带头人”

本次IPO募集资金,锡华科技主要投向“风电核心装备研发中心及产业化项目(一期)”与“风力发电机主齿轮箱关键核心零部件研发项目”,其中产业化项目达产后,预计可新增15万台风电零部件的机加工能力。

在王荣正看来,扩大产能是对行业趋势的回应。“风机大型化持续降低度电成本,在能源转型背景下,全球风电市场需求旺盛,大兆瓦产品占比不断提升。”王荣正表示,然而,大兆瓦风电兼具技术密集型与资金密集型特征,需要持续高强度投入。作为头部企业,通过上市融资扩大产能、提前布局,正是为了更好地满足市场需求,持续引领行业发展。

面向未来,王荣正认为,不仅要紧跟趋势,更要提前布局、持续投入、做好技术储备。他表示,创新是企业竞争力的核心,危机感则是驱动企业不断前进的内生动力。

“上市是全体团队和客户支持的结果,也是锡华科技全新的起点。”王荣正说,公司将以此为契机,加快步伐、拓展业务,朝着更强、更大的目标迈进,持续做风电齿轮箱部件领域的“带头人”,在行业新周期中实现更高质量的发展。

## 智谱、MiniMax相继通过聆讯 大模型企业竞速资本市场

◎ 记者 孙小程

继智谱之后,MiniMax(稀宇科技)于12月21日通过港交所聆讯。作为大模型领域的两大“独角兽”,谁将冲线成为“第一股”,仍存悬念。

尽管同处聚光灯下,但两家公司的路径明显分化。智谱依托清华技术基因,深耕B端与G端市场,营收主要来自MaaS服务与私有化部署;MiniMax坚持全模式自研,更像一家“产品工厂”,以C端应用矩阵打开全球市场。

有大模型企业高管认为,智谱与MiniMax虽同属头部企业且均在推进上市,但二者在技术路线、商业模式等核心维度上有所差异,各有各的竞争赛道。二者上市后,将填补资本市场大模型领域空白,也将为行业带来二级市场估值参考。

## 智谱“押宝”B端、G端

智谱成立于2019年,由清华大学计算机系的技术成果转化而来。自成立以来,智谱陆续推出中国首个百亿模型、首个开源千亿模型、首个对话模型、首个多模态模型和全球首个设备操控智能体。

商业模式上,智谱作为底座模型厂商,其商业模式以MaaS(即大模型API调用)为主。智谱于2021年开始布局MaaS。MaaS类似于OpenAI与Anthropic的变现方式,交付“通用智能”而非“定制项目”,低成本地将智能赋能于无限场景,快速实现大模型调用量的scaling。除了MaaS,本地模型部署是智谱的另一收入来源,覆盖B端与G端客户。

据弗若斯特沙利文提供的资料:2024

年,智谱的收入在中国独立通用大模型开发商中排名第一,在所有通用大模型开发商中位列第二,市场份额占到6.6%;截至2025年6月30日,智谱累计为超过8000家机构客户提供大模型服务。

业绩方面,港交所披露的聆讯后资料集显示:智谱2022年至2024年及2025年上半年的营收分别为5740万元、1.245亿元、3.124亿元和1.9亿元(人民币);经调整净亏损分别为9740万元、6.21亿元、24.656亿元和17.52亿元。智谱称,亏损主要原因在于巨额的研发投入。同期,智谱研发投入分别为8440万元、5.289亿元、21.954亿元和15.947亿元,累计研发投入约44亿元。

在成立初期,智谱几乎完全依赖私有化部署,但该部分收入占比正在下降。截至2025年6月30日,私有化部署收入占比已降至84.8%,剩余15.2%来自云端MaaS平台。智谱CEO张鹏近期明确表示,公司希望尽快实现私有化与MaaS平台收入占比持平。

