



管线落地在即，瞄准早期泌尿生殖肿瘤

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 核心品种 APL-1202 二线治疗非肌层浸润性膀胱癌关键II期临床数据有望于2023年下半年读出, 若数据亮眼, 有望成为国内首个获批非肌层浸润性膀胱癌的口服靶向药物; 2) APL-1702 一线治疗宫颈高级别鳞状上皮内病变的关键III期数据有望于2023年下半年读出, 若数据亮眼, 有望成为全球首个非手术治疗宫颈高级别鳞状上皮内病变药物; 3) APL-1706 为全球唯一获批辅助膀胱癌诊断或手术的蓝光显影剂类药物, 较白光检出率显著升高, 有望于2023年完成III期临床试验。
- **APL-1202 二线治疗非肌层浸润性膀胱癌的关键II期数据有望于2023年下半年读出。** APL-1202 (唯施可) 是全球首个在抗肿瘤领域进入关键性/III期临床试验的口服、可逆性 MetAP2 抑制剂, 有望填补非肌层浸润性膀胱癌 (NMIBC) 治疗领域的市场空白。APL-1202 联合表柔比星二线治疗化疗灌注复发的中高危 NMIBC 的关键性II期临床数据有望于2023年下半年读出。APL-1202 的峰值销售额有望达25亿元。
- **APL-1702 有望成为宫颈癌前病变患者的 BIC 和 FIC 药物, 填补治疗空白。** APL-1702 (希维她) 是集药物和器械为一体的光动力治疗产品。APL-1702 的宫颈高级别鳞状上皮内病变 (HSIL) 适应症于2020年7月启动国际多中心III期临床试验, 预计于2023年下半年读出完整III期数据。考虑到全球尚无针对 HSIL 的药物获批上市, APL-1702 全球研发进展居前, 有望成为全球首个非手术治疗 HSIL 的药物, APL-1702 的峰值销售额有望达20亿元。
- **APL-1706 是全球唯一获批辅助膀胱癌诊断或手术的蓝光显影剂类药物, 较白光检出率显著升高。** 海克威 (APL-1706) 是目前全球唯一获批的辅助膀胱癌诊疗或手术的显影剂类药物, 通过与蓝光膀胱镜的联合使用可以有效提高非肌层浸润性膀胱癌的检出率, 使切除手术更完全, 从而降低肿瘤复发率。海克威已于2022年2月收到III期临床试验批准的通知书, 有望于2023年完成III期临床试验。
- **盈利预测与评级。** 随着 APL-1202、APL-1702 和 APL-1706 适应症的逐步落地, 我们预计公司2023-2025年营业收入分别为0、0.4和6.1亿元。给予公司2023年35倍市值/研发投入, 对应目标价16.6元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **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, 药品降价风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	0.03	0.00	40.00	610.00
增长率	470.40%	-100.00%	-	1425.00%
归属母公司净利润 (百万元)	-246.59	-202.57	-339.58	-118.23
增长率	-4.96%	17.85%	-67.64%	65.18%
每股收益EPS (元)	-0.43	-0.36	-0.60	-0.21
净资产收益率 ROE	-8.90%	-7.73%	-14.63%	-5.21%
PE	-25	-30	-18	-52
PB	2.22	2.35	2.65	2.71

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

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: Wind

基础数据

总股本(亿股)	5.70
流通A股(亿股)	2.80
52周内股价区间(元)	10.01-18.36
总市值(亿元)	61.62
总资产(亿元)	28.10
每股净资产(元)	4.76

相关研究

目 录

1 亚虹医药：管线落地在即，瞄准早期泌尿生殖肿瘤	1
1.1 管线落地在即，瞄准早期泌尿生殖系统肿瘤的空白市场.....	1
1.2 管理团队经验丰富，全球化视野广阔.....	1
1.3 公司财务状况良好，研发投入稳中有升.....	2
2 APL-1202：填补非肌层浸润性膀胱癌治疗空白，潜在 FIC 与 BIC 药物	3
2.1 非肌层浸润性膀胱癌复发率高，目前仍无靶向药物获批上市.....	3
2.2 APL-1202 临床数据良好，有望成为国内首个二线治疗方案.....	5
2.3 APL-1202 空间测算.....	7
3 APL-1702：宫颈癌前病变的潜在 BIC 和 FIC 药物，填补治疗空白	8
3.1 HSIL 存在巨大未满足治疗需求，但治疗依然空白.....	8
3.2 全球首个非手术治疗 HSIL 光动力产品，疗效和安全性优势明显.....	9
3.3 APL-1702 空间测算.....	11
4 APL-1706：全球唯一获批辅助膀胱癌诊断或手术的蓝光显影剂类药物，较白光检出率显著升高	11
5 盈利预测与估值	13
5.1 关键假设及收入预测.....	13
5.2 相对估值.....	13
6 风险提示	14

图 目 录

图 1: 公司产品管线.....	1
图 2: 公司管理团队经验丰富.....	2
图 3: 公司 2019-2022 年研发费用 (亿元)	2
图 4: 全球膀胱癌新发人数 (万)	3
图 5: 我国膀胱癌新发人数 (万)	3
图 6: APL-1202 抗肿瘤作用机制示意图.....	5
图 7: APL-1202 二线治疗化疗灌注复发的中高危 NMIBC 的 II 期疗效数据.....	6
图 8: APL-1202 应用场景	7
图 9: 宫颈癌疾病发展进程.....	8
图 10: 细胞内光活性物质代谢示意图	10
图 11: APL-1702 的作用机理示意图.....	10
图 12: APL-1702 软膏使用方式.....	10
图 13: APL-1702 软膏和器械在子宫颈上的应用图示.....	10
图 14: 白光膀胱镜 (左图) 与使用 APL-1706 后蓝光膀胱镜 (右图) 下成像对比图.....	12
图 15: APL-1706 联合蓝光膀胱镜能够有效提升膀胱癌的检出率.....	13

表 目 录

表 1: 膀胱灌注药物的不良事件.....	3
表 2: NMIBC 的现有治疗方案.....	4
表 3: 二线治疗 BCG 灌注失败的 NMIBC 全球在研药物.....	4
表 4: APL-1202 适应症一览.....	5
表 5: APL-1202 二线治疗化疗灌注复发的中高危 NMIBC 的安全性数据	6
表 6: APL-1202 销售额预测.....	8
表 7: LEEP 刀术后并发症.....	9
表 8: 全球及国内 HSIL 或 CIN2/3 临床在研创新药物管线	9
表 9: APL-1702 适应症一览.....	9
表 10: APL-1702 销售额预测.....	11
表 11: Cysview 获多个指南推荐为膀胱癌诊断的一线用药.....	12
表 12: 公司收入预测	13
表 13: 可比公司市值/研发投入估值.....	14
表 14: 可比公司 PS 估值.....	14
附表: 财务预测与估值.....	15

1 亚虹医药：管线落地在即，瞄准早期泌尿生殖肿瘤

1.1 管线落地在即，瞄准早期泌尿生殖系统肿瘤的空白市场

创新管线丰富，三款核心品种处于关键性临床。公司专注于泌尿生殖系统肿瘤及其他重大疾病，通过自主研发和战略合作，围绕泌尿生殖系统疾病进行产品管线的深度布局，目前公司主要产品管线拥有 9 个产品和 12 个在研项目，其中三款核心品种，APL-1202、APL-1706 和 APL-1702 处于关键性临床。

图 1：公司产品管线

2022 年年度报告

治疗领域	产品	靶点/类型	权益范围	适应症	临床开展区域	研究开发阶段					
						临床前研究	IND	I 期临床	II 期临床	关键性/III 期临床	NDA
泌尿系统疾病	唯施可® (APL-1202)	MetAP2	全球	化疗灌注复发的中高危 NMIBC (与化疗灌注联合使用, 二线治疗)	中国	[Progress bar]					
				未经治疗的中危 NMIBC (单药, 一线治疗)	中国	[Progress bar]					
				BCG 灌注复发的中高危 NMIBC (与 BCG 灌注联合使用)	美国	[Progress bar]					
				MIBC 的术前新辅助治疗 (与替雷利珠单抗联合使用)	美国、中国	[Progress bar]					
	APL-1501	MetAP	全球	泌尿系统肿瘤; 耐药尿路感染	澳大利亚	[Progress bar]					
	海克威® (APL-1706)	显影剂	中国	NMIBC 诊断和手术	中国	[Progress bar]					
生殖系统疾病	希维她® (APL-1702)	光动力药械组合产品	全球	宫颈高级别鳞状上皮内病变 (HSIL)	国际多中心	[Progress bar]					
	ASN-1764	靶向蛋白降解剂	全球	三阴性乳腺癌等	-	[Progress bar]					
	AT-012	USP1	全球	卵巢癌、乳腺癌等	-	[Progress bar]					
	AT-014	未披露	全球	泌尿生殖系统肿瘤	-	[Progress bar]					
其他疾病	APL-1401	DBH	全球	中度至重度活动性溃疡性结肠炎	美国	[Progress bar]					
	ASN-1733	未披露	全球	鲍曼不动杆菌感染	-	[Progress bar]					

数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 管理团队经验丰富，全球化视野广阔

管理团队经验丰富，全球化视野广阔。创始人、董事长潘柯博士是前美国辉瑞、强生新药研发科学家，曾担任和记黄埔医药的新药化学研究和专利保护的高级总监和资深总监，参与领导两个项目进入美国临床；后转为 BD 部门执行总监，成功与美国宝洁、德国默克和礼来公司建立战略合作伙伴关系。首席运营官庄承峰拥有二十多年大型跨国制药公司的研发和管理经验，曾担任美国强生公司法规事务高级总监，以及礼来临床前安全性评价项目负责人，拥有丰富的全球化经验。

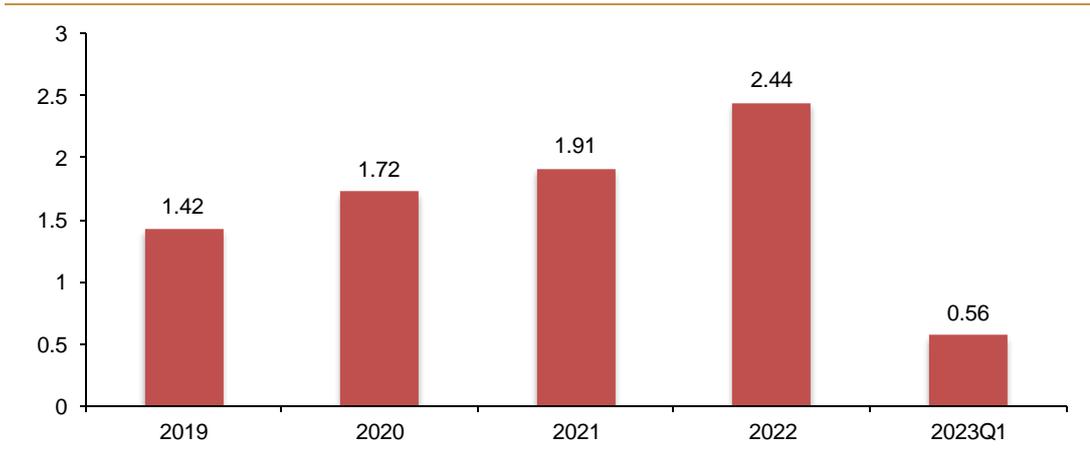
图 2：公司管理团队经验丰富

 潘柯 博士 创始人、董事长、总经理 曾任辉瑞、强生新药研发科学家,和记黄埔医药创始团队成员					
 庄承锋 博士 董事、副总经理、COO 曾任强生法规事务高级总监	 吴虹 博士 首席开发官 曾任强生集团旗下杨森制药美国肿瘤产品线医学事务集团总监	 王铁林 博士 新药研发化学高级副总裁 曾任Exelixis新药研发总监	 苏申 博士 商务拓展高级副总裁 曾任波士顿科学大中华区商业发展副总裁	 陈峪 博士 新药研发生物学研究副总裁 曾任23&Me肿瘤领域负责人	
 邓一军 博士 新药研发副总裁 曾任美国强生科学家	 郭玉申 博士 药学高级副总裁 曾任美国赛诺菲科学家	 江新明 先生 董事、营销副总裁 曾任皮尔法伯制药中国区营销负责人	 陈协 先生 运营副总裁 曾负责强生中国器械产品营销培训	 余小亮 先生 董事会秘书、战略合作高级总监 曾任上药新亚助理总经理	 杨明远 先生 财务负责人 曾任KPMG经理、诺华中国合规副总监

数据来源：公司官网，西南证券整理

1.3 公司财务状况良好，研发投入稳中有升

公司财务状况良好，研发投入稳中有升。公司已有三款核心品种处于关键性临床，研发费用稳中有升，2022 年研发费用达 2.4 亿元，同比增长 27.8%。考虑到公司于 2022 年 1 月在科创板上市，募集资金总额近 25 亿元，目前账上有近 26 亿元的现金及等价物，总体来看，公司财务状况良好，可维持较高的研发投入。随着品种的落地及商业化，公司研发投入有望趋于平稳。

图 3：公司 2019-2022 年研发费用（亿元）


数据来源：公司年报，西南证券整理

2 APL-1202: 填补非肌层浸润性膀胱癌治疗空白, 潜在 FIC 与 BIC 药物

2.1 非肌层浸润性膀胱癌复发率高, 目前仍无靶向药物获批上市

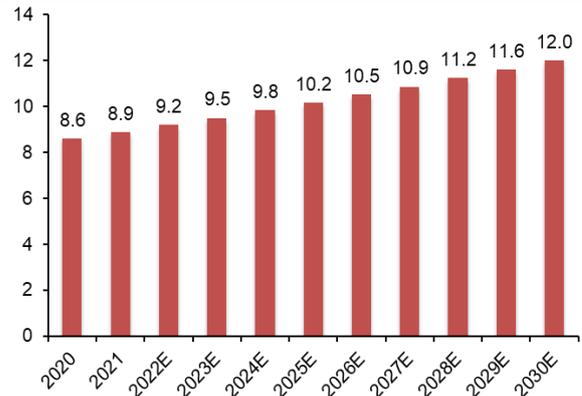
我国膀胱癌新发患者到 2025 年预计将增至 10.2 万人, 其中非肌层浸润性膀胱癌 (NMIBC) 患者占比达 75%。膀胱癌是一种在膀胱组织中起源于尿路上皮的恶性肿瘤, 由不受控制的膀胱内壁细胞异常增长造成, 是泌尿系统最常见的恶性肿瘤之一。根据肿瘤是否浸润膀胱肌层, 膀胱癌可分为非肌层浸润性膀胱癌 (NMIBC) 和肌层浸润性膀胱癌 (MIBC)。全球膀胱癌新发患者人数由 2016 年的 52 万人增长到 2020 年的 57.4 万人, 复合年增长率为 2.5%, 预计 2025 年全球膀胱癌新发患者人数将达到 64.9 万人, 2030 年达到 73.5 万人。根据弗若斯特沙利文数据, 我国膀胱癌 2020 年新发人数达 8.6 万人, 预计到 2025 年将增长至 10.2 万人, 期间复合增长率为 3.4%。非肌层浸润性膀胱癌患者占比达 75%, 患者人数较多。

图 4: 全球膀胱癌新发人数 (万)



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

图 5: 我国膀胱癌新发人数 (万)



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

膀胱灌注药物常导致尿道刺激, 造成患者依从性较差。目前, 非肌层浸润性膀胱癌 (NMIBC) 的标准治疗手段是经尿道膀胱肿瘤切除术 (TURBT), 术后辅助以膀胱灌注药物治疗, 以降低肿瘤的复发率。国内对 NMIBC 患者膀胱灌注以化疗药物为主, 美国和其他西方国家则以卡介苗 (BCG) 为主。然而, 膀胱化疗灌注会造成 30% 左右的尿道刺激, 如排尿困难、尿频、尿急、血尿、膀胱炎等; BCG 灌注引起的尿道刺激的发生率则高达 50%, 并伴有 20% 左右的全身不良反应, 如发烧、疼痛、寒颤等。此外, 膀胱灌注是一种侵入性的给药方式。灌注药物前需插入导尿管, 患者经常经历疼痛、尿路感染和出血等症状。由于膀胱灌注治疗疗程长达一年, 这种给药方式给患者带来许多痛苦与精神负担, 造成患者依从性较差, 从而影响治疗效果。

表 1: 膀胱灌注药物的不良事件

	药物及剂量	目的	不良事件
膀胱灌注 化疗	吡柔比星: 每次灌注 30-50 毫克, 以 5% 葡萄糖为溶剂, 稀释成 1mg/ml 的浓度灌注; 表柔比星: 每次灌注 50-80 毫克, 以生理盐水或者 5% 葡萄糖为溶剂, 稀释成 1mg/ml 的浓度灌注;	术后即刻灌注化疗能够杀灭术中播散或/和创面残留的肿瘤细胞, 能显著降低 NMIBC 患者的复发率。	造成 30% 左右的尿道刺激, 如排尿困难、尿频、尿急、血尿、膀胱炎。

	药物及剂量	目的	不良事件
	吉西他滨：每次灌药 1000~2000 毫克，以 10%生理盐水为溶剂，稀释成 20~40mg/ml 的浓度灌注； 丝裂霉素：每次灌药 20~60 毫克，以生理盐水为溶剂，稀释成 1mg/ml 的浓度灌注。		
膀胱灌注免疫治疗	卡介苗每次灌药 81~150 毫克，以 50ml 生理盐水稀释进行灌注。	BCG 是通过膀胱内灌注免疫制剂，诱导机体局部免疫反应，直接杀伤肿瘤细胞或诱导机体非特异性免疫应答，引起 Th1 细胞介导的免疫应答效应而间接发挥抗肿瘤作用。	尿道刺激的发生率高达 50%，并伴有 20%左右的全身不良反应，如发烧、疼痛、寒颤等。

数据来源：《膀胱癌诊疗指南 (2022 年版)》，西南证券整理

非肌层浸润性膀胱癌二线疗法仍然空白，空间巨大。NMIBC 患者具有多重强烈的未被满足的临床需求：第一，膀胱灌注药物失效后，没有良好的二线治疗方案选择，只能接受根治性膀胱全切除术；第二，膀胱灌注药物的安全性不如人意，膀胱化疗灌注和 BCG 灌注均会引起 30%-50%的尿道刺激和 20%的全身不良反应；第三，膀胱灌注是一种侵入性给药方式，患者依从性较差。因此，患者迫切需要具备新的抗肿瘤作用机制、疗效显著、安全性好、给药方便的新型治疗药物。

表 2：NMIBC 的现有治疗方案

	一线药物	二线药物
低危	化疗即刻灌注	暂无
中危	化疗/BCG 灌注	
高危	BCG 灌注	

数据来源：公司官网，西南证券整理

APL-1202 适应人群较广，且先发优势明显。全球目前仅有帕博利珠单抗于 2020 年 1 月获 FDA 批准用于治疗 BCG 无反应、高危型、伴有或不伴有乳头状肿瘤的原位癌 (CIS) 的非肌层浸润性膀胱癌 (NMIBC)，但根据膀胱癌诊疗指南，原位癌 (CIS) 仅占非肌层浸润性膀胱癌的 10%，人数较少。亚虹医药的 APL-1202 的关键性 II 期临床于 2019 年 9 月已完成患者入组，且适应症包括非肌层浸润性膀胱癌的 Ta 期病变、T1 期病变和 CIS，不但适应人群较广，且先发优势明显。

表 3：二线治疗 BCG 灌注失败的 NMIBC 全球在研药物

药物	靶点	企业	适应症	国外临床进展	国内临床进展
帕博利珠单抗	PD-1	MSD	BCG 无反应、高危型、伴有或不伴有乳头状肿瘤的原位癌 (CIS) 的非肌层浸润性膀胱癌	上市 (2020.1)	III (2022.2.7 启动)
APL-1202	MetAP2	亚虹医药	未经治疗的中危非肌层浸润性膀胱癌	-	一线：III (2020.11 启动) 二线：关键 II 期 (2017 年启动)
Vicineum VB4-845	EpCAM ADC	Sesen Bio、齐鲁	BCG 膀胱灌注治疗后失败非肌层浸润性膀胱癌	拒绝	III (2021.3.30 启动)
Instiladrin	腺病毒载体的基因疗法	Fer Gene	BCG 无应答的高级别非肌层浸润性膀胱癌 (NMIBC)	BLA	-
HX008	PD-1	乐普生物	BCG 无应答的高危非肌层浸润性膀胱癌	-	II (2020.11 启动)

数据来源：CDE，西南证券整理

2.2 APL-1202 临床数据良好，有望成为国内首个二线治疗方案

APL-1202（唯施可）是全球首个在抗肿瘤领域进入关键性/III期临床试验的口服、可逆性 MetAP2 抑制剂，也是国际上首个进入关键性/III期临床试验的非肌层浸润性膀胱癌（NMIBC）口服靶向治疗药物，有望填补该治疗领域的市场空白。目前正在开展多项适应症，包括联合表柔比星二线治疗化疗灌注复发的中高危 NMIBC，一线治疗中危 NMIBC，联合替雷利珠单抗用于 MIBC 的术前新辅助治疗等。

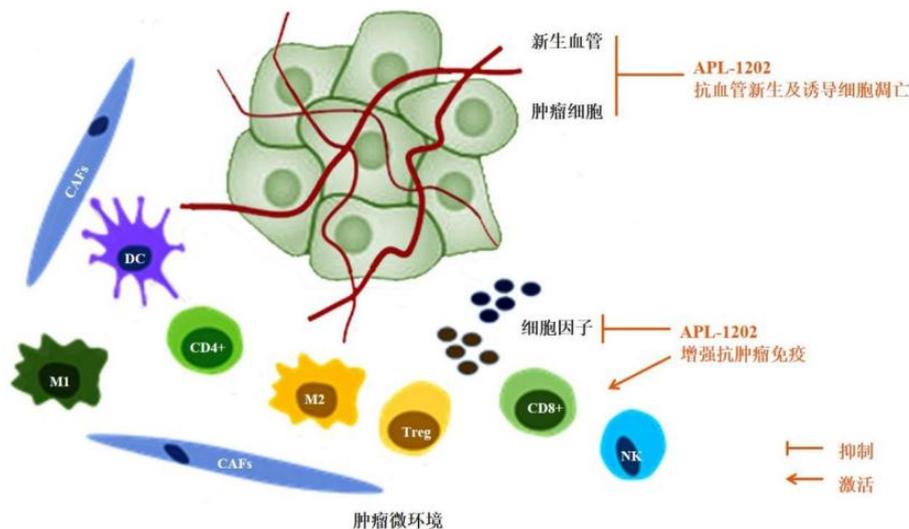
表 4：APL-1202 适应症一览

药品	靶点	市场	单药/联合疗法	适应症	临床阶段
APL-1202	MetAP2	中国	+表柔比星	二线治疗化疗灌注复发的中高危 NMIBC	关键性 II 期
			-	一线治疗中危 NMIBC	III
			+替雷利珠单抗	MIBC 的术前新辅助治疗	II
		美国	+替雷利珠单抗	MIBC 的术前新辅助治疗	II
			+BCG 灌注	二线治疗 BCG 灌注复发的中高危 NMIBC	I

数据来源：公司官网，西南证券整理

APL-1202 具有抗血管新生、诱导细胞凋亡以及增强抗肿瘤免疫的作用。APL-1202 可选择性地抑制 MetAP2 酶地活性，从而具有抗血管生成和抗肿瘤的活性。APL-1202 抑制 MetAP2 的活性会导致肿瘤抑制蛋白 p53 的激活，并增加细胞周期相关蛋白 p21 的表达，进而抑制血管内皮细胞的细胞周期转换和细胞周期进程，从而抑制血管内皮细胞的增殖，起到抑制血管新生的作用。另外，APL-1202 在肿瘤细胞中能够进一步激活细胞凋亡蛋白如 Caspase 3 蛋白，以及抑制抗凋亡蛋白如 Bcl-2 等的蛋白水平，从而诱导细胞凋亡。

图 6：APL-1202 抗肿瘤作用机制示意图



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

APL-1202 二线治疗化疗灌注复发的高危 NMIBC 疗效显著，较化疗灌注无复发率和中位 RFS 提升显著。APL-1202 的 II 期临床试验结果显示，与历史数据相比，化疗灌注复发的高危 NMIBC 患者经 APL-1202 治疗后，12 个月的无复发率为 51.3%，显著高于化疗灌注治疗 35% 的无复发率 ($p=0.017$)，中位无复发生存期 (mRFS) 由化疗灌注的 6.9 个月大幅提

升至超过 15 个月。同时, APL-1202 治疗开始后 12 个月内没有患者出现肌层浸润性进展, 患者 12 个月肌层浸润性进展率为 0, 初步体现出 APL-1202 良好的疗效。

图 7: APL-1202 二线治疗化疗灌注复发的中高危 NMIBC 的 II 期疗效数据



治疗手段	1年无复发率	中位 RFS (月)
电切后无灌注治疗 ¹	~25%	3-4
化疗灌注		
复发患者 ²	35%	6.9
naïve患者	40-45%	9.0
APL-1202		
复发患者	51.3%	> 15

疗效提高

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

APL-1202 二线治疗化疗灌注复发的中高危 NMIBC 安全性较化疗灌注和 BCG 灌注显著提升。 APL-1202 主要副作用只有胃肠道刺激, 发生率低于 10%, 与发生率极低的皮肤过敏, 显著优于目前临床使用的膀胱灌注化疗药物 (如丝裂霉素 MMC) 和免疫药物 (如卡介苗 BCG)。

表 5: APL-1202 二线治疗化疗灌注复发的中高危 NMIBC 的安全性数据

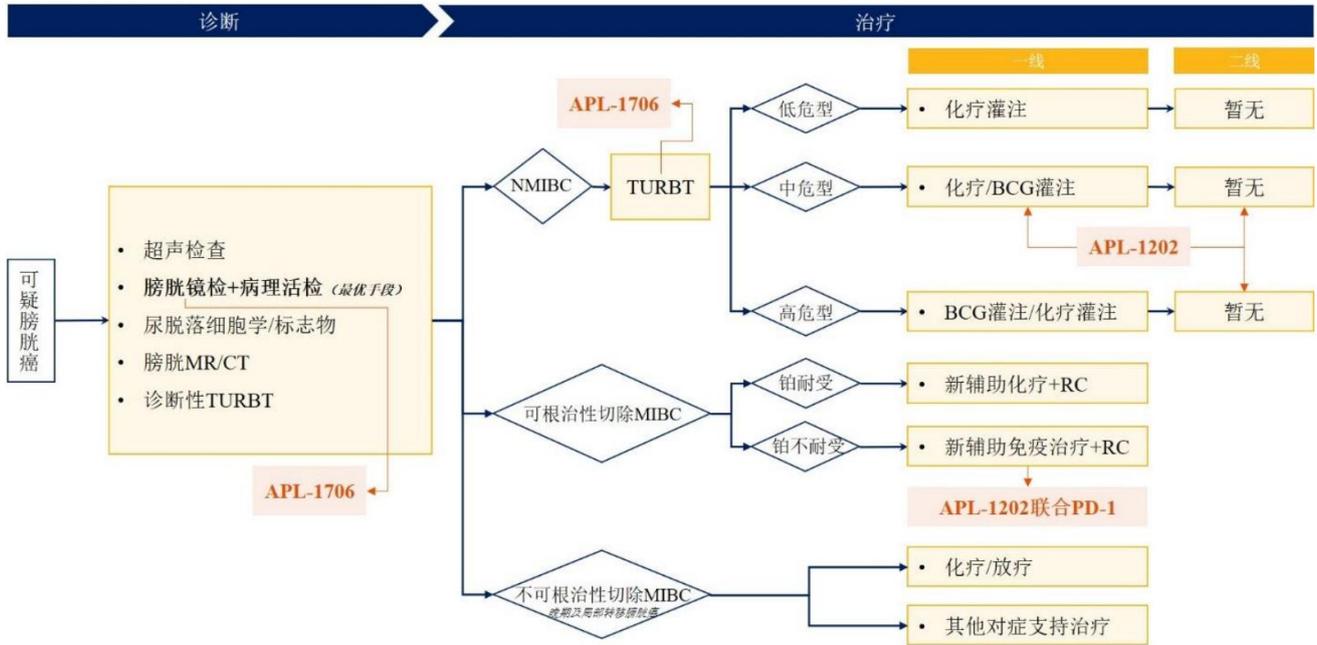
副作用	卡介苗 (%)	丝裂霉素 (%)	APL-1202 (%)
泌尿道系统			
尿痛/排尿困难	52	35	无
尿频	50	29	无
血尿	38	25	无
出血性膀胱炎	9	5	无
膀胱痉挛	8	4	无
排尿困难	4	1	无
全身性			
流感状	24	13	无
疼痛	20	10	无
发热	17	3	无
发寒	9	1	无
恶心、呕吐	7	5	1-10
皮肤过敏	3	7	1
因副作用退出临床试验	8.1	6.6	无

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

APL-1202 口服给药, 患者依从性优势明显。 在实施导尿管膀胱灌注的时候, 插导尿管往往带来一些痛苦。对于女性患者而言, 由于女性患者尿道较短、尿道相对较宽, 其插管过程一般较为顺利, 不会对患者造成较大的影响。但是对于男性患者而言, 由于其尿道相对较长, 在插管中会引发一定的不适。尤其是对于老年患者, 由于其前列腺有可能有增生存在,

因此插管会带来一定的不适，甚至引发感染发生。APL-1202 是口服药物，与 NMIBC 当前膀胱灌注治疗方法相比，口服治疗用药方便、无痛、安全，对尿道无损伤，存在明显的患者依从性优势。

图 8：APL-1202 应用场景



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

2.3 APL-1202 空间测算

APL-1202 关键假设：

假设 1：适应症及获批年份： APL-1202 联合表柔比星二线治疗化疗灌注复发的中高危 NMIBC 处于关键性 II 期临床，一线单药治疗中危 NMIBC 处于 III 期临床，联合替雷利珠单抗治疗 MIBC 的术前新辅助治疗处于临床 II 期，假设临床进展顺利，我们预计 APL-1202 联合表柔比星二线治疗化疗灌注复发的中高危 NMIBC 有望于 2024 年获批上市，一线单药治疗中危 NMIBC 有望于 2027 年获批上市，联合替雷利珠单抗治疗 MIBC 的术前新辅助治疗有望于 2027 年获批上市。假设 APL-1202 于 2025 年底纳入国家医保目录，2024-2026 年渗透率分别为 0.8%、1.4%和 5%。

假设 2：患者人数： 根据弗若斯特沙利文数据，我国膀胱癌 2022 年新发患者人数约 9.2 万人，假设非肌层浸润性膀胱癌患者占比 75%，中危患者人数占比约 40%，一线中危新发患者人数约 3 万人；由于 NMIBC 患者生存周期较长，5 年生存率超过 90%，存量患者人数远大于每年新发患者人数。NMIBC 患者接受化疗灌注后一年和五年的复发率分别为 38%和 62%，由此可推测出两年和三年的复发率分别为 44%、50%，且考虑到复发的 NMIBC 患者均为中高危，无低危患者，因此 2024-2031 年均复发 NMIBC 病人数约 10-12 万。

假设 3：价格及年治疗费用： 参考小分子药物的年治疗费用，假设上市后年治疗费用为 18 万元，2026 年纳入国家医保目录，纳入医保后降价 50%，对应年治疗费用 9 万元。

表 6: APL-1202 销售额预测

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
二线中高危 NMIBC 销售额 (亿元)			0.3	2.5	4.7	7.6	10.6	13.6	16.8	16.5
一线中危 NMIBC 销售额 (亿元)						0.8	2.3	3.2	4.1	5.1
MIBC 的术前新辅助治疗销售额 (亿元)						0.5	1.5	2.1	2.7	3.2
APL-1202 销售额 (亿元)			0.3	2.5	4.7	8.9	14.4	18.9	23.6	24.7

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3 APL-1702: 宫颈癌前病变的潜在 BIC 和 FIC 药物, 填补治疗空白

3.1 HSIL 存在巨大未满足治疗需求, 但治疗依然空白

20%的宫颈高级别鳞状上皮内病变患者存在进展为浸润性宫颈癌的风险。根据《子宫颈高级别上皮内病变管理的中国专家共识》, 宫颈癌前病变可分为宫颈低级别鳞状上皮内病变 (LSIL) 和宫颈高级别鳞状上皮内病变 (HSIL)。LSIL 多为 HPV 高危亚型一过性感染所致, 60%病变可自然消退, 30%病变持续存在, 约 10%病变 2 年内进展为 HSIL。HSIL 多为高危亚型 HPV 的持续感染所致, 约 20%的 HSIL 可能在 10 年内进展为浸润性宫颈癌。经常规治疗后, 癌变风险降至 0.7%。

图 9: 宫颈癌疾病发展进程


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

目前手术疗法易造成器质性损伤, 对于女性生育产生早产、流产等后遗症。《中国子宫颈癌筛查及异常管理相关问题专家共识》指出, 非妊娠期宫颈 HSIL 患者优先选择宫颈切除手术治疗, 最常见的治疗方式包括宫颈环形电切术 (LEEP) 和冷刀锥形切除术 (CKC)。然而, 这些手术治疗方法不良反应包括出血、感染、宫颈器质性损伤等, 宫颈器质性损伤可能引起早产、流产等生育功能方面的后遗症, 因此患有宫颈癌前病变的妇女, 尤其是育龄妇女对能够保留宫颈功能的非手术疗法有较强的治疗需求。此外, 研究表明, 即使患者经历了上述风险, 治疗后仍然有 23.5%-37% 的患者 HPV 持续阳性, 17.7%-37% 的患者治疗后可能复发。

表 7: LEEP 刀术后并发症

问题	具体表现
术后出血	出血是宫颈锥切术后最常见的并发症，一般多发生在手术后的一周左右，大部分为创面感染或结痂脱落所致，需要紧急处理的严重出血的发生率约 10%
宫颈粘连、宫颈功能不全	对于生育年龄女性，可能会在 LEEP 刀手术后，由于局部瘢痕挛缩、粘连，导致术后月经血没有办法及时引流出来，对生育造成不良影响。比如由于瘢痕的缩窄，导致分娩过程中难产。
复发风险	治疗后仍然有 23.5%-37% 的患者 HPV 持续阳性，17.7%-37% 的患者治疗后可能复发

数据来源：有来医生，西南证券整理

全球亟需治疗 HSIL 的药物获批上市，APL-1702 全球研发进展居前。目前，全球尚无针对 HSIL 的非手术治疗产品获批上市。全球共有 5 款创新药物正在开展临床试验，分为光动力治疗、治疗性疫苗、免疫治疗和小分子靶向药物。国内共有三款针对 HSIL 或 CIN2/3 的治疗性药物进入临床试验，包括两款光动力治疗药物和一款治疗性疫苗。APL-1702 全球研发进展居前。

表 8: 全球及国内 HSIL 或 CIN2/3 临床在研创新药物管线

药物类型	通用名	公司	给药方式	适应症	临床阶段
光动力治疗	APL-1702	亚虹医药	宫颈局部给药	HSIL	III
治疗性疫苗	VGX-3100	Inovio/东方略生物	肌肉注射/电穿孔	HPV-16/18 感染相关 HSIL	FDA 建议重新设计 III 期临床试验
光动力治疗	ALA	复旦张江	局部用药	CIN2 合并 p16 蛋白阳性且高危型 HPV 感染	II
免疫治疗	IRX-2	Brooklyn	宫颈粘膜下注射	CIN3	II
免疫治疗	帕博利珠单抗	默沙东	静脉注射	CIN2/3	II
小分子靶向药	Artesunate	Frantz Viral	阴道给药	CIN2/3	II

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.2 全球首个非手术治疗 HSIL 光动力产品，疗效和安全性优势明显

APL-1702 目前处于临床 III 期，亚虹医药拥有全球独家开发和商业化权益。APL-1702 (希维她) 是集药物和器械为一体的光动力治疗产品，其活性成分是 5-氨基酮戊酸己酯 (HAL)。APL-1702 的宫颈高级别鳞状上皮内病变 (HSIL) 适应症于 2020 年 7 月启动国际多中心 III 期临床试验，公司拥有 APL-1702 在全球独家开发和商业化权益。

表 9: APL-1702 适应症一览

药品	靶点	市场	单药/联合疗法	适应症	临床阶段
APL-1702	光动力药械	全球	-	宫颈高级别鳞状上皮内病变 (HSIL)	III

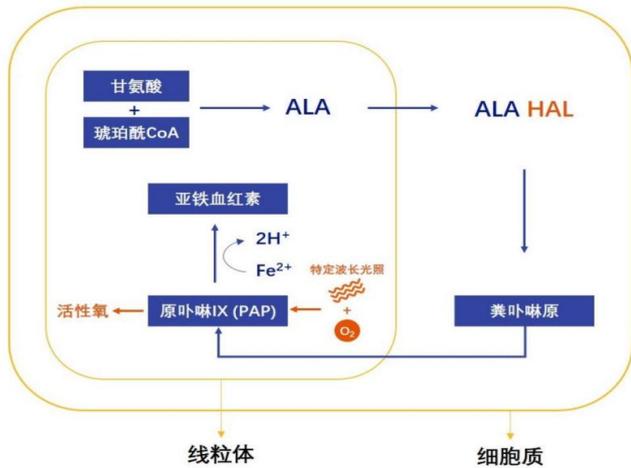
数据来源：公司官网，西南证券整理

APL-1702 经过特定波长的光波照射后，诱导病变癌细胞凋亡和坏死。光动力治疗是一种基于靶细胞中蓄积的光敏剂在光照下产生大量活性氧，进而诱导病变细胞凋亡、坏死的疗法。APL-1702 的活性成分 HAL 是 5-氨基酸戊酸 (ALA) 的己酯，细胞吸收性比 ALA 更好，

进入细胞后被分解为 ALA。ALA 为亚铁血红素生物合成过程中的一种内源性物质，在细胞内可转化为原卟啉 IX (PpIX)，即光活性卟啉 (PAP)，PAP 可与亚铁离子结合产生血红素。

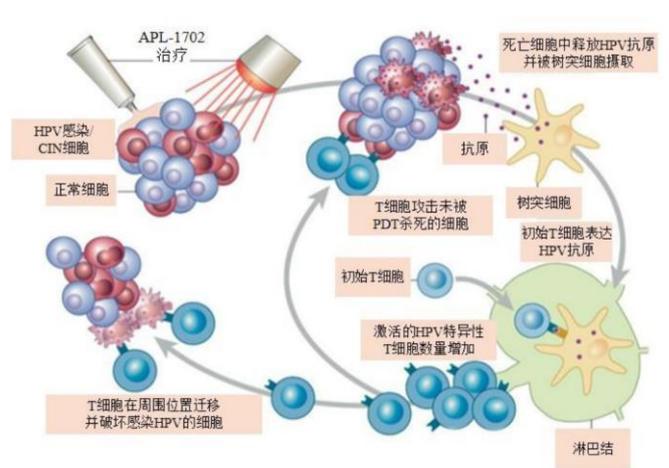
PAP 在细胞内的合成量与细胞的代谢程度成正比，由于感染 HPV 病毒的病变细胞或癌前病变细胞的代谢比正常细胞快，而病变细胞有限的酶难以将 PAP 充分转化为亚铁血红素，从而导致 PAP 在病变细胞中积聚。PAP 经过特定波长的光波照射后被激活，激活的 PAP 与组织氧作用生成活性氧，后者在诱导病变细胞凋亡、坏死，从而消灭病变细胞。另外，细胞在凋亡过程中释放 HPV 抗原，刺激宿主免疫系统，进而增加了 T 淋巴细胞水平，帮助杀死感染 HPV 的细胞。

图 10：细胞内光活性物质代谢示意图



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 11：APL-1702 的作用机理示意图



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

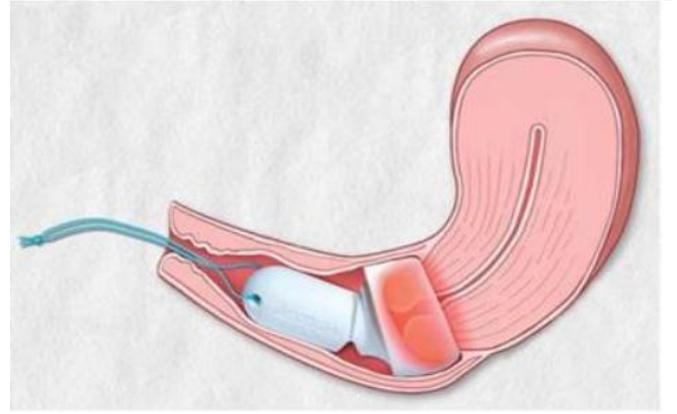
APL-1702 使用方便，治疗期间患者可自由活动。APL-1702 进行治疗时，医生将药物软膏施于器械装置上，然后将器械放在患者的宫颈口上，之后患者即可离开医院。治疗期间患者可自由活动，治疗结束后可自行取出装置，操作简便，不受医疗设备和环境限制。治疗次数为 1-2 次。

图 12：APL-1702 软膏使用方式



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 13：APL-1702 软膏和器械在子宫颈上的应用图示



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

APL-1702 对 HPV 病毒清除作用显著高于安慰剂组，且安全性良好。 APL-1702 的合作方 Photocure 在欧洲和美国完成了一项随机、双盲、安慰剂对照的多中心 II b 期临床试验。研究结果显示，APL-1702 对 HSIL 治疗效果显著并对 HPV 病毒具有有效的清除作用，且适用于所有 HPV 病毒亚型感染所致的 HSIL。组织学再评估研究结果显示，对于分级为 HSIL 且病变面积超过 15% 宫颈面积的患者，6 个月随访时，5% HAL 治疗组 (N=21) 的应答率为 76%，显著高于安慰剂组的 28%；研究结果还显示，APL-1702 拥有显著的 HPV 病毒清除作用，5% HAL 治疗组 (n=38) 9 个月后的 HPV 病毒清除率为 58% (22/38)，显著高于安慰剂组 (n=44) 34% (15/44) 的清除率 (p=0.045)。APL-1702 亦展现出良好的安全性，没有发生药物相关的严重不良事件或全身不良反应。

3.3 APL-1702 空间测算

APL-1702 关键假设：

假设 1：适应症及获批年份： APL-1702 治疗宫颈高级别鳞状上皮内病变 (HSIL) 适应症处于临床三期，我们假设 APL-1702 于 2023 年底完成三期临床并递交上市申请，有望于 2024 年获批上市。假设 2025 年底纳入国家医保目录。2024-2026 年渗透率分别为 0.2%、3.3% 和 11.6%。

假设 2：患者人数： 根据公司招股说明书，我国 2020 年 HSIL 人数约 210 万人，根据子宫颈高级别上皮内病变管理的中国专家共识，在 CIN2 中，50% 患者会在两年内自然消退，32% 持续存在，只有 18% 进展为 CIN3。根据进展率，82% 的 HSIL 为 CIN2，18% 为 CIN3，因此 CIN2 人数约 172 万人，CIN3 人数约 38 万人。考虑到 32% 的 CIN2 患者病情持续存在，CIN3 发展为浸润癌的终身风险为 40%，假设 30% 的 CIN2 和 60% 的 CIN3 患者有治疗需求，2020 年有治疗需求的 CIN2 和 CIN3 患者人数为 74 万人。

假设 3：价格及年治疗费用： 假设光动力疗法一次为 8000 元，两次 1.6 万，假设 APL-1702 于 2025 年纳入国家医保目录，纳入医保后降价 50%，一次为 4000 元，两次 8000 元。

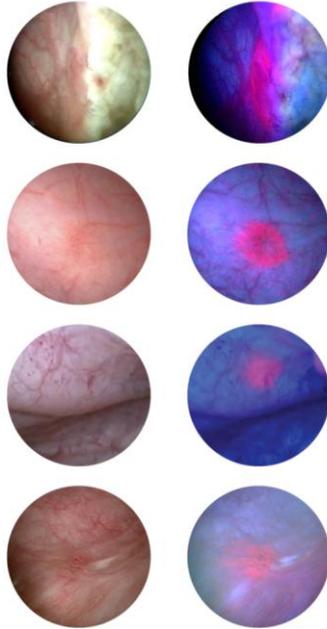
表 10：APL-1702 销售额预测

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
APL-1702 销售额 (亿元)			0.1	3.6	7	13.4	16.7	18.8	20.2	19.3

数据来源：公司官网，西南证券整理

4 APL-1706：全球唯一获批辅助膀胱癌诊断或手术的蓝光显影剂类药物，较白光检出率显著升高

海克威是全球唯一获批的辅助膀胱癌诊断或手术的显影剂类药物。 海克威 (APL-1706) 是目前全球唯一获批的辅助膀胱癌诊断或手术的显影剂类药物，通过与蓝光膀胱镜的联合使用可以有效提高非肌层浸润性膀胱癌的检出率，使切除手术更完全，从而降低肿瘤复发率。使用时，医生将 APL-1706 溶解成缓冲液灌注到患者的膀胱，显影剂在被肿瘤组织高度选择性吸收后，在特定的蓝光照射下，肿瘤病灶会清晰地显示出与正常组织显著不同的红色荧光，从而协助膀胱镜下的诊断和手术切除。海克威已于 2022 年 2 月收到国家药品监督管理局开展 III 期临床试验批准的通知，预计于 2023 年 Q3 公布临床结果。此外，APL-1706 已被纳入乐城全球特药险版特药目录。

图 14：白光膀胱镜（左图）与使用 APL-1706 后蓝光膀胱镜（右图）下成像对比图


数据来源：Photocure 公司官网，西南证券整理

海克威在欧美指南中均作为膀胱癌诊断的一线用药。APL-1706 由 Photocure 公司开发，目前已经在全球 30 多个国家获批上市，其商品名为 Hexvix®（在美国上市的商品名为 Cysview®）。APL-1706 在多年的临床应用中显示出良好的安全性和有效性，在欧洲泌尿外科协会（EAU）、美国泌尿外科协会（AUA）和英国国家卫生与临床优化研究院（NICE）等推荐的 NMIBC 指南中均作为膀胱癌诊断的一线用药。

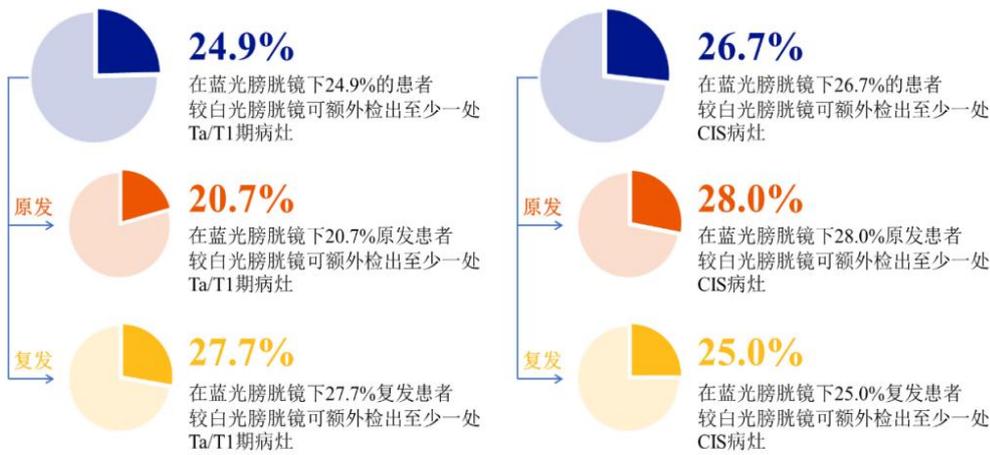
表 11：Cysview 获多个指南推荐为膀胱癌诊断的一线用药

政策	国家	内容
美国泌尿外科协会（AUA）	美国	BLC 已经被证实可以将原位癌（CIS）的检出率提升 20%-40%
欧洲泌尿外科协会（EAU）	欧洲	BLC 可以较 WLC 将膀胱肿瘤诊断的敏感性提高 20% 左右，对怀疑有膀胱原位癌或尿细胞学检查阳性而 WLC 检查正常时，推荐使用 BLC 替代膀胱随机活检做检查（推荐等级为 B）

数据来源：AUA、EAU，西南证券整理

APL-1706 联合蓝光膀胱镜能够有效提升膀胱癌的检出率。Cysview 于 2010 年获得美国食品和药物管理局的批准，用于 Karl Storz D-Light C PDD 系统，蓝光（BL）设置作为检测非肌肉的 WL 设置的辅助手段在先前膀胱镜检查的基础上怀疑或已知有病变的患者的膀胱浸润性乳头状癌。研究表明，APL-1706 联合蓝光膀胱镜使用与单独使用白光膀胱镜相比，对膀胱乳头状癌的检出率显著提高 24.9%，其中对原发患者提高 20.7%，对复发患者提高 27.7%。膀胱原位癌（CIS）由于呈扁平型态，难以通过白光镜直接观察。APL-1706 联合蓝光膀胱镜使用与单独使用白光膀胱镜相比，CIS 检出率提高了 26.7%，其中对原发患者提高 28.0%，对复发患者提高 25.0%。

一项荟萃分析回顾了 1345 例已知或疑似非肌肉浸润性膀胱癌患者的前瞻性研究的原始数据，其中 BL（蓝光）作为 WL 膀胱镜检查的辅助手段。BL 膀胱镜检查发现 Ta 肿瘤（14.7%； $P < .001$ ）和 CIS 病变（40.8%； $P < .001$ ）明显多于白光（WL）膀胱镜检查。此外，使用 BL 与 WL 膀胱镜检查相比，长达 12 个月的复发率总体显著降低（34.5% 对 45.4%； $P = 0.006$ ）。

图 15: APL-1706 联合蓝光膀胱镜能够有效提升膀胱癌的检出率


数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 关键假设及收入预测

假设 1: APL-1202 (唯施可) 是全球首个在抗肿瘤领域进入关键性/III 期临床试验的口服、可逆性 MetAP2 抑制剂, 也是国际上首个进入关键性/III 期临床试验的非肌层浸润性膀胱癌 (NMIBC) 口服靶向治疗药物。假设 APL-1202 联合表柔比星二线治疗化疗灌注复发的中高危 NMIBC 于 2024 年获批上市, 一线单药治疗中危 NMIBC 于 2027 年获批上市, 联合替雷利珠单抗治疗 MIBC 的术前新辅助治疗于 2027 年获批上市。假设 APL-1202 于 2025 年底纳入国家医保目录, 2024-2026 年渗透率分别为 0.8%、1.4% 和 5%, 对应收入为 0.3、2.5 和 4.7 亿元。

假设 2: APL-1702 (希维她) 是集药物和器械为一体的光动力治疗产品, 假设 APL-1702 治疗宫颈高级别鳞状上皮内病变 (HSIL) 适应症于 2024 年获批上市, 2025 年底纳入国家医保目录。2024-2026 年渗透率分别为 0.2%、3.3% 和 11.6%, 对应收入为 0.1、3.6 和 7 亿元。

随着 APL-1202、APL-1702 和 APL-1706 适应症的逐步落地, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 0.4、6.1 和 11.7 亿元。

表 12: 公司收入预测

	2024E	2025E	2026E
合计 (亿元)	0.4	6.1	11.7
APL-1202 (亿元)	0.3	2.5	4.7
APL-1702 (亿元)	0.1	3.6	7

数据来源: wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们采用 PS 和市值/研发投入两种方法进行估值，选取商业化起步的 Biotech 公司作为可比公司，包括泽璟制药、迪哲医药和百利天恒，可比公司 2025 年 PS 为 13.2 倍，亚虹医药 2025 年 PS 为 10 倍，低于行业平均估值，给予公司 2025 年 15 倍 PS 估值，对应目标价 16.1 元。

采用市值/研发投入估值，可比公司 2023 年市值/研发费用为 41 倍，亚虹医药 2023 年的市值/研发费用为 22.6 倍，低于行业平均估值。给予公司 2023 年 35 倍市值/研发费用，对应目标价 16.6 元。

考虑到亚虹医药尚无产品上市，短期内无法贡献销售收入，我们认为市值/研发投入估值更适合公司的整体估值。亚虹医药研发实力强劲，研发管线落地在即，给予公司 2023 年 35 倍市值/研发费用，对应目标价 16.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 13：可比公司市值/研发投入估值

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	研发投入 (亿元)			市值/研发投入 (倍)		
			22A	23E	24E	22A	23E	24E
688266.SH	泽璟制药	113	4.9	5	5.5	23.1	22.6	20.5
688192.SH	迪哲医药	136	6.6	7	7.2	20.6	19.4	18.9
688506.SH	百利天恒	324	3	4	5	108	81	65
平均值						50.5	41	34.8
688176.SH	亚虹医药	61	2.4	2.7	3	25.4	22.6	20.3

数据来源：Wind，西南证券整理。*23E 和 24E 研发投入根据我们的测算，参考企业目前研发投入以及管线未来潜在研发投入

表 14：可比公司 PS 估值

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	销售收入 (亿元)			PS (倍)		
			23A	24E	25E	23A	24E	25E
688266.SH	泽璟制药	113	6.5	12.6	20.6	17.4	8.9	5.5
688192.SH	迪哲医药	136	1.1	5	11.5	123	27.2	11.8
688506.SH	百利天恒	324	6.5	6	14.6	49.8	54	22.2
平均值						63.4	30	13.2
688176.SH	亚虹医药	61	0	0.4	6.1	-	-	10

数据来源：Wind，西南证券整理。*2023-2025 年营业收入采取 wind 一致预测

6 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，药品降价风险，医药行业政策风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	0.03	0.00	40.00	610.00	净利润	-246.59	-202.57	-339.58	-118.23
营业成本	0.01	0.00	10.00	120.00	折旧与摊销	8.59	5.07	6.64	12.27
营业税金及附加	0.49	0.00	0.00	0.12	财务费用	-25.53	0.20	0.20	0.40
销售费用	14.59	0.00	80.00	305.00	资产减值损失	-1.83	0.00	0.00	0.00
管理费用	73.71	0.00	80.00	91.50	经营营运资本变动	2.76	-46.69	-3.10	192.22
财务费用	-25.53	0.20	0.20	0.40	其他	20.63	-27.74	-23.75	-32.59
研发费用	240.00	270.00	300.00	300.00	经营活动现金流净额	-241.96	-271.73	-359.59	54.06
资产减值损失	-1.83	0.00	0.00	0.00	资本支出	-30.90	-20.00	-50.00	-200.00
投资收益	10.05	0.00	0.00	0.00	其他	-1287.11	25.32	29.19	30.95
公允价值变动损益	47.53	25.32	29.19	30.95	投资活动现金流净额	-1318.01	5.32	-20.81	-169.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-247.55	-203.88	-341.01	-120.07	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.29	1.92	2.59	2.26	股权融资	6.95	0.00	0.00	0.00
利润总额	-245.27	-201.96	-338.42	-117.81	支付股利	0.00	49.32	40.51	67.92
所得税	1.33	0.60	1.16	0.43	其他	-38.00	-5.13	-0.20	-0.40
净利润	-246.59	-202.57	-339.58	-118.23	筹资活动现金流净额	-31.05	44.19	40.31	67.52
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	-1583.67	-222.22	-340.09	-47.47
归属母公司股东净利润	-246.59	-202.57	-339.58	-118.23					
财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1035.03	812.80	472.71	425.25	成长能力				
应收和预付款项	18.99	0.00	24.16	108.25	销售收入增长率	470.40%	-100.00%	-	1425%
存货	2.79	-2.40	4.00	33.60	营业利润增长率	-3.86%	17.64%	-67.26%	64.79%
其他流动资产	1703.28	1703.28	1703.28	1705.11	净利润增长率	-4.96%	17.85%	-67.64%	65.18%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-14.46%	24.91%	-68.25%	67.86%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	19.13	37.43	84.15	275.25	毛利率	73%	100%	75%	80%
无形资产和开发支出	21.79	19.64	17.48	15.33	三费率	-	-	401%	65%
其他非流动资产	72.78	71.57	70.35	69.14	净利率	-	-	-849%	-19%
资产总计	2873.78	2642.31	2376.14	2631.92	ROE	-9%	-8%	-15%	-5%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-9%	-8%	-14%	-4%
应付和预收款项	70.39	0.00	32.90	339.00	ROIC	1561%	-1725%	-506%	-101%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-	-	-835%	-18%
其他负债	32.59	22.31	22.31	22.31	营运能力				
负债合计	102.98	22.31	55.21	361.31	总资产周转率	0.00	0.00	0.02	0.24
股本	570.00	570.00	570.00	570.00	固定资产周转率	0.00	0.00	0.66	3.39
资本公积	2847.75	2847.75	2847.75	2847.75	应收账款周转率	2.43	0.00	10.00	17.68
留存收益	-644.52	-797.76	-1096.83	-1147.1	存货周转率	0.00	0.00	3.33	5.71
归属母公司股东权益	2770.80	2619.99	2320.92	2270.61	资本结构				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	0.04	0.01	0.02	0.14
股东权益合计	2770.80	2619.99	2320.92	2270.61	带息债务/总负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益合计	2873.78	2642.31	2376.14	2631.92	流动比率	34.22	-	67.00	6.70
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	速动比率	34.18	-	66.87	6.60
EBITDA	-264.49	-198.62	-334.17	-107.40	股利支付率	0.00	0.24	0.12	0.57
PE	-24.99	-30.42	-18.14	-52.12	每股指标				
PB	2.22	2.35	2.65	2.71	每股收益	-0.43	-0.36	-0.60	-0.21
PS	236122	-	154.04	10.10	每股净资产	4.86	4.60	4.07	3.98
EV/EBITDA	-12.74	-18.05	-11.75	-36.99	每股经营现金	-0.42	-0.48	-0.63	0.09
股息率	0.00	-	-	-	每股股利	0.00	-0.09	-0.07	-0.12

数据来源: Wind, 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。如引用须注明出处为“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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
