

# 亚盛医药-B (06855.HK)

## 2025 年中报点评：药品商业化符合预期，临床推进潜力倍增

买入（维持）

2025 年 08 月 22 日

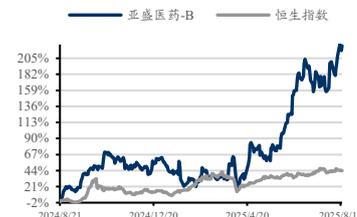
证券分析师 朱国广

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	585.73	3,265.89	2,121.05
同比(%)	6.24	335.68	(40.27)	457.58	(35.05)
归母净利润（百万元）	(925.64)	(405.43)	(874.02)	1,058.67	(893.33)
同比(%)	(4.84)	56.20	(115.58)	221.13	(184.38)
EPS-最新摊薄（元/股）	(2.49)	(1.09)	(2.35)	2.85	(2.40)
P/E（现价&最新摊薄）	(33.29)	(76.00)	(35.26)	29.11	(34.49)

### 股价走势



### 投资要点

- **事件：**2025H1 公司主营业务收入 2.34 亿元，同比减少 71.6%，主要系 24 年同期记入与武田合作和产生的 6.78 亿元授权收入，25 年 H1 毛利率约 91%。而公司的核心产品奥雷巴替尼的销售收入同比大幅增长 92.4%到 2.17 亿元。费用端控制优秀，销售费用同比增长 53.7%至 1.38 亿元，研发费用同比增加 19%至 5.29 亿元。
- **奥雷巴替尼快速放量，为公司贡献增量：**公司核心产品奥雷巴替尼销售增速喜人，25 年上半年同比增长 93%符合我们的预期，年底有望同比去年做到翻倍销售额。公司商业化团队效率高，25 年 H1 入院数量同比增加 47%，扩大患者可及性，且目前所有已获批适应症均已进入医保，未来有望为公司贡献更大增量。目前奥雷巴替尼在推进多个全球注册临床，包括针对 CML 的单药疗法、针对 Ph+ALL 的联合化疗疗法和针对 SDH 缺乏症的 GIST 患者。我们预计随着 2026 年 6 月武田所拥有的普纳替尼专利到期并行权，奥雷巴替尼的海外临床将会更快推进。
- **利沙托克拉上市获批，商业化进展顺利：**25 年 7 月 10 日利沙托克拉获 CDE 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。从 24 年 11 月申请上市到获批仅用时约 7 个月，目前已经开出第一份处方。该管线还有多项全球临床推进中，包括 1L 和 2L 的 CLL/SLL 注册临床、联合 AZA 治疗 AML。公司 8 月 18 日公布其 MDS 全球注册临床获得 FDA 和 EMA 批准，利沙托克拉的主要竞争对手维奈克拉此前在该适应症上失败，因此如果成功上市有望未来贡献较大增量。
- **商业化能力不断提升，在手现金足以支撑管线研发：**公司在奥雷巴替尼销售中采取了和信达生物合作开发的模式，借此搭建了自己的国内商业化运营团队，截至 25 年 7 月 31 日超过 140 人。而此次利沙托克拉的商业化工作则全部由公司自行开展，我们预计到 25 年底或将超过 200 人。25 年 7 月公司宣布任命 Veet Misra 博士为首席财务官，并任命黄智先生为全球企业发展&财务高级副总裁，二人都具备丰富的国际商业化经验，公司全球发展团队领导力大幅提升。现金储备方面 25 年 H1 达到 16.61 亿元，截至 25 年 7 月公司在港股完成约 15 亿元配售后，总计超 30 亿元的现金储备足以支撑现有核心管线推进。
- **盈利预测与投资评级：**随着奥雷巴替尼和利沙托克拉的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，提高 25-27 年的收入预测至 5.86/32.66/21.21 亿元（原值 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：**新药研发及审批进展不及预期；药品销售不及预期；产品竞争格局加剧；药品审批政策的不确定性。

### 市场数据

收盘价(港元)	90.20
一年最低/最高价	27.65/95.35
市净率(倍)	43.13
港股流通市值(百万港元)	30,003.43

### 基础数据

每股净资产(元)	1.91
资产负债率(%)	77.81
总股本(百万股)	371.85
流通股本(百万股)	364.53

### 相关研究

- 《亚盛医药-B(06855.HK): APG-2575 国内获批，首款国产 Bcl-2 上市》  
2025-07-11
- 《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 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
<b>流动资产</b>	<b>1,474.16</b>	<b>1,846.17</b>	<b>2,356.87</b>	<b>2,112.75</b>	<b>营业总收入</b>	<b>980.65</b>	<b>585.73</b>	<b>3,265.89</b>	<b>2,121.05</b>
现金及现金等价物	893.10	1,105.83	1,518.52	468.86	营业成本	29.09	56.82	91.86	141.56
应收账款及票据	83.14	210.10	239.09	708.06	销售费用	196.00	205.00	430.36	742.37
存货	6.60	9.47	20.41	39.32	管理费用	187.13	187.43	322.77	530.26
其他流动资产	491.32	520.77	578.85	896.50	研发费用	947.25	937.16	1,291.07	1,484.74
<b>非流动资产</b>	<b>1,143.65</b>	<b>1,078.98</b>	<b>994.78</b>	<b>918.99</b>	其他费用	9.08	58.57	61.32	134.41
固定资产	849.45	767.93	694.56	628.52	<b>经营利润</b>	<b>(387.88)</b>	<b>(859.27)</b>	<b>1,068.52</b>	<b>(912.29)</b>
商誉及无形资产	130.33	118.29	107.45	97.70	利息收入	0.00	15.63	19.35	26.57
长期投资	32.72	32.72	32.72	32.72	利息支出	64.46	77.97	87.28	71.24
其他长期投资	1.14	1.14	1.14	1.14	其他收益	57.08	47.59	65.11	63.63
其他非流动资产	130.01	158.91	158.91	158.91	<b>利润总额</b>	<b>(395.26)</b>	<b>(874.02)</b>	<b>1,065.70</b>	<b>(893.33)</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,617.81</b>	<b>2,925.16</b>	<b>3,351.64</b>	<b>3,031.73</b>	所得税	10.43	0.00	7.03	0.00
<b>流动负债</b>	<b>1,166.61</b>	<b>1,404.03</b>	<b>1,414.85</b>	<b>2,275.26</b>	<b>净利润</b>	<b>(405.68)</b>	<b>(874.02)</b>	<b>1,058.67</b>	<b>(893.33)</b>
短期借款	779.06	979.06	979.06	979.06	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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(405.43)</b>	<b>(874.02)</b>	<b>1,058.67</b>	<b>(893.33)</b>
其他	295.58	314.48	308.20	873.19	EBIT	(330.80)	(811.68)	1,133.63	(848.66)
<b>非流动负债</b>	<b>1,177.04</b>	<b>2,120.99</b>	<b>1,477.99</b>	<b>1,190.99</b>	EBITDA	(237.63)	(718.11)	1,217.84	(772.87)
长期借款	889.44	1,872.44	1,229.44	942.44					
其他	287.60	248.55	248.55	248.55					
<b>负债合计</b>	<b>2,343.65</b>	<b>3,525.01</b>	<b>2,892.83</b>	<b>3,466.25</b>					
股本	0.21	0.21	0.21	0.21	<b>主要财务比率</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
少数股东权益	9.97	9.97	9.97	9.97	每股收益(元)	(1.09)	(2.35)	2.85	(2.40)
归属母公司股东权益	264.19	(609.82)	448.85	(444.48)	每股净资产(元)	0.84	(1.64)	1.21	(1.20)
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,617.81</b>	<b>2,925.16</b>	<b>3,351.64</b>	<b>3,031.73</b>	发行在外股份(百万股)	371.85	371.85	371.85	371.85
					ROIC(%)	(17.83)	(38.70)	45.79	(40.86)
					ROE(%)	(153.46)	143.32	235.86	200.98
					毛利率(%)	97.03	90.30	91.46	93.33
					销售净利率(%)	(41.34)	(149.22)	98.40	(42.12)
					资产负债率(%)	89.53	120.51	86.31	114.33
					收入增长率(%)	335.68	(40.27)	457.58	(35.05)
					净利润增长率(%)	56.20	(115.58)	221.13	(184.38)
					P/E	(76.00)	(35.26)	29.11	(34.49)
					P/B	98.87	(50.53)	68.65	(69.33)
					EV/EBITDA	(58.65)	(45.34)	25.87	(41.75)

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8月21日的0.918,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>