

2025 年 08 月 21 日

证券研究报告·2025 半年报点评

亚盛医药-B (6855.HK) 医疗保健

当前价: 90.20 港元

目标价: —— 港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩符合预期，利沙托克拉获批上市

投资要点

- **事件:** 亚盛医药 2025 年上半年收入 2.3 亿元，其中奥雷巴替尼收入达 2.2 亿元 (+93%)。目前，公司现金和银行存款余额达 30 亿元，业绩符合预期。
- **利沙托克拉获批上市，四项注册 III 期临床研究快速推进。** 2025 年 7 月，利沙托克拉 (APG-2575) 单药治疗既往经过至少包含 BTK 抑制剂在内的一种系统治疗的 CLL/SLL 获 NMPA 附条件批准上市，这是中国首个、全球第二个获批上市的针对 CLL 适应症的 Bcl-2 抑制剂。APG-2575 正在开展四项注册 III 期临床试验，分别为联合 BTKi 治疗经治 CLL/SLL 患者的全球注册 III 期临床试验 (GLORA 研究，由美国 FDA 许可)；联合阿可替尼一线治疗初治 CLL/SLL 患者的全球注册 III 期临床试验 (GLORA-2 研究)；联合阿扎胞苷 (AZA) 一线治疗新诊断老年或不耐受标准化疗的急性髓系白血病 (AML) 患者的全球注册 III 期临床试验 (GLORA-3 研究)；联合 AZA 一线治疗新诊断中高危骨髓增生异常综合征 (MDS) 患者的全球注册 III 期临床试验 (GLORA-4 研究，由美国 FDA 许可)。此外，公司正在美国开展利沙托克拉联合疗法治疗多发性骨髓瘤 (MM) 的 I b/II 期临床试验。
- **耐立克所有适应症纳入国家医保药品目录后放量明显，准入医院近 300 家。** 自 2025 年 1 月起，奥雷巴替尼所有适应症均纳入国家医保药品目录，极大地提升了中国患者的可负担性和可及性。截至 6 月 30 日，耐立克的全国准入医院和 DTP 药房达到 782 家 (+17%)，其中准入医院数量达 295 家 (+47%)。耐立克多项 III 期临床快速推进中，POLARIS-1 为奥雷巴替尼联合化疗对照伊马替尼联合化疗治疗新诊断 Ph+ ALL 患者的注册 III 期临床试验。2024 年 2 月启动 POLARIS-2 的患者招募工作，POLARIS-2 为由 FDA 许可的耐立克®治疗伴有或不伴有 T315I 突变的经治 CML-CP 成年患者的注册 III 期临床研究。2024 年 5 月启动 POLARIS-3 的患者招募工作，POLARIS-3 为耐立克®针对系统性全身治疗失败的琥珀酸脱氢酶 (SDH) 缺陷型胃肠间质瘤 (GIST) 患者的注册 III 期临床研究。
- **两款核心产品纳入多项诊疗指南，商业化和可及性持续提升。** 奥雷巴替尼被纳入 2025 版《中国肿瘤整合诊治指南 (CACA)》及 2025 版《CSCO 指南》，涉及慢性髓系白血病 (CML) 及费城染色体阳性急性淋巴细胞白血病 (Ph+ ALL) 领域的治疗。奥雷巴替尼针对 BCR-ABL1 激酶区 T315I 突变的费城染色体阳性急性淋巴细胞白血病 (Ph+ ALL) 儿童患者的治疗获 2025 版《CSCO 儿童及青少年白血病诊疗指南》升级推荐；奥雷巴替尼作为新兴治疗方案被纳入 2024 年美国国立综合癌症网络 (NCCN) CML 治疗指南及更新的 2025 年欧洲白血病推荐方案。利沙托克拉获 2025 年《CSCO 淋巴瘤诊疗指南》推荐用于治疗复发/难治 CLL/SLL 患者的单药疗法，使其成为首个获得 CSCO 指南推荐的由中国原研 Bcl-2 抑制剂。
- **盈利预测:** 亚盛医药研发实力强劲，管线持续落地，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 5.5、8.5 和 14.9 亿元。
- **风险提示:** 研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	980.65	550.14	850.22	1490.39
增长率	341.77%	-43.90%	54.55%	75.29%
归属母公司净利润 (百万元)	-405.43	-1223.22	-1014.11	-582.02
增长率	56.20%	-201.71%	17.09%	42.61%
每股收益 EPS (元)	-1.09	-3.29	-2.73	-1.57
PE	-	-	-	-

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 汤泰萌

执业证号: S1250522120001

电话: 021-68416017

邮箱: ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	31.8-90.7
3 个月平均成交量(百万)	5.62
流通股数(亿)	3.72
市值(亿)	320.35

相关研究

1. 亚盛医药 (6855.HK): 业绩符合预期, 迈入全球创新新阶段 (2025-03-31)
2. 亚盛医药 (6855.HK): APG-2575 NDA 获受理, 耐立克 ASH 七连冠 (2024-11-19)

盈利预测

关键假设：

假设 1: 假设奥雷巴替尼三线治疗 CML 2025-2027 年市占率为 24.9%、34.9% 和 38.9%，对应收入为 4.9、6.9 和 7.7 亿元。假设 PH+ ALL 于 2027 年获批上市，市占率为 8%，对应收入 1.2 亿元。假设奥雷巴替尼于 2026 年美国递交上市申请，2027 年上市，2027 年市占率为 2%，对应收入 0.7 亿美元，对应 4.8 亿元人民币，假设美国分成比例 20%，对应 0.97 亿元，综上，我们预计奥雷巴替尼 2025-2027 年收入为 4.9、6.9 和 9.9 亿元。

假设 2: 利沙托克拉单药治疗既往经过至少包含 BTK 抑制剂在内的一种系统治疗的 CLL/SLL 于 2025 年在中国获批上市，假设 2025-2027 年市占率分别为 0.5%、1.5% 和 7%；假设一线 CLL 于 2027 年上市，2027 年市占率为 1%；假设一线 AML 于 2027 年上市，2027 年市占率为 2%。综上，我们预计 APG-2575 2025-2027 年收入为 0.5、1.5 和 4.9 亿元。

假设 3: 由于武田选择权行使费可能于 2025-2027 年内收到，因此盈利预测仅为产品销售收入和已确认的选择权付款。

随着奥雷巴替尼和 APG-2575 的放量，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 5.5、8.5 和 14.9 亿元。

表：公司收入预测（亿元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计	9.8	5.5	8.5	14.9
奥雷巴替尼	2.4	4.9	6.9	9.9
利沙托克拉		0.5	1.5	4.9
商业化许可费收入及管理费用收入	0.1	0.1	0.1	0.1
授权收入	7.3			

数据来源：wind，西南证券*为与之前报告保持一致性，假设 1 美元兑换 7.2993 元人民币

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	917.73	330.09	510.13	894.23	营业额	980.65	550.14	850.22	1490.39
应收账款	83.14	183.60	283.75	497.39	销售成本	29.09	74.27	114.78	193.75
预付款项	113.42	149.72	231.39	405.60	其他费用	9.08	5.09	7.87	13.79
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	196.00	330.09	382.60	447.12
存货	6.60	29.35	45.36	76.57	研发及管理费用	1134.37	1347.85	1317.84	1341.35
其他流动资产	353.27	106.64	164.81	288.90	财务费用	64.46	77.56	102.69	137.75
流动资产总计	1474.16	799.40	1235.44	2162.70	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	32.72	32.72	32.72	32.72	投资收益	-0.28	0.00	0.00	0.00
固定资产	849.45	769.60	689.75	609.91	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	-452.61	-1284.72	-1075.56	-643.37
无形资产	132.11	110.09	88.07	66.05	其他非经营损益	57.36	61.22	61.22	61.22
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	-395.26	-1223.50	-1014.35	-582.15
其他非流动资产	129.37	129.37	129.37	129.37	所得税	10.43	-0.00	-0.00	-0.00
非流动资产合计	1143.65	1041.78	939.92	838.05	税后利润	-405.68	-1223.50	-1014.35	-582.15
资产总计	2617.81	1841.18	2175.35	3000.75	归属于非控股股东利润	-0.25	-0.28	-0.23	-0.13
应付账款	91.97	244.54	377.93	637.95	归属于母公司股东利润	-405.43	-1223.22	-1014.11	-582.02
其他流动负债	295.58	487.92	728.20	1239.41	EBITDA	-237.63	-1044.08	-809.79	-342.54
流动负债合计	1166.61	1413.49	2562.00	3769.56	NOPLAT	-398.40	-1207.08	-972.68	-505.26
长期借款	889.44	1089.44	1289.44	1489.44	EPS(元)	-1.09	-3.29	-2.73	-1.57
其他非流动负债	287.60	287.60	287.60	287.60					
非流动负债合计	1177.04	1377.04	1577.04	1777.04					
负债合计	2343.65	2790.52	4139.04	5546.59	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	0.21	0.21	0.21	0.21	成长能力				
留存收益	0.00	-1223.22	-2237.34	-2819.36	营收额增长率	341.77%	-43.90%	54.55%	75.29%
归属于母公司股东权益	264.19	-959.03	-1973.14	-2555.16	EBIT 增长率	60.47%	-246.42%	20.45%	51.25%
归属于非控股股东权益	9.97	9.69	9.45	9.32	EBITDA 增长率	68.04%	-339.37%	22.44%	57.70%
权益合计	274.16	-949.34	-1963.69	-2545.84	税后利润增长率	56.18%	-201.59%	17.09%	42.61%
负债和权益合计	2617.81	1841.18	2175.35	3000.75	盈利能力				
					毛利率	97.03%	86.50%	86.50%	87.00%
					净利率	-41.37%	-222.40%	-119.30%	-39.06%
					ROE	-153.46%	127.55%	51.40%	22.78%
					ROA	-15.49%	-66.44%	-46.62%	-19.40%
					ROIC	-48.77%	-111.38%	-185.61%	-156.67%
					估值倍数				
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	P/E	-82.73	-27.42	-33.07	-57.63
税后经营利润	-464.26	-1284.72	-1075.56	-643.37	P/S	34.20	60.97	39.45	22.51
折旧与摊销	93.17	101.87	101.87	101.87	P/B	126.96	-34.97	-17.00	-13.13
财务费用	64.46	77.56	102.69	137.75	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营资金	195.28	432.03	117.67	228.07	EV/EBIT	-2.54	-1.31	-2.54	-5.86
经营性现金净流量	-111.36	-673.26	-753.33	-175.68	EV/EBITDA	-3.53	-1.44	-2.86	-7.61
投资性现金净流量	-362.04	61.22	61.22	61.22	EV/NOPLAT	-2.11	-1.24	-2.38	-5.16
筹资性现金净流量	314.77	24.40	872.16	498.57					
现金流量净额	-158.63	-587.65	180.05	384.10					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn