

2025年06月26日

具有全球化视野的血液瘤创新药企

亚盛医药-B (6855. HK)

具有全球化视野的血液瘤创新药企

亚盛医药是一家全球领先的综合性生物制药公司，从事发现、开发和商业化同类首发及同类最优的疗法，以解决血液系统恶性肿瘤为主的全球未满足的医疗需求。2019年10月28日，公司在中国香港联交所主板挂牌上市，股票代码：6855.HK；2025年1月24日，公司在美国纳斯达克证券交易所挂牌上市，股票代码：AAPG。公司的核心产品奥雷巴替尼和 lisaftoclax 在治疗慢性髓性白血病（CML）、急性髓性白血病（AML）、慢性淋巴细胞白血病（CLL）、急性淋巴细胞白血病（ALL）、骨髓增生异常综合征（MDS）以及多发性骨髓瘤（MM）等血液系统恶性肿瘤方面具有全球潜力。

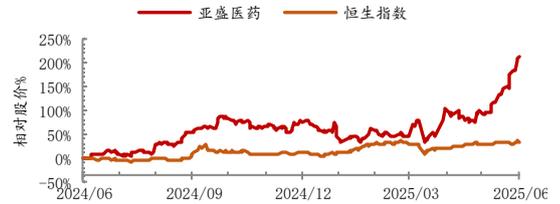
Lisaftoclax (APG-2575)：潜在同类最优 BCL-2 抑制剂

1) Lisaftoclax 为新型口服 Bcl-2 抑制剂，通过选择性阻断 Bcl-2，恢复癌细胞的正常凋亡过程，用于治疗多种血液恶性肿瘤和实体瘤。2024年11月，lisaftoclax（用于治疗复发/难治慢淋白血病/小淋巴细胞淋巴瘤）的 NDA 已获中国国家药品监督管理局（NMPA）的中国药品审评中心（CDE）受理，并被纳入优先审评程序。根据弗若斯特沙利文报告，这份新药上市申请是全球范围内针对 Bcl-2 抑制剂提交的第二份新药上市申请，也是中国国内针对用于治疗对布鲁顿酪氨酸激酶（BTK）抑制剂耐药或不耐受的慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤患者的 Bcl-2 抑制剂提交的首份新药上市申请。目前 lisaftoclax 已获批在中国、美国、澳洲及欧洲进行临床研究，涉及的适应症包括慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤（CLL/SLL）、非霍奇金淋巴瘤（NHL）、急性髓系白血病（AML）、多发性骨髓瘤（MM）、华氏巨球蛋白血症（WM）及实体瘤等。此外，lisaftoclax 已获得 FDA 授予的五项孤儿药资格认定，包括滤泡性淋巴瘤（FL）、华氏巨球蛋白血症（WM）、慢性淋巴细胞白血病（CLL）、多发性骨髓瘤（MM）及 AML。

2) 在国产 Bcl-2 创新药赛道上，公司的 Lisaftoclax、百济神州的索托克拉片与诺诚健华的 ICP-248 是研发进度比较靠前的药物。Lisaftoclax 是国内首个提交上市申请的原研 Bcl-2 抑制剂，其临床数据展现出对维奈克拉耐药患者的突破潜力，且兼具剂量爬坡快、半衰期短、安全性更佳等差异化优势。从研发进度看，公司凭借更早的 NDA 申报时间（早于百济神州的索托克拉片）和更靠前的审批状态，有望率先实现国产 Bcl-2 抑制剂零的突破，成为全球第二款上市药物。这一先发优势在当前只有维奈克拉获批且在售的市场格局下尤为关键，Lisaftoclax 不仅填补了国产同类药物的空白，更使其成为国际 license-out 的热门标的，未来在全球

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格(港元)：	83.33
最新收盘价(港元)：	79.350
股票代码：	6855
52 周最高价/最低价(港元)：	80.00/24.35
总市值(亿港元)	277
自由流通市值(亿港元)	271
自由流通股数(百万)	34100



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110002
联系电话：

细胞凋亡治疗市场中具备显著商业想象空间。我们认为，基于 Lifaftoclax 优异的临床数据，有望出海并与跨国药企展开深度的商业化合作。

盈利预测

亚盛医药作为一家已经有首款产品商业化上市的创新药企业，我们看好公司产品上市后商业化运营能力，产品持续放量，以及后续创新靶点管线持续不断的推陈出新，我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 5.97 亿元/29.04 亿元/15.78 亿元，预计 2025-2027 年 EPS 分别为-1.65/2.67/-0.43 元。考虑到公司未盈利，我们采用自由现金流 DCF 折现估值方法给公司管线进行估值，假设永续增长率 3%，β 系数为 1.0，无风险收益率选取十年期国债收益率为 3%，假设市场收益率为 10%，经计算 WACC 为 15.89%，公司估值为 290.39 亿港元，对应股价 83.33 港元，假设 1 港元兑 0.9149 人民币，对应股价 76.12 元。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示

医药行业政策不及预期风险、市场竞争加剧风险、产品销售和推广不及预期、创新药研发进展不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	221.98	980.65	597.00	2904.00	1578.00
YoY (%)	5.85%	341.77%	-39.12%	386.43%	-45.66%
归母净利润(百万元)	-925.64	-405.43	-574.00	930.66	-149.88
YoY (%)	-4.84%	56.20%	-41.58%	NA	NA
毛利率 (%)	86.24%	97.03%	90.00%	97.23%	90.00%
每股收益 (元)	-3.28	-1.34	-1.65	2.67	-0.43
ROE (%)	-15.32	-1.53	1.94	1.44	-0.29
市盈率	-8.32	-33.92	-48.17	29.71	-184.49

资料来源：华西证券研究所

正文目录

1. 具有全球化视野的血液瘤创新药企.....	4
2. 奥雷巴替尼，国产首个获批上市第三代 BCR-ABL1 抑制剂.....	7
3. Lisaftoclax (APG-2575)：潜在同类最优 BCL-2 抑制剂.....	12
4. 平台化研发能力优异，早研管线众多.....	18
5. 盈利预测与估值.....	20
6. 风险提示.....	22

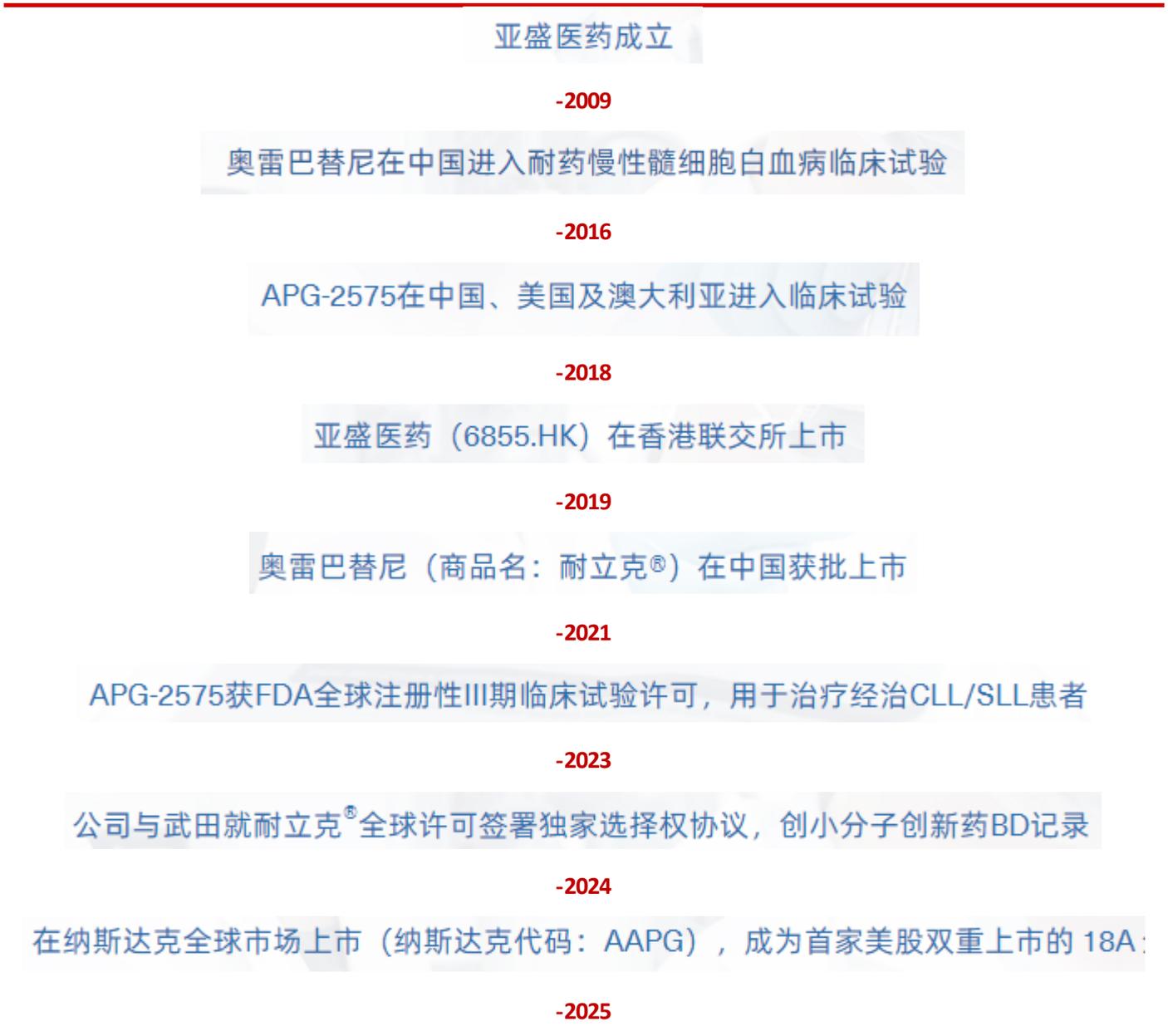
图表目录

图 1 公司发展历程.....	4
图 2 公司产品情况（截止 2025 年 6 月）.....	5
图 3 公司营业收入情况（2018-2024）.....	7
图 4 公司研发费用情况（2018-2024）.....	8
图 5 慢性髓性白血病市场.....	9
图 6 历代 BCR-ABL 抑制剂.....	9
图 7 奥雷巴替尼（HQP1351）临床推进情况.....	10
图 8 奥雷巴替尼临床获益以及耐受性情况.....	11
图 9 奥雷巴替尼临床获益以及耐受性情况（续）.....	11
图 10 奥雷巴替尼在 Ph+ALL 适应症的临床疗效.....	12
图 11 奥雷巴替尼在 Ph+ALL 适应症的临床疗效（续）.....	13
图 12 Lisaftoclax 正在开展/已完成的注册临床研究汇总.....	14
图 13 细胞凋亡过程.....	15
图 14 BCL-2 家族蛋白质的相互作用.....	16
图 15 Venetoclax 作用路径.....	17
图 16 Lisaftoclax 在相关适应症的临床数据.....	18
图 17 公司研发平台情况.....	20
表 1 全球 Bcl-2 抑制剂研发进度.....	19
表 2 公司销售收入预测.....	22
表 3 亚盛医药财务预测及估值（百万元）.....	23
表 4 DCF 敏感性分析.....	23

1. 具有全球化视野的血液瘤创新药企

亚盛医药是一家立足中国、面向全球的生物医药企业，2019年10月28日，公司在香港联交所主板挂牌上市，股票代码：6855.HK；2025年1月24日，公司在美国纳斯达克证券交易所挂牌上市，股票代码：AAPG。

图1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华西证券研究所

公司是一家全球领先的综合性生物制药公司，从事发现、开发和商业化同类首发及同类最优的疗法，以解决血液系统恶性肿瘤为主的全球未满足的医疗需求。公司的核心产品奥雷巴替尼和 lisaftoclax 在治疗慢性髓性白血病（CML）、急性髓性白血病（AML）、慢性淋巴细胞白血病（CLL）、急性淋巴细胞白血病（ALL）、骨髓增生异常综合征（MDS）以及多发性骨髓瘤（MM）等血液系统恶性肿瘤方面具有全球潜力。

图 2 公司产品情况（截止 2025 年 6 月）



资料来源：公司官网，华西证券研究所

细胞凋亡通路新药开发领域全球领先。公司在靶向蛋白-蛋白相互作用的新药开发领域深耕 20 余年，拥有自主构建且全球领先的蛋白-蛋白相互作用靶向药物设计平台，处于该领域、尤其是细胞凋亡通路新药开发领域的全球前沿，拥有多项相关核心专利。

靶向细胞凋亡通路中的某些蛋白-蛋白相互作用靶点，是治疗源自细胞凋亡过程失调的癌症和其他疾病的新方法。亚盛医药正聚焦于此开发新药物，以期修复癌细胞的凋亡信号传递通路，从而克服癌症。目前，公司处于细胞凋亡通路新药开发领域的全球前沿，拥有多项相关核心专利，在细胞凋亡通路主要靶点（Bcl-2、IAP、MDM2-p53）均有布局、且相关品种皆进入 3 期注册期或 2 期临床研究。

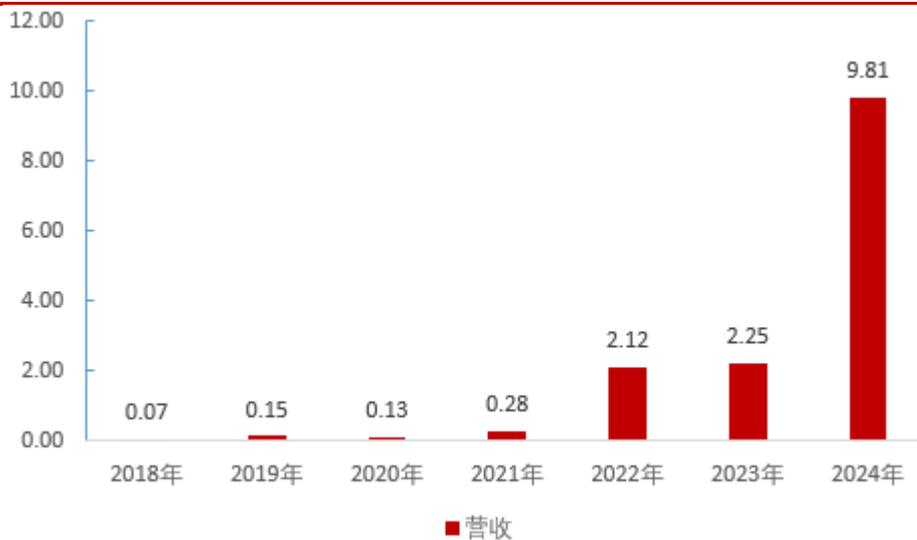
根据公司 2024 年年报，公司的核心产品奥雷巴替尼和 lisaftoclax，具有治疗主要的血液系统恶性肿瘤的全球潜力，包括慢性髓性白血病 (CML)、急性髓性白血病 (AML)、慢性淋巴细胞白血病 (CLL)、急性淋巴细胞白血病 (ALL)、骨髓增生异常综合征 (MDS) 以及多发性骨髓瘤 (MM)。

公司管理层深耕癌症领域多年，多位拥有跨国药企工作经验。公司共同创始人/董事长兼首席执行官杨大俊博士，是亚盛医药董事长兼首席执行官，同时兼任中山大学肿瘤防治中心教授及博导、中国药促会研发专委会副主任委员、中科院上海药物所新药产业兼职研究员等职位。杨博士专注肿瘤学、细胞凋亡机理与新药研发近 30 年。他于 2009 年共同创办亚盛医药，并在新药开发领域取得重大突破，将多项具有全球范围内“First-in-class”或“Best-in-class”类潜力原创新药推进到中国、美国、澳大利亚、欧洲多地临床开发阶段，还成功推动中国首个第三代 BCR-ABL 抑制剂耐立克®上市并获纳入新版国家医保目录，填补了国内临床空白。

公司首席医学官翟一帆博士，在癌症研究和新药研发方面拥有近 30 年的经验，在她的带领下，亚盛医药已成功将 9 个 1 类新药推进到临床开发阶段，目前公司正在中国、美国、澳大利亚及欧洲开展 40 多项临床试验，并成功将耐立克®推向上市，为中国首个第三代 BCR-ABL 抑制剂。此前，翟一帆博士先后在美国国立癌症研究所/国立卫生研究院 (NCI/NIH)、美国人类基因组科学公司 (HGS, 现为 GSK)、拜耳制药 (Bayer) 及 Exelixis (NASDAQ: EXEL) 从事原创新药研究近 30 年，在病理学、药理学和毒理学以及临床医学研究方面具有丰富的科研和实战经验。她是世界首例肿瘤疫苗 Ad2MART1 和 Ad2GP100 的发明者和制造者之一，并在拜耳工作期间作为专利共同发明人联合研制了索拉非尼 (Sorafenib, NEXAVAR®)。

公司共同创始人/非执行董事兼首席科学顾问王少萌博士，为亚盛医药的创立与发展做出了卓越的贡献。作为国际知名的华人科学家，王少萌博士于 2001 年 7 月获任密西根大学的终身教授，目前担任密西根大学医学教授、内科教授、药理学教授、药学院药物化学教授。2014 年，密西根大学授予他年度密西根杰出创新者奖。王少萌博士在药物化学领域，特别是在用于癌症治疗的新型小分子疗法的发现和发展方面拥有极高成就。他于 2012-2020 年担任国际知名期刊美国《药物化学杂志》联合主编，于 2014 年当选美国国家发明家科学院院士 (NAI Fellow)，并于 2019 年当选美国科学促进会会士 (AAAS Fellow)。

图 3 公司营业收入情况 (2018-2024) (单位: 亿元)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

公司业绩稳健增长，研发投入助力创新。根据公司 2024 年年报，截至 2024 年 12 月 31 日止年度，耐立克® (奥雷巴替尼) 在中国实现销售收入人民币 2.41 亿元，较上一年度增长 52%。截至 2024 年 12 月 31 日，全国准入医院和 DTP 药房达到 734 家，

耐立克®（奥雷巴替尼）准入医院数量相比 2023 年 12 月 31 日增长 86%。2024 年 11 月，耐立克®（奥雷巴替尼）新适应症—治疗对第一代和第二代酪氨酸激酶抑制剂（TKIs）耐药和/或不耐受的 CML-CP 成年患者—通过简易续约程序成功纳入国家医保药品目录。与此同时，耐立克®（奥雷巴替尼）于 2022 年纳入的适应症成功续约。目前耐立克®（奥雷巴替尼）的医保支付范围为：T315I 突变的慢性髓细胞白血病（CML）慢性期（-CP）或加速期（-AP）的成年患者；对一代和二代酪氨酸激酶抑制剂（TKI）耐药和/或不耐受的 CML-CP 成年患者。

公司凭借强大的内部研发能力，已在全球范围内进行知识产权布局。公司亦与全球领先的生物技术及医药公司建立了合作及其他关系，包括与武田的独家选择权协议，与信达生物的合作及授权协议，与阿斯利康、默沙东及辉瑞等订立了临床合作协议，与包括但不限于 Dana-Farber 癌症研究所、梅奥医学中心、MD 安德森癌症中心、国家癌症研究所和密歇根大学等领先研究机构达成了研发合作关系。截至 2024 年 12 月 31 日，公司在全球范围内拥有 541 项授权专利，其中有 379 项授权专利在海外授权。

截至 2023 年及 2024 年止十二个月，公司的研发费用分别为人民币 7.07 亿元及人民币 9.47 亿元。截止 2024 年 12 月 31 日，公司有 567 名全职雇员，包括合共 71 名拥有医学博士或博士学位的雇员。其中，407 名雇员从事全职研发及实验室工作，公司的研发人员包括 70 名具有医学博士或博士学位的雇员，其中多数雇员在研究机构、医院及美国食品及药物管理局药物审批流程方面拥有工作经验。我们认为，公司较强的研发能力与充分的研发投入，将为未来业绩增长提供强大动力。

图 4 公司研发费用情况（2018-2024）（单位：亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

2. 奥雷巴替尼，国产首个获批上市第三代 BCR-ABL1 抑制剂

根据公司招股书，慢性髓性白血病即 CML，是一种与白细胞有关的癌症，表现为骨髓中骨髓细胞剧增或不受控增长及侵入血液并有可能侵入其他器官。基于临床特征及试验结果，CML 可分为三个阶段：慢性期、加速期及急变期。患有 CML 的大多数患者均于慢性期确诊。随着 TKI 的上市，CML 的治疗方式得以革新；尽管如此，BCR-ABL

T315I 突变导致患者时现有 TKI 产生耐药，并导致大多数出现突变的患者出现抗药反应及疾病复发等问题。

一旦 CML 复发，当前治疗中的标准疗法为在其他 TKI 治疗复发后采用伊马替尼。根弗若斯特沙利文的资料，在西方国家，慢性髓性白血病（CML）占有成人白血病的 15%到 25%，占有白血病的 14%，包括儿童群体，CML 在其中较为少见。2023 年，全球 CML 的发病人数约为 5.16 万例，复合年均增长率为 3.2%。预计到 2035 年，CML 的发病人数将增长至 6.46 万例。2023 年，全球 CML 市场规模约为 123 亿美元，预计到 2035 年将增长至 146 亿美元。

图 5 慢性髓性白血病市场



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

图 6 历代 BCR-ABL 抑制剂

代数	药物名称	商品名	研发公司	海外上市时间	中国上市时间	获批适应症
第一代	伊马替尼	格列卫	诺华	2001	2002	Ph+ CML、Ph+ ALL、KIT阳性的或者不能切除的GIST、伴PI3K/PDGFRa融合激酶的HES和CEL、伴PDGFR基因重排的MDS/MPD
	达沙替尼	施达赛	百时美施贵宝	2006	2011	Ph+ CML、Ph+ ALL
第二代	尼洛替尼	达希纳	诺华	2007	2009	Ph+ CML
	氟马替尼	豪森斯福	江苏豪森	\	2019	Ph+ CML
	博舒替尼	bosutinib	辉瑞	2012	\	Ph+ CML
第三代	奥雷巴替尼	耐立克	亚盛医药	\	2021.12	Ph+ CML
	泊那替尼	Iclusig	武田	2012	2024.9	Ph+ CML、Ph+ ALL (FDA要求加“黑框警告”并限制临床使用)
	阿思尼布	Scemblix	诺华	2021	2024.6申报上市	Ph+ CML

资料来源：摩熵医药，华西证券研究所

酪氨酸激酶领域内首款获准商业化的抑制剂伊马替尼为革新 CML 治疗的 BCR-ABL 抑制剂，令 CML 变成一种可控的慢性疾病。尼洛替尼及达沙替尼等第二代 BCR-ABL 抑制剂自此推出。然而，有关治疗经常引致突变情况发生，对 TKI 的使用产生抗性。例如，出现 T315I 突变的患者一般由于抗药性而不会对第一代及第二代 TKI 治疗产生反应。

首款第三代 BCR-ABL 酪氨酸激酶抑制剂普纳替尼获美国食品及物监督管理局批准治疗抗药性 CML 及费城染色体阳性 ALL 患者。尽管普纳替尼对 T315I 及其他突变具有独特疗效，在其注册实验中约有 35%服用普纳替尼的患者出现严重血栓形成，须要停止服用普纳替尼。

图 7 奥雷巴替尼 (HQP1351) 临床推进情况



资料来源：公司官网，华西证券研究所

首款获批上市的国产第三代 BCR-ABL1 抑制剂。根据公司官网，奥雷巴替尼是公司自主研发的新型口服第三代酪氨酸激酶抑制剂 (TKI)，对包括 BCR-ABL、KIT、PDGFR、FGFR、b-RAF、DDR1、FLT3 等多种激酶具有良好的活性。在多种实体瘤和血液肿瘤治疗领域具有广阔潜力。

目前，该品种已有三项适应症在中国获批。分别用于治疗任何 TKI 耐药，并伴有 T315I 突变的慢性髓细胞白血病 (CML) 慢性期 (CP) 或加速期 (AP) 成年患者；治疗对一代和二代 TKI 耐药和/或不耐受的 CML-CP 成年患者，且所有获批适应症均已被纳入国家医保药品目录。作为中国首个上市的第三代 BCR-ABL 抑制剂，奥雷巴替尼打破了临床治疗空白，具极大社会价值。

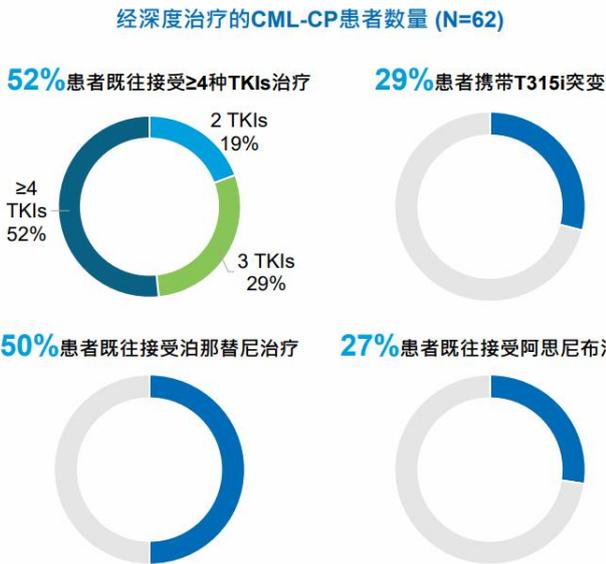
在慢粒之外，奥雷巴替尼在费城染色体阳性 (Ph+) 急性淋巴细胞白血病 (ALL) 的治疗领域也颇具潜力。该品种有一项治疗初治 Ph+ ALL 患者的全球注册 3 期临床研究正在开展中，这意味着奥雷巴替尼有望成为国内首个获批用于 Ph+ ALL 一线治疗的 TKI。目前，奥雷巴替尼治疗 Ph+ ALL 已获 CDE 纳入突破性治疗品种。

而在全球层面，该药物已获美国食品药品监督管理局 (FDA) 许可，开展奥雷巴替尼针对过往接受过治疗的慢性髓细胞白血病慢性期 (CML-CP，伴有及并无伴有 T315I 突变) 患者的全球注册 3 期临床研究。

图 8 奥雷巴替尼临床获益以及耐受性情况

奥雷巴替尼 (HQP1351)

全球Ib/2期研究：在经深度治疗，尤其是泊那替尼或阿思尼布耐药患者中展现更优临床获益以及耐受性



长期治疗数据

48周 – CML-CP患者的中位治疗时长
3.2年 – CML-CP患者的最长治疗时长

奥雷巴替尼耐受性良好

最常见 (≥10%) 的治疗期间不良事件

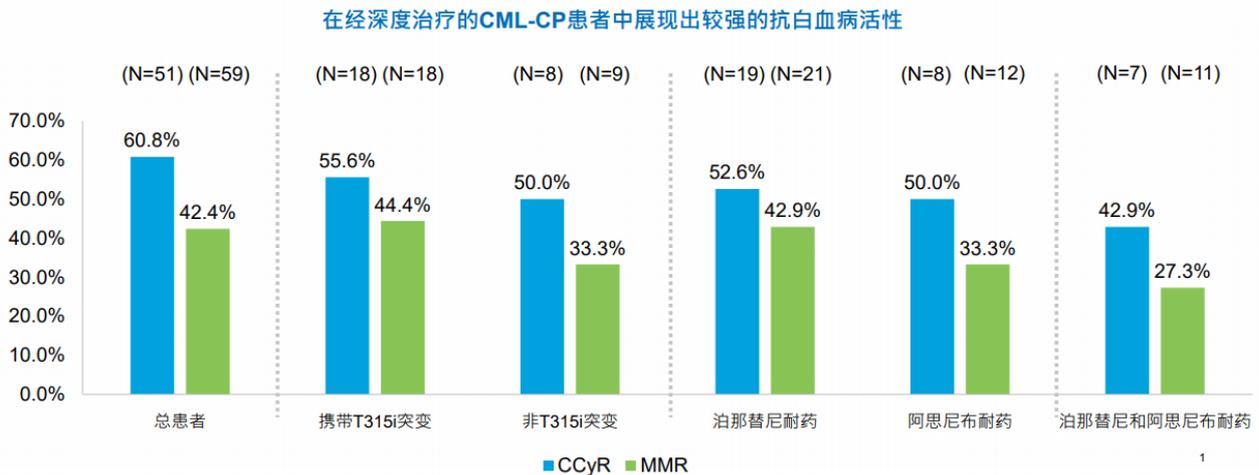
	1-2级	≥3级
血肌酸磷酸激酶升高	39%	13%
血小板减少症	29%	18%
恶心	26%	0%
疲劳	25%	1%
丙氨酸氨基转移酶升高	24%	3%
天冬氨酸氨基转移酶升高	21%	5%

资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 9 奥雷巴替尼临床获益以及耐受性情况 (续)

奥雷巴替尼 (HQP1351)

全球Ib/2期研究：在经深度治疗，尤其是泊那替尼或阿思尼布耐药患者中展现更优临床获益以及耐受性 (续)



在抑制携带各种突变 (包括T315I突变及多种复合突变) 的肿瘤细胞增殖方面，奥雷巴替尼比其他所有BCR-ABL1 TKI (包括泊那替尼和阿思尼布) 更强效

资料来源：公司官网，华西证券研究所

潜在最优的第三代 BCR-ABL 抑制剂，携手跨国药企武田开启全球商业化。根据公司公开交流资料，全球 1b/2 期研究表明，在经深度治疗，尤其是泊那替尼或阿思尼布耐药患者中展现更优临床获益以及耐受性。根据公司公告，2024 年 6 月 14 日，公司宣布与武田签署了独家选择权协议，授予武田独家选择权以就耐立克®（奥雷巴替尼）签署独家许可协议。根据该独家选择权协议条款，公司可收取 1 亿美元的选择权付款，并将有资格获得最高约 12 亿美元的选择权行使费和额外的潜在里程碑付款，以及年度净销售额 12%~19% 的销售分成。此外，于 2024 年 6 月 20 日，亚盛按每股份 24.09850 港元（相当于约 3.08549 美元）的价格向武田制药发行及配发 24,307,322 股股份（武田制药股份），总购买价为 75 百万美元。股份购买价较股份于证券购买协议日期前二十日平均收市价（即每股股份 19.26 港元）溢价 25.12%。

根据医药观澜，2017 年初，武田通过收购 Ariad 公司获得了第三代 Bcr-Abl 激酶抑制剂泊那替尼，泊那替尼作为一款第三代 Bcr-Abl 激酶抑制剂。它能够靶向 Bcr-Abl 原型，以及所有已知的单一、治疗耐药性突变，包含最常见的 T315I 突变型。泊那替尼对 T315I 突变型 Bcr-Abl 激酶具有高效特异性抑制作用，可有效解决现有 Bcr-Abl 抑制剂普遍存在、因激酶突变引起耐药性的缺陷。目前，该药已在海外获批用于不同分期的 CML 患者和 Ph+ALL 患者。我们认为，公司基于与武田的深度合作，将为奥雷巴替尼的商业化打开空间。

图 10 奥雷巴替尼在 Ph+ALL 适应症的临床疗效

奥雷巴替尼 (HQP1351) 有望成为一线治疗 Ph+ ALL 的基石方案



奥雷巴替尼 + Lisoftoclax 无化疗治疗
r/r Ph+ ALL 儿童患者表现出良好的临床疗效

	EOM ^a	联合治疗 2 周后	EOC ^a
可评估患者, n (%)	6 (100.0)	6 (100.0)	6 (100.0)
最佳疗效, n (%)			
CR	0	5 (83.3)	5 (83.3)
CRi	2 (33.3)	0	0
PR	2 (33.3)	0	0
NR	2 (33.3)	1 (16.7)	1 (16.7)
ORR ¹ , n (%)	2 (33.3)	5 (83.3)	5 (83.3)
MRD 阴性, n (%)			
可评估患者	7 (100.0)	7 (100.0)	7 (100.0)
Yes ²	1 (14.3)	4 (57.1)	4 (57.1)

	≥3 级不良事件	严重不良事件
任何治疗期间出现的不良事件 (n, %)	6 (60.0)	1 (10.0)
中性粒细胞减少症	5 (50.0)	0
白细胞计数降低	5 (50.0)	0
血小板减少症	3 (30.0)	0
谷丙转氨酶 (ALT) 升高	1 (10.0)	0
贫血	3 (30.0)	0
肝损伤	2 (20.0)	1 (10.0)
关节痛	1 (10.0)	0

N=10

在未进行高强度化疗或免疫治疗的情况下，CR 率达 83%、MRD 达 57%

资料来源：公司官网，华西证券研究所

Ph+ALL 数据优异，有望填补临床未满足需求。根据公司公众号，ALL 在中国的发病率约为 0.69/10 万，Ph+ ALL 约占成人 ALL 患者的 20%-30%，且好发于老年人，对

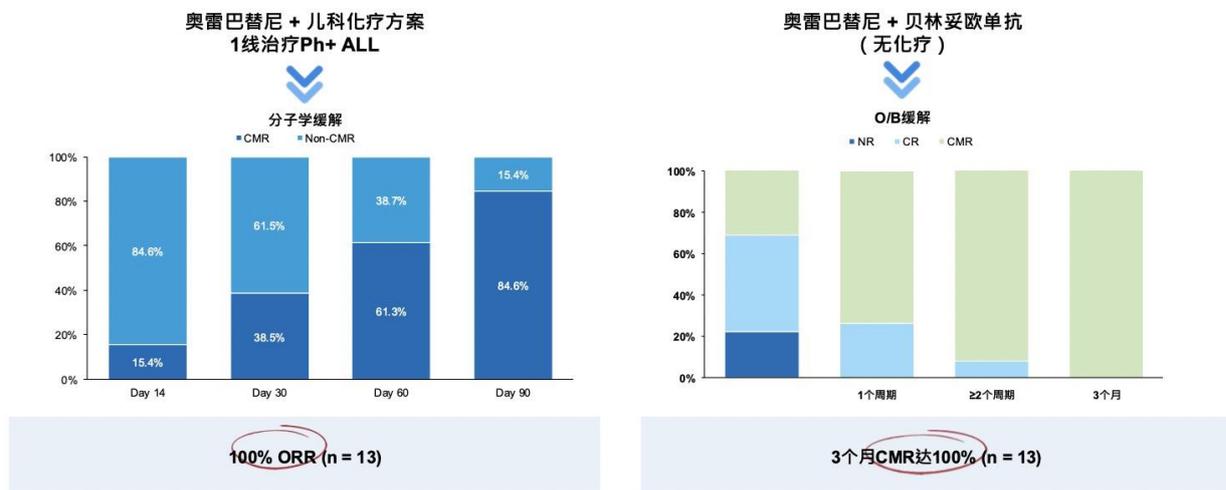
治疗耐受性差。在小分子靶向药物 TKI 问世之前，单纯化疗治疗 Ph+ ALL 的 5 年总生存 (OS) 率低于 20%。TKI 的应用显著改变了该领域的治疗前景，但一代以及二代 TKI 治疗 Ph+ ALL 患者仍存在一定局限性，患者的复发率高、无病生存期短且预后较差。此外，目前国内尚无任何 TKI 被批准用于一线治疗 Ph+ ALL 患者，该领域依然存在较大的、未被满足的临床需求。在 2025 年 EHA 会议上，展示了奥雷巴替尼广泛的治疗潜力，尤其是该药物作为新型第三代 TKI 在费城染色体阳性 (Ph+) 急性淋巴细胞白血病 (ALL) 领域呈现出积极数据。

图 11 奥雷巴替尼在 Ph+ALL 适应症的临床疗效 (续)

奥雷巴替尼 (HQP1351) 有望成为一线治疗 Ph+ ALL 的基石方案 (续)



真实世界数据证明奥雷巴替尼联合用药用于 Ph+ ALL 一线治疗能达到深度缓解，有望实现“无化疗”治疗方案



亚盛医药

资料来源：公司数据 (发表于2023 ASH与2023年EHA)

19

资料来源：公司官网，华西证券研究所

去化疗治疗，为患者提供临床更优选。根据公司公众号，在 2025 年 EHA 会议上，一项以奥雷巴替尼联合贝林妥欧单抗一线治疗 Ph+ 或 Ph 样 ALL 的疗效和安全性的壁报主题中，结果显示，中位随访 17 个月后，所有患者在接受一个治疗周期后均达到 CR，18 个月时 OS 率为 100%，无事件生存 (EFS) 率为 91.6%。该方案耐受性良好，未观察到心血管不良事件，且在整个治疗过程中无需中断奥雷巴替尼和贝林妥欧单抗的给药，也无需减少剂量。该研究结果表明，奥雷巴替尼联合贝林妥欧单抗的无化疗方案在 Ph+ 或 Ph 样 ALL 患者中具有优异的疗效，且具有极佳的安全性，提示该方案是 Ph+ ALL 患者非常有前景的无化疗治疗选择。

3. Lixaftoclax (APG-2575)：潜在同类最优 BCL-2 抑制剂

Lixaftoclax：潜在同类最优的 BCL-2 抑制剂。 Lixaftoclax 为新型口服 Bcl-2 抑制剂，通过选择性阻断 Bcl-2，恢复癌细胞的正常凋亡过程，用于治疗多种血液恶性肿瘤和实体瘤。2024 年 11 月，Lixaftoclax (用于治疗复发/难治慢淋白血病/小

淋巴细胞淋巴瘤)的 NDA 已获中国国家药品监督管理局(NMPA)的中国药品审评中心(CDE)受理,并被纳入优先审评程序。根据弗若斯特沙利文报告,这份新药上市申请是全球范围内针对 Bcl-2 抑制剂提交的第二份新药上市申请,也是中国国内针对用于治疗布鲁顿酪氨酸激酶(BTK)抑制剂耐药或不耐受的慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤患者的 Bcl-2 抑制剂提交的首份新药上市申请。目前 lisaftoclax 已获批在中国、美国、澳洲及欧洲进行临床研究,涉及的适应症包括慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤(CLL/SLL)、非霍奇金淋巴瘤(NHL)、急性髓系白血病(AML)、多发性骨髓瘤(MM)、华氏巨球蛋白血症(WM)及实体瘤等。此外, lisaftoclax 已获得 FDA 授予的五项孤儿药资格认定,包括滤泡性淋巴瘤(FL)、华氏巨球蛋白血症(WM)、慢性淋巴细胞白血病(CLL)、多发性骨髓瘤(MM)及 AML。

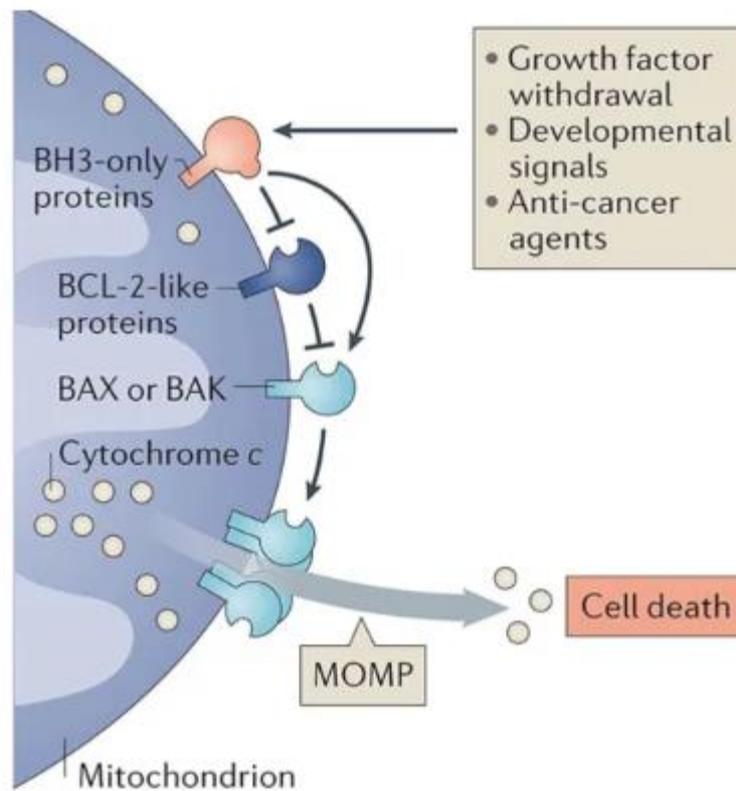
图 12 Lisaftoclax 正在开展/已完成的注册临床研究汇总



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

根据 Ambeed, 细胞凋亡是程式化的细胞死亡过程, 也是机体重要的自稳机制。目前发现的 Bcl-2 家族蛋白有 20 多种, 可以分为抗细胞凋亡(例如 Bcl-2、Bcl-x1、Bcl-w、Mcl-1 等)蛋白和促细胞凋亡蛋白, 其中抗细胞凋亡蛋白可以进一步细分为: 促凋亡效应因子(Bax、Bak)和促凋亡活化因子(例如 Bim、Bad、Bid 等, 又被称为 BH3-only 蛋白, 因为仅含有 BH3 结构域)。一些 BH3-only 蛋白可以直接激活 Bax 和 Bak, 而另外一些 BH3-only 蛋白通过抑制抗细胞凋亡蛋白, 从而促使其释放出 Bax 和 Bak。最终, 通过 Bax 和 Bak 形成的寡聚体作用于线粒体膜, 使线粒体外膜透化(MOMP), 导致细胞色素 c (cytochrome c) 释放, 引发细胞凋亡。抗凋亡成员蛋白和促凋亡蛋白的动态平衡调控着细胞是否进行凋亡。

图 13 细胞凋亡过程

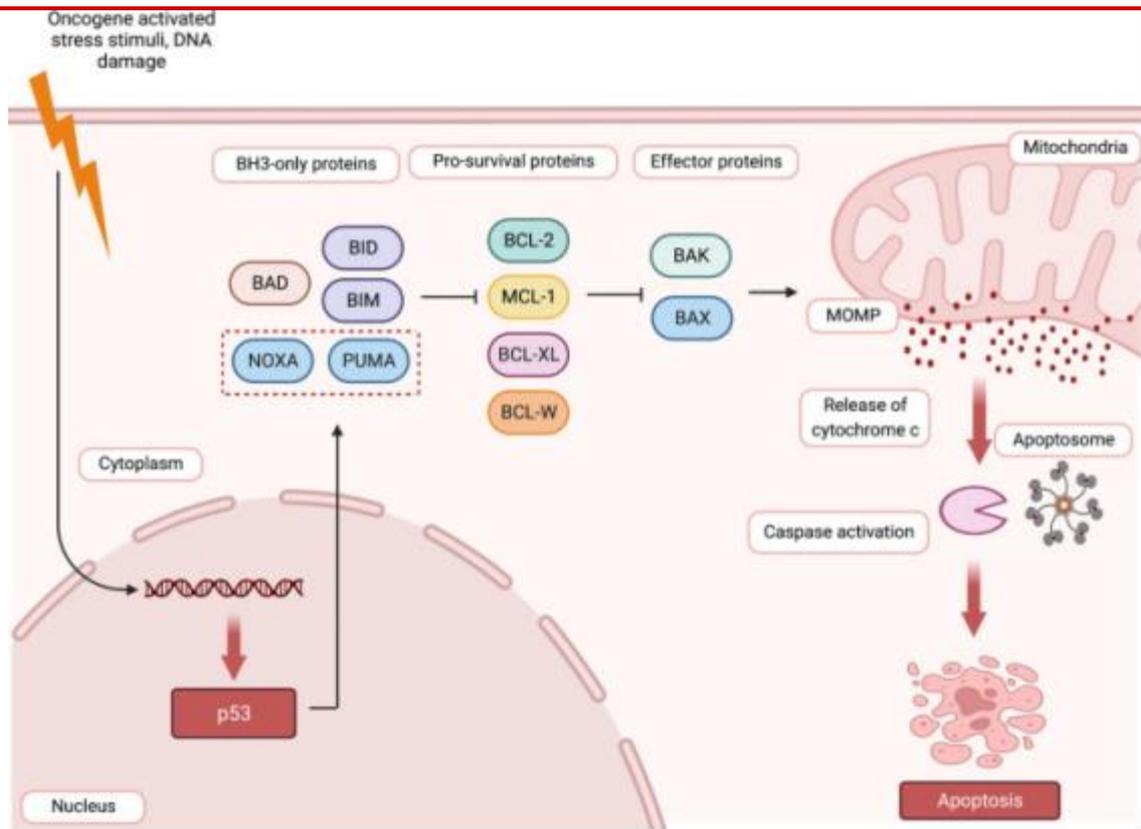


资料来源：Ambeed，华西证券研究所

根据 ZENBIO，Bcl-2 蛋白家族是一组与细胞凋亡调控密切相关的蛋白质，主要在细胞的线粒体膜上发挥作用。该家族的蛋白质通过控制线粒体的外膜通透性来决定细胞生存与死亡。Bcl-2 蛋白家族可以分为三类：抗凋亡蛋白、促凋亡蛋白和 BH3-only 蛋白，其在疾病的发生和发展中起着重要的作用。异常的 Bcl-2 蛋白家族调控与多种疾病相关，如癌症、神经系统疾病和心血管疾病等。一些恶性肿瘤细胞常常表达过高的抗凋亡蛋白，使得它们能够逃避凋亡而持续存活。因此，研究 Bcl-2 蛋白家族的调节机制和开发相关的药物靶标具有重要的临床意义。

Bcl-2 蛋白是 Bcl-2 蛋白家族中最早被发现和研究的成员，也是该家族最为典型的代表。Bcl-2 蛋白最初被发现时，其命名是由于 B 细胞淋巴瘤 (B-cell lymphoma) 研究中的相关性。研究发现，在 B 细胞淋巴瘤中，Bcl-2 基因常常发生染色体易位，导致 Bcl-2 蛋白的过度表达。Bcl-2 蛋白分为多个结构域，包括四个保守的 Bcl-2 结构域：BH1、BH2、BH3 和 BH4。这些结构域对于 Bcl-2 蛋白的功能和相互作用起着重要的作用。BH1 和 BH2 结构域位于氨基端，与其他 Bcl-2 成员相互作用形成复合物。BH3 结构域是 Bcl-2 蛋白的最重要部分，也是与其他 Bcl-2 家族成员的相互作用中起关键作用的部位。

图 14 BCL-2 家族蛋白质的相互作用



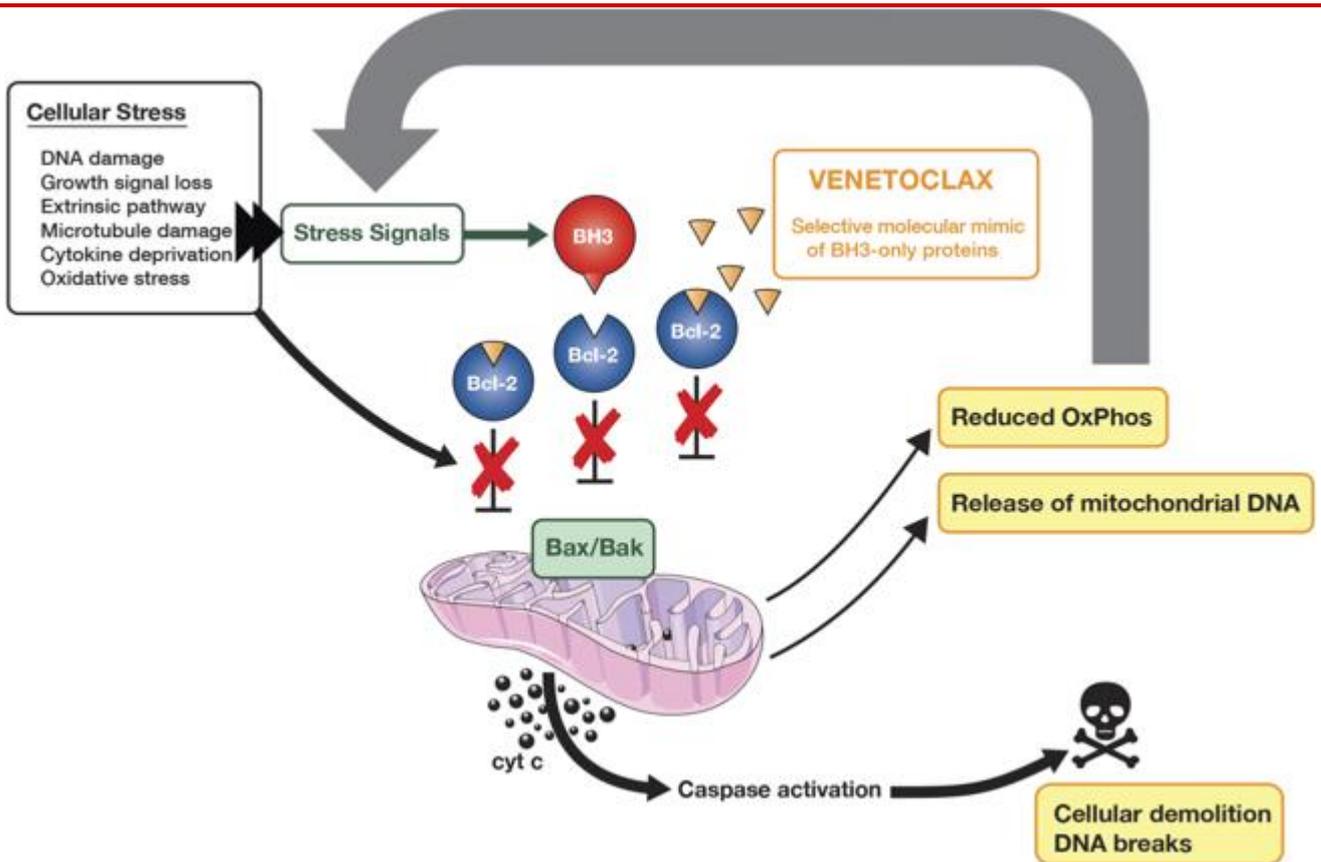
资料来源：ZENBIO，华西证券研究所

根据 Ambeed，全球首个上市的 BCL-2 抑制剂 Venetoclax（即维奈克拉），是一种 BH3 模拟物，能模仿 BH3 单功能蛋白的作用，与 BCL2 蛋白以类似 BH3 的方式结合，能够抑制 BCL2 结合到 BAX 或 BAK 的能力。

维奈克拉是一种高效，有选择性和口服有效的 Bcl-2 抑制剂， K_i 小于 0.01 nM。该药由 Abbvie 和 Genetech 联合研发，其作用机制是选择性结合 BCL-2 蛋白、抑制 BCL-2 的功能，恢复细胞的“信号系统”，让癌细胞自我毁灭，达到治疗肿瘤的目的。维奈克拉自 2016 年 4 月首次经 FDA 获批上市后，目前已在 20 多个国家或地区上市，主要的适应症是急性髓性白血病和 B 细胞慢性淋巴细胞白血病，此外，在研的适应症也有将近 30 种，大多数为淋巴瘤相关疾病，还有前列腺癌、肺癌、肾脏疾病等。2020 年 12 月，维奈克拉以急性髓性白血病适应症在中国上市，还有多种适应症处于临床 3 期。该药在 2024 年的全球销售额达 26 亿美元。根据维奈克拉针对一线 AML 的临床 3 期结果显示，维奈克拉的中位 OS 可达到 14.7 个月，对照组为 9.6 个月，试验达到了维奈托克的 OS 优势的主要终点。维奈托克还提高了 CR，CR 分别为 36.7% 和 17.9%，达到了关键的次要终点。

根据 Ambeed 和 INSIGHT 数据库，目前维奈克拉主要获批了三个适应症，分别为治疗染色体 17p 缺失异常的慢性淋巴细胞白血病二线药物、联合 rituximab 作为治疗慢性淋巴细胞白血病或小淋巴细胞淋巴瘤的二线药物、联合 obinutuzumab 作为治疗慢性淋巴细胞白血病或小淋巴细胞淋巴瘤的一线药物以及联合阿扎胞苷或地西他滨治疗急性髓系白血病的一线药物。

图 15 Venetoclax 作用路径



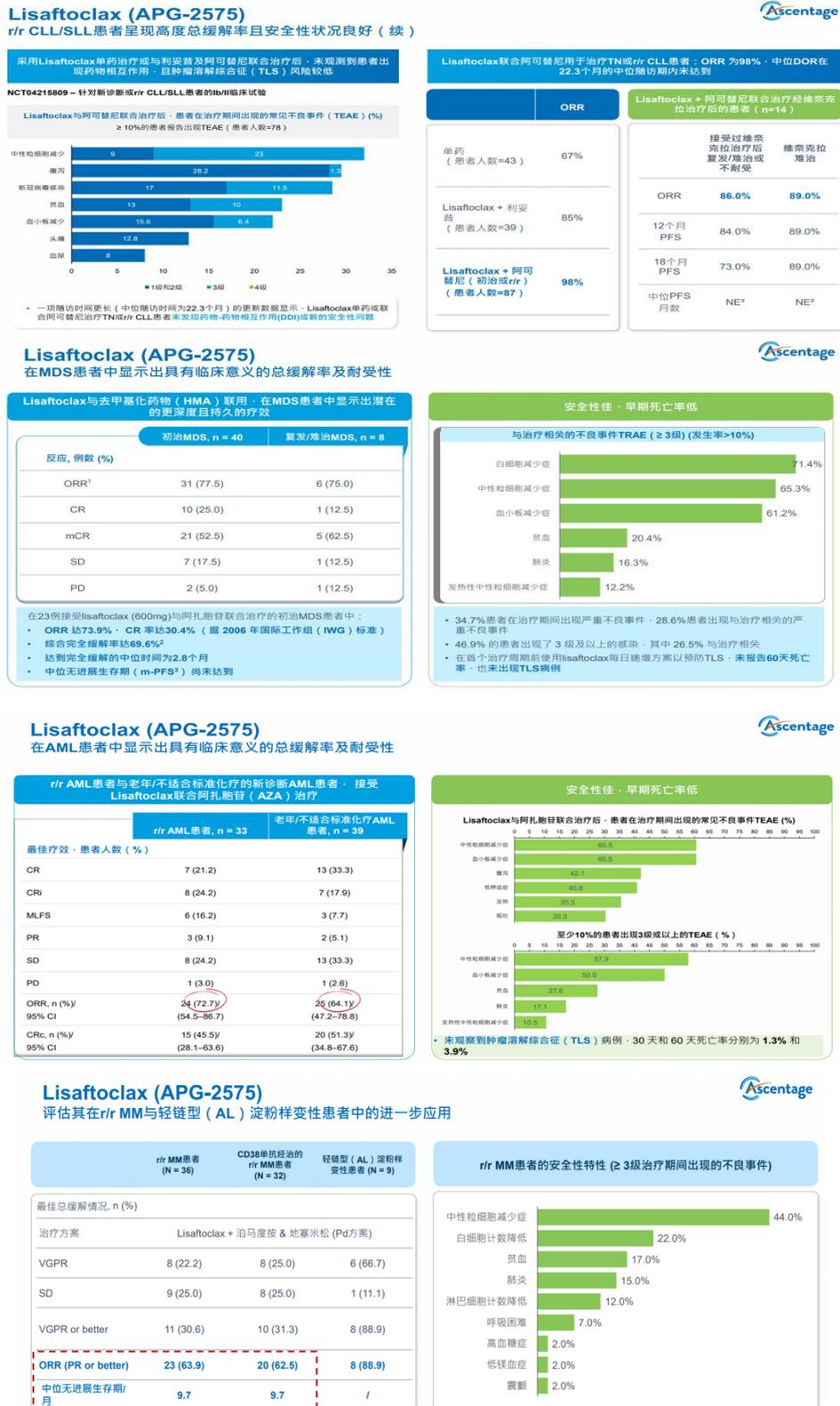
资料来源：AMBEED，华西证券研究所

优异的临床疗效和安全性结果，每日剂量递增可及性优势明显。根据公司公开交流材料，Lisafoclax 在患者观察到优异的临床疗效和安全性结果：针对 CLL 患者的有效性方面：在初治、维奈克拉无效、或 BTK 耐药患者中，Lisafoclax 显示出临床获益；采用每日剂量递增设计，最快在约一周内达到目标治疗剂量和 BTK 联合用药，而维奈克拉则采用每周剂量递增设计；安全性方面，中性粒细胞减少症、血小板减少症发生率、感染率低，联合 BTKi 或其他药物治疗未见药物相互作用，肿瘤溶解综合征 (TLS) 风险低。

根据药智网，鉴于 Lisafoclax 优异的临床数据，产品获 2025 版《CSCO 淋巴瘤诊疗指南》推荐，用于单药治疗复发/难治性慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤 (CLL/SLL) 患者。这是 Lisafoclax 首次纳入 CSCO 指南，也是唯一获得指南推荐的中国原研 Bcl-2 抑制剂。

在全球化布局方面，Lisafoclax 正开展多项全球注册 3 期临床试验，包括获美国 FDA 许可的治疗经治 CLL/SLL 患者的全球注册 3 期临床研究 (GLORA)、治疗初治 CLL/SLL 患者的全球注册 3 期临床研究 (GLORA-2)、一线治疗新诊断老年或体弱急性髓系白血病的全球注册 3 期临床研究 (GLORA-3)，以及治疗新诊断中高危骨髓增生异常综合征患者的注册 3 期研究 (GLORA-4)。Lisafoclax 已有 5 个适应症获得美国 FDA 授予的孤儿药资格认定，分别为华氏巨球蛋白血症、慢性淋巴细胞白血病、多发性骨髓瘤、急性髓系白血病和滤泡性淋巴瘤。

图 16 Lisaftoclax 在相关适应症的临床数据



资料来源: 公司官网, 华西证券研究所

市场前景广阔，竞争格局良好。根据药智网，维奈克拉 2016 年率先在美国上市，2020 年 12 月落地中国市场。维奈克拉 2023 年全球销售额达 22.88 亿美元，2024 年同比增长 12.9%至 25.83 亿美元。艾伯维预测维奈克拉 2026 年峰值销售额将突破 60 亿美元。随着靶向细胞凋亡治疗领域的爆发，弗若斯特沙利文数据显示，全球该市场规模正以 24%的复合年增长率高速扩张，预计 2030 年将突破 220 亿美元。

表 1 国产 Bcl-2 抑制剂代表及进度

国产主要Bcl-2抑制剂代表及进度				
序号	企业	药物	研发阶段	适应症
1	亚盛医药	APG-2575	申报上市 (2024.11)	慢性淋巴细胞白血病
2	百济神州	Sonrotoclax	申报上市 (2025.4)	慢性淋巴细胞白血病
3	诺诚健华	ICP-248	临床III期	复发性套细胞淋巴瘤
4	正大天晴	TQB3909	临床II期	复发性套细胞淋巴瘤
5	复星医药	FCN-338	临床II期	髓系肿瘤
6	麓鹏制药	LP-108	临床II期	慢性淋巴细胞白血病 血液肿瘤和实体瘤

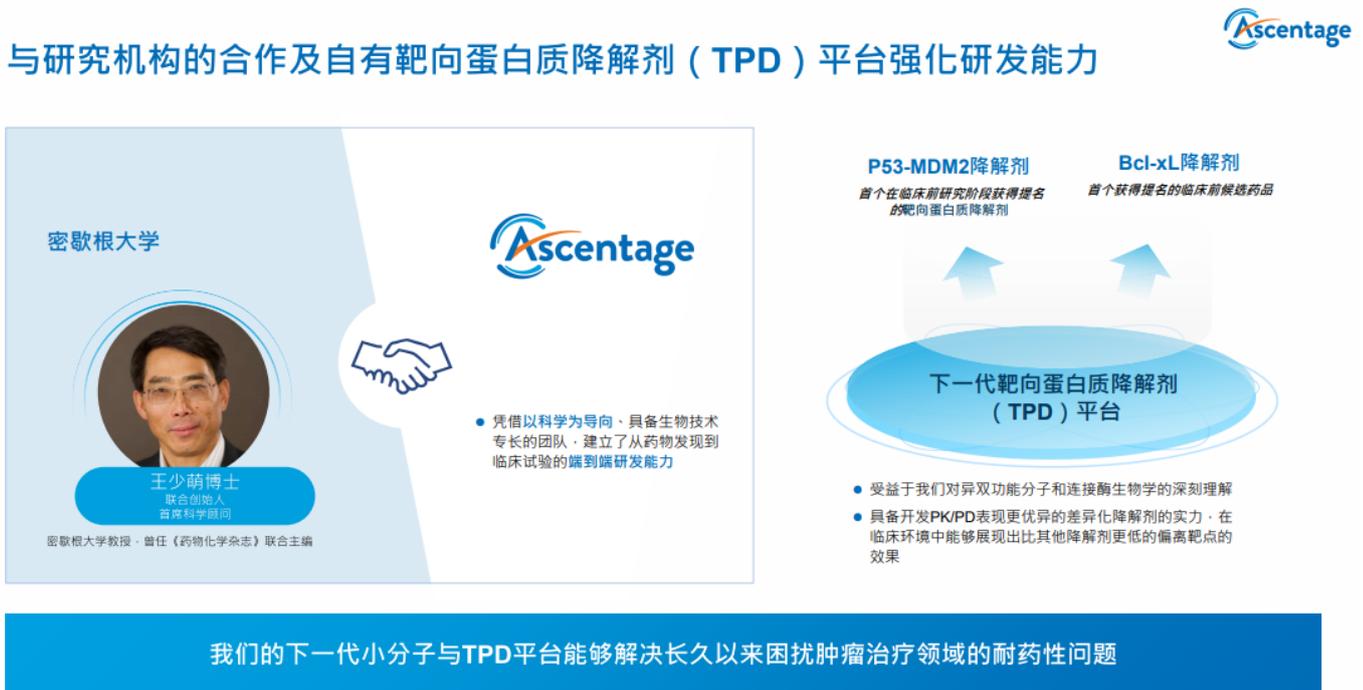
资料来源：医药经济报，华西证券研究所

在国产 Bcl-2 创新药赛道上，公司的 Lisaftoclax、百济神州的索托克拉片与诺诚健华的 ICP-248 是研发进度比较靠前的药物。Lisaftoclax 是国内首个提交上市申请的原研 Bcl-2 抑制剂，其临床数据展现出对维奈克拉耐药患者的突破潜力，且兼具剂量爬坡快、半衰期短、安全性更佳等差异化优势。从研发进度看，公司凭借更早的 NDA 申报时间（早于百济神州的索托克拉片）和更靠前的审批状态，有望率先实现国产 Bcl-2 抑制剂零的突破，成为全球第二款上市药物。这一先发优势在当前只有维奈克拉获批且在售的市场格局下尤为关键，Lisaftoclax 不仅填补了国产同类药物的空白，更使其成为国际 license-out 的热门标的，未来在全球细胞凋亡治疗市场中具备显著商业想象空间。我们认为，基于 Lisaftoclax 优异的临床数据，有望出海并与跨国药企展开深度的商业化合作。

4. 平台化研发能力优异，早研管线众多

根据公司公开交流资料，公司与密歇根大学等研究机构密切合作，并建设了自有的下一代靶向蛋白质降解剂（TPD）平台。受益于公司对异双功能分子和连接酶生物学的深刻理解，公司具备开发 PK/PD 表现更优异的差异化降解剂的实力，在临床环境中能够展现出比其他降解剂更低的偏离靶点的效果。公司的下一代小分子与 TPD 平台有望能够解决长久以来困扰肿瘤治疗领域的耐药性问题。

图 17 公司研发平台情况



我们的下一代小分子与TPD平台能够解决长久以来困扰肿瘤治疗领域的耐药性问题

资料来源：公司官网，华西证券研究所

根据公司 2024 年年报：

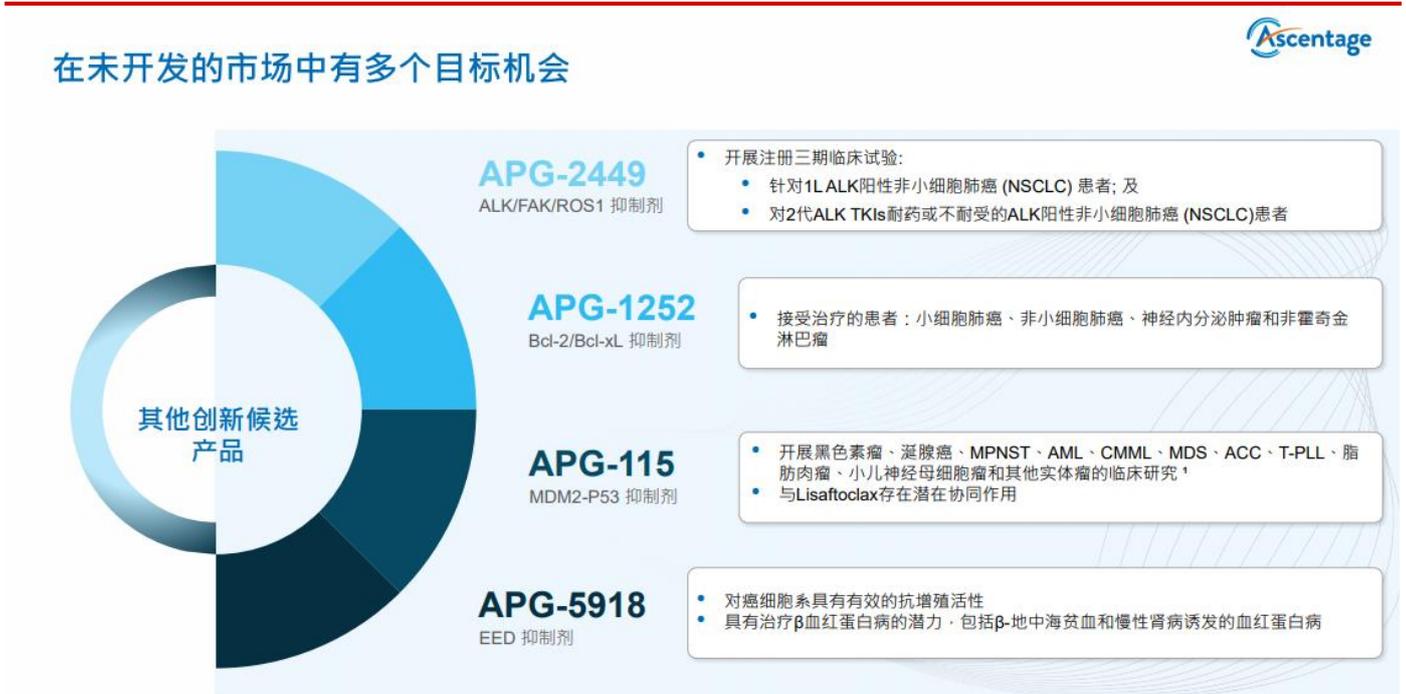
APG-115, Alrizomadlin (APG-115) 是一种口服有效、高选择性靶向 MDM2-p53 PPI 的小分子抑制剂，旨在通过阻断 MDM2-p53 之间蛋白与蛋白相互作用从而恢复 p53 肿瘤抑制活性。公司正在中国、美国及澳洲开展 alrizomadlin (APG-115) 单药或联合免疫疗法或化疗治疗实体瘤及血液肿瘤的多项临床研究。Alrizomadlin (APG-115) 已获得 FDA 授予的六项孤儿药资格认定，包括软组织肉瘤、胃癌、AML、视网膜母细胞瘤、IIB-IV 期黑色素瘤及神经母细胞瘤。此外，Alrizomadlin (APG-115) 已获得 FDA 授予两项儿童罕见病资格认证，用于治疗神经母细胞瘤及视网膜母细胞瘤。

APG-1252, Pelcitoclax (APG-1252) 为新型高效小分子药物，可通过双重抑制 Bcl-2 及 Bcl-xL 蛋白恢复细胞凋亡以治疗小细胞肺癌 (SCLC)、非小细胞性肺癌 (NSCLC)、神经内分泌肿瘤 (NET) 及非霍奇金淋巴瘤 (NHL)。此前，APG-1252 已获得 FDA 授予的孤儿药资格认定，用于治疗 SCLC。在美国、澳洲及中国开展的各项临床研究中，患者接受 pelcitoclax (APG-1252) 单药治疗或与其他抗肿瘤药物联合治疗。Pelcitoclax (APG-1252) 在每周一次或每周两次间歇性给药时都具有良好的耐受性。在经过多线治疗的患者的单药治疗中观察到了初步的抗肿瘤活性。

APG-5918，是一种强效、口服且高度选择性的胚胎外胚层发育蛋白 (EED) 抑制剂，EED 是多梳抑制复合物 2 (PRC2) 的一个亚基。初步研究结果显示，APG-5918 在慢性肾脏病 (CKD) 诱导的临床前贫血模型中具有改善血红蛋白 (Hb) 水平不足的潜力。公司还启动了一项由美国食品药品监督管理局 (FDA) 监管的多中心、开放性的 I 期临床试验，旨在评估 APG-5918 在经标准疗法治疗后出现疾病进展或不耐受，或目前不可及标准治疗的晚期实体瘤或淋巴瘤（包括非霍奇金淋巴瘤）患者中的安全性、药代动力学及疗效。

APG-2449，是公司自主研发、具有口服活性的小分子 ALK/FAK/ROS1 三联抑制剂，第三代 ALK/ROS1 TKI，也是国内首个获 CDE 许可进行临床试验的 FAK 抑制剂。在首次人体试验中，脑脊液 PK 分析证实 APG-2449 能够透过血脑屏障。一项关于 APG-2449 的最新研究表明，在二代 ALK TKI 治疗耐药或初治的 NSCLC 患者中 APG-2449 都显示了初步临床获益和良好安全性；对脑转移病灶亦有较强抑制作用。此外，对于二代 ALK TKI 耐药的 NSCLC 患者，其基线肿瘤组织中的磷酸化 FAK (pFAK) 表达水平与 APG-2449 治疗后的 PFS 呈正相关，提示 pFAK 升高可能与二代 ALK TKI 耐药相关。

图 19 公司早研分子临床进展



资料来源：公司官网，华西证券研究所

5. 盈利预测与估值

- 1) 奥雷巴替尼：奥雷巴替尼是公司自主研发的新型口服第三代酪氨酸激酶抑制剂 (TKI)，对包括 BCR-ABL、KIT、PDGFR、FGFR、b-RAF、DDR1、FLT3 等多种激酶具有良好的活性。在多种实体瘤和血液肿瘤治疗领域具有广阔潜力。

目前，该品种已有三项适应症在中国获批。分别用于治疗任何 TKI 耐药，并伴有 T315I 突变的慢性髓细胞白血病 (CML) 慢性期 (CP) 或加速期 (AP) 成年患者；治疗对一代和二代 TKI 耐药和/或不耐受的 CML-CP 成年患者，且所有获批适应症均已被纳入国家医保药品目录。我们认为，凭借公司积累的丰富市场开发与临床应用经验，奥雷巴替尼有望迎来快速放量。我们预计奥雷巴替尼 2025 年至 2027 年销售额分别为 5.78 亿、7.04 亿和 13.90 亿元。

- 2) Lisafitoclax: Lisafitoclax 为新型口服 Bcl-2 抑制剂，通过选择性阻断 Bcl-2，恢复癌细胞的正常凋亡过程，用于治疗多种血液恶性肿瘤和实体瘤。2024 年 11 月，lisafitoclax (用于治疗复发/难治慢淋白血病/小淋巴细胞淋巴瘤) 的 NDA 已获中国国家药品监督管理局 (NMPA) 的中国药品审评中心

(CDE)受理，并被纳入优先审评程序。我们认为，凭借公司在血液瘤市场丰富的临床应用与商业化销售经验，lisaftoclax 有望迎来快速放量。我们预计 lisaftoclax 2025 年至 2027 年经风险调整销售额分别为 0.20 亿、1.00 亿和 1.60 亿元。

- 3) APG-2449: 是公司自主研发、具有口服活性的小分子 ALK/FAK/ROS1 三联抑制剂，第三代 ALK/ROS1 TKI，也是国内首个获 CDE 许可进行临床试验的 FAK 抑制剂。在首次人体试验中，脑脊液 PK 分析证实 APG-2449 能够透过血脑屏障。一项关于 APG-2449 的最新研究表明，在二代 ALK TKI 治疗耐药或初治的 NSCLC 患者中 APG-2449 都显示了初步临床获益和良好安全性；对脑转移病灶亦有较强抑制作用。此外，对于二代 ALK TKI 耐药的 NSCLC 患者，其基线肿瘤组织中的磷酸化 FAK (pFAK) 表达水平与 APG-2449 治疗后的 PFS 呈正相关，提示 pFAK 升高可能与二代 ALK TKI 耐药相关。根据公司官微，2024 年 10 月 8 日，国家药品监督管理局药品审评中心 (CDE) 批准 APG-2449 的临床试验申请，用于针对二代间变性淋巴瘤激酶 (ALK) TKI 耐药或不耐受的非小细胞肺癌 (NSCLC) 患者，或初治 ALK 阳性晚期或局部晚期非小细胞肺癌 (NSCLC) 患者的两项注册 3 期临床研究。

表 2: 公司销售收入预测

经风险调整，核心产品销售收入预测 (亿元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E
奥雷巴替尼	5.78	7.04	13.90	42.49	60.95	76.66	98.06	115.81	131.02	139.46	147.90	156.33
YOY (%)	100.00%	21.90%	97.46%	205.63%	43.45%	25.78%	27.91%	18.11%	13.13%	6.44%	6.05%	5.71%
lisaftoclax	0.20	1.00	1.60	4.24	17.23	41.56	74.46	104.08	128.03	160.07	182.75	224.75
YOY (%)		400.00%	60.00%	165.79%	306.25%	141.17%	79.17%	39.77%	23.01%	25.03%	14.17%	22.98%
APG-2449			0.29	4.30	7.17	7.57	9.16	8.93	9.24	9.56	9.88	10.20
YOY (%)			143.44%	1400.00%	66.67%	5.56%	21.05%	-2.61%	3.57%	3.45%	3.33%	3.23%
合计	5.97	8.04	15.78	51.03	85.35	125.79	181.68	228.81	268.29	309.09	340.53	391.29

资料来源: 公司公告, wind, 华西证券研究所

估值假设:

1. 估值中不包含临床阶段尚在 II 期以前的早期管线;

2. 毛利率: 假设随着公司产品陆续上市, 自建管线逐步投产完备, 公司产品毛利率将逐步提升并稳定在 95%; 销售及管理费用: 假设公司管理运营团队及商业化队伍基本稳定, 随产品扩充自然增长, 研发、销售及管理费用率保持平稳;

3. DCF 估值指标: 假设永续增长率 3%, β 系数为 1.0, 无风险收益率选取十年期国债收益率为 3%, 假设市场收益率为 10%, 经计算 WACC 为 15.89%;

4. 根据公司公告, 2024 年 6 月 14 日, 公司宣布与武田签署了独家选择权协议, 授予武田独家选择权以就耐立克® (奥雷巴替尼) 签署独家许可协议。根据该独家选择权协议条款, 公司可收取 1 亿美元的选择权付款, 并将有资格获得最高约 12 亿美元的选择权行使费和额外的潜在里程碑付款, 以及年度净销售额 12%~19% 的销售分成。假设公司 2026 年收到武田的选择权行使费 3 亿美元, 按照汇率 7, 折合人民币 21 亿元。

亚盛医药作为一家已经有首款产品商业化上市的创新药企业, 我们看好公司产品上市后商业化运营能力, 产品持续放量, 以及后续创新靶点管线持续不断的推陈出新, 我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 5.97 亿元/29.04 亿元/15.78 亿元, 预

计 2025-2027 年 EPS 分别为-1.65/2.67/-0.43 元。考虑到公司未盈利，我们采用自由现金流 DCF 折现估值方法给公司管线进行估值，假设永续增长率 3%，β 系数为 1.0，无风险收益率选取十年期国债收益率为 3%，假设市场收益率为 10%，经计算 WACC 为 15.89%，公司估值为 290.39 亿港元，对应股价 83.33 港元，假设 1 港元兑 0.9149 人民币，对应股价 76.12 元。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 3 亚盛医药财务预测及估值（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
EBIT	-330.80	-574.35	931.23	-176.44	42.79	1,181.41	2,621.92	4,695.51
所得税税率	0.00%	0.00%	0.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
息前税后利润(NOPAT)	-330.80	-574.35	931.23	-149.97	36.37	1,004.20	2,228.64	3,991.18
加：非现金调整	93.17	8.47	8.33	8.20	8.07	7.94	7.81	7.68
减：营运资金的增加	205.15	-16.84	3.92	-38.86	-1,255.61	-971.52	-1,512.54	-1,954.88
减：资本性投资	-24.29	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
公司自由现金流量 FCFE	-467.07	-544.04	940.64	-97.91	1,305.05	1,988.66	3,753.99	5,958.75

资料来源：wind，华西证券研究所

表 4 DCF 敏感性分析

		WACC							
		83.33	14.39%	14.89%	15.39%	15.89%	16.39%	16.89%	17.39%
r	1.50%	90.56	85.40	80.65	76.27	72.22	68.47	64.99	
	2.00%	93.54	88.07	83.06	78.45	74.20	70.27	66.63	
	2.50%	96.76	90.97	85.66	80.80	76.33	72.20	68.39	
	3.00%	100.27	94.10	88.48	83.33	78.61	74.27	70.26	
	3.50%	104.10	97.51	91.52	86.06	81.07	76.48	72.27	
	4.00%	108.30	101.23	94.84	89.03	83.73	78.88	74.43	
	4.50%	112.92	105.31	98.46	92.25	86.61	81.46	76.75	

资料来源：wind，华西证券研究所

6. 风险提示

- 1、 医药行业政策不及预期风险；
- 2、 市场竞争加剧风险；
- 3、 产品销售和推广不及预期；
- 4、 创新药研发进展不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	980.65	597.00	2904.00	1578.00	净利润	-405.43	-574.00	930.66	-149.88
YoY (%)	335.68%	-39.12%	386.43%	-45.66%	折旧和摊销	93.17	8.47	8.33	8.20
营业成本	29.09	59.70	80.40	157.80	营运资金变动	110.97	131.33	105.40	217.54
营业税金及附加					经营活动现金流	-111.36	-469.14	875.50	-16.06
销售费用	196.00	119.40	435.60	552.30	资本开支	-24.29	5.00	5.00	5.00
管理费用	187.13	119.40	290.40	315.60	投资	-328.23	-127.42	-120.17	-191.85
财务费用	64.46	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	-362.04	-87.83	54.29	-95.02
资产减值损失					股权募资	520.66	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.28	-0.33	-0.39	-0.47	债务募资	-145.34	243.20	167.96	191.27
营业利润	-387.88	-608.94	761.76	-268.26	筹资活动现金流	314.77	243.20	167.96	191.27
营业外收支					现金净流量	-144.95	-300.09	1111.43	93.87
利润总额	-395.26	-574.35	931.23	-176.44	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	10.43	0.00	0.00	-26.47	成长能力				
净利润	-405.68	-574.35	931.23	-149.97	营业收入增长率	341.77%	-39.12%	386.43%	-45.66%
归属于母公司净利润	-405.43	-574.00	930.66	-149.88	净利润增长率	56.20%	-41.58%	262.14%	-116.10%
YoY (%)	56.20%	-41.58%	NA	NA	盈利能力				
每股收益(元)	-1.34	-1.65	2.67	-0.43	毛利率	97.03%	90.00%	97.23%	90.00%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率率	-41.34%	-96.15%	32.05%	-9.50%
货币资金	893.10	593.01	1704.44	1798.32	总资产收益率 ROA	-15.49%	-21.80%	17.00%	-3.27%
预付款项					净资产收益率 ROE	-153.46%	193.83%	143.57%	-29.27%
存货	6.60	23.59	30.86	52.91	偿债能力				
其他流动资产	24.63	42.75	200.63	87.22	流动比率	1.26	0.86	1.19	1.20
流动资产合计	1474.16	1497.05	4343.78	3463.04	速动比率	1.24	0.82	1.13	1.15
长期股权投资	32.72	38.22	45.66	55.21	现金比率	0.77	0.34	0.47	0.62
固定资产	849.45	835.98	822.65	809.44	资产负债率	89.53%	110.88%	87.97%	88.62%
无形资产	130.33	130.33	130.33	130.33	经营效率				
非流动资产合计	1143.65	1135.68	1129.78	1126.13	总资产周转率	0.38	0.23	0.72	0.31
资产合计	2617.81	2632.73	5473.57	4589.18	每股指标 (元)				
短期借款	779.06	1022.27	1190.23	1381.50	每股收益	-1.34	-1.65	2.67	-0.43
应付账款及票据	91.97	196.57	236.55	494.27	每股净资产	0.84	-0.85	1.86	1.47
其他流动负债	285.96	514.50	2149.70	996.07	每股经营现金流	-0.35	-1.35	2.51	-0.05
流动负债合计	1166.61	1742.21	3638.14	2890.04	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	889.44	889.44	889.44	889.44	估值分析				
其他长期负债	287.60	287.60	287.60	287.60	PE	-33.92	-48.17	29.71	-184.49
非流动负债合计	1177.04	1177.04	1177.04	1177.04	PB	54.23	-93.38	42.66	54.01
负债合计	2343.65	2919.24	4815.17	4067.08					
股本	0.21	0.21	0.21	0.21					
少数股东权益	9.97	9.62	10.19	10.09					
股东权益合计	274.16	-286.51	658.39	522.10					
负债和股东权益合计	2617.81	2632.73	5473.57	4589.18					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。