2025 年 08 月 31 日

耐力克国内稳健增长，研发管线顺利推进

亚盛医药-B(6855.HK)

事件：

根据公司公告，2025H1 公司实现收入 2.34 亿元，同比减少 71.6%，主要是由于去年同期约 6.78 亿元的知识产权收益导致。2025H1 耐立克®（奥雷巴替尼）在中国的产品销售收入为 2.17 亿元，较去年同期增长 93%。

点评：

奥雷巴替尼销售额增长强劲，多重利好将持续驱动。根据公司公开业绩演示材料，奥雷巴替尼受益于国家医保目录全覆盖，2025 年上半年销售额实现 93%的增长，2025 年上半年进院数量同比增长 97%。奥雷巴替尼所有获批适应症均被纳入中国医保目录，提升患者可负担性和可及性；接受治疗的患者人数不断增加，治疗持续时间(DoT)不断延长。奥雷巴替尼在研适应症方面，有望成为国内首个一线治疗 Ph+ ALL 的 TKI，治疗 Ph+ ALL 适应症获 CDE 授予突破性疗法认定，Ph+ ALL 与 CML 适应症均被纳入 2025 年 CSCO 指南，并获 I 级推荐。

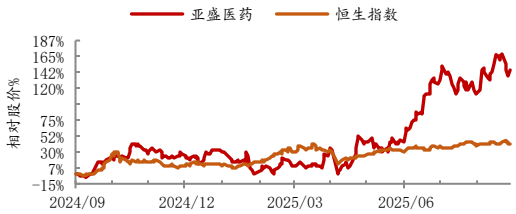
中国原研 Bcl-2 抑制剂利沙托克拉在中国获批并上市销售。根据公司公开业绩演示材料，利沙托克拉在中国获批用于既往经过至少包含 BTK 抑制剂在内的一种系统治疗的成人 CLL/SLL 患者，**利沙托克拉是**唯一获 2025 年 CSCO 指南推荐的中国原研 Bcl-2 抑制剂，2025 年 CSCO 指南推荐利沙托克拉单药治疗 R/R CLL/SLL 患者。公司通过与全国领先分销商合作，实现市场快速准入、渠道高效管理及物流无缝衔接，公司高效的商业化团队快速推进产品上市销售，CDE 批准 15 天即开出首批处方。

投资建议

考虑到亚盛医药作为一家已经有两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，我们调整部分盈利预测，即维持公司 2025-2027 年营业总收入分别为 5.97 亿元/29.04 亿元/15.78 亿元，调整 2025-2027 年 EPS 分别为-1.54/2.50/-0.40 元（前值为-1.65/2.67/-0.43 元）。维持公司“增持”评级。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格(港元)：	
最新收盘价(港元)：	83.15
股票代码：	6855
52 周最高价/最低价(港元)：	27.65/95.35
总市值(亿港元)	309
自由流通市值(亿港元)	309
自由流通股数(百万)	372



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

相关研究

1. 【华西医药】亚盛医药-B（6855.HK）深度报告：具有全球化视野的血液瘤创新药企
2025.06.26

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%	262.14%	-116.10%
毛利率（%）	86.24%	97.03%	90.00%	97.23%	90.00%
每股收益（元）	-3.28	-1.34	-1.54	2.50	-0.40
ROE(%)	-15.32	-1.53	1.85	1.50	-0.32
市盈率	-8.32	-33.92	-53.87	33.22	-206.30

资料来源：wind,华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	980.65	597.00	2904.00	1578.00
YoY(%)	335.68%	-39.12%	386.43%	-45.66%
营业成本	29.09	59.70	80.40	157.80
营业税金及附加				
销售费用	196.00	119.40	435.60	552.30
管理费用	187.13	119.40	290.40	315.60
财务费用	64.46	0.00	0.00	0.00
资产减值损失				
投资收益	-0.28	-0.33	-0.39	-0.47
营业利润	-387.88	-608.94	761.76	-268.26
营业外收支				
利润总额	-395.26	-574.35	931.23	-176.44
所得税	10.43	0.00	0.00	-26.47
净利润	-405.68	-574.35	931.23	-149.97
归属于母公司净利润	-405.43	-574.00	930.66	-149.88
YoY(%)	56.20%	-41.58%	262.14%	-116.10%
每股收益(元)	-1.34	-1.54	2.50	-0.40

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	893.10	511.39	1609.14	1689.33
预付款项				
存货	6.60	23.59	30.86	52.91
其他流动资产	24.63	42.75	200.63	87.22
流动资产合计	1474.16	1415.42	4248.48	3354.06
长期股权投资	32.72	38.22	45.66	55.21
固定资产	849.45	835.98	822.65	809.44
无形资产	130.33	130.33	130.33	130.33
非流动资产合计	1143.65	1164.59	1158.68	1155.04
资产合计	2617.81	2580.00	5407.16	4509.09
短期借款	779.06	1022.27	1190.23	1381.50
应付账款及票据	91.97	196.57	236.55	494.27
其他流动负债	285.96	514.50	2149.70	996.07
流动负债合计	1166.61	1742.21	3638.14	2890.04
长期借款	889.44	889.44	889.44	889.44
其他长期负债	287.60	248.55	248.55	248.55
非流动负债合计	1177.04	1137.99	1137.99	1137.99
负债合计	2343.65	2880.19	4776.12	4028.03
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	-300.19	631.04	481.07
负债和股东权益合计	2617.81	2580.00	5407.16	4509.09

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-405.43	-574.00	930.66	-149.88
折旧和摊销	93.17	8.47	8.33	8.20
营运资金变动	110.97	131.33	105.40	217.54
经营活动现金流	-111.36	-469.14	875.50	-16.06
资本开支	-24.29	5.00	5.00	5.00
投资	-328.23	-127.42	-120.17	-191.85
投资活动现金流	-362.04	-155.78	54.29	-95.02
股权募资	520.66	0.00	0.00	0.00
债务募资	-145.34	243.20	167.96	191.27
筹资活动现金流	314.77	243.20	167.96	191.27
现金净流量	-144.95	-381.71	1097.75	80.20

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	341.77%	-39.12%	386.43%	-45.66%
净利润增长率	56.20%	-41.58%	262.14%	-116.10%
盈利能力				
毛利率	97.03%	90.00%	97.23%	90.00%
净利润率	-41.34%	-96.15%	32.05%	-9.50%
总资产收益率 ROA	-15.49%	-22.25%	17.21%	-3.32%
净资产收益率 ROE	-153.46%	185.28%	149.90%	-31.82%
偿债能力				
流动比率	1.26	0.81	1.17	1.16
速动比率	1.24	0.77	1.10	1.11
现金比率	0.77	0.29	0.44	0.58
资产负债率	89.53%	111.64%	88.33%	89.33%
经营效率				
总资产周转率	0.38	0.23	0.73	0.32
每股指标（元）				
每股收益	-1.34	-1.54	2.50	-0.40
每股净资产	0.84	-0.83	1.67	1.27
每股经营现金流	-0.35	-1.26	2.35	-0.04
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-33.92	-53.87	33.22	-206.30
PB	54.23	-99.80	49.80	65.65

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%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。