



双核心产品商业化放量，全球化开启新时代

——亚盛医药公司深度报告

2026 年 04 月 13 日

- 双引擎驱动高速增长，全球临床开发持续推进。**亚盛医药作为纳斯达克和港交所双重上市的医药创新企业，通过布局奥雷巴替尼、利沙托克拉双核心产品，构建血液瘤治疗领域护城河。2025 年两款产品销售及商业化权益收入合计 5.74 亿元，同比增长 90%。奥雷巴替尼作为中国首个上市的第三代 BCR-ABL 抑制剂，2025 年已实现医保全覆盖的首个完整销售年度，产品准入医院和 DTP 药房数量超过 800 家，商业化放量势头强劲。利沙托克拉于 2025 年 7 月获 NMPA 批准上市，作为全球第二款获批上市的 BCL-2 抑制剂，产品上市仅 5 个月销售额超过 7000 万元，为公司开启双引擎驱动增长的新时代。研发方面，公司正推动 9 项全球 III 期临床研究，其中 4 项已获 FDA 和 EMA 许可。另外，公司基于自主研发的 PROTAC 技术平台开发的新一代高效、高选择性 BTK 降解剂 APG-3288，已获 FDA 和 CDE 的 IND 许可，计划启动针对复发难治血液恶性肿瘤的临床研究，为公司全球创新管线布局添加重要砝码。
- 奥雷巴替尼突破 CML 耐药瓶颈，携手武田开拓海外市场。**在 CML 的后线治疗领域，奥雷巴替尼相较已上市的三代 BCR-ABL 抑制剂泊那替尼、阿思尼布，疗效数据更优且在两者耐药的患者中仍展现获益；近期泊那替尼即将面临专利悬崖，到期后武田可执行奥雷巴替尼的海外权益，与亚盛共同推动海外 III 期注册临床及后续商业化。同时奥雷巴替尼正在开展联合化疗一线治疗 Ph+ALL 的全球 III 期临床，2025ASH 大会首发数据显示 MRD 阴性完全缓解率高达 64.3%，有望凭借疗效及安全性优势成为 Ph+ALL 一线治疗标准方案，全球价值持续提升。
- 利沙托克拉具备差异化优势，有望重塑血液瘤治疗格局。**利沙托克拉作为新一代 Bcl-2 抑制剂，在多种血液瘤治疗领域展现疗效潜力；其中 BTK 经治 CLL/SLL 已在国内获批，联合阿可替尼一线治疗 CLL/SLL 全球注册 III 期正在快速推进；利沙托克拉通过优化剂量爬坡方案，在安全性、依从性等层面全面超越初代 Bcl-2 抑制剂维奈克拉，并凭借差异化治疗线数设计率先切入市场，在 CLL/SLL 治疗领域建立桥头堡。同时，利沙托克拉也在探索联合阿扎胞苷一线治疗中高危 MDS 适应症，并成为目前全球唯一针对该适应症进入 III 期临床阶段的 Bcl-2 抑制剂，若后续临床数据积极，可有效填补该领域长期存在的治疗缺口，释放药物的价值潜力。
- 投资建议：**亚盛医药已迈入奥雷巴替尼和利沙托克拉双引擎驱动高速增长的新时代，持续稳健的现金流为研发创新和商业化拓展提供有力保障，助力多领域全球临床开发项目快速推进。我们预计公司 2026-2028 年的营业收入分别为 8.45/13.03/27.96 亿元；归母净利润分别为 -5.60/-3.92/1.84 亿元，经 DCF 估值模型测算，我们认为公司合理市值区间为 215.32-317.23 亿元，公司当前港股和美股市值分别有 60.8%、56.6% 的提升空间。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**研发管线进展不及预期的风险；产品商业化不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；出海进展不及预期的风险。

亚盛医药 (6855.HK)

推荐 (首次评级)

分析师

程培

分析师登记编码: S0130522100001

闫晓松

分析师登记编码: S0130525090002

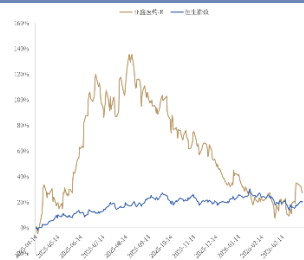
市场数据

2026-04-13

股票代码	6855
H 股收盘价 (港元)	49.14
恒生指数	25893.54
流通市值 (亿港元)	183.45

相对恒生指数表现图

2026-04-13



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	574	845	1,303	2,796
收入增长率%	-41.46	47.25	54.12	114.60
归母净利润(百万元)	-1,243	-560	-392	184
利润增速%	—	—	—	—
毛利率%	91.48%	91.16%	91.21%	91.39%
摊薄 EPS(元)	-3.49	-1.50	-1.05	0.49
PE	—	—	—	100.29
PB	-93.83	-73.23	-105.24	33.05
PS	14.73	24.12	49.51	33.14

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、	亚盛医药：双引擎驱动高速增长，全球临床开发持续推进	4
二、	奥雷巴替尼突破 CML 耐药瓶颈，携手武田开拓海外市场	7
三、	利沙托克拉具备差异化优势，有望重塑血液瘤治疗格局	10
三、	APG-3288 启动临床，利用蛋白降解技术攻克耐药难题	15
四、	盈利预测与投资建议	17
(一)	盈利预测	17
(二)	估值分析	17
(三)	投资建议	19
五、	风险提示	20

一、亚盛医药：双引擎驱动高速增长，全球临床开发持续推进

亚盛医药成立于 2009 年，致力于研发创新药以解决肿瘤等领域全球患者尚未满足的临床需求。公司目前已建立丰富的创新药产品管线，包括抑制 Bcl-2 和 MDM2-p53 等细胞凋亡通路关键蛋白的抑制剂等。目前在研管线共获 16 项 FDA 和 1 项欧盟孤儿药资格认定，2 项 FDA 快速通道资格及 2 项 FDA 儿童罕见病资格认证。2019 年和 2025 年，公司分别在香港联交所主板和美国纳斯达克证券交易所挂牌上市。

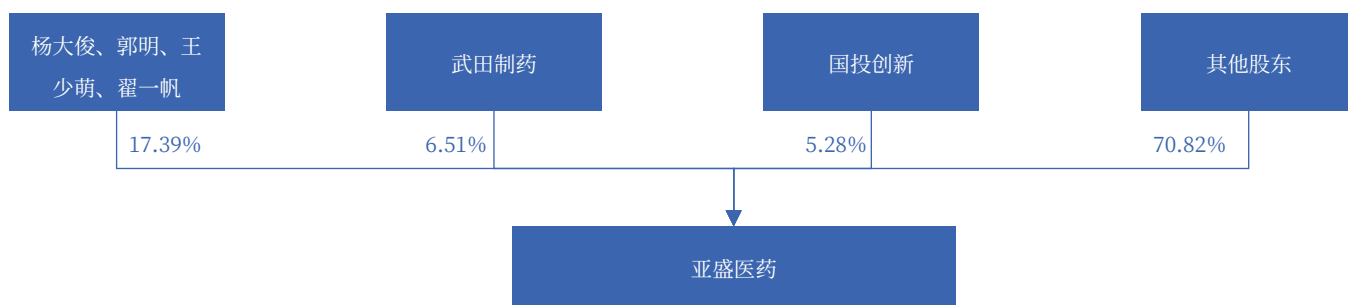
图1：亚盛医药发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司股权结构稳定，截至 2025 年报，四位核心创始人杨大俊、郭明、王少萌、翟一帆构成一致行动人，为公司第一大股东及实际控制人，合计持股比例 17.39%；核心创始人与公司长期发展深度绑定，为公司研发管线持续推进，全球商业化落地提供战略规划。武田制药为公司第二大股东，2024 年 6 月通过 7500 万美元战略认购获得 2430.73 万股，持股比例 6.51%；武田提前锁定奥雷巴替尼独家海外权益，为公司全球临床开发、海外注册于与商业化提供资源渠道与技术赋能。国投创新先进制造产业投资基金持股比例 5.28%，在政策对接、产业协同等方面提供长期支持。

图2：亚盛医药股权结构（截至 2025 年报）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司管理层团队具备全球顶尖的药企或学术机构从业经验，全链条覆盖新药研发、临床开发、全球商业化等关键环节。核心团队主导公司从初创到港股、纳斯达克上市全历程，推动奥雷巴替尼、利沙托克拉获批上市及全球化布局。

