

亚盛医药-B (06855.HK)

APG-2575 国内获批，首款国产 Bcl-2 上市 买入（维持）

2025年07月11日

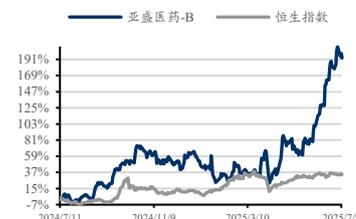
证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	225.09	980.65	519.00	3,215.00	2,095.00
同比(%)	6.24	335.68	(47.08)	519.46	(34.84)
归母净利润(百万元)	(925.64)	(405.43)	(726.53)	1,097.79	(841.66)
同比(%)	(4.84)	56.20	(79.20)	251.10	(176.67)
EPS-最新摊薄(元/股)	(2.66)	(1.16)	(2.08)	3.15	(2.42)
P/E(现价&最新摊薄)	(24.20)	(55.24)	(30.83)	20.40	(26.61)

股价走势



投资要点

- **事件：**2025年7月10日，亚盛医药自研的新型 Bcl-2 选择性抑制剂 APG-2575 利生妥获中国国家药品监督管理局（NMPA）附条件批准上市，用于既往经过至少包含 BTK 抑制剂在内的一种系统治疗的成人慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤（CLL/SLL）患者。这是公司继奥雷巴替尼后成功上市商业化的第二款药品。同时利生妥也是全球范围内的第二款 Bcl-2 抑制剂，为国内的 CLL/SLL 患者提供了全新的治疗方案选择。
- **国内第一款用于二线全人群的 Bcl-2 抑制剂：**APG-2575 此次获批上市，基于一项治疗复发或难治性 CLL/SLL 的关键注册 II 期临床研究（APG2575CC201）结果，其主要终点指标为 ORR，其具体数据公司暂未披露。对于 BTK 抑制剂和/或免疫化疗治疗失败的病人，APG-2575 展现出优异疗效，同时安全性表现突出，研究中未发生肿瘤溶解综合征（TLS）副作用，血液学毒性发生率低且程度可控，非血液学毒性发生率低且多为 1-2 级。
- **APG-2575 相比维奈克拉在国内 CLL/SLL 适应症中更优：**此前艾伯维的维奈克拉在中国获批用于治疗既往至少接受过一种治疗的伴 17p 缺失的成人 CLL/SLL，相比之下 APG-2575 的适用患者人群更广泛，为 BTK 治疗失败的广大患者群体提供了新的方案。APG-2575 不仅仅在安全性上优于维奈克拉，对于维奈克拉治疗后患者同样有效。亚盛医药在 2024 年 ASH 上公布了 APG-2575 联合阿可替尼或利妥昔单抗治疗初治、复发/难治性或既往接受过维奈克拉治疗的 CLL/SLL 的临床数据（NCT04215809），其中 14 例经维奈克拉治疗后复发/难治或不耐受的患者，ORR 为 86%，12 个月 PFS 率为 84%，18 个月 PFS 率为 73%。未来有望在 CLL/SLL 适应症上取得明显的商业化优势。
- **APG-2575 更多 III 期注册临床稳步推进中：**截至 2025 年 7 月，APG-2575 共有 4 项全球注册 III 期临床正在开展，涉及 CLL/SLL、AML、MDS 几大适应症。同时针对 r/rMM 的 III 期临床设计在于 FDA 沟通中，未来 MDS 和 MM 这两大让维奈克拉折戟的适应症有望助力 APG-2575 全球放量。APG-2575 在国内的获批有望助力期未来的潜在对外授权落地，全球销售分成将为公司贡献更多收入，潜力值得期待。
- **盈利预测与投资评级：**随着奥雷巴替尼销售放量和武田选择权付款，我们预计公司收入将快速增长，维持 25-27 年的收入预测，5.19/32.15/20.95 亿元。公司未来收入增长较快，确定性高，海外市场潜力较大，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新药研发进展不及预期；药品审批和上市时间不及预期；合作方未能履行合约的风险；市场格局竞争加剧的风险等。

市场数据

收盘价(港元)	80.45
一年最低/最高价	26.05/86.70
市净率(倍)	87.40
港股流通市值(百万港元)	25,027.55

基础数据

每股净资产(元)	0.84
资产负债率(%)	89.53
总股本(百万股)	349.00
流通股本(百万股)	341.67

相关研究

《亚盛医药-B(06855.HK): 多项临床亮相 ASCO 和 EHA 大会，优秀数据助力管线商业化》

2025-06-20

《亚盛医药-B(06855.HK): 细胞凋亡赛道领军者，加速迈向全球化》

2025-01-27

亚盛医药-B 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,474.16	856.47	2,084.21	2,196.28	营业总收入	980.65	519.00	3,215.00	2,095.00
现金及现金等价物	893.10	141.07	1,243.52	536.69	营业成本	29.09	56.82	91.86	141.56
应收账款及票据	83.14	186.17	227.78	699.36	销售费用	196.00	129.75	410.00	733.25
存货	6.60	28.66	45.19	70.51	管理费用	187.13	176.46	307.50	523.75
其他流动资产	491.32	500.57	567.72	889.71	研发费用	947.25	830.40	1,230.00	1,466.50
非流动资产	1,143.65	1,050.08	965.87	890.09	其他费用	9.08	13.75	20.74	42.92
固定资产	849.45	767.93	694.56	628.52	经营利润	(387.88)	(688.18)	1,154.90	(812.98)
商誉及无形资产	130.33	118.29	107.45	97.70	利息收入	0.00	15.63	2.47	21.76
长期投资	32.72	32.72	32.72	32.72	利息支出	64.46	57.56	57.56	57.56
其他长期投资	1.14	1.14	1.14	1.14	其他收益	57.08	3.59	5.28	7.12
其他非流动资产	130.01	130.01	130.01	130.01	利润总额	(395.26)	(726.53)	1,105.08	(841.66)
资产总计	2,617.81	1,906.55	3,050.08	3,086.36	所得税	10.43	0.00	7.29	0.00
流动负债	1,166.61	1,168.20	1,200.27	2,064.54	净利润	(405.68)	(726.53)	1,097.79	(841.66)
短期借款	779.06	779.06	779.06	779.06	少数股东损益	(0.25)	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	91.97	110.49	127.59	423.01	归属母公司净利润	(405.43)	(726.53)	1,097.79	(841.66)
其他	295.58	278.65	293.62	862.47	EBIT	(330.80)	(684.59)	1,160.17	(805.86)
非流动负债	1,177.04	1,177.04	1,177.04	1,177.04	EBITDA	(237.63)	(591.03)	1,244.38	(730.07)
长期借款	889.44	889.44	889.44	889.44	Non-GAAP	(330.80)	(684.59)	1,160.17	(805.86)
其他	287.60	287.60	287.60	287.60					
负债合计	2,343.65	2,345.24	2,377.30	3,241.57					
股本	0.21	0.21	0.21	0.21	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	9.97	9.97	9.97	9.97	每股收益(元)	(1.16)	(2.08)	3.15	(2.42)
归属母公司股东权益	264.19	(448.65)	662.81	(165.18)	每股净资产(元)	0.84	(1.29)	1.90	(0.47)
负债和股东权益	2,617.81	1,906.55	3,050.08	3,086.36	发行在外股份(百万股)	348.48	348.48	348.48	348.48
					ROIC(%)	(17.83)	(43.16)	64.55	(41.81)
					ROE(%)	(153.46)	161.93	165.63	509.55
					毛利率(%)	97.03	89.05	91.04	93.24
					销售净利率(%)	(41.34)	(139.99)	107.10	(40.17)
					资产负债率(%)	89.53	123.01	77.94	105.03
					收入增长率(%)	335.68	(47.08)	519.46	(34.84)
					净利润增长率(%)	56.20	(79.20)	251.10	(176.67)
					P/E	(55.24)	(30.83)	20.40	(26.61)
					P/B	76.69	(49.92)	33.79	(135.60)
					EV/EBITDA	(58.42)	(40.48)	18.34	(32.23)

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年7月11日的0.9134,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>