



ASCO 2025 重点公司简评 (三): 亚盛医药

亚盛于 2025 ASCO 大会以口头报告形式展示了 Lisaftoclax 联用在美国和澳洲人群包含 AML MDS 在内的恶性髓系肿瘤数据, 其中 Venetoclax 耐药 R/R AML/MPAL 人群显示出的 31.8% ORR 令人惊喜。我们认为, 若后续能在更大样本量下 Venetoclax 耐药 R/R AML 人群持续显示不错的疗效数据, Lisaftoclax 有望打开 R/R AML 在美国及海外的潜在增长空间。

• Lisaftoclax + AZA 在 Venetoclax 耐药的复发难治 AML/MPAL 人群 ORR 数据令人惊喜, 后续更大样本量 Venetoclax 耐药人群疗效数据值得期待: 截至 2025 年 4 月, Lisaftoclax + AZA (阿扎胞苷) 在美国和澳洲 Venetoclax 耐药的 R/R (复发/难治) AML/MPAL 患者中 (n=22) 显示出 31.8% ORR (7/22, 包括 22.8% CR/CRi, 4.6% PR, 4.6% MLFS), 获得反应的患者 71% (5/7) 患者基线存在 TP53 突变并伴随复杂染色体核型。我们很欣喜看到公司在 Venetoclax 耐药人群显示出的初步疗效数据。由于 Venetoclax + AZA 在美国 1L AML 的广泛应用 (已成为标准疗法), 目前 Venetoclax 耐药已成为 R/R AML 人群一个巨大的未被满足的医疗需求, 公司 Lisaftoclax 或有望成为解决 Venetoclax 在 AML 疾病领域耐药的疗法。管理层表示, 目前计划将 Venetoclax 耐药群体进一步扩大临床样本量至 40-50 例患者, 若数据积极, 后续或有望展开美国 R/R AML 关键性试验。

• 另外, 与先前的研究趋势类似, Lisaftoclax + AZA 在多种恶性髓系肿瘤中, 包括 AML、MDS 等, 亦显示出不错的疗效: (1) 在整体 R/R AML/MPAL 人群中 (n=44), ORR 为 43.2% (31.8% CR/CRi, 4.5% PR, 6.8% MLFS), 中位起效时间为 0.8 个月; (2) 在 ND (新诊断) AML/MPAL 患者中 (n=6), ORR 为 83.3% (33.3% CR/CRi, 50% PR), 中位起效时间为 1.0 个月; (3) 在 R/R MDS/CMML 患者中 (n=22), ORR 为 50% (27.3% CR, 18.2% mCR, 4.5% PR), 中位起效时间为 1.1 个月; (4) 在 ND MDS/CMML 患者中 (n=15), ORR 为 80% (40% CR, 40% mCR), 中位起效时间为 1.0 个月。此外, Lisaftoclax + AZA 耐受性良好, 安全性可控 (严重不良反应 [SAE] 在 ND AML/MPAL、ND MDS/CMML、R/R AML、R/R CMML 中分别为 71.4%、73.3%、69.6%、60%), 常见不良反应主要体现在血液学事件, 非血液学毒性不常见。绝大多数不良事件可控制、可恢复、可耐受。整体而言, 对比去年 ASCO 披露的 AML 数据及去年 ASH 披露的 MDS 数据, 我们认为整体数据趋势与先前研究类似, 尽管个别队列由于去年或今年披露的样本量较小使得缓解率造成一定程度的波动, 我们认为亦属于正常现象。

• 此外, 潜在 Firs-in-class 抑制剂 APG-115 单用或与 PD-1 联用在中国人群 ACC、MPNST 等罕见瘤种中显示出不错的抗肿瘤疗效, 与此前美国试验趋势一致: 在单用疗法中 (n=17), 12 例 ACC 患者显示出 2 PR (16.7% ORR), 10 SD; 5 例 MPNST 显示出 4 例 SD; 在与特瑞普利单抗的联用疗法中 (n=29), 17 例 MPNST 患者显示出 2 PR (11.8% ORR) / 9 SD, 6 例 LPS 显示出 1 PR (16.7% ORR) / 3 SD, 6 例 BTC 患者中显示出 1 PR (14.3% ORR) / 5 SD。无论是单用还是联用, APG-115 安全性均可控, 其中单用 (n=24) / 联用 (n=27) $\geq$ G3 TRAE 为 33.3%/44.4%, SAE 为 12.5%/29.6%。对

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2025 年 6 月 6 日



扫码关注浦银国际研究



比 2024 年美国 1/2 期试验披露的数据 (APG-115 单用疗法在 25 例 ACC 患者中显示出 16% ORR, 即 4 PR), 此次试验披露的 ORR 缓解率疗效数据稳定, 但此次试验单用及联用疗法 $\geq$ G3 TRAE 较此前美国试验有所下降, 安全性数据进一步提升。管理层表示, 若后续中国数据能够重复先前美国研究的积极疗效 (单用疗法在 ACC 适应症[n=25]实现 10.5 个月 mPFS), 公司将与监管部门进一步探讨后续注册临床研究可能性。

图表 1：浦银国际目标价：亚盛医药港股 (6855.HK)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 2：浦银国际目标价：亚盛医药美股 (AAPG.US)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	331.8	买入	295.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	24.0	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.3	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	28.6	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	36.5	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	257.0	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	154.9	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	235.5	买入	274.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.7	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	47.5	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	47.3	持有	29.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	61.5	持有	40.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	11.4	买入	11.7	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	24.0	持有	19.6	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	72.3	买入	65.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.0	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.9	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	82.0	买入	105.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	8.0	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	46.0	买入	60.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	2.3	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	45.5	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	55.0	买入	57.0	生物科技
AAPG.US Equity	亚盛医药	28.0	买入	29.0	生物科技
2256.HK Equity	和誉	9.2	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	7.9	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	53.9	买入	67.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	4.5	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	70.7	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	64.5	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	15.8	买入	20.0	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	24.1	买入	32.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	24.9	持有	28.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	41.0	买入	50.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	235.3	买入	300.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	16.0	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	2.4	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.6	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	0.9	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	12.3	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	19.9	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	18.7	买入	19.0	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	392.0	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	16.9	买入	17.0	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	10.7	买入	11.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.9	买入	8.0	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	3.6	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	4.6	持有	4.7	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.1	持有	6.6	互联网医疗
6681 HK Equity	脑动极光	6.9	买入	7.5	数字疗法

注：数据截至 2025 年 6 月 5 日收盘；资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK、脑动极光 6681.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