收入结构调整的同时,智谱的整体毛利率相对保持稳定。自2022年以来,公司毛利率始终维持在50%以上。

## MiniMax C端营收占比超70%

MiniMax成立于2022年初,是一家通用人工智能科技公司。成立距今不到四年,这意味着,其有望刷新纪录,成为从成立到IPO历时最短的AI公司。

对比国内外大模型企业,MiniMax沿用的技术路线有些“非主流”。行业普遍认为,应聚焦文本等单一模态做到极致,再推进融合,进而实现AGI;MiniMax则认为,实现AGI(通用人工智能)是系统性工程,像造火箭、芯片一样,各环节环环相扣。因此,

MiniMax从创立第一天起,便押注文本、视觉、音频全模态自研。

在商业化路径上,MiniMax的路线同样采用了创业公司中少见的打法——“模型即产品”,同步推进模型开发和应用。具体到业务层面,MiniMax的商业模式以全球付费订阅和模型调用收入为主,分为C端的“AI原生产品”和B端的“AI的企业服务”业务。

聆讯后资料集显示:MiniMax在2023年、2024年及2025年前三季度分别实现营业收入246万元、3052.3万美元和5343.7万美元,海外收入占比分别为19.2%、69.8%和73.1%;经调整净亏损分别为8907.4万美元、2.44亿美元和1.86亿美元。

分业务看,“AI原生产品”以订阅收入为主,包括AI视频创作平台海螺AI、语音生成平台MiniMax Audio、通用智能体MiniMax Agent、AI原生全模态交互平台星野等。2025年前三季度,C端营收为3802万美元,占总收入的71.1%。

“AI的企业服务”为企业客户和开发者提供API服务,涉及AI+硬件、文旅、电商等领域。该部分营收增长明显,2025年前三季度贡献1541.7万美元,同比增长160%,占总营收的28.9%。

毛利率方面,MiniMax从2023年的-24.7%快速转正,于2024年达到12.2%,并在2025年前三季度提升至23.3%。C端毛利率为4.7%,除星野外公司整体毛利率近50%。

## 大模型“六小虎”今安在

2022年末,ChatGPT的一鸣惊人,掀起了国内的大模型创业潮,大模型“六小虎”中的大多数在这一时间节点前后相继成立。自

“六小虎”成立以来,一大争议便挥之不去——随着底座大模型成为水、电一样的基础设施后,大模型行业将高度头部化,届时是否还会有成为最后留在“牌桌”上的玩家,那什么都不会剩下。”

一位关注AI行业的投资人向上海证券报记者分析称:“大模型创业的残酷性在于,一旦你没有成为最后留在‘牌桌’上的玩家,那什么都不会剩下。”

阶跃星辰创始人兼CEO姜大昕此前在接受采访时坦言,坚持做基础大模型的公司会越来越少。这确实是一件非常艰苦的事情,而且投入也非常大。

基于各个企业当前的业务情况,有AI企业高管认为,“六小虎”应该视作上一个时代的概念。目前,“六小虎”中的百川智能和零一万物已经转向,前者选择“All in”医疗,后者收缩了预训练团队,全面拥抱DeepSeek。月之暗面、阶跃星辰仍在推进模型研发,前者也传出将于2026年下半年推进IPO的消息。

智谱、MiniMax则是率先冲击资本市场的企业。对于已在冲刺IPO的企业,外界仍有疑虑:大厂夹击下,留给创业公司的生态位是什么?

一位大模型创业公司的高管分析称,大厂的核心优势是流量资源和用户基础,常通过高额投入争夺DAU(日活跃用户数量),创业公司没必要与大厂硬碰硬,而应聚焦重点方向。例如,MiniMax明确不参与对话产品等流量型赛道竞争,转而聚焦“全模态模型能力”和“高价值专业场景”。

行业研发投入高、技术迭代快的特性,决定了大模型创业是一场持久战。长期来看,对于智谱、MiniMax而言,登陆资本市场仅是新的开始,未来的关键在于能否跑通持续创造价值的商业闭环。