表1: 亚盛医药管理层团队

姓名	职务	核心背景	核心贡献
杨大俊 博士	联合创始人、董事长兼 CEO	M.D., Ph.D., 肿瘤学与新药研发近 30 年; 密歇根州立大学博士, 美国华人生物医药科技协会前会长; 联合创立 Ascenta Therapeutics, 兼任中山大学肿瘤防治中心教授/博导。	公司战略总设计师, 主导港股(2019)、纳斯达克(2025)双重上市; 推动耐立克、利生妥上市; 牵头与武田制药达成 13 亿美元全球选择权合作, 统筹全球研发、商业化与资本运作。
王少萌 博士	非执行董事、科学顾问委员会主席	密歇根大学终身教授, 细胞凋亡通路全球顶尖科学家, 长期深耕创新药源头研发, 开发 Bcl-2、IAP、MDM2-p53 等核心靶点。	担任全球研发总顾问, 主导管线科学设计与技术壁垒构建, 为耐立克、利生妥等核心产品提供源头创新支撑, 保障管线全球竞争力。
翟一帆 博士	首席医学官 (CMO)	M.D., Ph.D., 密歇根州立大学药理学与病毒学博士; 全球临床开发资深专家, 2013 年加入亚盛医药。	负责中美欧澳全球临床战略、注册与医学事务; 主导耐立克全球多中心 III 期、利生妥中国关键临床, 推动 5 款产品进入临床, 其中 2 款成功上市。
Veet Misra 博士	首席财务官 (CFO)	多伦多大学分子生物学博士、舒立克商学院 MBA; 曾就职于 Cantor Fitzgerald、Houlihan Lokey、RBC Capital Markets 投行部。	负责公司港美双重上市资本战略、全球投融资、投资者关系及跨境财务体系搭建; 深度参与武田全球合作财务结构设计, 统筹预付款、股权投资及里程碑入账安排, 优化公司现金储备与资本结构。
Manish Tandon 博士	商务拓展高级副总裁	布朗大学化学博士、波士顿大学 Questrom 商学院 MBA, 在生物医药商务拓展、并购和新药开发等领域拥有超过 20 年的经验; 历任 ArQule 副总裁、诺诚健华 BD 副总裁。	负责全球 BD 战略、对外授权、引进合作、并购与联盟管理。作为与武田合作核心谈判成员, 主导授权条款、里程碑与特许权使用费; 统筹核心管线全球合作与商业化拓展, 加速产品全球化落地。
傅崇东 博士	SVP & CMC 负责人	复旦大学药剂学博士、第二军医大学本硕, 拥有近 30 年创新药与仿制药的研发生产经验; 历任和黄医药副总裁兼苏州公司总经理、盟科医药 CMC 总监、方达医药制剂总监。	负责药学开发、药品生产、供应链管理及全球 GMP 体系。主导核心产品的制剂工艺优化、质量控制与商业化产能落地; 搭建全球一体化 CMC 与生产质控体系, 统筹研发与生产资源, 提升管线开发效率与成本控制。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

公司通过布局第三代 BCR-ABL 抑制剂奥雷巴替尼和 Bcl-2 抑制剂利沙托克拉两款核心产品, 构筑血液瘤领域护城河。 2021 年奥雷巴替尼在国内获批上市, 用于治疗 T315I 耐药突变的 CML; 2023 年该产品进入国家医保目录, 并于同年 11 月获批一代和二代 TKI 耐药或不耐受的 CML-CP。目前奥雷巴替尼正在推进既往经过 2 个及以上 TKI 治疗的 CML 全球 III 期临床(POLARIS-2), 同时针对一线 Ph 染色体阳性 ALL 的全球 III 期临床(POLARIS-1)和 SDH 缺陷型胃肠道间质瘤的多国家 III 期临床(POLARIS-3)已启动。奥雷巴替尼在国内由亚盛医药与信达生物合作开发和商业化, 海外权益选择权授予武田制药, 武田制药行使选择权后将获得全部海外权益, 亚盛医药同时拥有 12-19% 的销售分成。

另一款核心产品**利沙托克拉单药治疗 R/R CLL/SLL 于 2025 年 7 月获得 NMPA 附条件批准**, 正在开展与 BTK 联用治疗既往接受过 BTK 治疗 CLL/SLL 的全球 III 期临床(GLORA)和一线治疗 CLL/SLL 多国家 III 期临床(GLORA-2), 有望凭借剂量爬坡优化以及 1.5L 差异化临床设计取得领先优势; 同时联合阿扎胞苷一线治疗 AML 的多国家 III 期临床(GLORA-3)和一线治疗中高危 MDS 的全球 III 期临床(GLORA-4)积极推进。

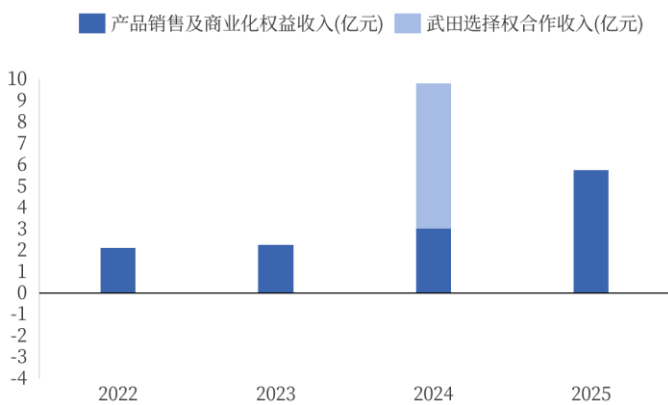
图3: 亚盛医药核心产品管线

候选产品	机制	适应症	剂量递增 / 剂量扩展	临床概念验证	注册性临床	已上市
奥雷巴替尼 (HQP1351)	BCR-ABL	慢性粒细胞白血病 (CML) ^{1,2} 慢性粒细胞白血病 (CML)、费城染色体阳性急性淋巴细胞白血病 (Ph+ ALL)、琥珀酸脱氢酶 (SDH) 缺陷型胃肠道间质瘤 (GIST)	■	■	■	■
利沙托克拉 (APG-2575)	Bcl-2 选择性	慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞白血病 (CLL/SLL) ³ 慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞白血病 (CLL/SLL)、急性髓系白血病 (AML)、骨髓增生异常综合征 (MDS)、多发性骨髓瘤 (MM)	■	■	■	■
APG-2449	FAK/ALK/ROS1	非小细胞肺癌 卵巢癌	■	■	■	
Alrizomadlin (APG-115)	MDM2-p53	腺样囊性癌 (ACC)、恶性周围神经鞘瘤 (MPNST) 急性髓系白血病 (AML) / 骨髓增生异常综合征 (MDS)、小儿实体瘤	■	■	■	
Pelcitoclax (APG-1252)	Bcl-2/Bcl-xL	非小细胞性肺癌 (NSCLC)、小细胞性肺癌 (SCLC)、神经内分泌肿瘤、非霍奇金淋巴瘤 (NHL)	■	■	■	
APG-5918	PRC2 抑制剂	贫血、肿瘤	■			
APG-3288	BTK 降解剂	B 细胞淋巴瘤	■			

资料来源: 公司 2025 年度业绩交流会, 中国银河证券研究院

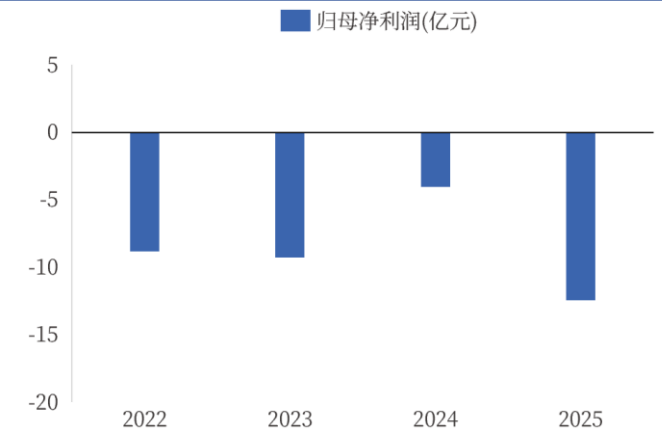
2022-2023 年, 亚盛医药核心产品奥雷巴替尼商业化起步, 产品销售开始贡献收入, 但受进院流程影响, 及医保覆盖范围有限, 患者渗透率仍较低, 销售爬坡较为缓慢, 业绩端表现较为平稳。2024 年公司就奥雷巴替尼与武田达成选择权合作, 在国内与信达生物合作推广; 得益于武田 1 亿美元选择权付款及奥雷巴替尼渠道下沉、销售放量, 公司 2024 年收入大幅增长 341.8%, 创历史新高; 净亏损同比减亏 56.2%, 大幅收窄。2025 年公司无大额许可收入, 业绩在去年高基数下自然回落, 但由于奥雷巴替尼进院数量增加及患者 DOT 延长, 产品销售收入创新高; 同时利沙托克拉在 2025 年中附条件获批, 为公司业绩打开新增长曲线。不考虑 2024 年公司与武田关于选择权合作确认的一次性收入, 2025 年产品销售及商业化权益收入合计 5.74 亿元, 同比增长 90%。

图4: 2022-2025 年亚盛医药营业总收入



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 2022-2025 年亚盛医药归母净利润

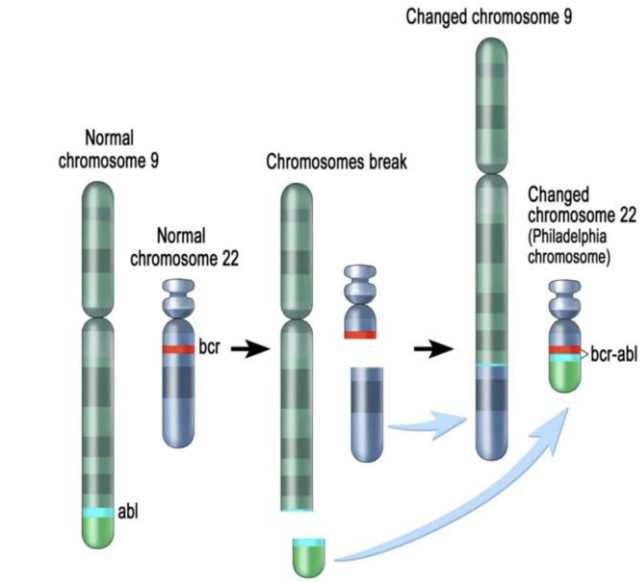


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、奥雷巴替尼突破 CML 耐药瓶颈，携手武田开拓海外市场

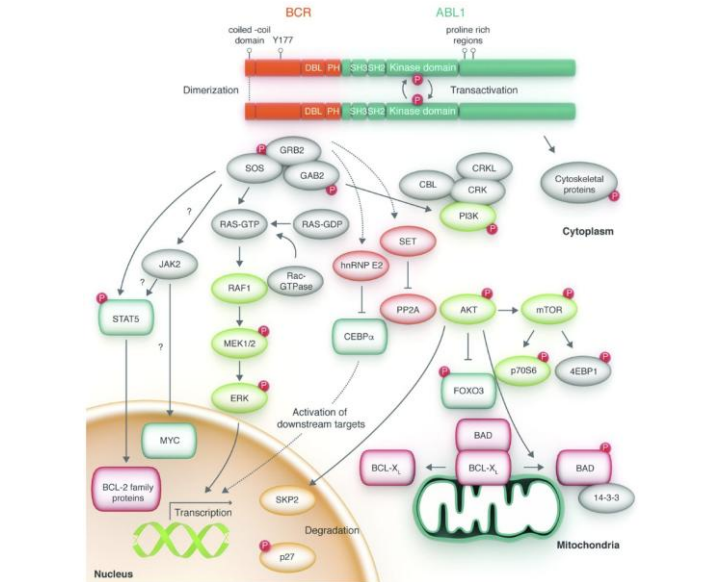
奥雷巴替尼为第三代 BCR-ABL 抑制剂，BCR-ABL 是由 Ph 染色体中 9 号染色体的 ABL 基因与 22 号染色体的 BCR 基因重新组合形成的融合基因，该基因可编码融合蛋白并持续激活下游信号通路，促进肿瘤细胞在骨髓中大量异常增殖，抑制正常造血。BCR-ABL 融合蛋白在 CML、Ph+ALL 等发病机制中起到关键作用，因此成为重要的 TKI 治疗靶点。

图6: BCR-ABL 融合基因发生机制



资料来源: 迈杰转化医学, 中国银河证券研究院

图7: BCR-ABL 激活的信号通路示意图



资料来源: Tariq I., Chronic myeloid leukemia: reminiscences and dreams, 中国银河证券研究院

BCR-ABL TKI 目前已经历三次迭代，其中第一代和第二代 TKI 分别于 2001 年、2006 年获批上市，为解决前两代 TKI 治疗后出现的 T315I 突变耐药，2012 年第三代 TKI 顺势而生。目前全球共三款三代 BCR-ABL 药物上市，首款产品武田的泊那替尼在分子设计层面用炔键连接两个芳环，大幅减小体积和位阻，同时利用苯基与 Ile315 的疏水侧链形成疏水相互作用，利于疏水结合，因此针对 ABL T315I 突变的肿瘤抑制作用显著提高；泊那替尼疗效尚可，但副作用较大，FDA 对其导致的动脉闭塞、静脉栓塞、心力衰竭和肝毒性等副作用给予黑框警告。

表2: 全球已获批上市 BCR-ABL 抑制剂整理

代数	药品名称	公司名称	国内获批时间	海外获批时间
一代	伊马替尼	诺华	2002.04	美国: 2001.05 欧盟: 2001.11 日本: 2005.07
二代	达沙替尼	BMS	2011.09	美国: 2006.06 欧盟: 2006.11 日本: 2009.01
二代	尼洛替尼	诺华	2009.07	美国: 2007.10 欧盟: 2007.11 日本: 2009.01
二代	博舒替尼	辉瑞	III期临床	美国: 2012.09 欧盟: 2013.03

				日本: 2016.09
二代	氟马替尼	翰森	2019.11	/
三代	泊那替尼	武田	2024.09	美国: 2012.12 欧盟: 2013.07 日本: 2016.09
三代	奥雷巴替尼	亚盛	2021.11	美国: III期临床
三代	阿思尼布	诺华	2025.05	美国: 2021.10 欧盟: 2022.08 日本: 2022.03

资料来源: 医药魔方, 中国银河证券研究院

2021年由亚盛医药自主研发的奥雷巴替尼获批上市, 该药物经泊那替尼分子改构, 采用4-氮杂吡啶替换咪唑吡啶, 属于药物设计中的同系物。横向比较三款已上市的BCR-ABL TKI, **奥雷巴替尼的疗效数据优于泊那替尼和阿思尼布, 且在两者耐药的患者中仍显示出获益, 在CML后线治疗中具备差异化竞争优势。**另外由于泊那替尼上市时间最早, 近期即将面临专利悬崖, 根据此前武田与亚盛达成的选择权合作, **在泊那替尼专利到期后武田可执行奥雷巴替尼的海外权益选择权, 与亚盛共同推动奥雷巴替尼海外注册临床进程与后续商业化。**

表3: 三代BCR-ABL TKI针对CML适应症后线治疗比较

	泊那替尼	奥雷巴替尼	阿思尼布
药物类型	三代BCR-ABL TKI	三代BCR-ABL TKI	三代BCR-ABL TKI
靶点	BCR-ABL ATP	BCR-ABL ATP	BCR-ABL STAMP
公司名称	Ariad/武田	亚盛医药	诺华
上市时间	FDA 2012.12 NMPA 2024.09	FDA III期临床 NMPA 2021.11	FDA 2021.11 NMPA 2025.05
适应症	既往接受≥2种TKI治疗CML	既往接受重度TKI治疗的CML	既往接受≥2种TKI治疗CML
完全细胞遗传学反应 (CCyR)	45mg 51.6% 30mg 35.5% 15mg 25.3%	60.8% 泊那替尼耐药 57.7% 阿思尼布耐药 50.0%	/
主要分子学反应率 (MMR)	39%	42.4% 泊那替尼耐药 36.7% 阿思尼布耐药 33.3%	33.8%
≥3级不良反应发生率	45mg 68.1% 30mg 61.7% 15mg 63.8%	60.5%	59.6%

资料来源: 医药魔方, 中国银河证券研究院

奥雷巴替尼全球销售峰值有望达90亿元, 具体测算逻辑如下:

- (1) 肿瘤流行病学: 根据中国国家癌症中心、WHO发布的癌症统计数据预测。
- (2) 奥雷巴替尼市占率: 目前第三代BCR-ABL抑制剂的竞争格局中, 中国市场由奥雷巴替尼主导, 假设其市占率峰值可达50%; 海外市场仅泊那替尼、阿思尼布两款上市产品, 假设奥雷巴替尼上市后市占率峰值可达30%。

- (3) 奥雷巴替尼年治疗费用：奥雷巴替尼国内治疗费用约 15.8 万元/年，假设医保谈判每两年降价 5%；海外由于奥雷巴替尼暂未在美国、欧盟上市，参考泊那替尼海外定价，假设其上市后治疗费用为 110 万/年。

表4：奥雷巴替尼全球销售峰值有望达 90 亿

公司	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
<i>中国 T315I 突变 CML</i>										
中国 CML 患者数	97,080	100,265	103,481	106,730	110,011	113,325	116,672	120,052	123,466	126,915
一线耐药患者比例	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
一线耐药后出现 T315I 突变比例	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
一线耐药后出现 T315I 突变患者数	4369	4512	4657	4803	4950	5100	5250	5402	5556	5711
二线耐药患者比例	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
二线耐药后出现 T315I 突变比例	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
二线耐药后出现 T315I 突变患者数	2912	3008	3104	3202	3300	3400	3500	3602	3704	3807
奥雷巴替尼市占率	22%	25%	26%	32%	35%	36%	38%	40%	42%	45%
奥雷巴替尼治疗患者数	1,602	1,880	2,018	2,562	2,888	3,060	3,325	3,602	3,889	4,283
奥雷巴替尼年治疗费用 (万)	15.80	15.80	15.01	15.01	14.26	14.26	13.55	13.55	12.87	12.87
奥雷巴替尼销售额 (亿)	2.53	2.97	3.03	3.84	4.12	4.36	4.50	4.88	5.01	5.51
<i>中国 3L CML</i>										
中国三线 CML 患者数	19,416	20,053	20,696	21,346	22,002	22,665	23,334	24,010	24,693	25,383
奥雷巴替尼市占率	15%	18%	20%	23%	25%	30%	32%	34%	35%	36%
奥雷巴替尼年治疗费用 (万)	15.80	15.80	15.01	15.01	14.26	14.26	13.55	13.55	12.87	12.87
奥雷巴替尼销售额 (亿)	4.60	5.70	6.21	7.37	7.84	9.70	10.12	11.06	11.12	11.76
<i>中国 Ph+ ALL</i>										
中国 ALL 新发患者数	12,738	12,866	12,994	13,124	13,255	13,388	13,522	13,657	13,794	13,932
Ph+占比	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Ph+患者数	3,185	3,216	3,249	3,281	3,314	3,347	3,380	3,414	3,448	3,483
奥雷巴替尼市占率	/	/	/	15%	16%	19%	20%	23%	24%	25%
奥雷巴替尼年治疗费用 (万)	/	/	/	15.01	14.26	14.26	13.55	13.55	12.87	12.87
奥雷巴替尼销售额 (亿)	/	/	/	0.74	0.76	0.91	0.92	1.06	1.07	1.12
临床III期风险调整	/	/	/	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
风险调整后销售额 (亿)	/	/	/	0.59	0.60	0.73	0.73	0.85	0.85	0.90
<i>海外 T315I 突变 CML</i>										
全球 CML 患者数	131,440	135,686	139,975	144,306	148,681	153,099	157,562	162,069	166,622	171,220
一线耐药患者比例	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
一线耐药后出现 T315I 突变比例	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
一线耐药后出现 T315I 突变患者数	5915	6106	6299	6494	6691	6889	7090	7293	7498	7705
二线耐药患者比例	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
二线耐药后出现 T315I 突变比例	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
二线耐药后出现 T315I 突变患者数	3943	4071	4199	4329	4460	4593	4727	4862	4999	5137

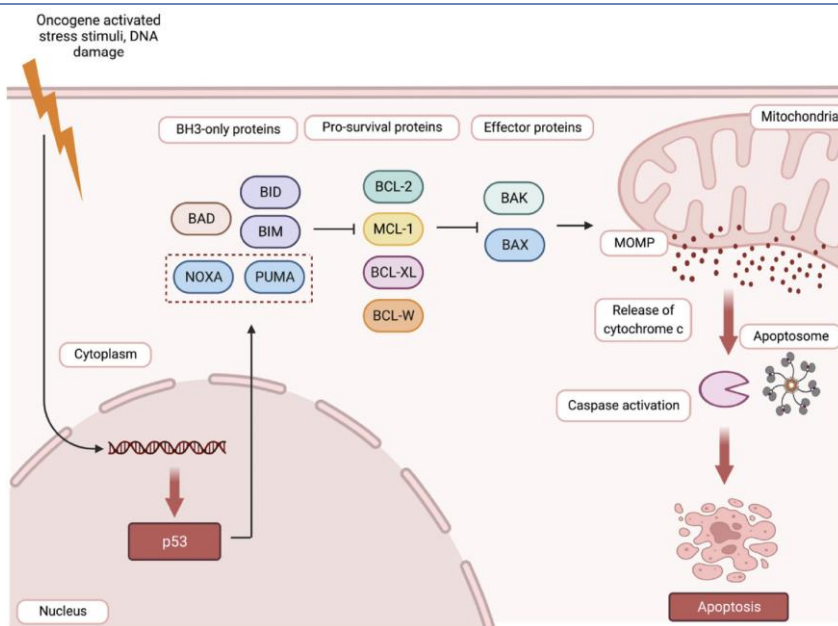
奥雷巴替尼市占率	/	1%	3%	10%	16%	23%	25%	26%	27%	30%
奥雷巴替尼治疗患者数	/	51	315	1,082	1,784	2,641	2,954	3,160	3,374	3,852
奥雷巴替尼年治疗费用 (万)	/	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00
奥雷巴替尼销售额 (亿)	/	0.56	3.46	11.91	19.63	29.05	32.50	34.76	37.11	42.38
临床III期风险调整	/	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
风险调整后销售额 (亿)	/	0.45	2.77	9.52	15.70	23.24	26.00	27.81	29.69	33.90
<i>海外 3L CML</i>										
全球三线 CML 患者数	26,288	27,137	27,995	28,861	29,736	30,620	31,512	32,414	33,324	34,244
奥雷巴替尼市占率	/	1%	2%	5%	8%	10%	12%	13%	13%	13%
奥雷巴替尼年治疗费用 (万)	/	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00
奥雷巴替尼销售额 (亿)	/	1.49	6.16	15.87	26.17	33.68	41.60	46.35	47.65	48.97
临床III期风险调整	/	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
风险调整后销售额 (亿)	/	1.19	4.93	12.70	20.93	26.95	33.28	37.08	38.12	39.18
奥雷巴替尼总销售额 (亿元)	7.13	10.32	16.94	34.03	49.20	64.97	74.63	81.68	84.79	91.25

资料来源: 国家癌症中心, 医药魔方, 中国银河证券研究院

三、利沙托克拉具备差异化优势，有望重塑血液瘤治疗格局

利沙托克拉为新一代 Bcl-2 抑制剂, Bcl-2 家族主要由抗凋亡蛋白 (Bcl-2、BCL-XL、BCL-W、BCL2-A1 和 MCL-1) 和促凋亡蛋白 (BIM、PUMA、BAX、BAK、NOXA) 两类组成, 两类蛋白在细胞内维持动态平衡以调控细胞正常生命周期。在肿瘤细胞内, Bcl-2 等抗凋亡蛋白表达水平显著升高, 并与促凋亡蛋白结合形成二聚体, 阻止其激活内源性细胞凋亡通路, 导致肿瘤细胞异常增殖。

图8: Bcl-2 蛋白家族调控细胞凋亡的内源性途径



资料来源: Deeksha K., BCL2: A Promising Cancer Therapeutic Target. Biochimica et Biophysica Acta, Reviews on Cancer, 中国银河证券研究院

Bcl-2 抑制剂通过结合肿瘤细胞内过度表达的抗凋亡蛋白，激活内源性细胞凋亡通路发挥抗肿瘤的作用。目前 Bcl-2 抑制剂的竞争格局已发展为“一代维奈克拉全球见顶，国产二代全面崛起”的阶段；2025 年 7 月，由亚盛医药自主研发的利沙托克拉获得 NMPA 附条件批准上市，用于既往经治至少包含 BTK 抑制剂在内的一种系统治疗的 CLL/SLL，成为国产二代先驱。

表5: 全球 Bcl-2 抑制剂开发进展

	维奈克拉	利沙托克拉	索托克拉	美舒托克拉
公司名称	艾伯维	亚盛医药	百济神州	诺诚健华
TN CLL/SLL	FDA 获批 (2019)	全球III期 (1L) 全球III期 (1.5L)	全球III期	中国 NDA
R/R CLL/SLL	FDA 获批 (2018) NMPA 获批 (2025)	NMPA 获批 (2025)	NMPA 获批 (2026)	/
AML	FDA 获批 (2018) NMPA 获批 (2020)	全球III期	/	美国 IND
MCL	/	/	NMPA 获批 (2026)	中国III期 美国II期
MDS	/	全球III期	/	全球 IND
WM	/	/	/	/
MM	失败	/	/	/

资料来源: 医药魔方, 中国银河证券研究院

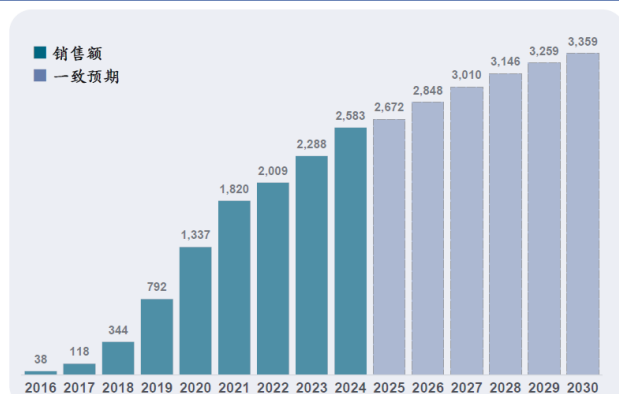
一代 Bcl-2 抑制剂维奈克拉在给药和安全性层面仍存在较大优化空间，安全性主要系患者治疗过程中有 2-13% 的概率发生溶瘤综合征 (TLS)，同时中性粒细胞及血小板减少等血液学毒性频发，患者整体依从性较差；为避免 TLS 的发生，维奈克拉在初始给药时需进行每周给药剂量递增，总共 5 周左右的剂量爬坡，最终达到每日 400mg。剂量爬坡阶段需严密监测评估 TLS 的发生，对于中低风险的患者需要 5-7 次门诊访视，而高风险患者需要 8 次门诊访视，包括 2 次过夜访视，在美国的医疗模式下十分不便。

图9: 维奈克拉剂量爬坡及用药监测



资料来源: 百济神州研发日演示材料, 中国银河证券研究院

图10: 维奈克拉全球销售收入 (百万美元)

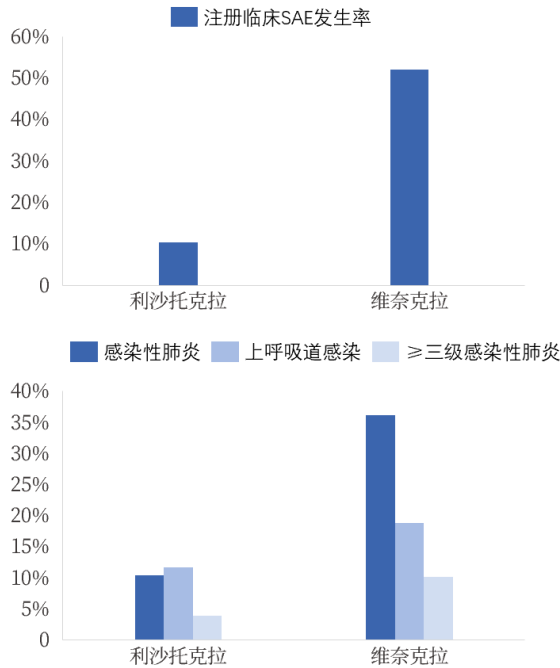


资料来源: 百济神州研发日演示材料, 中国银河证券研究院

由于剂量爬坡慢需要住院和高密度门诊访视，叠加副作用较大导致患者依从性差，维奈克拉自 2016 年上市后虽具备接近 10 年的先发优势，但销售放量一直低于预期。2024 年维奈克拉全球销售为 25.83 亿美元，同比增长 12.9%，距艾伯维预测的 60 亿美元销售预期仍有较大差距。

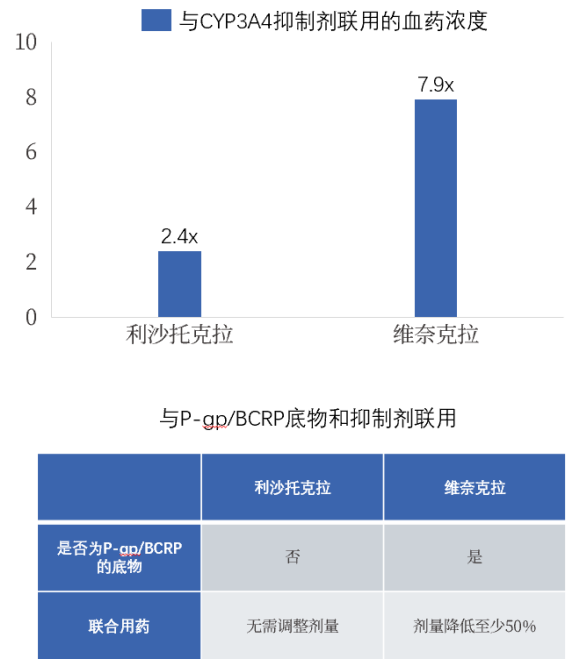
亚盛医药的利沙托克拉作为全球第二款上市的 Bcl-2 抑制剂展示出显著的差异化优势，该产品优化了给药方式，将剂量爬坡从 5 周缩短至 5 天，达到每日 600mg 后再加入阿可替尼联合治疗 8 天，临床治疗效率大幅提升；同时安全性方面取得突破，利沙托克拉在注册临床中观察到的 SAE 发生率仅 10%，感染性肺炎和上呼吸道感染患者比例均低于维奈克拉；由于 CLL/SLL 常见于免疫力低下的老年患者，若合并真菌感染需联用强效 CYP3A4 抑制剂，相较于同靶点竞品，利沙托克拉与 CYP3A4 抑制剂联用时血浆浓度波动范围较小，同时在联用 P-gp/BCRP 底物相关化疗或与 BTK 抑制剂联用时不会引发药物相互作用，无需调整用药剂量，在联合用药方面潜力较大。

图11：利沙托克拉安全性更优



资料来源：亚盛医药 2025 年度业绩交流会，中国银河证券研究院

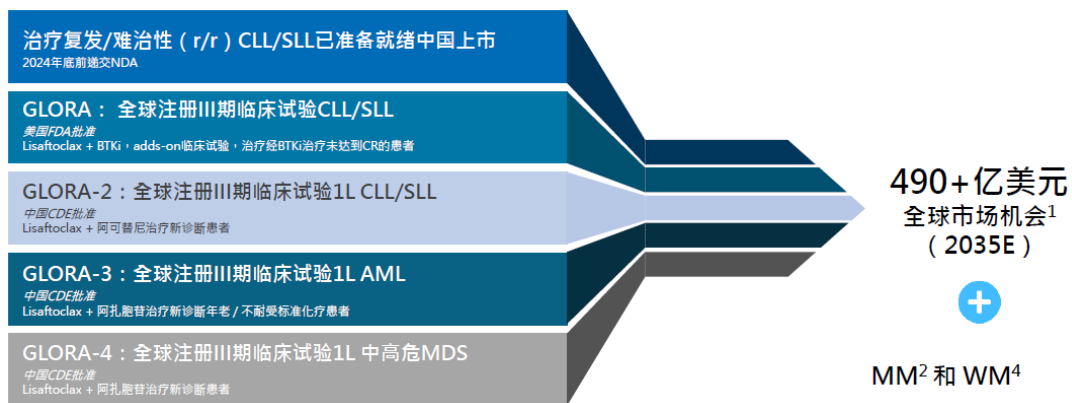
图12：利沙托克拉联合用药潜力大



资料来源：亚盛医药 2025 年度业绩交流会，中国银河证券研究院

目前利沙托克拉已在国内获批单药治疗 R/R CLL/SLL，正在推进初治 CLL/SLL、既往接受过 BTK 抑制剂治疗的 CLL/SLL、老年不耐受化疗的 AML 和初治中高危 MDS 四项全球 III 期临床，其中 GLORA 研究入组标准为经过 BTK 治疗 12 个月以上未达 CR 的患者，临床终点设为 12 个月 PFS 率，相较于同类产品以 PFS 为终点的时间显著减少，在给药剂量爬坡和治疗线数方面均具备差异化优势。

图13：亚盛医药 Bcl-2 抑制剂利沙托克拉适应症布局

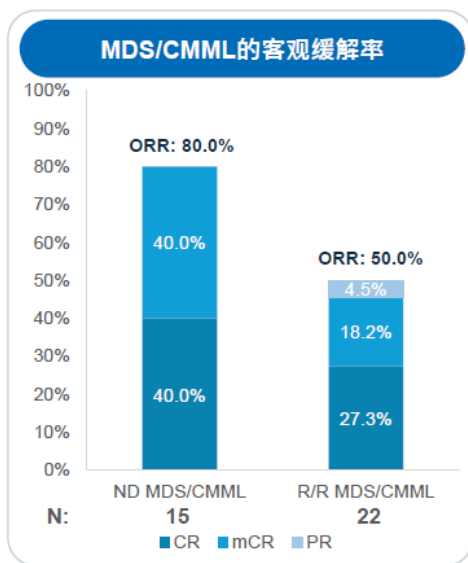


资料来源：亚盛医药演示材料，中国银河证券研究院

除了凭借给药方案优化和差异化治疗线数等优势在 CLL/SLL 领域建立桥头堡，利沙托克拉还联合阿扎胞苷探索中高危 MDS 适应症；在维奈克拉治疗 MDS 全球 III 期临床未达主要终点后，当前 MDS 治疗领域仍以去甲基化药物化疗为标准方案，存在较大未被满足的临床需求。在利沙托克拉治疗中高危 MDS 的全球 I b/II 期临床研究中，针对 15 例初治患者的 ORR 为 80%，CR 为 40%；22 例复发难治患者的 ORR 为 50%，CR 为 27%；疗效较去甲基化药物显著提升。在安全性方面，骨髓抑制等不良反应可控，呈剂量依赖性和可逆性，未发生 60 天内治疗相关死亡；目前暂未出现 TLS 病例，展现良好耐受性。目前利沙托克拉为全球首个且唯一正在开展一线 MDS 全球 III 期临床的 Bcl-2 抑制剂，有望凭借疗效与安全性优势，突破现有 MDS 的一线治疗瓶颈。

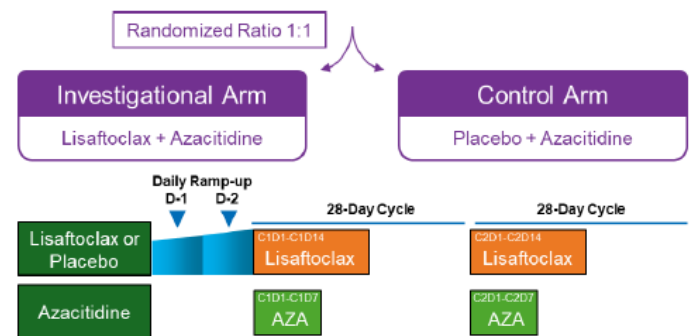
未来随着中国创新药企在 Bcl-2 靶点上的集体突破，维奈克拉一家独大的时代即将结束，全球 60 亿美元的市场空间将被瓜分，亚盛医药的利沙托克拉有望凭借差异化竞争优势，成为 Bcl-2 市场的核心玩家之一。

图14: 利沙托克拉在 MDS 患者中展现良好的缓解率及耐受性



资料来源: 亚盛医药 2025 年报业绩交流, 中国银河证券研究院

图15: 利沙托克拉一线治疗中高危 MDS 开展全球 III 期临床研究



资料来源: 亚盛医药 2025 年报业绩交流, 中国银河证券研究院

利沙托克拉全球销售峰值有望达 150 亿元，具体测算逻辑如下：

- (1) 肿瘤流行病学：根据中国国家癌症中心、WHO 发布的癌症统计数据预测。
- (2) 利沙托克拉市占率：目前 Bcl-2 抑制剂竞争格局中，中国市场仅维奈克拉、索托克拉两款上市产品，假设利沙托克拉上市后市占率峰值可达 30%；海外市场仍以维奈克拉为主导，假设利沙托克拉上市后市占率峰值可达 20%。
- (3) 利沙托克拉年治疗费用：利沙托克拉国内治疗费用约 16 万元/年，假设在其纳入医保后，每两年降价 5%；海外由于利沙托克拉暂未在美国、欧盟上市，参考维奈克拉海外定价，假设其上市后治疗费用为 120 万/年。

表6: 利沙托克拉全球销售峰值有望达 150 亿

公司	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
中国 2L CLL										
中国 CLL 患者数	56175	57684	59223	60793	62395	64028	65694	67394	69127	70895
BTK 经治患者占比	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%

BTK 经治失败患者占比	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
BTK 经治失败患者数	11,797	12,114	12,437	12,767	13,103	13,446	13,796	14,153	14,517	14,888
利沙托克拉市占率	7%	14%	16%	20%	22%	23%	25%	28%	30%	32%
利沙托克拉年治疗费用 (万元)	16.00	16.00	15.20	15.20	14.44	14.44	13.72	13.72	13.03	13.03
利沙托克拉销售额 (亿元)	1.32	2.71	3.02	3.88	4.16	4.47	4.73	5.44	5.68	6.21
<i>中国 1L AML</i>										
中国 AML 新发患者数	23,649	24,122	24,605	25,097	25,599	26,111	26,633	27,166	27,709	28,263
不适合加强诱导化疗患者占比	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
利沙托克拉市占率	/	/	5%	8%	18%	20%	22%	28%	30%	33%
利沙托克拉年治疗费用 (万元)	/	/	15.20	15.20	14.44	14.44	13.72	13.72	13.03	13.03
利沙托克拉销售额 (亿元)	/	/	0.93	1.53	3.33	3.77	4.02	5.22	5.42	6.08
临床III期风险调整	/	/	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
风险调整后收入 (亿元)	/	/	0.75	1.22	2.66	3.02	3.22	4.17	4.33	4.86
<i>中国 1L CLL</i>										
中国 CLL 新发患者数	7,545	7,696	7,850	8,007	8,167	8,331	8,497	8,667	8,841	9,017
利沙托克拉市占率	/	/	/	5%	12%	15%	20%	28%	30%	33%
利沙托克拉年治疗费用 (万元)	/	/	/	15.20	14.44	14.44	13.72	13.72	13.03	13.03
利沙托克拉销售额 (亿元)	/	/	/	0.61	1.42	1.80	2.33	3.33	3.46	3.88
临床III期风险调整	/	/	/	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
风险调整后收入 (亿元)	/	/	/	0.49	1.13	1.44	1.87	2.66	2.77	3.10
<i>海外 2L CLL</i>										
全球 CLL 患者数	183,288	187,446	191,687	196,012	200,424	204,924	209,515	214,197	218,973	223,844
BTK 经治患者占比	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
BTK 经治失败患者占比	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
2L CLL 患者数	38,491	39,364	40,254	41,163	42,089	43,034	43,998	44,981	45,984	47,007
利沙托克拉市占率	/	/	3%	5%	10%	12%	14%	17%	18%	20%
利沙托克拉年治疗费用 (万元)	/	/	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00
利沙托克拉销售额 (亿元)	/	/	14.49	24.70	50.51	61.97	73.92	91.76	99.33	112.82
临床III期风险调整	/	/	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
风险调整后收入 (亿元)	/	/	7.25	12.35	25.25	30.98	36.96	45.88	49.66	56.41
<i>海外 1.5L CLL</i>										
全球 CLL 新发患者数	20,788	21,204	21,628	22,060	22,501	22,951	23,410	23,879	24,356	24,843
BTK 经治患者占比	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
2L CLL 患者数	14,551	14,843	15,139	15,442	15,751	16,066	16,387	16,715	17,049	17,390
利沙托克拉市占率	/	/	/	3%	5%	8%	13%	16%	18%	20%
利沙托克拉年治疗费用 (万元)	/	/	/	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00
利沙托克拉销售额 (亿元)	/	/	/	5.56	9.45	15.42	25.56	32.09	36.83	41.74
临床III期风险调整	/	/	/	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
风险调整后收入 (亿元)	/	/	/	2.78	4.73	7.71	12.78	16.05	18.41	20.87

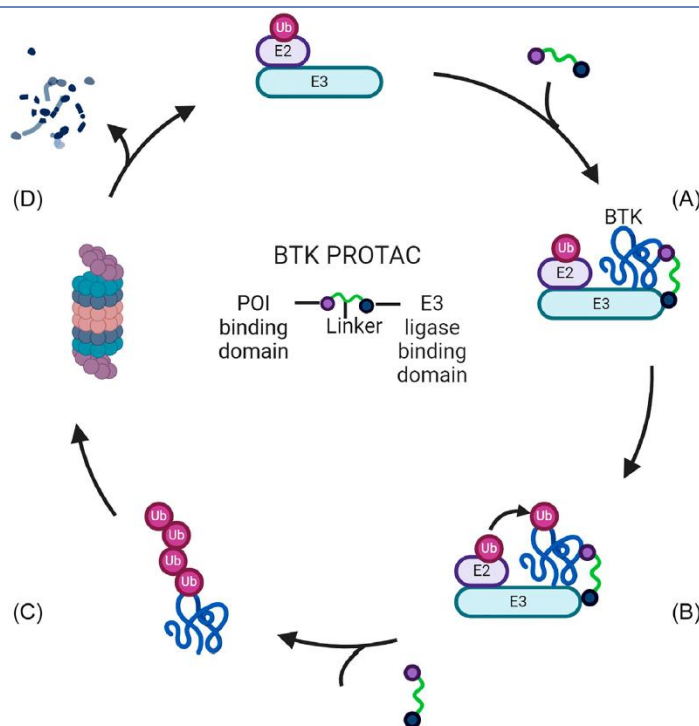
海外 1L MDS										
全球 MDS 新发患者数	84,897	86,595	88,326	90,093	91,895	93,733	95,607	97,520	99,470	101,459
利沙托克拉市占率	/	/	/	3%	5%	8%	10%	13%	15%	15%
利沙托克拉年治疗费用 (万元)	/	/	/	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00
利沙托克拉销售额 (亿元)	/	/	/	32.43	55.14	89.98	114.73	152.13	179.05	182.63
临床III期风险调整	/	/	/	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
风险调整后收入 (亿元)	/	/	/	9.73	16.54	27.00	34.42	45.64	53.71	54.79
利沙托克拉总销售额 (亿元)	1.32	2.71	11.02	30.45	54.48	74.62	93.97	119.84	134.56	146.24

资料来源: 国家癌症中心, 医药魔方, 中国银河证券研究院

三、APG-3288 启动临床, 利用蛋白降解技术攻克耐药难题

BTK PROTAC 是一种蛋白靶向降解嵌合体, 其一端连接 BTK 蛋白结构域, 另一端连接 E3 泛素连接酶, 将靶蛋白 BTK 进行泛素化标记, 并通过泛素-蛋白酶体途径促进其被蛋白酶体降解, 从而阻断 BCR 信号通路, 抑制 B 细胞的异常增殖活化。相对于小分子抑制剂, BTK PROTAC 对 BTK 抑制剂产生的耐药突变具备较大治疗优势, 同时通过降解 BTK 消除其支架功能, 降低相关信号通路的持续激活, 抑制肿瘤进展。

图16: BTK PROTAC 的作用机制



资料来源: Trends in Pharmacological Sciences, 中国银河证券研究院

亚盛医药自主研发的 PROTAC 蛋白降解技术平台, 覆盖从靶点发现、分子设计、E3 连接酶配体库、连接臂优化、三元复合物稳定、体内外评价的全链条能力, 可快速开发高选择性、强降解、

药代动力学优异的差异化降解剂，攻克小分子抑制剂脱靶与耐药的难题。

APG-3288 是公司基于 PROTAC 蛋白降解技术平台开发的新型高效、高选择性 BTK 降解剂。相较传统 BTK 抑制剂，APG-3288 可诱导野生型及多种对现有 BTK 抑制剂耐药的突变型 BTK 产生快速、强效、高选择性和持续性的降解，从源头阻断 BCR 信号通路，克服传统 BTK 抑制剂的耐药难题，为 BTK 靶向治疗提供差异化的全新解决方案。

2026 年 1-2 月，APG-3288 的 IND 申请相继获得 FDA、CDE 批准，正式启动全球多中心 I 期临床研究，针对包括 CLL/SLL、MCL、DLBCL、WM 在内多种复发难治性 B 细胞恶性肿瘤评估药代动力学、安全性与初步疗效。另外，APG-3288 可与公司已上市 Bcl-2 抑制剂利沙托克拉形成协同效应，双通路抑制肿瘤，实现深度缓解；同时探索固定疗程等全新治疗模式，在血液瘤治疗领域形成梯度化产品矩阵。

四、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 8.45/13.03/27.96 亿元，同比增长 47.3%/54.1%/114.6%。具体测算模型如下：

表7：公司业务拆分与盈利预测（单位：亿元）

药品名称	作用机制	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
奥雷巴替尼	BCR-ABL	7.13	10.32	16.94	34.03	49.20	64.97	74.63	81.68	84.79	91.25
利沙托克拉	Bcl-2	1.32	2.71	11.02	30.45	54.48	74.62	93.97	119.84	134.56	146.24
收入总计		8.45	13.03	27.96	64.48	103.68	139.59	168.60	201.52	219.36	237.48

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(二) 估值分析

由于公司尚未实现盈亏平衡，且多项创新管线仍处于临床研究阶段，我们采用 DCF 绝对估值法，将上市产品及中后期在研管线的未来现金流折现，预估公司的合理市值空间。核心参数假设及 DCF 估值模型如下：

表8：核心参数假设

参数	数值
所得税税率（考虑科创企业税收优惠、研发费用税前加计扣除）	10.0%
债务资本比（参考历史资本结构、考虑未来加大研发投入）	5.0%
β系数（公司相对于 A 股市场的风险系数）	1.1
Rf（无风险收益率，参考 10 年期国债的平均收益率）	1.8%
Rm（市场预期收益率，参考沪深 300 综合收益率）	7.0%
Ke（权益资本成本，根据 CAPM 模型计算得出）	7.5%
Kd（债务资本成本，参考贷款基准利率）	4.6%
WACC（根据上述参数计算得出）	7.4%
g（永续增长率，在研管线即将密集兑现）	2.0%

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

表9：DCF 估值模型（百万元）

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	-546.98	-405.26	213.77	-708.26	-636.26	249.20	803.36	960.92	1,705.07	1,843.62
所得税税率	0.00%	0.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
息前税后利润(NOPAT)	-546.98	-405.26	192.39	-637.43	-572.64	224.28	723.03	864.83	1,534.57	1,659.26
加：非现金调整	63.22	63.83	64.39	64.89	65.35	65.76	66.14	66.48	66.79	67.07

减：营运资金的增加	-1,377.38	410.73	-540.53	-1,394.86	-1,199.05	-2.78	-345.58	-435.29	-416.63	-432.15
减：资本性投资	-70.00	-70.00	-70.00	-70.00	-70.00	-70.00	-70.00	-70.00	-70.00	-70.00
公司自由现金流量 FCFE	823.62	-822.16	727.32	752.32	621.76	222.82	1,064.75	1,296.60	1,947.98	2,088.48
永续增长率	2.0%									
折现率	7.4%									
公司估值 (亿元)	256.75									

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

表10：每股权益价值敏感性分析（亿元）

WACC		5.85%	6.35%	6.85%	7.35%	7.85%	8.35%	8.85%
永续增长率	0.50%	287.86	257.45	232.03	210.51	192.07	176.13	162.23
	1.00%	312.46	277.03	247.87	223.49	202.85	185.16	169.87
	1.50%	342.71	300.64	266.67	238.70	215.32	195.52	178.55
	2.00%	380.83	329.68	289.34	256.75	229.93	207.50	188.50
	2.50%	430.32	366.27	317.23	278.53	247.27	221.54	200.02
	3.00%	497.19	413.79	352.36	305.31	268.19	238.19	213.50
	3.50%	592.52	477.98	397.98	339.05	293.91	258.29	229.51

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

根据以上 DCF 估值模型，我们测算公司的合理市值为 256.75 亿元，敏感性测试结果显示合理市值区间为 215.32-317.23 亿元。

表11：公司按管线相对估值

产品名称	靶点	当前进展	销售峰值 (亿元)	估值方法	管线价值
奥雷巴替尼	BCR-ABL	国内上市 海外III期	国内 20 海外 10 USD	国内 3PS 海外 1PS, 0.8 风险系数	114
利沙托克拉	Bcl-2	国内上市 海外III期	国内 25 海外 20 USD	国内 3PS 海外 1PS, 0.5 风险系数	143
合计					257

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

相对估值方面，我们采用 PS 估值法进行测算，按照创新药国内销售 3 倍峰值、海外销售 1 倍峰值（考虑 BD 合作分成），奥雷巴替尼和利沙托克拉海外临床分别给予 0.8 倍、0.5 倍风险调整。根据以上相对估值模型，我们测算公司的合理市值为 257 亿元，与 DCF 绝对估值测算结果一致。

（三）投资建议

亚盛医药作为坚持源头创新的生物医药企业，已迈入奥雷巴替尼和利沙托克拉双引擎驱动高速增长的新时代；持续稳健的现金流为研发创新和商业化拓展提供有力保障，助力多领域全球临床开发项目快速推进。我们预计公司 2026-2028 年的营业收入分别为 8.45/13.03/27.96 亿元；归母净利润分别为 -5.60/-3.92/1.84 亿元，经 DCF 估值模型测算，我们认为公司合理市值区间为 215.32-317.23 亿元，公司当前港股和美股市值分别有 60.8%、56.6%的提升空间。首次覆盖，给予“推荐”评级。

五、风险提示

研发管线进展不及预期的风险：创新药研发受靶点选择、临床数据、监管政策、资金及人才多重因素影响，可能出现临床研究暂停、研发周期延长等情况。

产品商业化不及预期的风险：创新药上市后受市场需求分流、医患接受度不足、销售能力薄弱等因素影响，可能出现销量不及预期，无法实现预设营收目标情况。

市场竞争加剧的风险：创新药行业全球竞争日趋激烈，同靶点药物扎堆、跨领域疗法替代以及企业格局分化，可能压缩公司产品市场份额与利润空间。

出海进展不及预期的风险：创新药出海受海外监管审批标准差异、合作方退出以及地缘政治等多重复杂因素影响，可能导致出海周期延长、营收不及预期。

图表目录

图 1: 亚盛医药发展历程.....	4
图 2: 亚盛医药股权结构 (截至 2025 年报)	4
图 3: 亚盛医药核心产品管线	6
图 4: 2022-2025 年亚盛医药营业总收入	6
图 5: 2022-2025 年亚盛医药归母净利润	6
图 6: BCR-ABL 融合基因发生机制	7
图 7: BCR-ABL 激活的信号通路示意图	7
图 8: Bcl-2 蛋白家族调控细胞凋亡的内源性途径.....	10
图 9: 维奈克拉剂量爬坡及用药监测	11
图 10: 维奈克拉全球销售收入 (百万美元)	11
图 11: 利沙托克拉安全性更优.....	12
图 12: 利沙托克拉联合用药潜力大.....	12
图 13: 亚盛医药 Bcl-2 抑制剂利沙托克拉适应症布局	12
图 14: 利沙托克拉在 MDS 患者中展现良好的缓解率及耐受性	13
图 15: 利沙托克拉一线治疗中高危 MDS 开展全球 III 期临床研究	13
图 16: BTK PROTAC 的作用机制.....	15
表 1: 亚盛医药管理层团队	5
表 2: 全球已获批上市 BCR-ABL 抑制剂整理	7
表 3: 三代 BCR-ABL TKI 针对 CML 适应症后线治疗比较	8
表 4: 奥雷巴替尼全球销售峰值有望达 90 亿	9
表 5: 全球 Bcl-2 抑制剂开发进展.....	11
表 6: 利沙托克拉全球销售峰值有望达 150 亿	13
表 7: 公司业务拆分与盈利预测 (单位: 亿元)	17
表 8: 核心参数假设.....	17
表 9: DCF 估值模型 (百万元)	17
表 10: 每股权益价值敏感性分析 (亿元)	18
表 11: 公司按管线相对估值.....	18

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,944	4,244	3,189	4,103
现金	2,470	3,781	2,872	3,491
应收账款及票据	253	153	109	194
存货	29	15	13	27
其他	193	296	195	391
非流动资产	1,019	1,026	1,032	1,038
固定资产	781	783	784	786
无形资产	138	144	148	152
其他	100	100	100	100
资产总计	3,964	5,270	4,221	5,141
流动负债	1,643	2,510	1,953	2,789
短期借款	1,222	722	722	722
应付账款及票据	107	519	318	668
其他	314	1,268	912	1,398
非流动负债	986	1,986	1,886	1,786
长期债务	757	1,757	1,657	1,557
其他	229	229	229	229
负债合计	2,629	4,496	3,839	4,575
普通股股本	0	0	0	0
储备	1,327	767	375	559
归属母公司股东权益	1,324	765	373	556
少数股东权益	10	10	10	10
股东权益合计	1,334	774	382	566
负债和股东权益	3,964	5,270	4,221	5,141

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	0	933	-674	849
净利润	-1,243	-560	-392	184
少数股东权益	-0	0	0	0
折旧摊销	0	63	64	64
营运资金变动及其他	1,243	1,429	-346	601
投资活动现金流	0	-35	-35	-35
资本支出	0	-70	-70	-70
其他投资	0	35	35	35
筹资活动现金流	0	413	-200	-196
借款增加	0	500	-100	-100
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	-87	-100	-96
其他	0	0	0	0
现金净增加额	0	1,311	-909	619

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	574	845	1,303	2,796
其他收入	0	0	0	0
营业成本	49	75	115	241
销售费用	354	338	456	839
管理费用	246	254	261	419
研发费用	1,137	761	912	1,118
财务费用	54	13	-13	9
除税前溢利	-1,236	-560	-392	204
所得税	7	0	0	20
净利润	-1,243	-560	-392	184
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	-1,243	-560	-392	184
EBIT	-1,182	-547	-405	214
EBITDA	-1,182	-484	-341	278

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-41.46%	47.25%	54.12%	114.60%
归属母公司净利润	—	—	—	—
获利能力				
毛利率	91.48%	91.16%	91.21%	91.39%
销售净利率	-216.47%	-66.23%	-30.09%	6.58%
ROE	-93.83%	-73.23%	-105.24%	33.05%
ROIC	-8.39%	-3.59%	1.05%	5.62%
偿债能力				
资产负债率	66.34%	85.31%	90.94%	88.99%
净负债比率	-36.75%	-168.03%	-128.74%	-213.89%
流动比率	1.79	1.69	1.63	1.47
速动比率	1.77	1.69	1.63	1.46
营运能力				
总资产周转率	0.17	0.18	0.27	0.60
应收账款周转率	3.42	4.17	9.98	18.47
应付账款周转率	0.49	0.24	0.27	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	-3.49	-1.50	-1.05	0.49
每股经营现金流	0.00	2.50	-1.80	2.28
每股净资产	3.55	2.05	1.00	1.49
估值比率				
P/E	—	—	—	100.29
P/B	14.73	24.12	49.51	33.14
EV/EBITDA	-16.09	-35.43	-52.57	61.95

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

闫晓松，复旦大学临床医学学士，悉尼大学金融学硕士，2023年加入中国银河证券研究院，主要从事创新药研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn