

创新产品亮相 ASCO 大会， 核心管线带动公司成长

核心观点

在 2025 年 ASCO 大会上，公司核心产品 **Lisaftoclax** 展示了在维奈克拉耐药后患者中的研究结果。在 28 例既往接受维奈克拉治疗的患者中，22 例可评估疗效患者的 ORR 为 31.8%，其中 22.8% 的患者 CR/Cri，同时在 15 例 CMML 患者中，ORR 为 80%。整体看，产品 **Lisaftoclax** 在维奈克拉耐药后的肿瘤患者中展现了优异疗效，产品基本面良好，安全性优异，看好药物后续临床进展以及国际化进展。

事件

2025 年 6 月 3 日，公司发布公告，核心产品 **Lisaftoclax** 针对维奈克拉治疗失败患者的口头报告在 ASCO 大会上展示。

简评

Lisaftoclax 疗效数据优异，产品竞争力强

在 ASCO 大会上，公司公布核心产品 **Lisaftoclax** 针对维奈克拉治疗失败患者的最新数据。截至 2025 年 4 月，在 28 例既往维奈克拉耐药的复发/难治 AML/混合表型急性白血病（MPAL）患者中，疗效可评估的患者有 22 例，总反应率(ORR)为 31.8%(7/22)，其中 22.8% 的患者 CR/ CR 伴血细胞未完全恢复（Cri）；4.6% 的患者获部分缓解（PR）；4.6% 的患者获形态学无白血病状态（MLFS）。同时，在 15 例疗效可评估的 ND MDS/慢性粒单核细胞白血病（CMML）患者中，ORR 为 80%，其中 40% 的患者获 CR，40% 的患者获骨髓 CR（mCR）。22 例疗效可评估的 R/R MDS/CMML 患者中，ORR 为 50%，其中 27.3% 的患者获 CR，18.2% 的患者获 mCR，4.5% 的患者获 PR。综上所述我们认为，**Lisaftoclax** 在维奈克拉耐药后的患者中依旧展现出良好的早期疗效，同时产品的安全性十分可控，后续临床开展值得期待。

亚盛医药-B (6855. HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

发布日期： 2025 年 06 月 19 日

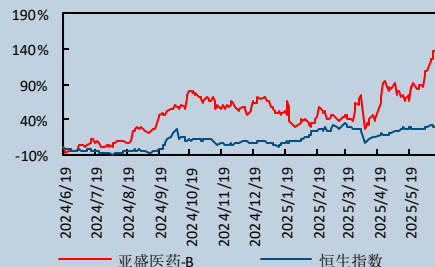
当前股价： 70.25 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
56.63/55.07	86.34/88.14	160.19/127.99
12 月最高/最低价 (港元)		70.25/24.80
总股本 (万股)		34,847.75
流通 H 股 (万股)		34,847.75
总市值 (亿港元)		242.03
流通市值 (亿港元)		242.03
近 3 月日均成交量 (万)		462.58
主要股东		
翟博士特殊目的公司		19.24%

股价表现



未来展望：全球上市加速，核心产品有望于 2026-2027 年进入美国市场

随着耐立克在医保内的适应症范围得到增加，预计耐立克 2025 年商业化放量将更进一步。此外，耐立克预计在 2026 年完成 POLARIS-2 临床试验并在美国提交 NDA 申请，最快可于同年在美国上市。

另一方面，APG-2575 的 GLORA 临床试验预计将于 2027 年完成，并随后在美国提交 NDA 申请，最快亦能在 2027 年于美国市场推出。同时，APG2575 向美国 FDA 申请 MDS III 期临床，后续如能开展则产品国际化更进一步，值得期待。

盈利预测及投资建议

公司已在血癌和实体瘤等领域搭建多个产品管线，在重磅 BIC 潜力产品的带动下未来营收有望持续保持高增长。整体看，公司 204 年的收入高增长主要来自于产品出海带来的首付款以及产品方量，而 2025 年公司核心产品将依然保持高同比增长，主业运营稳健。我们预计亚盛医药 2025-2027 年将实现 5.88、8.83 和 13.24 亿元的产品收入，同比增长-40%、50%、50%，维持“买入”评级。

