

# 海外制药企业2025Q2业绩回顾 ——过去10年MNC药企都在买什么？

行业研究 · 行业专题

医药生物

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：马千里

010-88005445

maqianli@guosen.com.cn

S0980521070001

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

## ■ MNC药企BD交易：

- 上期报告中，我们详细整理了各家企业销售额top5产品营收及占比情况，未来5年将有包括K药、O药在内的多款百亿美元级别单品迎来专利到期，为填补专利悬崖带来的收入缺口，海外制药企业通过BD交易增厚营收及补齐pipeline短板，由于各家企业在核心产品生命周期及管线布局战略上存在差异，因此我们也详细总结了各家企业在最近几次电话会议上对BD相关战略的表述。
- 本期报告中，我们统计了过去10年16家跨国制药企业创新药资产交易，整体看交易数量呈逐年递增趋势，交易总金额及首付款波动较大；从治疗领域来看，药物发现和/或技术平台类合作占比近50%，在披露了具体分子及治疗领域的交易中，肿瘤占比相对较高，自免、心血管&代谢等相关交易数量也较为稳定；近几年大额并购有所降温，2023年共有9个>50亿美元项目（其中6个为M&A），2024年并购明显降温，当年仅Vertex以49亿美元收购Alpine，BD交易模式更多以授权/许可或小型并购为主。

## ■ 2025Q2业绩回顾：

- 礼来及诺和诺德在GLP-1类药物驱动下，收入端分别+38%/+18%，其中诺和诺德由于美国compounded GLP-1药物影响，销售低于预期并下调全年收入指引，同时由于Wegovy获得CVS减重药物独占，礼来预计从7月开始Zepbound销售将受到一定影响；
- 福泰、诺华、阿斯利康、艾伯维、赛诺菲、辉瑞、安进分别依靠核心品种放量维持高个位数~低双位数营收增长；
- 吉利德、BMS、罗氏、强生、再生元等受到Medicare Part D redesign、核心产品专利到期、biosimilar/其他竞品竞争等影响，GSK及Merck受到疫苗板块下滑影响，收入端低个位数增长或同比下滑。
- 2025Q2,16家企业中共9家企业对全年营收和/或净利润/EPS进行了上调，主要由于新产品销售放量好于预期和/或专利到期产品下滑幅度低于预期等因素，另有6家维持，1家下调。

■ **风险提示：**市场竞争加剧的风险，产品临床失败或有效性低于预期的风险，产品商业化不达预期的风险，技术升级迭代风险。

## [ 01 ] 海外药企BD分析

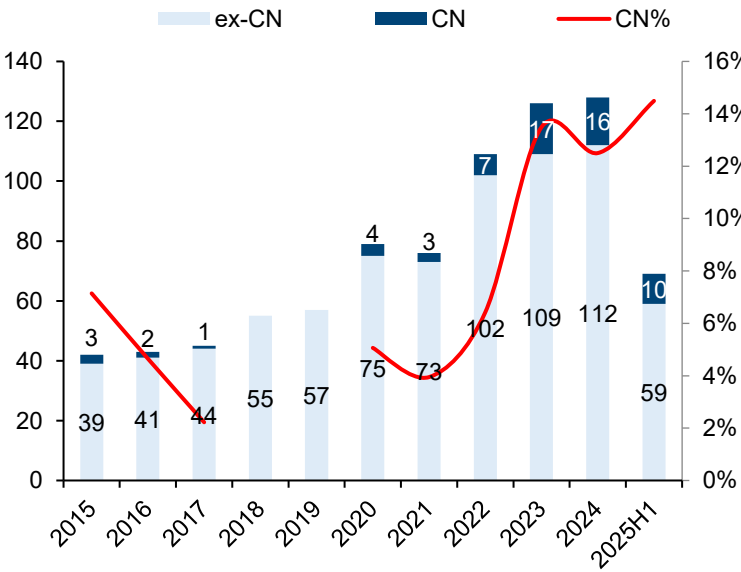
## [ 02 ] 海外药企25Q2业绩梳理

# 中国资产相关交易数量占比提升，由肿瘤拓展至自免/代谢等慢病领域



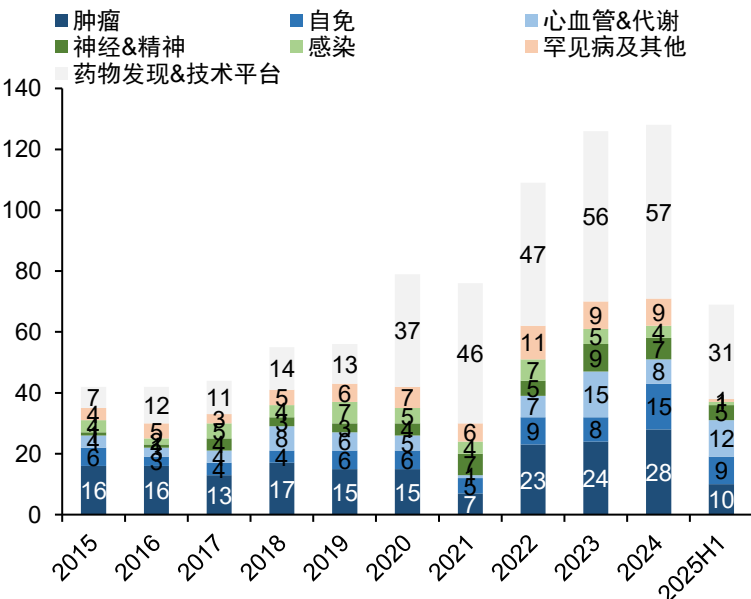
- 我们统计了近10年包括礼来、强生在内的16家跨国制药企业创新药资产交易，从交易数量来看，中国创新药资产占MNC药企交易案例的比例由2020~2021年的~5%快速提升至2025H1的~15%水平；
- 从相关创新药资产涉及的治疗领域来看，非中国创新药交易中药物发现和/或技术平台类合作占比近50%，在披露了具体分子及治疗领域的交易中，肿瘤占比相对较高，自免、心血管&代谢等相关交易数量也较为稳定；2020~2023年中国实现出海的创新药资产仍以肿瘤领域为主，2024年至今逐步扩展至自免及代谢等慢病领域。

图：MNC药企创新药资产交易案例数（单位：个）



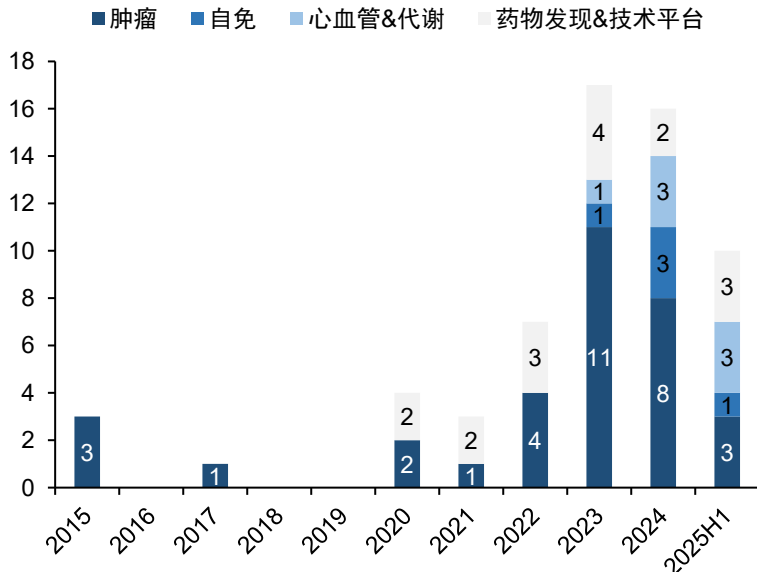
资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

图：以治疗领域划分的非中国来源创新药交易数量



资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

图：以治疗领域划分的中国来源创新药交易数量



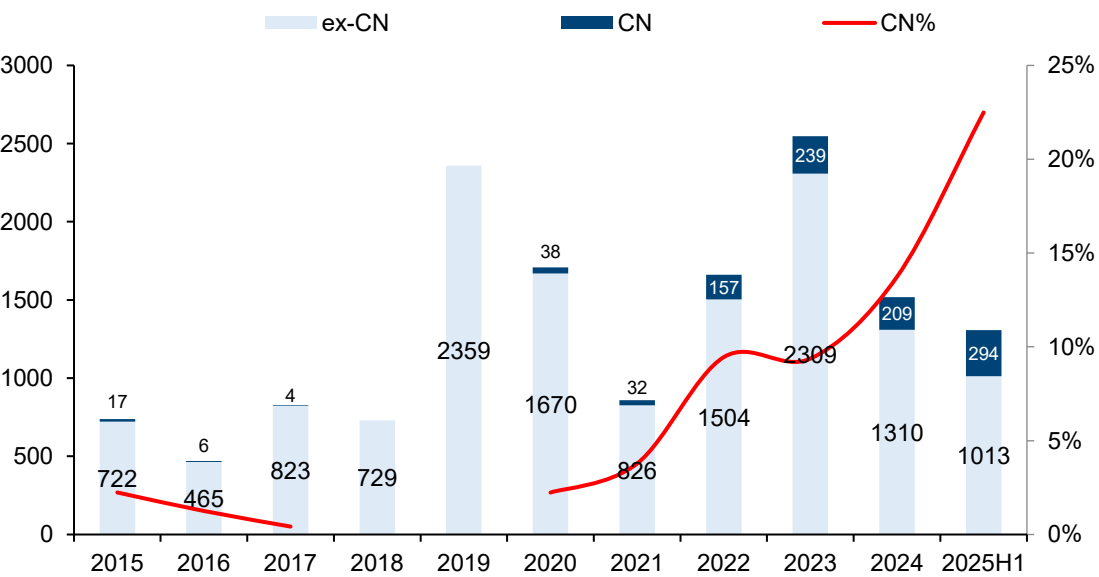
资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

# 中国创新药资产在MNC药企交易总金额占比已超过20%



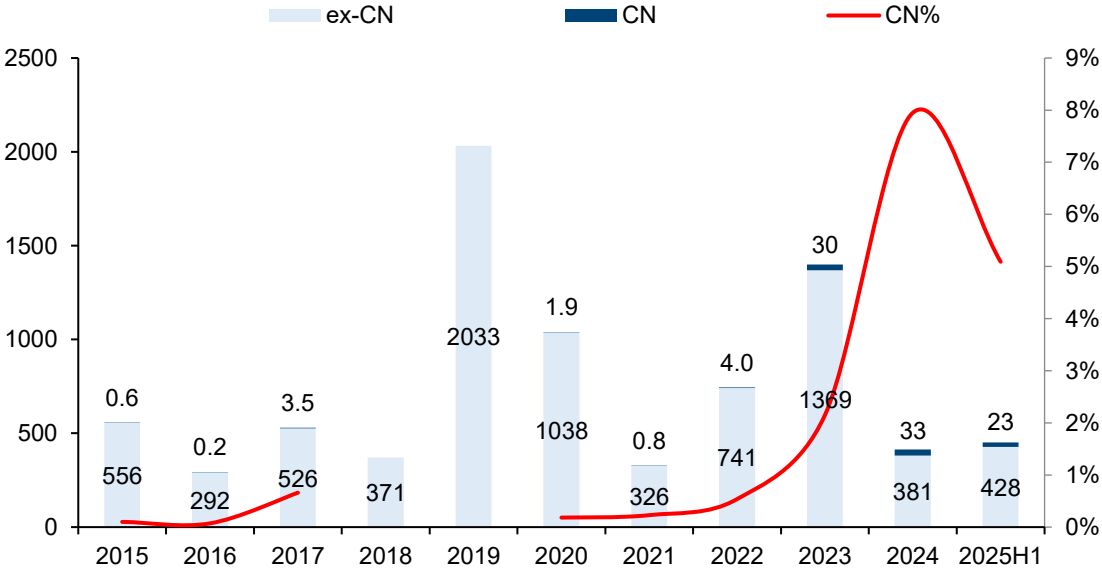
■ 2025H1，MNC药企创新药交易中中国资产交易总金额达到294亿美元，占比~22%，主要由三生制药/Pfizer（61.5亿美元）、石药集团/AstraZeneca（53.3亿美元）、和铂医药/AstraZeneca（45.75亿美元）、元思生肽/AstraZeneca（34亿美元）等交易贡献；首付款金额23亿美元，占比~5%，主要由三生制药/Pfizer（12.5亿美元）交易贡献。

图：MNC药企创新药资产交易总金额（单位：亿美元）



资料来源：insight，国信证券经济研究所整理  
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：MNC药企创新药资产交易首付款金额（单位：亿美元）

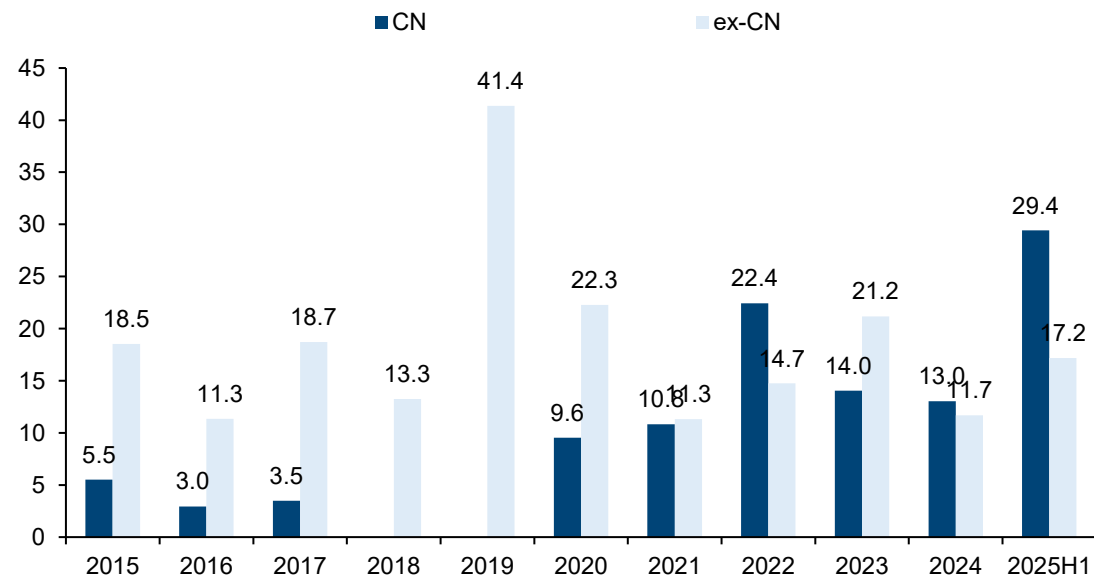


资料来源：insight，国信证券经济研究所整理 注：全现金支付的M&A金额亦按照首付款统计

# MNC药企大额并购降温

- 2023年，MNC药企创新药交易总额超过50亿美元的项目共计9个，其中M&A项目6个，包括Pfizer以430亿美元收购Seagen（ADC），BMS以140亿美元收购Karuna（CNS），Merck以108亿美元收购Prometheus（TL1A），Abbvie以101亿美元收购ImmunoGen（ADC），Abbvie以87亿美元收购Cerevel（CNS），Roche以72.5亿美元收购Telavant 75%股权（TL1A）。
- 2024年，MNC药企大额并购降温，当年仅Vertex以49亿美元收购Alpine（IgAN）。
- 2025H1，交易总额超过50亿美元的项目共计6个，其中M&A项目2个，包括JNJ以146亿美元收购IntraCellular（CNS）及Sanofi以91亿美元收购Blueprint（自免）。

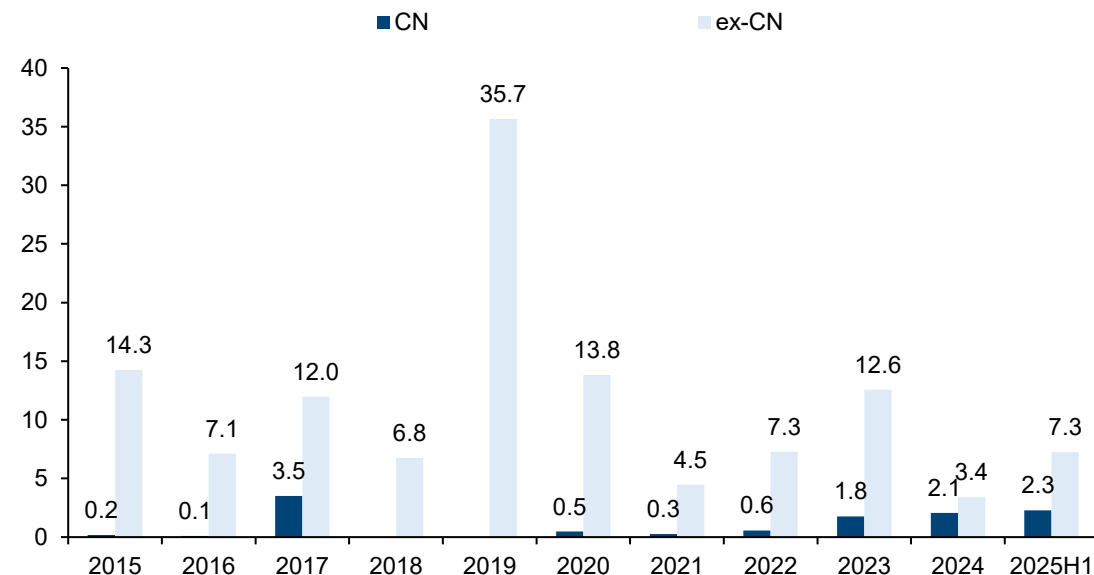
图：MNC药企创新药资产交易平均金额（单位：亿美元）



资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：MNC药企创新药资产交易平均首付款金额（单位：亿美元）



资料来源：insight，国信证券经济研究所整理

附表：肿瘤（1）

表：肿瘤领域管线布局（1）

|             | Eli Lilly                                                                                                                                                                                                                                                        | JNJ                                                                                                                   | Novartis                                                                                                    | Roche                                                                                                                                                                                                                                                                   | AstraZeneca                                                                                                                                              | Merck                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | Amgen                                                                                                                                                                                              | Gilead                                                                                                       | Pfizer                                                                                                                                   | Sanofi                                                                                                                        | BMS                                                                                                                                                                              | GSK                                                                                                                 | Regeneron                                                                                                                              |
|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2024年<br>营收 | \$45.0B                                                                                                                                                                                                                                                          | \$57.0B                                                                                                               | \$50.3B                                                                                                     | CHF 46.2B                                                                                                                                                                                                                                                               | \$53.5B                                                                                                                                                  | \$57.4B                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | \$33.4B                                                                                                                                                                                            | \$28.8B                                                                                                      | \$63.6B                                                                                                                                  | €41.1B                                                                                                                        | \$48.3B                                                                                                                                                                          | £31.4B                                                                                                              | \$14.2B                                                                                                                                |
| 肿瘤&<br>血液学  | \$8.8B<br>(~19%)                                                                                                                                                                                                                                                 | \$20.8<br>(~36%)                                                                                                      | \$14.7B<br>(~31%)                                                                                           | CHF 23.7B<br>(~51%)                                                                                                                                                                                                                                                     | \$22.4B<br>(~42%)                                                                                                                                        | \$32.7B<br>(~57%)                                                                                                                                                                                                                                                                                         | \$8.3B<br>(~25%)                                                                                                                                                                                   | \$3.3B<br>(~11%)                                                                                             | \$15.6B<br>(~25%)                                                                                                                        | €0.9B<br>(~2%)                                                                                                                | \$27.3B<br>(~57%)                                                                                                                                                                | £1.4B<br>(~5%)                                                                                                      | \$1.2B<br>(~9%)                                                                                                                        |
| IO          |                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                       |                                                                                                             | Tecentriq (CHF 3.6B, PD-L1)                                                                                                                                                                                                                                             | Imfinzi (\$4.7B, PD-L1);<br>Volrustomig (PD-1/CTLA-4);<br>rilvegostomig (PD-1/TIGIT, 1L NSCLC Ph3)                                                       | Keytruda (\$29.5B, PD-1);<br>LM-299 (PD-1/VEGF, 礼新医药/中国生物制药 \$588M+2.7B, 2025);<br>AK-107 (CTLA-4, 康方生物 \$200M milestone, 2015)                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                    | Domvanalimab (TIGIT mAb, BD from Arcus \$125M+725M, 2021)                                                    | SSGJ-707 (PD-1/VEGF, BD from 三生制药 \$1.25B+4.8B, 2025);<br>TTI-621/622 (CD47, Trillium acq by \$2.26B, 2021)                              | Libtayo (PD-1, co dev with Regeneron \$905M upfront payment, 2015);<br>Pegenzileukin (PEG-IL2, Synthorx acq by \$2.5B, 2020); | Opdivo (\$9.3B, PD-1);<br>Yervoy (\$2.5B, CTLA-4);<br>Opdualag (\$928M, LAG-3);<br>BNT327 (PD-L1/VEGF, 1L NSCLC/ES-SCLC, co-dev with BioNTech \$1.5B+2.0B+7.6B, 2025)            | Jemperli (£467M, PD-1, Tesaro acq by \$5.1B, 2019);<br>GSK4381562 (PVRIG, BD from Surface Oncology \$85+730M, 2020) | Libtayo (\$1.2B, PD-1, buy back from Sanofi 900M+100M+11% royalty, 2022);<br>Fianlimab (LAG-3, +cemiplimab 1L metastatic melanoma Ph3) |
|             |                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                       |                                                                                                             |                                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                              |                                                                                                                                          |                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                     |                                                                                                                                        |
| Non-IO      | Verzenio (\$5.3B, CDK4/6i);<br>Jayprica (\$337M, BTKi, LOXO);<br>Imlunestrat (SERD, mBC NDA);<br>LOXO-783 (PI3Ka, LOXO oncology acq by \$8.0B, 2019);<br>STX-478 (PI3Ka H1047R, Scorpion acq by \$2.5B, 2025);<br>FCN-338 (BCL2, BD from 复星医药 \$40M+400M, 2020); | Rybrevant/Lazcluze (\$172M, EGFR/cMet, NSCLC, Lazertinib BD from Yunhan \$50M+1.2B, 2018);<br>ERLEADA (\$3.0B, mCRPC) | Kisqali (\$3.0B, CDK4/6i);<br>Promacta/Revolade (\$2.2B);<br>Tafinlar/Mekinist (\$2.1B);<br>Jakavi (\$1.9B) | Perjeta/Phesgo/Kadcyla/Herceptin (CHF 8.7B, HER2 franchise);<br>Rituxan/Gazyva (CHF 1.1B, CD20);<br>Rozlytrek (ROS1/ALK/TRK, Ignyta acq by \$1.7B, 2017);<br>RGT-419B/587 (CDK inhibitor, BD from Regor \$850M upfront, 2024);<br>Giredestrant (SERD, mBC Ph3 ongoing); | Tagrisso (\$6.6B, EGFR TKI);<br>Lynparza (\$3.7B, PARPi);<br>Truqap (\$430M, AKTi);<br>Camizestrant (SERD, 1L mBC Ph3);<br>Saruparib (PARP1 inhibitor, ) | Lynparza (\$1.3B, PARPi, co commercialize with AstraZeneca \$1.6B+6.15B, 2017);<br>Lenvima (\$1.0B, VEGF TKI, co commercialize with Eisai \$300M+4.355B, 2018);<br>Welireg (\$510M, HIF-2a, Peloton acq by \$1.05B+1.15B, 2019);<br>Opevesostat (CYP11A1, CRPC Ph3, Orion up to \$1.63B milestone, 2024); | XGEVA (\$2.2B, IgG2);<br>KYPROLIS (\$1.2B, proteasome inhibitor);<br>Nplate (\$1.5B, TPO-R);<br>Vectibix (\$1.0B, EGFR);<br>Bemarituzumab (FGFR2b, GEJ cancer Ph3, Five Prime acq by \$1.9B, 2021) | Magrolimab (CD47 mAb, Forty Seven acq by \$4.9B, 2020);<br>CDK2 PROTAC (co dev with Kymera \$85M+665M, 2025) | Ibrance (\$4.4B, CDK4/6i);<br>Xtandi (2.0B, prostate cancer, \$14B, 2016);<br>Braftovi/Mektovi (\$607M, Array Bio acq by \$11.4B, 2019); |                                                                                                                               | Krazati (Mirati acq by \$4.8B, 2024);<br>Augtyro (\$38M, ROS1/NTRK, ROS1+ NSCLC, Turning Point acq by \$4.1B, 2022);<br>IDRX-42 (KIT, GI cancer, IDRx acq by \$1.15B+150M, 2025) | ZeJula (£593M, PARPi);<br>OJJAARA (353M, JAK1/2 ALK2, Sierra Oncology acq by \$1.9B, 2022);                         |                                                                                                                                        |
|             |                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                       |                                                                                                             |                                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                              |                                                                                                                                          |                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                     |                                                                                                                                        |

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 附表：肿瘤（2）

表：肿瘤领域管线布局（2）

|         | JNJ                                                                                                                        | Abbvie                                                                                                                                                                                | Novartis                                                 | Roche                                                                                                                             | AstraZeneca                                                                                                                                                                                                                  | Merck                                                                                                                                                                                                                                | Amgen                                                                                                                                   | Gilead                                                        | Pfizer                                                                                                                 | Sanofi                                                                                                                    | BMS                                                                                                                                                       | GSK                                                                                                                                                                                                                                                                                      | Regeneron                                                           |
|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|
| 2024年营收 | \$57.0B                                                                                                                    | \$56.3B                                                                                                                                                                               | \$50.3B                                                  | CHF 46.2B                                                                                                                         | \$53.5B                                                                                                                                                                                                                      | \$57.4B                                                                                                                                                                                                                              | \$33.4B                                                                                                                                 | \$28.8B                                                       | \$63.6B                                                                                                                | €41.1B                                                                                                                    | \$48.3B                                                                                                                                                   | £31.4B                                                                                                                                                                                                                                                                                   | \$14.2B                                                             |
| 肿瘤&血液学  | \$20.8 (~36%)                                                                                                              | \$6.6B (~12%)                                                                                                                                                                         | \$14.7B (~31%)                                           | CHF 23.7B (~51%)                                                                                                                  | \$22.4B (~42%)                                                                                                                                                                                                               | \$32.7B (~57%)                                                                                                                                                                                                                       | \$8.3B (~25%)                                                                                                                           | \$3.3B (~11%)                                                 | \$15.6B (~25%)                                                                                                         | €0.9B (~2%)                                                                                                               | \$27.3B (~57%)                                                                                                                                            | £1.4B (~5%)                                                                                                                                                                                                                                                                              | \$1.2B (~9%)                                                        |
| 血液学     | DARZALEX (\$11.7B, CD38); IMBRUVICA (\$3.0B, BTKi)                                                                         | Imbruvica (\$3.3B, Pharmacyclics acq by \$21B, 2015); Venclexta (\$2.6B, co-dev with Roche/Genentech) Epkinly (\$146M, CD20/CD3, BD from Genmab \$750M+\$3.15B+22%~26% royalty, 2020) | Pelabresib (BETi, MF Ph3, MorphoSys acq by €2.7B, 2024); | Hemlibra (CHF 4.5B);                                                                                                              | Calquence (\$3.1B, BTKi, Acerta acq by \$2.5B+\$1.5B, 2015)                                                                                                                                                                  | Nemtabrutinib (BTKi, CLL/SLL Ph3, ArQule acq by \$2.7B, 2020); Bomedemstat (LSD1, Myeloproliferative Disorders Ph3, Imago Biosciences acq by \$1.35B, 2023)                                                                          |                                                                                                                                         |                                                               |                                                                                                                        | Sarclisa (€471M, CD38, acq from ImmunoGen by \$30M, 2017); SAR446523 (GPRC5D mAb, BD from Eureka \$1.0B milestone, 2021); | Revlimid (\$5.8B, Celgene acq by \$74B, 2019); Pomalyst (\$3.5B); Reblozyl (\$1.8B); Sprycel (\$1.3B); iberdomide (CELMoD, +Dara+Dex 2L+ MM Ph3, Celgene) |                                                                                                                                                                                                                                                                                          | REGN7508 (FXI catalytic domain, Ph3); REGN9933 (FXI A2 domain, Ph2) |
|         | ARX517/788/305 (PSMA/HER2/CD70 ADC, Ambrx acq by \$2.0B, 2024); LCB84 (Trop2 ADC, co dev with LegoChem \$100M+1.6B, 2023); | Elahere (FRα ADC, \$479M, ImmunoGen acq by \$10.1B, 2024); Teliso-V (c-MET ADC, 2L+NSCLC NDA); Temab-A (c-MET ADC, 3L+CRC Ph3)                                                        |                                                          | Polivy (CHF 1.1B, CD79b ADC); IB13009 (DLL3 ADC, BD from 信达生物 \$80M+1.0B, 2025); YL211 (cMET ADC, BD from 宜联生物 \$50M+1.0B, 2024); | Enhertu (\$2.0B, HER2 ADC, co-dev with Daiichi Sankyo \$1.35B+5.55B, 2019); Datroway (TROP2 ADC, US/JP approval, co-dev with Daiichi Sankyo \$1.0B+5.0B, 2020); CMG901 (CLDN18.2 ADC, 2L+ gastric Ph3, 康诺亚 63M+1.125B, 2023) | Zilovertamab Vedotin (ROR1 ADC, hematological malignancies Ph3, VelosBio acq by \$2.75B, 2020); Ladiratuzumab Vedotin (LIV-1 ADC, Seagen \$725M+2.665B, 2020); 科伦博泰生物 (7 ADCs, \$175M+9.475B, 2L+ gastric Ph3, 康诺亚 63M+1.125B, 2023) | LegoChem (5 targets selected by Amgen, up to \$1.25B milestone, 2022); Synaffix (ADC technology platform, up to \$2.0B milestone, 2023) | Trodelvy (\$1.3B, Trop2 ADC, Immunomedics acq by \$21B, 2020) | Padcev/Adcetris/Tivdak (\$1.6/1.1/0.1B, Seagen acq by \$43B, 2023); HBM9033 (MSLN ADC, BD from 和铂医药 \$53M+1.05B, 2023) |                                                                                                                           | Iza-bren (EGFR/HER3 ADC, BD from 百利天恒 \$800M+500M+7.1B, 2023)                                                                                             | Blenrep (BCMA ADC, 2L+ MM, linker/warhead were licensed, EU approval); XMT-2056 (HER2 ADC, BD from Mersana \$100M+1.36B, 2022); HS-20089 (B7-H4 ADC, BD from 翰森 \$85M+1.485B, 2023); HS-20093 (B7-H3 ADC, BD from 翰森 \$185M+1.525B, 2023); DB-1324 (ADC, BD from 映恩生物 \$30M+975M, 2024); |                                                                     |
| ADC     |                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                       |                                                          |                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                         |                                                               |                                                                                                                        |                                                                                                                           |                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                                     |

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

附表：肿瘤（3）

表：肿瘤领域管线布局（3）

|                 | JNJ                                                                                                                                                     | Abbvie                                                                                                                                                                                            | Novartis                                                    | Roche                                                         | AstraZeneca                                                                                                              | Amgen                                                                                                                                                                              | Gilead                                                                                                                                                                                                                                   | Pfizer                                                                                                                 | BMS                                                                     | GSK                                                                        | Regeneron       |
|-----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|-----------------|
| 2024年<br>营收     | \$57.0B                                                                                                                                                 | \$56.3B                                                                                                                                                                                           | \$50.3B                                                     | CHF 46.2B                                                     | \$53.5B                                                                                                                  | \$33.4B                                                                                                                                                                            | \$28.8B                                                                                                                                                                                                                                  | \$63.6B                                                                                                                | \$48.3B                                                                 | £31.4B                                                                     | \$14.2B         |
| 肿瘤&<br>血液学      | \$20.8<br>(~36%)                                                                                                                                        | \$6.6B<br>(~12%)                                                                                                                                                                                  | \$14.7B<br>(~31%)                                           | CHF 23.7B<br>(~51%)                                           | \$22.4B<br>(~42%)                                                                                                        | \$8.3B<br>(~25%)                                                                                                                                                                   | \$3.3B<br>(~11%)                                                                                                                                                                                                                         | \$15.6B<br>(~25%)                                                                                                      | \$27.3B<br>(~57%)                                                       | £1.4B<br>(~5%)                                                             | \$1.2B<br>(~9%) |
| TCE             | TECVAYLI (\$549M, BCMA/CD3);<br>TALVEY (\$227M, GPRC5D/CD3)                                                                                             | Etentamig (BCMA/CD3, 3L+MM Ph3, TeneoOne acq, 2023);<br>SIM0500 (GPRC5D/BCMA/CD3, BD from Simcere upfront+\$1.055B milestone, 2025);<br>ISB 2001 (BCMA/CD38/CD3, BD from IGI \$700M+1.225B, 2025) | LB2102 (DLL3 CAR-T, co dev with Legend \$100M+1.01B, 2023); | Columvi (CHF 172M, CD20/CD3);<br>Lunsumio (CHF 71M, CD20/CD3) | Surovatamig (CD19/CD3, );<br>HBM7022 (CLDN18.2/CD3, 和铂医药 \$25M+\$325M, 2022)                                             | Blincyto (\$1.2B, CD19/CD3, ALL);<br>IMDELLTRA (\$115M, DLL3/CD3, SCLC);<br>Xaluritamig (STEAP1/CD3, mCRPC Ph3)<br>TNB-585 (PSMA/CD3, mCRPC Ph, Teneobio acq by \$900M+1.6B, 2021) | MGD024 (CD123/CD3, co dev with MacroGenics \$60M+1.7B, 2022);<br>TriTCEs (colaboration with Merus \$56M+1.5B, 2024)                                                                                                                      | Elrexfio (\$133M, BCMA/CD3);<br>Dren Bio (Myeliod engager discovery, \$25M+1.0B, 2022);                                | 药明生物（多个靶向肿瘤TAA的CD3双抗, \$40+1.46B, 2023)                                 | Lynozyfic (BCMA/CD3, 4L+ MM);<br>Ordspono (CD20/CD3, FL/DLBCL EU approval) |                 |
|                 |                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                   |                                                             |                                                               |                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                        |                                                                         |                                                                            |                 |
| cell<br>therapy | CARVYKTI (\$963M, BCMA CAR-T, co dev with Legend \$350M upfront, 2017);<br>C-CAR039 (CD19/CD20 CAR-T, NHL Ph1, co dev with 西比曼生物 \$245M upfront, 2023); |                                                                                                                                                                                                   |                                                             | BCMA/CD19/CD20 CAR-T (Poseida acq by \$1.5B, 2024);           | Gracell (BCMA/CD19 CAR-T, acq by \$1.0B+200M, 2024);<br>EsoBiotec (NanoBody Lentiviral platform, acq by 425M+575M, 2025) |                                                                                                                                                                                    | Yescarta/Tecartus (\$1.6/0.4B, CD19 CAR-T, Kite Pharma acq by \$11.9B, 2017);<br>KITE-037 (CD19 CAR-T, co dev with Sangamo \$150M+3.01B, 2018);<br>Anito-cel (BCMA CAR-T, 2-4L/4L+ r/rMM Ph3/Ph2, co dev with Arcellx \$225M+3.9B, 2022) | Breyanzi (\$747M, CD19 CAR-T);<br>Abecma (\$406M, BCMA CAR-T);<br>arlocabtagene autoleucel (GPRC5D CAR-T, 2~4L MM Ph3) | lete-cel (NY-ESO-1/LAGE-1a TCR, co-dev with Adaptimmune £18M+30M, 2017) |                                                                            |                 |
|                 |                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                   |                                                             |                                                               |                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                        |                                                                         |                                                                            |                 |

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

附表：肿瘤（4）

表：肿瘤领域管线布局（4）

|             | Eli Lilly                                                                                                                                                                                   | JNJ                                                                           | Abbvie           | Novartis                                                                                                                                                                                                                                                                   | Roche               | AstraZeneca                                                           | Merck             | Novo Nordisk | Amgen            | Gilead           | Pfizer            | Sanofi                                                                     | Vertex  | BMS                                                                                                                             | GSK            | Regeneron       |
|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|-----------------------------------------------------------------------|-------------------|--------------|------------------|------------------|-------------------|----------------------------------------------------------------------------|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|-----------------|
| 2024年<br>营收 | \$45.0B                                                                                                                                                                                     | \$57.0B                                                                       | \$56.3B          | \$50.3B                                                                                                                                                                                                                                                                    | CHF 46.2B           | \$53.5B                                                               | \$57.4B           | DKK 290B     | \$33.4B          | \$28.8B          | \$63.6B           | €41.1B                                                                     | \$11.0B | \$48.3B                                                                                                                         | £31.4B         | \$14.2B         |
| 肿瘤&<br>血液学  | \$8.8B<br>(~19%)                                                                                                                                                                            | \$20.8<br>(~36%)                                                              | \$6.6B<br>(~12%) | \$14.7B<br>(~31%)                                                                                                                                                                                                                                                          | CHF 23.7B<br>(~51%) | \$22.4B<br>(~42%)                                                     | \$32.7B<br>(~57%) |              | \$8.3B<br>(~25%) | \$3.3B<br>(~11%) | \$15.6B<br>(~25%) | €0.9B<br>(~2%)                                                             |         | \$27.3B<br>(~57%)                                                                                                               | £1.4B<br>(~5%) | \$1.2B<br>(~9%) |
| RLT         | Point Biopharma (PSMA/SSTR/F AP-α RDC, acq by 1.4B, 2023); Radionetics Oncology (small molecule GPCR targeted, acq by \$140M, 2024); Aktis Oncology (Nectin-4 RDC, co dev \$60M+1.1B, 2024) | NBTXR3 (hafnium oxide nanoparticles, co dev with Nanobiotix \$30M+1.8B, 2023) |                  | Pluvicto (\$1.4B, 177 Lu-PSMA-617, Endocyte acq by \$2.1B, 2018); Lutathera (177 Lu-SSTR, Advanced Accelerator acq by \$3.9B, 2018); MC-339 (225 Ac-based RLT, Mariana acq by \$1.0B+750M, 2024); SSTR2-RLT (co dev with Ratio Therapeutics up to \$745M milestone, 2024); |                     | FPI-2265(PSMA-[actinium-225], mCRPC, Fusion acq by \$2.0B+400M, 2024) |                   |              |                  |                  |                   | AlphaMedix (SSTR, [212Pb]-Dotamtrate, BD from RadioMedix €100M+220M, 2024) |         | RYZ101 (225Ac-DOTATATE, 2L+ SSTR2+ GEP-NETs Ph3, Rayzbio acq by \$4.1B, 2023); OncoACP3 (68Ga/225Ac, Philochem 350M+1.0B, 2025) |                |                 |

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

附表：自免（1）

表：自免领域管线布局（1）

|             | Eli Lilly                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | JNJ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | Abbvie                                                                                                                                                                 | Novartis                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | Roche                                                                                                                  | AstraZeneca                                                                                                                                           | Merck                                                                                                                                                                                                              | Amgen                                                                                                                                                                                     | Gilead                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | Pfizer                                                                                                                                                                                                      | Sanofi                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | BMS                                         | GSK                                                                                                                                                                                                                         | Regeneron                                                                                                                           |
|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2024年<br>营收 | \$45.0B                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | \$57.0B                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | \$56.3B                                                                                                                                                                | \$50.3B                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | CHF 46.2B                                                                                                              | \$53.5B                                                                                                                                               | \$57.4B                                                                                                                                                                                                            | \$33.4B                                                                                                                                                                                   | \$28.8B                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | \$63.6B                                                                                                                                                                                                     | €41.1B                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | \$48.3B                                     | £31.4B                                                                                                                                                                                                                      | \$14.2B                                                                                                                             |
| 自免          | \$4.4B<br>(~10%)                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | \$17.8B<br>(~31%)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | \$26.7B<br>(~47%)                                                                                                                                                      | \$9.3B<br>(~18%)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | CHF 6.3B<br>(~14%)                                                                                                     | \$7.9B<br>(~15%)                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                    | \$6.4B<br>(~19%)                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | \$2.6B<br>(~4%)                                                                                                                                                                                             | €13.5B<br>(~33%)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | \$3.7B<br>(~8%)                             | £10.5B<br>(~33%)                                                                                                                                                                                                            | \$4.5B<br>(~32%)                                                                                                                    |
| 炎症          | Taltz (\$3.3B, IL-17A);<br>Olumiant (\$957M, );<br>Omvoh (\$132M, IL-23p19, UC/CD);<br>Ebglyss (\$43M, IL-13, AD, Dermira acq by \$1.1B, 2020);<br>MORF-057 (oral Integrin α4β7, Morphic acq by \$3.2B, 2024);<br>DC-806 (oral IL-17, DICE acq by \$2.4B, 2023);<br>FXR314 (FXR, Ph1, Organovo acq by \$10M+50M, 2025); | STELARA (\$10.4B, IL-23p40);<br>TREMFA (\$3.7B, IL-23p19);<br>SIMPONI (\$2.2B, TNFi);<br>REMICADE (\$1.6B, TNFi);<br>IMAAVY (FcRn, gMG approval, Momenta Pharma acq by \$6.5B, 2020);<br>KP-723 (oral STAT6, AD, co dev with KAKEN, \$30M+1.22B, 2024)<br>PX128/PX130 (IL-13/TSLP, IL-13/IL22, AD asthma, Proteologix acq by \$850M, 2024);<br>NM26 (IL-31/IL-4Rα, AD Ph2, acq from Yellow Jersey \$1.25B, 2024);<br>Icotrokinra (oral IL-23R, PsO NDA, co dev with Protagonist \$80M+900M, 2017/2021);<br>bermekimab (IL-1α, AD Ph2 failed, acq from XBiotech \$750M+600M, 2019); | Humira/Rinvoq (\$9.0/6.0B);<br>Skyrizi (\$11.7B, co-dev BI, 2016);<br>Lutikizumab (IL-1α/1β, HS Ph3, CD +IL-23 Ph2);<br>TL1A (IBD, BD from 明济生物, \$150M+\$1.56B, 2024) | Cosentyx (\$6.1B, IL-17A);<br>Xolair (\$1.6B, IgE, co commercialize with Roche/ Genentech);<br>Ilaris (\$1.5B, IL-1β, acq by \$7.1B+150M, 2023);<br>Regeneron 4%~15% royalties);<br>Janalumab (BAFF, SJD Ph3 ro, MorphoSys acq by €2.7B, 2023);<br>KRP-M223 (MRGPRX2, CSU, co dev with Kyorin \$55M+777M, 2025);<br>IFM-2427 (NLPR3, IFM Tre acq by \$310M+1.265B, 2019);<br>MOR106 (IL-17C mAb, AD Ph2 failed, acq from MorphoSys/Galapagos €95M+850M, 2018) | Actemra (CHF 2.6B, IL-6);<br>Xilair (CHF 1.6B, IgE);<br>Afimkibart (TI1A, IBD Ph3, Televant acq by \$7.1B+150M, 2023); | Fasenra (\$1.7B, IL-5R);<br>Tezspire (\$684M, TSLP);<br>Saphnelo (\$474M, IFNAR);<br>Tozorakimab (IL-33, COPD Ph3 26H1 ro);<br>AZD7798 (CCR9, CD Ph2) | Tulisokibart (TL1A, UC/CD Ph3, Prometheus acq by \$10.8B, 2023);<br>MK-6194 (IL-2R, lupus/Vitiligo Ph2 failed, Pandion acq by \$1.85B, 2021);<br>MK-7110 (CD24, severe COVID-19, Oncolimmune acq by \$425M, 2020); | Enbrel (\$3.3B, TNFi);<br>Otezla (\$2.1B, oral PDE4i, acq from Celgene by \$13.4B, 2019);<br>Tezspire (\$972M, TSLP);<br>Rocatinlimab (OX40, AD Ph3, co-dev with Kyowa \$400M+850M, 2021) | Filgotinib (JAK1, co dev with Galpagos \$725M+1.35B+20%, 2015);<br>Edecisertib (IRAK4 inhibitor, SLE Ph2);<br>oral α4β7 inhibitor (IBD Ph2);<br>Tilpiseritib fosmecarbil (MAP3K8 inhibitor, UC Ph2);<br>GS-6791 (IRAK4 PROTAC, co dev with Nurix \$20M+425M, 2024);<br>GS-0272 (BTLA, MiroBio acq by \$405M, 2022)<br>oral STAT6 inhibitor (co dev with LEO \$250M+1.7B, 2025) | Xeljanz (\$1.2B, pan-JAK);<br>Enbrel (\$690M, TNFi);<br>CIBINQO (\$216M, JAK1);<br>Velsipity (S1P, UC approval, Arena acq by \$6.7B, 2022);<br>Eucrisa (PDE4 topical ointment, Anacor acq by \$5.2B, 2016); | Dupixent (€13.1B, IL-4Rα);<br>Jtepekimab (IL-33, COPD Ph3 failed);<br>Amlitelimab (OX40L, AD Ph3, Kymab acq by \$1.1B+350M, 2021);<br>Duvakitug (TL1A, co dev with Teva \$500M+1.0B, 2023);<br>Balinatunfib (oral TNFi, RA/UC/CD Ph2);<br>Gusacitinib (pan-JAK/SYK, CHE Ph2, BD from Libertas Bio by up to €545M, 2025);<br>Junsekimig (TSLP/IL-13 VHH, asthma Ph2);<br>Brivekimig (TNFα/OX40L VHH, HS/T1D Ph2);<br>HXN-1002/1003 (TL1A/IL-23p19, TL1A/Integrin α4β7, BD from Earendil Labs \$125M+1.72B, 2025); | Orencia (\$3.7B);<br>Sotyktu (\$246M, TYK2) | Nucala (£1.8B, IL-5, asthma);<br>Benlysta (£1.5B, Blys, SLE);<br>Depemokimab (long acting IL-5, Asthma Ph3)<br>AIO-001 (TSLP, Aiolos Bio acq by \$1.0B+400M, 2024);<br>CNTO-7160 (ST2, BD from Janssen £175M upfront, 2016) | Dupixent (Sanofi's collaboration revenue);<br>Jtepekimab (IL-33, COPD Ph3 failed);<br>pozelimab+cemdisi ran (C5 mAb/siRNA, gMG Ph3) |

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

附表：自免（2）

表：自免领域管线布局（2）

|              | Abbvie                                                      | Novartis         | Roche                                              | AstraZeneca                                                                          | Merck                                                     | Amgen                            | Sanofi                                                                                                                             | BMS                               | GSK                                                                                                                                                                                                                                         | Regeneron                                    |
|--------------|-------------------------------------------------------------|------------------|----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|----------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
| 2024年营收      | \$56.3B                                                     | \$50.3B          | CHF 46.2B                                          | \$53.5B                                                                              | \$57.4B                                                   | \$33.4B                          | €41.1B                                                                                                                             | \$48.3B                           | £31.4B                                                                                                                                                                                                                                      | \$14.2B                                      |
| 自免           | \$26.7B<br>(~47%)                                           | \$9.3B<br>(~18%) | CHF 6.3B<br>(~14%)                                 | \$7.9B<br>(~15%)                                                                     |                                                           | \$6.4B<br>(~19%)                 | €13.5B<br>(~33%)                                                                                                                   | \$3.7B<br>(~8%)                   | £10.5B<br>(~33%)                                                                                                                                                                                                                            | \$4.5B<br>(~32%)                             |
| cell therapy | CPTX2309 (in vivo CAR-T, CD19, Capstan acq by \$2.1B, 2025) |                  | YTB323 (CD19 CAR-T, SLE/SSc/IIM/AAV/RA/SjD/MS/gMG) |                                                                                      |                                                           |                                  |                                                                                                                                    | CD19 NEX-T (CD19 CAR-T, SLE Ph2); |                                                                                                                                                                                                                                             |                                              |
| TCE/MCE      |                                                             |                  | Mosunetuzumab (CD20/CD3, SLE ro)                   | AZD5492 (CD20/CD3, SLE Ph1)                                                          | CN201 (CD19/CD3, BD from 同润生物 \$700M+600M, 2024)          | Blincyto (CD19/CD3, SLE/RA Ph2); | DR-0201 (CD20/FcyR, Dren Bio acq by \$600M+1.3B, 2025); SAR445514 (BCMA/FCGR3A/NK-p46, co dev with Innate Pharma €25M+1.35B, 2022) |                                   | CMG1A46 (CD19/CD20/CD3, 恩沐生物 \$300+550M, 2024)                                                                                                                                                                                              | Linvoseltamab+Dupixent (severe allergy, FIH) |
| inhaler      |                                                             |                  |                                                    | Symbicort (\$2.9B, ICS); Breztri (\$978M, LABA/LAMA/ICS); Pulmicort (682M, LABA/ICS) | Ohtuvayre (\$38M, PDE3/4 COPD, Verona acq by \$10B, 2025) |                                  |                                                                                                                                    |                                   | Trelegly (£2.7B, LABA/LAMA/ICS); Seretide (£1.1B, LABA/ICS); Breo (£1.1B, LABA/ICS); Ventolin (£702M, SABA); Anoro (£572M, LABA/LAMA); Flixotide (£527M, ICS); PDE3/4 and other 11 preclinical molecules (BD from hengrui \$500M+12B, 2025) |                                              |

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

附表：CVRM（1）

表：CVRM领域管线布局（1）

|          | Eli Lilly                                                                                                                                                                                                                                                                                            | Abbvie                                              | Roche                                                                                                                                  | AstraZeneca                                                                                                                             | Merck                                                      | Novo Nordisk                                                                                                                                                                                                                                            | Amgen                                           | Gilead                     | Pfizer                 | Sanofi                                                                                                      | Vertex                                                                      | Regeneron                                                                                                                   |
|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|----------------------------|------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2024年营收  | \$45.0B                                                                                                                                                                                                                                                                                              | \$56.3B                                             | CHF 46.2B                                                                                                                              | \$53.5B                                                                                                                                 | \$57.4B                                                    | DKK 290B                                                                                                                                                                                                                                                | \$33.4B                                         | \$28.8B                    | \$63.6B                | €41.1B                                                                                                      | \$11.0B                                                                     | \$14.2B                                                                                                                     |
| CVRM     | \$29.5B (~66%)                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                                                     |                                                                                                                                        | \$12.5B (~23%)                                                                                                                          | \$3.4B (~6%)                                               | DKK 272B (~93%)                                                                                                                                                                                                                                         |                                                 |                            | \$7.8B (~12%)          | €3.3B (~8%)                                                                                                 |                                                                             |                                                                                                                             |
| obesity  | Zepbound (\$4.9B, GLP-1R/GIPR); Orforglipron (oral GLP-1R, acq from Chugai \$50M, 2018); Retatrutide (GLP-1R/GIPR/GCGR, Ph3); Bimagrumab (ActRIIA, +Sema Ph2 ro, Versanis acq by \$1.925B, 2023); KBP-042/336 (Amylin DACRA, BD from KeyBioscience \$55M upfront/up to \$1.4B milestone, 2017/2024); | GUB014295 (Amylin, BD from Gubra 350M+1.875B, 2025) | Petrelintide (Amylin, co dev with Zealand \$1.65B+3.6B, 2025); CT-388/996 (GLP-1R/GIPR, oral GLP-1R, Carmot acq by \$2.7B+400M, 2024); | AZD5004 (oral GLP-1R, OB/T2D Ph2b, BD from chengyi 185M+1.825B, 2023); AZD6234 (Amylin, OB Ph2); AZD9550 (GLP-1R/GCGR, +AZD6234 OB Ph2) | HS-10535 (oral GLP-1, BD from 翰森制药 \$112M+1.9B, 2024);     | Wegovy (DKK 58B, GLP-1R); oral Sema (GLP-1R, sNDA); CagriSema (GLP-1R/AMYR, Ph3 ro); Amycretin (GLP-1R/AMYR, Ph3 26H1); Monlunabant (CB1, Ph2 ongoing, Inversago acq by \$1.075B, 2023); UBT251 (GLP-1R/GIPR/GCGR, co dev with 联邦制药 \$200M+1.8B, 2025); | MariTide (GLP-1R/GIPR, OB/T2D/CVOT Ph3 ongoing) | GS-4571 (oral GLP-1R, Ph1) | oral GIPR (+Lira, Ph2) |                                                                                                             |                                                                             | Trevogrumab(anti-Myostatin, +Sema Ph2 ro); Garetosmab (anti-Activin A); HS-20094 (GLP1/GIP, BD from Hanson 80M+1.93B, 2025) |
|          | Monjaro (\$11.5B, GLP-1R/GIPR); Trulicity (\$5.3B, GLP-1R); Jardiance (\$3.3B, SGLT-2) insulin product (\$3.8B)                                                                                                                                                                                      |                                                     |                                                                                                                                        | Farxiga (\$7.7B, SGLT-2)                                                                                                                | JANUVIA (\$1.3B, DPP-4); JANUMET (\$935M, DPP-4/Metformin) | Ozempic (DKK 122B, GLP-1R); Rybelsus (DKK 23B, oral GLP-1R); insulin products (DKK 48B)                                                                                                                                                                 |                                                 |                            |                        | Lantus/Toujeo (€1.6/1.2B, insulin); Tzield (€54M, CD3 mAb, stage 3 T1D, Provention Bio acq by \$2.9B, 2023) | Zimislecel (stem cell therapy, severe T1D Ph3, ViaCyte acq by \$320M, 2022) |                                                                                                                             |
| diabetes |                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                                     |                                                                                                                                        |                                                                                                                                         |                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                 |                            |                        |                                                                                                             |                                                                             |                                                                                                                             |

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

附表：CVRM（2）

表：CVRM领域管线布局（3）

|             | Eli Lilly                                                                                                                                                                                   | JNJ                                                            | Novartis                                                                                                                                                                                                                           | Roche                                                                      | AstraZeneca                                                                                                                   | Merck                                                                                                                                                                                 | Novo Nordisk                                                                                                                                                        | Amgen                                                                                 | Sanofi                         | Vertex                                                                                         | BMS                                                                                                     |
|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2024年<br>营收 | \$45.0B                                                                                                                                                                                     | \$57.0B                                                        | \$50.3B                                                                                                                                                                                                                            | CHF 46.2B                                                                  | \$53.5B                                                                                                                       | \$57.4B                                                                                                                                                                               | DKK 290B                                                                                                                                                            | \$33.4B                                                                               | €41.1B                         | \$11.0B                                                                                        | \$48.3B                                                                                                 |
| CVRM        | \$29.5B<br>(~66%)                                                                                                                                                                           | \$7.8B<br>(~14%)                                               | \$8.8B<br>(~19%)                                                                                                                                                                                                                   | /                                                                          | \$12.5B<br>(~23%)                                                                                                             | \$3.4B<br>(~6%)                                                                                                                                                                       | DKK 272B<br>(~93%)                                                                                                                                                  | /                                                                                     | €3.3B<br>(~8%)                 | /                                                                                              | \$12.4B<br>(~29%)                                                                                       |
| CV          | Lepodisiran (Lp(a)<br>siRNA, BD from<br>Dicerna<br>\$100M+350M, 2018);<br>Mulvalapin (oral Lp(a),<br>ASCVD Ph2);<br>Verve<br>(PCSK9/Lp(a)/ANGPT<br>L3 CRISPR/Cas9, acq<br>by \$1.3B, 2025); | OPSUMIT/UPTRAVI<br>(\$2.0/1.6B, Actelion<br>acq by 30B, 2017); | Leqvio (\$754M,<br>PCSK9 siRNA,<br>Alynlam/TMC acq by<br>\$9.7B, 2019);<br>Pelcarsen (Lp(a)<br>ASO, ASCVD Ph3,<br>BD from Ionis \$60M<br>upfront, 2023);                                                                           |                                                                            | Crestor (\$1.2B);<br>AZD0780 (oral<br>PCSK9i, LDL/HF<br>/CVOT Ph3);<br>YS2302018 (Lp(a),<br>BD from 石药集团<br>100M+1.92B, 2024) | Winrevair (\$419M,<br>ACTR2A/2B-Fc, PAH,<br>Acceleron acq by<br>\$11.5B, 2021);<br>Enlicitide (oral<br>PCSK9, HC Ph3 ro);<br>HRS-5346 (Lp(a), BD<br>from 恒瑞医药<br>\$200M+1.77B, 2025); | CDR132L (miR-132<br>ASO, HF Ph2, Cardior<br>acq by €1.025B,<br>2024);<br>Ziltivekimab (IL-6,<br>ASCVD/HFpEF/AMI<br>Ph3, Corvidia acq by<br>\$725M+1.375B,<br>2020); | Repatha (\$2.2B,<br>PCSK9 mAb);<br>Olpasiran (Lp(a)<br>siRNA, ASCVD Ph3,<br>Dicerna); | Praluent (€483M,<br>PCSK9 mAb) |                                                                                                | Camzyos (\$602M,<br>MyoKardia acq by<br>\$13.1B, 2020);<br>MYK-224 (myosin<br>inhibitor, HFpEF<br>Ph2a) |
| renal       |                                                                                                                                                                                             |                                                                | Fabhalta (CFB<br>inhibitor, IgAN<br>approval)<br>Atrasentan/Zigakibart<br>(EDNRA/APRIL, IgAN<br>NDA/Ph3, Chinook<br>acq by \$3.2B+300M,<br>2023);<br>Farabursen (miR-17<br>ASO, ADPKD Ph1,<br>Regulus acq by<br>\$800M+900M, 2025) | Sefaxersen (CFB<br>ASO, IgAN Ph3, BD<br>from Ionis \$55M<br>upfront, 2022) | roxadustat (\$336M)                                                                                                           |                                                                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                     |                                                                                       |                                | Povetacicept<br>(BAFF/APRIL, IgAN<br>Ph3, Alpine acq by<br>\$4.9B, 2024);<br>Inaxaplin (APOL1) |                                                                                                         |

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

附表：CVRM（3）

表：CVRM领域管线布局（3）

|                      | Novartis                                                                            | Roche                                                       | AstraZeneca                                     | Merck                                                                    | Novo Nordisk                                                             | Gilead                                                                                                           | Pfizer                               | BMS                                                                                                        | GSK                                                                                          |
|----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2024年<br>营收          | \$50.3B                                                                             | CHF 46.2B                                                   | \$53.5B                                         | \$57.4B                                                                  | DKK 290B                                                                 | \$28.8B                                                                                                          | \$63.6B                              | \$48.3B                                                                                                    | £31.4B                                                                                       |
| CVRM                 | \$8.8B<br>(~19%)                                                                    |                                                             | \$12.5B<br>(~23%)                               | \$3.4B<br>(~6%)                                                          | DKK 272B<br>(~93%)                                                       |                                                                                                                  | \$7.8B<br>(~12%)                     | \$12.4B<br>(~29%)                                                                                          |                                                                                              |
| anti-<br>coagulation | Abelacimab (FXI/FXIa mAb, Anthos acq by \$925M+2.15B, 2025);                        |                                                             | Brilinta (\$1.3B)                               |                                                                          |                                                                          |                                                                                                                  | Eliquis (\$7.4B, oral Fx inhibitor); | Eliquis (\$13.3B, oral FXa inhibitor);<br>Milvexian (oral FXI inhibitor, ACS/2nd-stroke/AF Ph3, JNJ, 2018) |                                                                                              |
| hypertension         | Entresto (\$8.0B, ANRI);<br>BW-00163 (AGT siRNA, BD from 船舶制药 \$185M+3.98B, 20224); | Zilebesiran (AGT siRNA, BD from Alnylam \$310M+2.49B, 2023) | Baxdrostat (ASI, CinCor acq by 1.3B+0.5B, 2023) |                                                                          | Ocedurenone (nsMRA, acq from KBP \$1.3B, 2023);                          |                                                                                                                  |                                      |                                                                                                            |                                                                                              |
| Other                |                                                                                     |                                                             | Lokelma (\$542M, ZS Pharma acq by \$27B, 2015)  | Efinopegdutide (GLP-1R/GCGR, MASH Ph2, BD from Hanmei \$10M+870M, 2020); | VENT-01 (NLRP3 inhibitor, MASH Ph1, co dev with Ventus \$70M+633M, 2022) | Cilofexor (FXR, acq from Phenex by \$470M, 2015);<br>Firsocostat (ACCase, acq from Nimbus by \$400M+800M, 2016); |                                      |                                                                                                            | efimosfermin alfa (steatotic liver disease, Boston Pharmaceuticals acq by \$1.2B+800M, 2025) |

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

## 【 01 】 海外药企BD分析

## 【 02 】 海外药企25Q2业绩梳理

# 海外制药企业2025Q2营收及2025全年指引

表：海外制药企业2025Q2营收及2025全年指引

| 公司           | 市值/<br>亿美元 | 营收/亿美元         |                | 2025业绩指引                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 收入<br>指引变化 | EPS<br>指引变化 |
|--------------|------------|----------------|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|-------------|
|              |            | 25Q2           | YoY            | Jan                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | April                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | July                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |            |             |
| Eli Lilly    | 6,656      | 156            | 38%            | Sales=58.0B~61.0B (+29%~+36%);<br>EPS=22.05~23.55;<br>Non-GAAP EPS=22.50~24.00                                                                                                                                                                                                                                    | Sales=58.0B~61.0B (+29%~+36%);<br>EPS=20.17~21.67(driven by acquired<br>IPR&D charges and net losses on<br>investments in equity securities);<br>Non-GAAP EPS=20.78~22.28                                                                                                                                                      | Sales=60.0B~62.0B;<br>EPS=20.85~22.10;<br>Non-GAAP EPS=21.75~23.00                                                                                                                                                                                                                                                              | ↑          | ↑           |
| JNJ          | 4,282      | 219<br>(药品152) | 4%             | operational sales=90.9B~91.7B<br>(+2.5%~+3.5%, adjusted operational<br>sales=+2.0%~+3.0%),<br>estimated reported sales=89.2B~90.0B<br>(+0.5%~+1.5%)<br>adjusted EPS (operational)=10.75~10.95<br>(+7.7%~+9.7%)<br>adjusted diluted EPS=12.12~12.32<br>(excludes any impact from acquired<br>IPR&D and milestones) | operational sales=91.6B~92.4B<br>(+3.3%~+4.3%, adjusted operational<br>sales=+2.0%~+3.0%),<br>estimated reported sales=91.0B~91.8B<br>(+2.6%~+3.6%)<br>adjusted EPS (operational)=10.50~10.70<br>(+5.2%~+7.2%)<br>adjusted diluted EPS=12.09~12.29<br>(includes 0.13 unfavorable impact from<br>acquired IPR&D and milestones) | operational sales=92.7B~93.1B<br>(+4.5%~+5.0%, adjusted operational<br>sales=+3.2%~+3.7%);<br>estimated reported sales=93.2B~93.6B<br>(+5.1%~+5.6%);<br>adjusted EPS (operational)=10.63~10.90<br>(+8.2%~+9.2%)<br>adjusted diluted EPS=11.88~12.08<br>(includes 0.55 unfavorable impact from<br>acquired IPR&D and milestones) | ↑          | ↑           |
| Abbvie       | 3,642      | 154            | 7%             | Net sales=mid- to high single-digit;<br>Core operating income=high single to low<br>double-digit                                                                                                                                                                                                                  | Net sales= high single-digit;<br>Core operating income= low double-digit                                                                                                                                                                                                                                                       | Net sales= high single-digit;<br>Core operating income= low-teens                                                                                                                                                                                                                                                               |            | ↑           |
| Novartis     | 2,645      | 141            | 11%            | group sales growth= mid single digit;<br>core EPS= high single digit                                                                                                                                                                                                                                              | /                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | /                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |            | ↑           |
| Roche        | 2,589      | 187<br>(药品146) | 7%<br>(药品+10%) | Sales=high single-digit;<br>Core EPS=low double-digit                                                                                                                                                                                                                                                             | /                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | /                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |            |             |
| AstraZeneca  | 2,474      | 144            | 11%            | Sales=64.1B~65.6B (-0.1%~+2.2%);<br>Non-GAAP EPS=8.88~9.03                                                                                                                                                                                                                                                        | Sales=64.1B~65.6B (-0.1%~+2.2%);<br>Non-GAAP EPS=8.82~8.97<br>(includes 0.06 charge related to Hengrui<br>license agreement)                                                                                                                                                                                                   | Sales=64.3B~65.3B (+0%~+2%);<br>Non-GAAP EPS=8.87~8.97<br>(includes 0.16 charge related to LaNova<br>and Hengrui license agreement)                                                                                                                                                                                             | ↑          | ↑           |
| Merck        | 2,121      | 158<br>(药品141) | -2%<br>(药品-2%) | Sales=16%~24%;<br>Operating profit=19%~27%                                                                                                                                                                                                                                                                        | Sales=13%~21%;<br>Operating profit=16%~24%                                                                                                                                                                                                                                                                                     | Sales=8%~14%;<br>Operating profit=10%~16%                                                                                                                                                                                                                                                                                       | ↓          | ↓           |
| Novo Nordisk | 1,852      | 120            | 18%            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |            |             |

资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理 注：2025Q2营收均换算为美元，计算时使用季度平均汇率

# 海外制药企业2025Q2营收及2025全年指引（续）

表：海外制药企业2025Q2营收及2025全年指引（续）

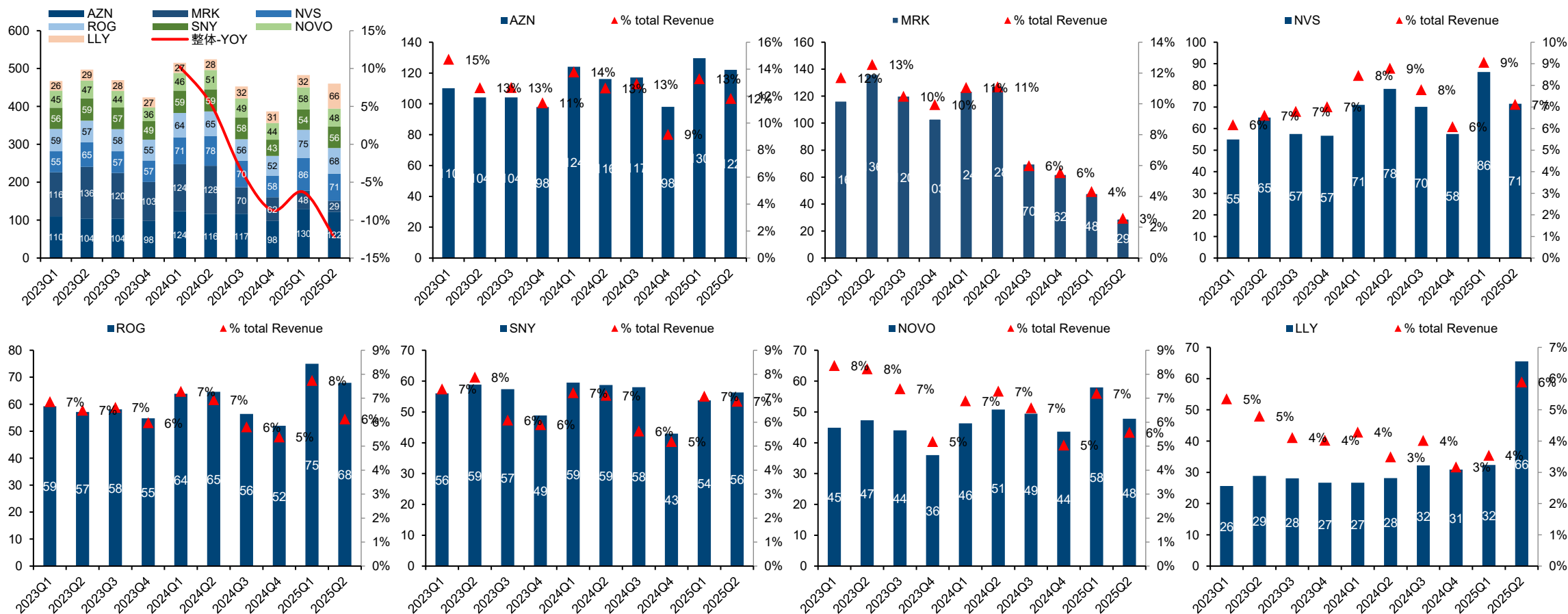
| 公司        | 市值/<br>亿美元 | 营收/亿美元                   |     | 2025业绩指引                                                                                                                            |                                                           |                                                                                                       | 收入<br>指引变化 | EPS<br>指引变化 |
|-----------|------------|--------------------------|-----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|-------------|
|           |            | 25Q2                     | YoY | Jan                                                                                                                                 | April                                                     | July                                                                                                  |            |             |
| Amgen     | 1,591      | 84                       | 9%  | Sales=34.3B~35.7B;<br>Non-GAAP EPS=20.00~21.20;<br>CAPEX=~2.3B                                                                      | /                                                         | Sales=35.0B~36.0B;<br>Non-GAAP EPS=20.20~21.30;<br>CAPEX=~2.3B                                        | ↑          | ↑           |
| Gilead    | 1,464      | 67                       | 4%  | Sales ex-Veklury= 26.8B~27.2B;<br>Non-GAAP diluted EPS= 7.70~8.10                                                                   | /                                                         | Sales ex-Veklury= 27.3B~27.7B;<br>Non-GAAP diluted EPS= 7.95~8.25                                     | ↑          | ↑           |
| Pfizer    | 1,440      | 147<br>(ex-COVID<br>138) | 10% | Sales=61.0B~64.0B (COVID=10.5B,<br>+9%~+11% ex-COVID)<br>adjusted diluted EPS=2.75~2.95                                             | Sales=61.0B~64.0B<br>adjusted diluted EPS=2.80~3.00       | Sales=61.0B~64.0B<br>adjusted diluted EPS=2.90~3.10                                                   |            | ↑           |
| Sanofi    | 1,241      | 125                      | 10% | Sales= mid-to-high single-digit percentage<br>growth;<br>Business EPS= low double-digit<br>percentage growth<br>Sales= 11.75B~12.0B | /                                                         | Sales= high single-digit percentage<br>growth;<br>Business EPS= low double-digit<br>percentage growth | ↑          |             |
| Vertex    | 1,002      | 30                       | 12% |                                                                                                                                     | Sales= 11.85B~12.0B                                       | /                                                                                                     |            |             |
| BMS       | 984        | 123                      | 1%  | Sales=~45.5B (-6%);<br>Non-GAAP EPS=6.55~6.85                                                                                       | Sales=45.8B~46.8B (-5% ~ -3%);<br>Non-GAAP EPS= 6.70~7.00 | Sales=46.5B~47.5B;<br>Non-GAAP EPS= 6.35~6.65<br>(BioNTech IPR&D charge 0.57)                         | ↑          | ↑           |
| GSK       | 801        | 108                      | 6%  | Sales=+3%~+5%;<br>Core operating profit=+6%~+8%;<br>Core EPS=+6%~+8%                                                                | /                                                         | /                                                                                                     |            |             |
| Regeneron | 606        | 37                       | 4%  | /                                                                                                                                   | /                                                         | /                                                                                                     |            |             |

资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理 注：2025Q2营收均换算为美元，计算时使用季度平均汇率

# 中国区域销售表现

■ 共有7家海外药企披露了其在中国区域的具体销售数据，2025Q2销售额合计483亿元（同比-12%）；其中，Merck由于停止HPV疫苗向中国发货，25Q2国内销售仅29亿元（同比-77%），剔除Merck后合计销售431亿元（同比+9%），其中Lilly受益于Tirzepatide在国内放量，单季度营收达到~66亿元（同比+133%），其余5家企业25Q2国内销售相对平稳。

图：海外大型制药企业中国区域季度销售数据（单位：亿人民币）



资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# Eli Lilly: Orforglipron首个减重Ph3临床数据不达预期

- 25Q2 Lilly实现全球销售156亿美元（+38%），销量+42%，净价格-6%，销售增长主要由Mounjaro及Zepbound贡献，非肠促胰岛素产品销售+3%。上调全年业绩指引，收入指引由此前的580~610亿美元上调至600~620亿美元，GAAP EPS指引由此前的每股20.17~21.67美元上调至20.85~22.10美元，Non-GAAP EPS由此前的每股20.78~22.28美元上调至21.75~23.00美元。
- **GLP-1**：Mounjaro Q2销售52.0亿美元（同比+68%，季度环比+35%），US/ex-US市场分别33.0/19.0亿美元，分别同比+37%/+180%、环比+24%/+60%，截止25Q2末US NBRx占比达50%（25Q1末=46%）；Zepbound销售33.8亿美元销售（同比+172%，季度环比+46%），主要由美国市场贡献，截止25Q2末US NBRx占68%（25Q1末=74%）。Tirzepatide单季度合计销售85.8亿美元，同比+98%，环比+39%，美国incretin市场整体TRx占比57%（Q1末为53%）；Wegovy与CVS达成独占后影响从7月1日开始，目前三大PBM的其他两家仍不受影响；25Q2美国市场礼来自营渠道（LillyDirect）新增12.5/15.0 mg Zepbound。在研管线方面，**Orforglipron读出首个减重Ph3 ATTAIN-1研究数据**，受试者接受6/12/36 mg Orforglipron或安慰剂，第72周体重较基线变化-7.8%/-9.3%/-12.4% vs -0.9% pbo，副反应导致的停药率分别为5.1%/7.7%/10.3% vs 2.6%，礼来计划25年底提交上市申请；Tirzepatide读出SURPASS-CVOT临床Ph3研究数据，与阳性对照组Dulaglutide相比，Tirzepatide在MACE-3（心血管死亡、心梗或中风）主要终点达到非劣（HR=0.92），其中全因死亡较对照组降低16%（HR=0.84）；上述两项Ph3临床研究的详细数据将于EASD大会（2025年9月）公布。
- **肿瘤**：Verzenio（Abemaciclib/阿贝西利）销售14.9亿美元（+12%），US/ex-US市场分别销售9.3/5.6亿美元（同比+72%/-29%），截止Q2末美国市场TRx占比40%（25Q1末为43%），较24Q2同比+4%；Jayprica（Pirtobrutinib, BTKi）销售1.2亿美元（+33%），LTM合计销售4.1亿美元。
- **自免**：Taltz（Ixekizumab, IL-17抗体）销售8.5亿美元（+3%）；Omvoh（mirikizumab, IL-23p19）销售7500万美元（环比+100%），CD（克罗恩病）适应症美国获批后的首个完整销售季度。

# Novo Nordisk：仍受到Compounded GLP-1s影响，再次下调全年业绩指引

- 2025Q2 诺和诺德实现销售收入769亿丹麦克朗（CER+13%），净利润为265亿丹麦克朗（+32%）。更新2025年业绩指引，不变汇率下营收增长由此前的13%~21%下调至8%~14%（主要由于美国市场compounded GLP-1s影响，品牌GLP-1渗透率低于预期），经营利润增长由此前的16%~24%下调至10%~16%。
- T2D：GLP-1和胰岛素类降糖药物25Q2销售收入合计达516亿丹麦克朗（+7%），胰岛素产品销售127亿丹麦克朗（+5%）；GLP-1产品销售384亿丹麦克朗（+8%），其中Ozempic销售318亿丹麦克朗（同比+15%），US/ex-US市场分别220/98亿丹麦克朗（同比+19%/+8%）。
- 减重：25Q2减重产品收入204亿丹麦克朗（+53%），其中Wegovy 销售额为195亿丹麦克朗（+75%），US市场129亿丹麦克朗（同比+36%），销量增长驱动，部分对冲净价格下降影响，截至2025年7月美国市场周度总处方量达到~282k（4月末为~210k，年初为~204k），同期礼来的Tirzepatide约419k（4月末为~333k，年初为~228k），与Tirzepatide进一步拉开差距。尽管FDA已将Semaglutide移出短缺名单，但市场上仍有compounded GLP-1s流通及销售；直销渠道（cash channel）处方占比由1月的4%增长至目前的~10%，但仍低于此前的预期；和CVS达成独占后的药房转换进行中。
- 中国市场：25Q2中国市场实现收入43亿丹麦克朗（-9%），其中胰岛素产品销售23亿丹麦克朗（+6%），T2D GLP-1产品Ozempic、Rybelsus分别销售12.5/0.6亿丹麦克朗（分别-34%/-51%），减重产品Wegovy+Saxenda合计销售1.6亿丹麦克朗（Q1销售7.0亿丹麦克朗）。
- 在研管线：ADA大会上公布了Amycretin皮下注射剂型Ph1b/2a数据，第36周20/60 mg分别实现减重-22.0% vs 1.9 pbo及-24.3% vs -1.1% pbo，计划从2026Q1开始启动包括AMAZE-1（肥胖不伴T2D，80w）、AMAZE-2（肥胖伴T2D，80w）、AMAZE-3（呼吸暂停，80w）、AMAZE-5（骨关节炎，80w）、AMAZE-9（口服减重，72w）在内的多个Amycretin注射/口服剂型的Ph3临床研究。

# AstraZeneca：营收实现双位数增长，Medicare Part D redesign影响净价格



- 2025Q2 AstraZeneca实现营收145亿美元（CER+11%），核心EPS为每股2.17美元（+12%）；分治疗领域，肿瘤63.1亿美元（+18%）、心血管32.7亿美元（+3%）、呼吸及自免21.5亿美元（+12%）、疫苗1.9亿美元（+54%）、罕见病22.9亿美元（+7%）；分地区看，美国63.2亿美元（+14%）、欧洲30.7亿美元（+8%）、中国17.1亿美元（+5%）。
- **肿瘤：**25Q2 Tagrisso（奥希替尼）实现销售18.1亿美元（+12%）；Imfinzi（度伐利尤单抗）实现销售14.6亿美元（+27%），肺癌及膀胱癌新适应症驱动；Calquence（口服BTK抑制剂）销售8.7亿美元（+10%）；Enhertu（德曲妥珠单抗）全球销售合计12.0亿美元（+35%），其中AZ/第一三共分别销售6.7/5.3亿美元，中国市场进入医保后快速增长；Datroway（Trop2 ADC）在美国及日本获批用于治疗既往接受过化疗和内分泌治疗的不可切除或转移性HR+/HER2- mBC，Q2实现收入1400万美元；Truqap（AKT抑制剂）实现收入3.0亿美元，2L HR+/HER2- mBC生物标志物细分人群中份额领先。
- **心血管&代谢：**Farxiga（达格列净）25Q1销售21.5亿美元（+10%），心衰和慢性肾病治疗领域持续扩大市场份额，预计Farxiga将于年中纳入中国集采。研发管线方面，Baxdrostat难治/复发高血压首个Ph3临床BaxHTN研究达到主要终点，数据将于ESC 2025年会（8月30日）公布；此外，单药Bax24（24小时血压控制，25H2读出）、BaxAsia（亚洲人群，26H1读出）、BaxPA（原发性醛固酮增多症）及联用达格列净BaxDUO-Arctic（慢性肾病+高血压）、BaxDUO-Pacific（慢性肾病+高血压事件终点）、Prevent-HF（心衰预防）等6个Ph3临床研究进行中。
- **呼吸&免疫：**25Q2 Fasenra（贝那利珠单抗，IL-5R）实现销售5.0亿美元（+18%），COPD Ph3 RESOLUTE研究预计25H2读出；Breztri（布地奈德/福莫特罗/格隆溴铵）销售2.8亿美元（+20%），指南更新后COPD吸入三联整体需求快速增长；Tezspire（TSLP抗体）AZ/Amgen合计实现销售4.8亿美元（+73%），严重哮喘需求及新市场开拓贡献增长，25Q2启动COPD Ph3临床。在研管线方面，Tozorakimab（IL-33抗体）COPD Ph3 OBERON/TITANIA及MIRANDA研究预计26H1读出。
- **罕见病：**Ultomiris（Ravulizumab，第二代长效C5补体抗体，Q4/8W给药）25Q2实现销售11.8亿美元（+23%），销量增长对冲gMG/PNH市场竞争及medicare Part D redesign影响；Soliris（Eculizuma，第一代C5补体抗体，Q2W给药）实现销售5.3亿美元（-22%），主要为转换使用Ultomiris及EU市场biosimilar竞争影响。

# Novartis：营收双位数增长，上调全年经营利润指引

- 2025Q2 Novartis实现营收141亿美元（CC/固定汇率+11%），实现核心经营利润59亿美元（CC+21%），核心经营利润率42.2%（+3.4pp）。上调2025年业绩指引，核心经营利润增速由低双位数（low double-digit）上调至low-teens growth。
- **CVRM**：Entresto/诺欣妥 25Q2实现销售23.6亿美元（+22%），其中US市场12.2亿美元（+29%），Entresto美国专利已到期，与首家仿制药企业专利诉讼进行中，仿制药暂时无法进入市场；ex-US销售11.3亿美元（+19%），Entresto US/EU/CN/JP贡献分别~50%/~20%/~10%/~5%，EU/JP专利分别于2026/30年到期。**Leqvio（PCSK9 siRNA）25Q2销售3.0亿美元（同比+61%），US市场1.4亿美元（+47%），基于V-INCEPTION数据及ACC/AHA ACS指南，持续关注post-event患者市场；ex-US市场1.6亿美元（+74%），中国自费市场持续扩张。**
- **自免**：Cosentyx/可善挺 25Q2实现销售16.3亿美元（+6%），其中US市场9.2亿美元（+6%），主要由HS需求驱动，新患NBRx份额52%，整体NBRx份额48%，收入70%由1L新患贡献，对冲340B及Medicare Part D redesign影响；ex-US市场销售7.1亿美元（+8%），中国市场增速放缓。重申2029年有望达到80亿美元峰值销售。在研管线方面，Remibrutinib Ph2食物过敏临床达到主要终点，Ph3研究计划中；**YTB323（CD-19 CAT-T）Ph1/2研究SLE患者中显示出持续的临床改善，未来将广泛布局自免（srSLE/LN、SSc、IIM、AAV、RA/SjD）及神经系统（MS、gMG）疾病。**
- **神经**：Kesimpta（奥法妥木单抗，CD20）25Q2销售10.8亿美元（+33%），其中US/ex-US分别销售7.1/3.6亿美元（分别+28%/+45%），美国市场处方量同比+23%。
- **肿瘤**：Kisqali（瑞波西利，CDK4/6i）25Q2销售11.8亿美元（+64%），US/ex-US市场分别销售7.5/4.3亿美元，US市场同比+100%，mBC新处方占比50%、总处方37%占比与Lilly的Verzenio持平，24Q3在美国市场新增2~3期HR+/HER2- eBC适应症，25Q2新处方占比61%；ex-US市场+25%。Pluvicto（RDC药物）25Q2销售4.5亿美元（同比+30%），新患数量/收入环比+40%/+25%，PSMAfore taxane未经治人群获批（~2x于VISION人群），美国现有~670设施（同比+40%），新患接受治疗前一般需要4~7周准备时间；PSMAddition研究（mHSPC/转移性激素敏感性前列腺癌）数据读出，达到PFS主要终点，预计25H2向FDA提交NDA。

# Abbvie: Skyrizi及Rinvoq快速增长，再次上调业绩指引

- 25Q2 Abbvie实现全球销售154亿美元（Operational+6.5%，下同），其中自免76.3亿美元（+9.2%）、神经26.8亿美元（+24.0%）、肿瘤16.8亿美元（+2.4%）、医美12.8亿美元（-8.0%）。再次上调全年业绩指引，收入指引由此前的597亿美元上调至605亿美元，adjusted diluted EPS指引由每股11.67~11.87美元上调至11.88~12.08美元（包括收购IPR&D及milestone费用-0.55美元）。
- 自免：25Q2 Skyrizi（利生奇珠单抗）销售44.2亿美元（+62%），全年收入指引由165亿美元上调至171亿美元，主要受益于银屑病及IBD（2/4亿美元）市场份额提升；Rinvoq（乌帕替尼）销售20.3亿美元（+41%），US new/switch IBD patients占比仅次于Skyrizi；Humira销售11.8亿美元（-58%），其中US/ex-US市场分别销售7.0/3.8亿美元（分别-66%/-17%），US市场收入指引由此前的35亿美元下调至30亿美元，主要由于biosimilar竞争加剧影响。监管&研发进展方面，Rinvoq斑秃适应症首个Ph3临床数据读出，30 mg剂量组患者达到80%及以上的头皮毛发覆盖比例为54% vs 3% pbo；白癜风Ph3临床数据预计25H2读出。Lutikizumab单药治疗UC中期数据读出，在内镜改善率终点较Adalimumab更高但未达到统计学显著；目前CD适应症联用Skyrizi Ph2临床进行中，预计2026年数据读出；HS适应症Ph3临床启动，预计2027年读出；此外，单药或联用治疗PsA、AD及RA的临床研究进行中。
- 肿瘤：25Q2板块整体实现销售16.8亿美元（+2%），其中Imbruvica（伊布替尼）销售7.5亿美元（-10%），全年收入指引由28亿美元上调至29亿美元，主要由于现有用药患者维持率好于预期；Venclexta（维奈克拉）销售6.9亿美元（+8%），全年指引由27亿美元上调至28亿美元，主要为CLL强劲需求驱动；Elahere（FR $\alpha$  ADC）实现销售1.6亿美元，LTM合计销售6.3亿美元。
- 神经：25Q2板块整体实现销售26.8亿美元（+24%），全年收入指引由102亿美元上调至105亿美元（Vyalev快速放量贡献1亿美元增量），其中Vraylar（卡利拉嗪）销售9.0亿美元（+16%），增长主要由I型双向情感障碍及抑郁市场份额提升贡献；Botox Therapeutic销售9.3亿美元（+14%）；新上市Vyalev（磷卡比多巴/磷左旋多巴复方），是FDA批准的首个基于左旋多巴的皮下24小时持续输注疗法，用于治疗晚期帕金森病成人患者的运动症状波动，25Q2实现销售9800万美元，主要为EU/JP市场贡献。

# Sanofi: Dupixent销售同比+21%，上调全年收入增速指引

- 25Q2 Sanofi实现营收100亿欧元（CER/固定汇率+10.1%），其中Dupixent实现营收38亿欧元（+21.1%）、疫苗产品实现营收12亿欧元（+10.3%）、新上市产品合计实现营收9亿欧元（+39.8%），其他药品实现营收41亿欧元（-2.9%）。**全年收入增速指引由此前的中~高个位数（mid-to-high single-digit）上调至高个位数，business EPS增速指引维持低双位数（low double-digit）。**
- 自免：25Q2 Dupixent/达必妥销售38.3亿欧元（+21.1%），其中US/ex-US市场分别为28.1/10.3亿欧元（分别+22.7%/+16.6%），所有已上市适应症均维持20%+增长；COPD适应症已经在13个国家上市，H2预计新增6个市场准入；BP（大疱性类天疱疮）于6月获得FDA批准上市，进一步增强皮肤科疾病布局。在研管线方面，**Itepekimab（IL-33抗体）COPD Ph3临床数据读出，AERIFY-1研究中患者中重度急性加重年发生率显著降低27.1%，但AERIFY-2未达到主要终点，目前数据分析中，未来将与监管进一步沟通；**Lunsekimig（IL-13/TSLP双抗）中重度哮喘Ph1b临床中患者用药后第29天FeNO水平显著下降40.9ppb，COPD适应症Ph2/3临床研究预计2025H2启动。
- 疫苗：25Q2实现营收12亿欧元（+10.3%），25H1实现营收25.4亿欧元（+10.9%），其中Beyfortus（RSV预防性抗体）25H1合计销售3.6亿欧元（+79%），流感/流脑及其他品种25H1合计销售21.8亿欧元（+4%）。16亿美元收购Vicebio，获得其临床早期阶段RSV/hMPV联苗候选产品，“分子钳”技术平台并进一步加强呼吸道疾病疫苗领域布局。
- 代谢：25Q2 Lantus（甘精胰岛素U100）及Toujeo（甘精胰岛素U300）分别实现销售4.3/3.4亿欧元（同比+11.5%/+10.5%），Lantus增长主要受益于US市场竞品缺货及净价格调整低基数；Praluent（PCSK9抗体）销售1.4亿欧元（+10.3%），主要由EU市场增长驱动。

# Amgen：营收维持高个位数百分比增长

- 2025Q2 Amgen实现营收92亿美元（+9%），药品销售额增长9%、销量增长13%。更新全年业绩指引，营收指引由此前的343~357亿美元上调至350~360亿美元，Non-GAAP EPS由此前的每股20.00~21.20美元上调至20.20~21.30美元。
- 非专科药：25Q2 PCSK9抑制剂Repatha（依洛尤单抗）销售7.0亿美元（+31%），销量+36%；骨质疏松药物EVENITY（罗莫佐单抗）销售5.2亿美元（+32%）；RANKL单抗Prolia（地舒单抗）销售11.2亿美元（-4%），主要受到净价格下降影响，US市场新进入3个biosimilar。在研管线方面，MariTide（GLP-1R激动剂+GIPR拮抗剂）超重/肥胖±T2D人群Ph3临床MariTIME-1/-2研究入组中，肥胖伴心血管疾病人群Ph3临床MARITIME-CV研究及肥胖伴心衰人群MARITIME-HF研究于25Q2启动，计划于25H2启动睡眠呼吸暂停适应症Ph3临床研究；PCSK9抗体Repatha Ph3临床VESALIUS-CV研究（CV事件终点）预计25H2读出；Olpasiran（Lp(a) siRNA）在ASCVD伴Lp(a)升高人群中的Ph3临床OCEAN(a)-outcomes研究（CV事件二级预防）进行中，Lp(a)升高且首次CV事件高风险人群Ph3临床预计25H2~26H1启动。
- 肿瘤：CD3xCD19双抗BLINCYTO（贝林妥欧单抗）销售3.8亿美元（+45%）；CD3xDLL3双抗Imdelltra 25Q1销售1.3亿美元（环比+65%），LTM销售3.2亿美元；Xaluritamig（STEAP1xCD3双抗）Ph3 mCRPC post-taxane人群入组进行中。
- 炎症：TSLP单抗TEZSPIRE（特泽鲁单抗）25Q2销售额3.4亿美元（+46%），嗜酸性粒细胞≥150人群COPD适应症两项Ph3临床研究入组中，EoE适应症Ph3临床研究完成入组，CRSwNP适应症上市申请获FDA受理，PDUFA日期2025年10月；口服PDE4抑制剂Otezla（阿普米司特）销售6.2亿美元（+14%），Enbrel（依那西普）销售6.0亿美元（-34%）。
- 生物类似物：25Q2整体实现营收6.6亿美元（+40%），其中MVASI（贝伐单抗生物类似药）销售1.9亿美元，Pavblu（Eylea类似物）销售1.3亿美元，WEZLANA（乌思奴单抗类似药）实现收入3500万美元。

# Gilead: Yeztuugo获批用于HIV PrEP

- 2025Q2 Gilead实现营收71亿美元（同比+2%，环比+7%），其中Veklury（瑞德西韦）收入1.2亿美元，剔除新冠收入后收入同比+4%，环比+10%；分治疗领域，HIV产品收入51亿美元（同比+7%，环比+11%）、肿瘤产品收入8.5亿美元（同比+1%，环比+12%）。
- **HIV:** BIKTARVY（BIC/FTC/TAF复方单片剂）实现销售35亿美元（同比+9%，环比+12%），美国市场份额~51%（HIV治疗市场整体增速2%~3%）；Descovy（FTC/TAF复方，每日一次口服，用于PrEP/暴露前预防）实现销售6.5亿美元（同比+35%，环比+11%），美国市场份额>40%，美国PrEP市场整体增速~15%；**Yeztuugo（Lenacapavir, Q6M）于6月获得FDA批准上市用于HIV PrEP**。基于BIKTARVY和Descovy销售表现，上调HIV产品全年收入增速指引至+ ~3%。
- **肿瘤:** Trodelvy（Trop-2 ADC）销售3.6亿美元（同比+14%，环比+24%），mBC需求增长对冲mUC下滑。Trodelvy Ph3 ASCENT-03研究1L mTNBC不适用PD-(L)1人群预计25Q2读出topline数据，ASCENT-04 1L mTNBC联用K药人群（CPS≥10）较K药+化疗读出mPFS优效。细胞治疗产品整体收入4.9亿美元（同比-7%，环比+5%），其中Yescarta（CD19 CAR-T，主要适应症为DLBCL/PMBCL/FL）3.9亿美元（同比+2%），美国市场需求下滑；Tecartus（CD19 CAR-T，主要适应症为MCL/ALL）销售9200万美元（同比-22%）。Anito-cel iMMAGINE-1研究4L+ r/rMM预计25H2更新数据，iMMagine-3研究2-4L r/rMM完成首例患者给药，研究选取MDR-negative和PFS双终点。
- **肝病:** 25Q2实现营收8.0亿美元（同比-4%，环比+5%），其中Epclusa（索非布韦/韦帕他韦，口服HCV泛基因型复方药物）销售3.5亿美元，Vemlidy（TAF，泰诺福韦）销售2.5亿美元；Livdelzi（PPARδ激动剂，用于治疗对熊去氧胆酸/UDCA反应不足或无法耐受的成人原发性胆汁性胆管炎/PBC患者）25Q2销售7800万美元（25Q1为4000万美元），Livdelzi于2024年8月取得FDA加速审批，Ph3验证性临床研究进行中。

# Roche: 药品板块营收同比增长10%

- 25H1 Roche Group实现营收309亿瑞士法郎（in CHF+4%，CER/固定汇率+7%），其中Pharmaceuticals Division实现营收240亿瑞士法郎（in CHF+6%，CER+10%），Diagnostics Division实现营收35亿瑞士法郎（同比持平）。
- **肿瘤**：25H1实现营收78亿瑞士法郎（+2%），主要由HER2系列产品增长驱动，其中Phesgo（帕妥珠+曲妥珠固定剂量组合皮下注射制剂）销售12.0亿瑞士法郎（+55%），Perjeta（帕妥珠单抗）销售16.1亿瑞士法郎（-12%），Phesgo/Perjeta转换率46%（基于销量，Q1末~47%，受到新进入市场影响，预计2026达到>50%）；Herceptin（曲妥珠单抗）销售5.6亿瑞士法郎（-21%），持续受到biosimilar影响；Kadcyla（HER2 ADC）销售10.4亿瑞士法郎（+9%），增长主要由BC辅助治疗需求驱动。新产品方面，Itovebi美国市场用药患者超过500人，EU市场1L PIK3C-mut HR+ BC适应症获批；Giredestrant（口服SERD）两项Ph3临床persevera（1L ER+/HER2- mBC）及evERA（post CDKi ER+/HER2- mBC）将于年内读出数据。Tecentriq（阿替利珠单抗）销售17.3亿瑞士法郎（-1%）；Alecensa（阿来替尼）销售8.0亿瑞士法郎（+8%）。
- **血液学**：25H1实现营收43亿瑞士法郎（CER+19%），其中Hemlibra（艾美赛珠单抗）销售24.2亿瑞士法郎（+17%）；下一代血友病双抗产品NXT007 3项Ph3临床将于2026启动。
- **神经**：25H1实现营收49亿瑞士法郎（CER+10%），其中多发性硬化症治疗药物Ocrevus（奥克雷珠单抗，CD20）销售35.1亿瑞士法郎（+8%），皮下注射剂型Ocrevus Zunovo全球用药患者>6800人；Evrysdi（利司扑兰，SMA口服疗法）销售8.7亿瑞士法郎（+7%）；Elevidys（与Serepta合作开发的DMD基因疗法）销售1.2亿瑞士法郎，暂停非可行走患者用药，在可行走患者中观察到良好的风险/收益比；AD管线trontinemab（血脑屏障通过增强）预计2025年内启动Ph3注册性临床研究（2028年读出），PD管线Prasinezumab决定启动Ph3临床研究。
- **自免**：25H1实现营收33亿瑞士法郎（CER+14%），其中Xolair（奥马珠单抗）销售14.5亿瑞士法郎（+34%），新适应症严重食物过敏治疗已治疗>6万患者，预计biosimilar将于2026年末上市，2025全年增速指引由此前的mid-teen上调至20%；Actemra（托珠单抗，IL-6）销售12.8亿瑞士法郎（+4%），US/EU的biosimilar上市进度慢于此前的预期；Asteogolimab（ST-2抗体）COPD适应症Ph2b/3临床数据读出，其中Ph3 ARNASA研究未达到主要终点，目前正在与监管沟通；第二代CD20抗体Gazyva LN/狼疮性肾炎已提交上市申请（FDA PDUFA 2025年10月），SLE Ph3临床数据预计年内读出；TL1A/p40双抗启动IBD适应症Ph2临床研究。
- **眼科**：25H1实现营收21亿瑞士法郎（CER+17%），其中Vabysmo（法瑞西单抗，VEGF/ANG-2双抗）销售20.7亿瑞士法郎（+18%），美国品牌药市场份额萎缩，中国市场进入医保后快速增长，全年维持此前~20%增速指引。
- **代谢**：Emugrobart（Myostatin抗体）联用Tirzepatide Ph2 GYMINDA研究启动，CT-996口服减重首例受试者入组，CT-388（GLP-1R/GIPR双靶）计划启动减重Ph3临床研究，决定终止PYY类似物CT-173临床开发；Zilebesiran（AGT siRNA）Ph2 KARDIA-3研究数据将于8月底ESC年会公布。

# JNJ：多发性骨髓瘤产品快速增长，上调全年业绩指引

- 25Q2药品板块实现营收152亿美元（reported+4.9%，operational +3.8%），单季度营收首次超过150亿美元；分治疗领域，肿瘤63.1亿美元（+24.0%）、自免39.9亿美元（-15.4%）、神经20.5亿美元（+15.1%）、肺高压11.1亿美元（+7.1%）、心血管及代谢9.3亿美元（+4.2%）、传染8.0亿美元（-16.8%），增长主要由肿瘤、神经及肺高压领域产品驱动。**全年收入指引由此前的910~918亿美元（+2.6% ~ +3.6%）上调至932~936亿美元（+5.1% ~ +5.6%）；adjusted operational EPS指引由此前的每股10.50~10.70美元（+5.2% ~ +7.2%）上调至每股10.63~10.73美元（+6.5% ~ +7.5%）。**
- **肿瘤：**多发性骨髓瘤相关产品销售快速增长，DARZALEX（达雷妥单抗）实现销售35.4亿美元（+22%），整体市场份额+4pp、前线市场份额+8pp；CARVYKTI（BCMA CAR-T）实现销售4.4亿美元（同比+100%，环比+18%），增长主要由市场份额增加、新产能扩张驱动及ex-US市场扩张贡献；TECVAYLI（BCMA x CD3双抗）及TALVEY（GPC5D x CD3 双抗）分别实现销售1.7亿美元（+22%）及1.1亿美元（+54%），新患数量及用药时长增加贡献增长。肺癌方面，EGFR/c-Met双抗Rybrevant（埃万妥单抗）联用EGFR T790M抑制剂Lazcluze（兰泽替尼）获批成为EGFR 19号外显子缺失（ex19del）或L858R突变NSCLC患者的一线无化疗治疗方案，MARIPOSA研究中联合疗法较奥希替尼展现出OS优效，25Q2销售1.8亿美元。
- **自免：**STELARA（Ustekinumab）实现销售16.5亿美元（-43%），产品处于生命周期尾声，biosimilar分别于2024年7月、2025年1月进入欧洲及美国市场，专利到期后销售曲线参考Humira；TREMFYA（Guselkumab）实现销售11.9亿美元（+30%），增长主要由新获批IBD适应症份额提升贡献。IBD是IL-23发力的下一个领域，**与Protagonist合作推进的口服环肽IL-23抑制剂Icotrokinra读出Ph2 UC数据，12周clinical remission达到30.2% vs 11.1% pbo；Golimumab联用Guselkumab在UC及CD两项Ph2b临床研究预计下半年内数据读出。**
- **神经：**收购Intra-Cellular获得的精分及双向情感障碍药物CAPLYTA（lumateperone/卢美哌隆），已提交抑郁症sNDA申请，Ph3临床数据显示在现有ADT（抗抑郁疗法）基础上附加使用lumateperone第6周MADRA（蒙哥马利抑郁评价量表）评分较ADT单药进一步改善4.5/4.9分，25Q2营收首次并表，实现销售2.1亿美元，剔除CAPLYTA并表影响后神经板块整体销售与上年同期持平。

# Vertex：第二代NaV1.8抑制剂Ph2临床未达到主要终点

- 2025Q2 Vertex实现营收29.6亿美元（+12%）。
- **CF**：TRIKAFTA/KAFTRIO（Ivacaftor+Tezacaftor+Elextacaftor三药方案，每日两次口服，用于治疗具有至少一个F508del突变的CF患者）25Q2实现销售25.5亿美元（+4%）；ALYFTREK（Deutivacaftor+Tezacaftor+Vanzacaftor三药方案，每日一次口服）于2024Q4在美国获批上市，在TRIKAFTA基础上新增31个罕见CFTR mut（对应约数百名美国患者），目前已实现对~95% CF患者覆盖，25Q2实现销售1.6亿美元（25Q1为5400万美元）。在研管线方面，下一代3.0方案VX-828是目前体外研究中最高效的CFTR corrector，已完成健康人Ph1临床，预计2025年底前启动CF患者临床研究；VX-522（mRNA）主要目标为~5000名无法从CFTRm获益的患者群体，此前由于评估安全性问题暂停Ph1/2 MAD研究，目前已获准重启。
- **SCD**：CASGEVY（与CRISPR Therapeutics合作开发的基因编辑疗法，用于治疗镰状细胞贫血和依赖输血的 $\beta$ -地中海贫血）25Q2实现销售3040万美元（2024全年为~1000万美元，25Q1为1400万美元），目前已启动>75个ATCs设施（Q1末为>65个），~115名患者完成细胞采集（Q1末为~90名），25Q2完成16名患者输注（上市至今共29名患者）。
- **疼痛**：JOURNAVX（Suzetrigine，NaV 1.8抑制剂，非阿片类镇痛药）于2025年1月30日获得FDA批准上市用于治疗成人中重度急性疼痛，截至7月中已开出>11万张处方（截至4月中为>2万张）；25Q2三大PBM之一覆盖，目前覆盖被保险人群~1.5亿人（Q1末为~9400万人，其中4200万为非限制），预计25H2将完成三大PBM全覆盖并开始显著贡献收入。**VX-993（下一代NaV1.8抑制剂）口服给药治疗急性疼痛Ph2临床数据读出，5/35/90 mg剂量组SPID48分别为54/72/75 vs 50 pbo，三个剂量组均为达到统计学显著性，阳性对照对乙酰氨基酚/酒石酸氢可酮组为94（p=0.0043）**；此外，公司还有一款临床前NaV1.7抑制剂，未来将探索与JOURNAVX或VX-993联用。
- **T1D**：Zimislecel（iPSC细胞疗法，诱导分化为功能性胰岛 $\beta$ 细胞）Ph3临床进行中，预计即将完成全部受试者给药，计划2026年提交上市申请，US+EU对应严重T1D目标患者~6万人；ADA大会公布Ph1/2 12名患者1年随访数据，全部12名患者均实现HbA1c降至7%以下并减少胰岛素用量，其中10名患者在第12个月达到胰岛素停药。
- **肾病**：Povetacicept（BAFF/APRIL双重拮抗剂）IgAN（免疫球蛋白A肾病）Ph3临床期中分析队列完成入组，全部队列预计2025年内完成入组，在SoC基础上使用Pove 80 mg vs pbo（N=~480），如果36周用药期中分析取得成功，将于26H1在美国提交上市申请；pMN（原发性膜性肾病）将于年内启动Ph2/3注册性临床，对照SoC，主要终点为72周临床缓解。Inaxaplin（APOL-1/载脂蛋白-1小分子抑制剂）AMKD（APOL-1介导的肾病）Ph3期中分析队列预计年内完成入组，后续将给药48周，原发型AMKD在US+EU约有15万患者；VX-407（PC1 corrector）ADPKD（常染色体显性遗传多囊肾病）Ph2临床（52w，单臂，N=~24）预计25Q3启动，ADPKD在US+EU约有30万患者，其中~10%患者PKD1基因异常。

# Pfizer：完成与三生PD-1/VEGF双抗BD交易

- 2025Q2 Pfizer实现全球销售147亿美元（Operatoinal +10%，下同），剔除新冠产品Comirnaty和Paxlovid影响后收入同比+8%。上调全年业绩指引，adjusted Diluted EPS由此前的每股2.80~3.00美元上调至2.90~3.10美元。
- **肿瘤：**25Q2实现销售43.9亿美元（+11%），Ibrance（哌柏西利）销售10.5亿美元（-8%），Xtandi（恩扎卢胺）销售5.7亿美元（+14%）；收购Seagen取得的Padcev/Adcetris/Tukysa/Tivdak等四款产品25Q2分别销售5.4/2.6/1.3/0.5亿美元，其中Padcev销售额同比+38%，主要由la/mUC 1L治疗需求驱动。研发管线方面，Elrexio（BCMA CD3双抗）MagnestisMM-3 Ph2临床读出，在3L+患者中mOS达到24.6 mo，mDoR未达到；MagnestisMM-6 Ph3临床Part1中，NDMM患者接受Elrexio+Dara+Len组合，实现cORR=97.3%、VGPR=94.6%。与Arvinas合作开发的ER PROTAC蛋白降解剂vepdegestrant读出Ph3 VERITAC-2研究数据，在ERS1mut人群众达到PFS显著性终点，但在全人群中未达到显著终点，vepdegestrant联用CDK4i治疗1L mBC及联用CDK4/6i治疗2L+ mBC的注册性临床研究已启动。**正式完成了与三生制药关于PD-1/VEGF双抗的BD交易，目前正在准备Ph3临床研究计划，未来将在美国本土进行相关产品的生产，目前仍有~130亿美元可用于BD。**
- **疫苗：**核心产品PCV13/20疫苗实现销售13.8亿美元（+2%），第4代PCV25疫苗成人适应症Ph3临床预计25H2启动注册性临床；RSV疫苗Abrysvo 25Q1实现销售1.4亿美元（+155%），主要由孕妇接受需求驱动，对冲US市场由于ACIP推荐年龄组变化导致的老年人接种率下降。
- **代谢&罕见病：**抗凝药Eliquis 25Q2实现销售20.0亿美元（+6%），与合作伙伴BMS共同探索DTC销售模式，美国医保谈判价格（降价56%）将于2026年1月开始实施；罕见病药Vyndaqel 25Q2实现销售16.2亿美元（+21%），主要受益于诊断率及患者治疗意愿提升，对冲Part D redesign带来更高的制造商折扣对净价格影响，25年市场竞争将加剧。

# BMS：成熟产品收入下滑情况好于预期

- 2025Q2 BMS实现营收123亿美元（ex-FX 同比持平，下同），其中成长产品/growth portfolio销售66亿美元（+17%）、成熟产品/legacy portfolio销售57亿美元（-15%）。更新2025年业绩指引，全年营收指引由458~468亿美元上调至465~475亿美元（成熟产品收入指引由此前的下滑16%~18%上调至下滑15%~17%），Non-GAAP EPS由每股6.70~7.00美元调整至6.35~6.65美元（包括BioNTech IPR&D费用每股-0.57美元影响）。
- 肿瘤：25Q2 Opdivo（纳武利尤单抗）销售25.6亿美元（+7%），主要由销量增长驱动，新获批1L MSI-high CRC需求快速增长，皮下注射剂型Opdivo Qvantig已于US/EU市场上市，首个销售季度实现营收3000万美元；Yervoy（伊匹木单抗）销售7.3亿美元（+15%）；Opdualag（PD-1+LAG-3组合）销售2.8亿美元（+20%），US市场1L黑色素瘤SoC份额~30%。
- 心血管：Eliquis（阿哌沙班）销售36.8亿美元（+6%），US/ex-US市场销售额分别+4%/+12%，其中美国市场受到Medicare承保缺口（coverage gap）负面影响，美国医保集采价格2026年1月开始执行；Camzyos（玛伐凯泰，心肌肌球蛋白抑制剂）销售2.6亿美元（+86%）。
- 血液学：Revlimid（来那度胺）销售8.4亿美元（-38%），Pomalyst（泊马度胺）销售7.1亿美元（-27%），主要由于仿制药竞争冲击；Reblozyl（红细胞成熟剂）销售5.7亿美元（+33%），主要由MDS相关贫血的1L治疗需求驱动；Breyanzi（CD19 CAR-T）销售3.4亿美元（+122%），主要由LBCL需求驱动。临床进展方面，GPRC5D-CAR-T 2~4L MM Ph3临床启动，Iberdomide（IKZF1/3抑制剂）联用达雷妥尤单抗+地塞米松（iberDd vs DVd/硼替佐米）治疗2L+ MM的Ph3临床预计25年数据读出（主要终点为MRD和PFS）。
- 自免：Orencia（阿巴西普）销售9.6亿美元（+1%）；Sotyktu（TYK2抑制剂）销售7000万美元（+29%），美国市场销售+5%，销量增长对冲更高的rebate，TRx处方量~20k（25Q1末=~17k，季度环比+21%）。
- 神经：Cobenfy（原名KarXT，M1/M4偏好的毒蕈碱激动剂+曲司氯铵）于2024年9月获批上市，靶向胆碱能受体而非传统的多巴胺/5羟色胺系统，是数十年来的又一款全新机制的精神分裂药物，其有效性非劣于现有药物，且拥有更好的安全性数据，25Q2销售3500万美元（25Q1为2700万美元，环比+30%）；Zeposia（S1PR）销售1.5亿美元（-2%），主要由MS适应症贡献。

# Merck: K药同比增长9%，调整全年业绩指引

- 25Q2 Merck实现全球销售158亿美元（-2%，CER-2%），其中制药业务销售141亿美元（-2%，CER-3%），剔除中国区域HPV疫苗销售收入后制药业务收入同比+7%，动物健康业务销售16亿美元（+11%，CER+11%）。**调整全年业绩指引，营收指引由此前的641~656亿美元调整至643~653亿美元，Non-GAAP EPS由此前的每股8.82~8.97美元上调至8.87~8.97美元。**
- **肿瘤：**核心产品Keytruda 25Q2销售79.6亿美元（+9%，CER+9%），产品已进入生命周期尾声，增长动力主要来自于早期及转移性肿瘤患者需求；Keytruda皮下注射剂型Ph3数据读出并提交上市申请，FDA PDUFA日期为2025年9月23日。25Q2 Welireg（HIF2A抑制剂Belzutifan）销售1.6亿美元（+29%），主要由US市场既往经治的晚期RCC患者增长贡献。
- **疫苗：**核心产品HPV疫苗Gardasil 25Q2销售11.3亿美元（-55%，CER -55%），US/ex-US市场分别销售5.5/5.8亿美元（+2%/-70%），**ex-US市场增速下滑主要由于中国市场需求较上年同期有所放缓（剔除中国市场后同比-4%，主要为日本市场补种报销到期导致需求下降），2025年2月开始停止向中国的发货，至少持续至年底，以降低库存水平。**VAXNEUVANCE（PCV15）销售2.3亿美元（+20%），美国市场竞争加剧，增量主要由国际市场贡献，CDC库存增加获益~6000万美元；CAPVAXIVE（PCV21）销售1.3亿美元。长效RSV预防性抗体ENFLONSIA在美国上市，7月完成首次发货。
- **心肺疾病：**25Q2 WINREVAIR（sotatercept-csrk，治疗成人PHA/肺动脉高压）实现销售3.4亿美元，上市至今销售额累计已超过10亿美元，Ph3 ZENITH研究PAH FC 3/4高死亡风险人群取得阳性数据，患者全因死亡+PAH恶化相关住院+肺移植复合终点整体风险减少76%，标签更新的PDUFA日期为2025年10月25日。**Enlicitide（口服PCSK9环肽）两项Ph3临床CORALreef HeFH及AddOn研究均达到主要终点，Ph3 CORALreef Outcomes研究（心血管事件终点）完成受试者入组。预计2025Q4完成对Verona Pharma收购。**

# GSK：与恒瑞就PDE3/4及多个临床前分子达成大额BD交易

- 2025Q2 GSK实现销售80亿英镑（CER+6%，下同），其中疫苗产品收入20.9亿英镑（+9%），HIV产品收入18.8亿英镑（+12%），吸入制剂销售18.7亿英镑（-5%），呼吸免疫及炎症产品销售9.6亿英镑（+10%），肿瘤产品销售4.8亿英镑（+42%）。
- **疫苗**：带状疱疹疫苗Shingrix 25Q2销售8.5亿英镑（+6%），其中US市场2.4亿英镑（-14%），US市场累计接种率截至24年末达到41%（24Q2/Q3末分别为39%/40%，单季度~1%增量渗透率），渗透率增速放缓；EU市场3.6亿英镑（+48%），主要由新拓展市场及政府采购力度增加等驱动；**其他国际市场2.5亿英镑（-8%），主要受到澳大利亚上年同期采购高基数及中国合作伙伴采购节奏变化等影响。**RSV疫苗Abrevxy 25Q2销售6600万英镑（+13%），其中US市场3500万英镑（-32%），主要受到ACIP推荐政策变化影响。
- **HIV**：25Q2 HIV产品组合实现销售18.8亿英镑（+12%），增长由长效药物需求驱动，Cabenuva（Cabotegravir/长效整合酶抑制剂+Rilpivirine/核苷类逆转录酶抑制剂，IM Q4/8W用于治疗HIV感染）及Apretude（Cabotegravir/长效整合酶抑制剂单药，IM Q4Wx2随后Q8W用于PrEP）合计销售4.4亿英镑（+39%）。
- **自免**：25Q2 Nucala（美泊利珠单抗）实现销售4.8亿英镑（+17%），**COPD适应症获批，用于嗜酸性粒细胞≥150的中重度COPD人群附加疗法，GSK预计Nucala COPD适应症销售峰值~5亿英镑。**Benlysta（贝利尤单抗）25Q2销售4.2亿英镑（+20%）。其他在研管线方面，depemokimab（超长效IL-5抗体，一年2次）重度哮喘及CRSwNP等适应症在主要市场提交BLA，US FDA PDUFA日期为12月16日，GSK预计其峰值销售有望超过30亿英镑；TSLP及IL-33抗体布局哮喘及COPD适应症，目前处于早期临床阶段。
- **肿瘤**：Blenrep（BCMA ADC）联用硼替佐米+地塞米松治疗2L多发性骨髓瘤适应症较标准疗法DVd OS显著获益（24mo=79% vs 67%，36mo=74% vs 60%），目前正在EU/JP/UK等市场获批，GSK预计Blenrep峰值销售有望超过30亿英镑，但ODAC投票反对Blenrep用于现有患者人群，US PDUFA日期更改至2025年10月23日。
- **吸入制剂**：Q2整体实现销售18.7亿英镑（-5%），其中Trelegy（每日一次吸入三联）销售8.4亿英镑（+4%），主要受到上年同期高基数影响。**与恒瑞就PDE3/4及其他11个分子达成合作，GSK将支付5亿美元首付款及不超过120亿美元里程碑付款，GSK认为其PDE3/4具有BIC潜力。**

## Regeneron: Elyea营收持续下滑, CD20/CD3双抗由于生产商问题收到FDA CRL



- 2025Q2 Regeneron实现营收36.8亿美元（CER+4%），剔除COVID-19收入后+10%；实现Non-GAAP EPS每股43.79美元（+4%）。
- **自免：**25Q2来自Sanofi的合作分成达到14.4亿美元（同比+26%），主要为Dupixient（25Q2 Sanofi全球销售额43亿美元，同比+21%）及Kevzara贡献，Dupixient于2024年9月在美国获批治疗COPD，2025年4月在美国获批12岁以上青少年及成人CSU（慢性自发性荨麻疹）适应症，2025年6月获批BP（大疱性类天疱疮）适应症；截至25Q2末，与Sanofi的R&D共担费用余额为12亿美元，预计2025及2026年分别支付~8亿美元，2027年开始来自Sanofi抗体药物的销售利润分成及现金流将显著改善。
- **眼科：**Elyea和Elyea HD美国市场销售合计11.5亿美元（-25%），其中Elyea销售7.5亿美元（同比-39%，环比+2%），主要受到branded及biosimilar等VEGF产品竞争影响，以及由于慈善基金对患者co-pay部分资助资金不足，导致更多患者转向价格更低的非品牌Avastin分装产品（Off-label）；Elyea HD 25Q2实现销售3.9亿美元（同比+29%，环比+28%），销量同比+49%、环比+16%；来自Bayer的合作分成达到4.2亿美元（同比+11%），主要为Elyea及Elyea HD在ex-US市场销售分成。
- **肿瘤：**Libtayo（cemiplimab, PD-1抗体）实现全球销售3.8亿美元（+25%），晚期CSCC（鳞状上皮细胞癌）及晚期BCC（基底细胞癌）需求驱动。在研管线方面，Libtayo高风险CSCC辅助治疗Ph3临床显示DFS（无病生存期）获益，US/EU上市申请获受理，FDA PDUFA日期为2025年10月；Fianlimab（LAG-3抗体）联用Libtayo治疗1L晚期黑色素瘤Ph3关键性临床将于25H2读出数据。
- **血液学：**Linvoseltamab（BCMAxCD3双抗）MM/多发性骨髓瘤（3L+）适应症已于US/EU获批，r/rMM ORR=70%、CR=45%，具备BIC品种潜力；Odronextamab（CD20xCD3双抗）FL/滤泡性淋巴瘤（3L+）适应症已于EU获批，由于第三方生产商问题收到FDA CRL。两款11因子抗体REGN7508、REGN9933的PoC数据积极，将于2025年内启动Ph3临床研究。
- **代谢：**Ph2（COURAGE研究）肥胖受试者完成入组，将验证trevogrumab（Myostatin/GDF8抗体）单药联用司美格鲁肽或trevogrumab + garetosmab（activin A抗体）+司美格鲁肽给药26周后对受试者减重、身体成分及停药后体重等影响，预计25H2读出。GLP-1R/GIPR双靶多肽激动剂HS-20094计划2026年启动Ph3临床。

- 市场竞争加剧的风险；
- 产品临床失败或有效性低于预期的风险；
- 产品商业化不达预期的风险；
- 技术升级迭代风险。

## 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                  | 类别     | 级别   | 说明                    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|------|-----------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上    |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上    |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点     |
|                                                                                                                                                                                                                                         | 行业投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上  |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上  |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032