风险分析

商业化不及预期风险：耐立克和 Lisoftoclax 上市后在销售过程中会受到竞争格局加剧、物流运力不足、生产产能不足等风险，存在增速低于预期的风险。同时行业反腐对于新产品销售放量、准入速度等不及预期的风险，并且由于政策落地有先后顺序，细分赛道及局部区域销售可能存在不同的表现。

海外临床开发不及预期风险：公司多款新药处于全球临床研发过程当中，存在临床入组进度不确定、疗效结果及安全性结果数据不确定等风险。如候选药物在临床试验中未取得积极成果，公司可能会面临额外的成本支出，甚至可能延迟完成（甚至最终无法完成）候选药物的开发及商业化进程。

审批不及预期风险：在美国食品及药物管理局、药监局、欧洲药品管理局或其他同类监管机构的审批过程中存在资料补充、审批流程变化等因素导致的审批周期延长等风险。如后续 Lisoftoclax 未能通过上市审批，将影响公司药品销售收入，进而对公司的业务、财务状况、经营业绩及前景产生不利影响。

行业政策风险：因为行业政策调整带来的研究设计要求变化、价格变化、医保报销范围及比例变化等风险。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	221.98	980.65	588.39	882.59	1,323.88
YoY(%)	5.85	341.77	-40.00	50.00	50.00
归母净利润（百万元）	-925.64	-405.43	-1,003.24	-804.03	-693.96
YoY(%)	-4.84	56.20	-147.45	19.86	13.69
毛利率(%)	86.24	97.03	93.66	93.66	93.66
净利率(%)	-417.02	-41.37	-170.54	-91.12	-52.43
ROE(%)	-1532.08	-153.46	135.75	52.11	31.02
EPS(摊薄/元)	-2.66	-1.16	-2.88	-2.31	-1.99
P/E(倍)	-24.18	-55.20	-22.31	-27.83	-32.25
P/B(倍)	370.42	84.71	-30.28	-14.50	-10.00

数据来源：ifind，中信建投

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,344.18	1,474.16	544.14	816.21	1,224.31
现金	1,062.59	917.73	58.84	88.26	132.39
应收票据及应收账款合计	145.89	83.14	196.37	294.55	441.82
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	77.28	113.42	160.13	240.19	360.29
存货	16.17	6.60	14.75	22.13	33.19
其他流动资产	42.26	353.27	114.05	171.08	256.62
非流动资产	1,156.22	1,143.65	988.55	833.45	678.35
长期投资	17.00	32.72	32.72	32.72	32.72
固定资产	905.82	849.45	716.37	583.29	450.21
无形资产	136.70	132.11	110.09	88.07	66.05
其他非流动资产	96.70	129.37	129.37	129.37	129.37
资产总计	2,500.39	2,617.81	1,532.69	1,649.66	1,902.67
流动负债	934.17	1,166.61	1,084.96	1,840.18	2,666.31
短期借款	616.40	779.06	462.32	926.69	1,311.41
应付票据及应付账款合计	72.45	91.97	122.90	184.35	276.52
其他流动负债	245.32	295.58	499.73	729.14	1,078.37
非流动负债	1,495.59	1,177.04	1,177.04	1,343.00	1,463.99
长期借款	1,179.19	889.44	889.44	1,055.40	1,176.39
其他非流动负债	316.40	287.60	287.60	287.60	287.60
负债合计	2,429.76	2,343.65	2,261.99	3,183.18	4,130.30
少数股东权益	10.22	9.97	9.74	9.55	9.39
股本	0.20	0.21	1,000.21	2,000.21	3,000.21
资本公积	60.22	263.98	-736.02	-1,736.02	-2,736.02
留存收益	0.00	0.00	-1,003.24	-1,807.26	-2,501.22
归属母公司股东权益	60.42	264.19	-739.04	-1,543.07	-2,237.03
负债和股东权益	2,500.39	2,617.81	1,532.69	1,649.66	1,902.67

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-726.077	-111.357	-534.94	-585.00	-420.39
净利润	-925.71	-405.68	-1,003.47	-804.21	-694.12
折旧摊销	93.20	93.17	155.10	155.10	155.10
财务费用	96.06	64.46	68.43	77.12	102.41
其他经营现金流	10.38	136.70	245.00	-13.01	16.21
投资活动现金流	21.92	-362.04	61.22	61.22	61.22
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	21.92	-362.04	61.22	61.22	61.22
筹资活动现金流	368.75	314.77	-385.17	553.21	403.30
短期借款	-316.74	464.36	384.73	0.00	0.00
长期借款	0.00	165.96	120.99	0.00	0.00
其他筹资现金流	685.49	-315.56	-890.88	553.21	403.30
现金净增加额	-335.40	-158.63	-858.89	29.42	44.13

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	221.98	980.65	588.39	882.59	1,323.88
营业成本	30.54	29.09	37.33	55.99	83.98
营业税金及附加	5.20	9.08	22.25	33.38	50.07
销售费用	195.39	196.00	348.28	522.43	783.64
管理费用和研发费用	888.05	1,134.37	1,176.78	1,059.10	1,059.10
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	96.06	64.46	68.43	77.12	102.41
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.08	-0.28	0.00	0.00	0.00
营业利润	-992.18	-452.61	-1,064.68	-865.43	-755.33
其他非经营损益	59.32	57.36	61.22	61.22	61.22
利润总额	-932.86	-395.26	-1,003.47	-804.21	-694.12
所得税	-7.15	10.43	0.00	0.00	0.00
净利润	-925.71	-405.68	-1,003.47	-804.21	-694.12
少数股东损益	-0.08	-0.25	-0.23	-0.18	-0.16
归属母公司净利润	-925.64	-405.43	-1,003.24	-804.03	-693.96
EBITDA	-743.61	-237.63	-779.94	-572.00	-436.60
EPS（元）	-2.66	-1.16	-2.88	-2.31	-1.99

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	5.85	341.77	-40.00	50.00	50.00
净利润(%)	-4.85	56.18	-147.35	19.86	13.69
获利能力					
毛利率(%)	86.24	97.03	93.66	93.66	93.66
净利率(%)	-417.02	-41.37	-170.54	-91.12	-52.43
ROE(%)	-1532.08	-153.46	135.75	52.11	31.02
ROIC(%)	-121.80	-48.24	-88.71	-126.63	-145.52
偿债能力					
资产负债率(%)	97.18	89.53	147.58	192.96	217.08
净负债比率(%)	-177.28	-123.50	-105.74	-54.54	-46.46
流动比率	1.44	1.26	0.50	0.44	0.46
速动比率	1.38	0.96	0.38	0.34	0.35
营运能力					
总资产周转率	0.09	0.37	0.38	0.54	0.70
应收账款周转率	1.52	11.79	3.00	3.00	3.00
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	-2.66	-1.16	-2.88	-2.31	-1.99
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.08	-0.32	-1.54	-1.68	-1.21
每股净资产(最新摊薄)	0.17	0.76	-2.12	-4.43	-6.42
估值比率					
P/E	-24.18	-55.20	-22.31	-27.83	-32.25
P/B	370.42	84.71	-30.28	-14.50	-10.00
EV/EBITDA	-1.05	-3.67	-84.10	-228.05	-447.02

资料来源：Ifind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind金牌分析师医药行业第4名。2019年Wind金牌分析师医药行业第1名。2018年Wind金牌分析师医药行业第3名，第一财经最佳分析师医药行业第1名。2021年新财富最佳分析师医药行业第五名。

研究助理

赵旭

zhaoxu1@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk