

业绩符合预期，聚力加速优势研发项目

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年年度报告, 报告期内实现营业收入 2 亿元, 归母净利润为 -3.8 亿元, 业绩符合预期。
- **APL-1702 国内递交 NDA, 积极寻求合作开发海外市场的机会。** 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 的国际多中心 III 期临床试验获得成功, 在主要疗效终点方面, APL-1702 治疗组的应答率较安慰剂对照组的应答率提高了 89.4% (41.1% vs. 21.7%, $p = 0.0001$), 表现出显著的疗效。APL-1702 的上市申请于 2024 年 5 月获国家药品监督管理局受理。公司已 于 2024 年 12 月获得美国 FDA 沟通交流会议的反馈意见, 与 FDA 就关于支持 APL-1702 美国上市的另一项三期临床设计达成一致。目前公司正在积极寻找海外合作伙伴, 准备该项美国三期临床试验申请。
- **围绕专注领域深度布局, 自研小分子及 ADC 创新药物。** APL-2302 是公司基于 TAIDD 平台自主研发的 USP1 口服小分子抑制剂。APL-2302 单药对携带 BRCA1/2mut 或 HRD+ 的肿瘤细胞具有强效的杀伤作用; 联合 PARP 抑制剂, 对肿瘤细胞杀伤具有显著的协同作用。APL-2302 分别于 2024 年 10 月和 2025 年 1 月获得美国 FDA 和中国 NMPA 批准开展临床试验。该临床研究已于 2025 年 3 月完成 I a 期首例受试者入组。APL-2401 是公司自主研发的高选择性生长因子受体 FGFR2/3 抑制剂, 有望于 2025 年底前获得临床批件。APL-2501 是公司自主研发的搭载专有亲水性连接子、基于拓扑异构酶抑制剂的抗 CLDN6/9 抗体药物偶联物 (ADC), 有望于 2026 年中期递交 IND。
- **销售持续放量, 启动商业化运营 2.0 升级。** 马来酸奈拉替尼片和培唑帕尼片销售快速放量, 市场份额占比分别为 27% 和 12%。公司 2025 年 3 月成功引入剂甲磺酸艾立布林注射液, 用于晚期乳腺癌的治疗。公司将于 2025 年启动商业化运营 2.0 升级, 招聘首席商务官, 全面负责商业化运营; 进一步优化组织架构、强化商业化运营的组织能力; 有计划有规划地扩充商业化团队; 设立五年业务目标, 逐步成为女性健康领域的领导者。
- **盈利预测:** 随着 APL-1702、APL-1706 和仿制药的落地及放量, 我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 3、5 和 7.4 亿元。
- **风险提示:** 研发进展或不及预期、核心品种商业化进展或不及预期、政策风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	201.56	302.34	503.91	743.26
增长率	1365.55%	50.00%	66.67%	47.50%
归属母公司净利润 (百万元)	-384.06	-427.28	-431.24	-403.06
增长率	4.09%	-11.25%	-0.93%	6.54%
每股收益 EPS (元)	-0.67	-0.75	-0.76	-0.71
净资产收益率 ROE	-19.50%	-27.71%	-38.82%	-56.94%
PE	-12.51	-11.25	-11.14	-11.92
PB	2.44	3.12	4.33	6.79

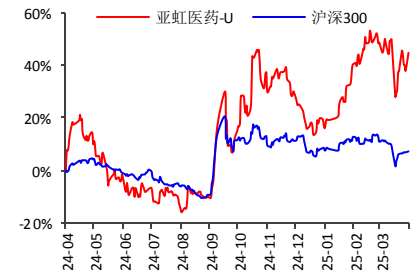
数据来源: Wind, 西南证券

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: Wind

基础数据

总股本(亿股)	5.70
流通 A 股(亿股)	3.78
52 周内股价区间(元)	4.71-8.69
总市值(亿元)	48.05
总资产(亿元)	22.23
每股净资产(元)	3.46

相关研究

1. 亚虹医药 (688176): 商业化稳步推进, APL-1702 国内递交 NDA (2024-08-30)
2. 亚虹医药 (688176): APL-1702 NDA 在即, 期待商业化放量 (2024-04-22)

盈利预测

关键假设：

假设 1：APL-1702 术治疗宫颈高级别鳞状上皮内病变（HSIL）于 2024 年递交 NDA，假设 2025 年下半年上市，2026 年底纳入国家医保目录，假设 2026-2027 年渗透率分别为 1%和 4%，我们预计 APL-1702 于 2026-2027 年收入为 1.2 和 2.9 亿元。

假设 2：两款仿制药品种，培唑帕尼片和奈拉替尼。其中培唑帕尼 2024 年样本医院收入达 0.8 亿元，假设全国市场销售额 5 倍放大，对应全国市场销售额近 4 亿元，培唑帕尼共有四家生产并销售，分别是诺华、齐鲁、正大天晴和亚虹医药，竞争较激烈，假设 2025-2027 年亚虹医药市占率 22%、25%和 30%，对应收入 0.9、1 和 1.2 亿元。

假设 3：奈拉替尼 2024 年样本医院收入达 1 亿元，假设全国市场销售额 5 倍放大，对应全国市场销售额近 5 亿元。奈拉替尼仅 Puma Biotechnology 和亚虹两家生产并销售，竞争格局良好。假设亚虹医药市占率分别为 40%、45%和 50%，对应收入为 2、2.25 和 2.5 亿元。

假设 4：甲磺酸艾立布林 2024 年全国销售额约 1 亿元，生产厂家共 5 家，包括卫材、青峰药业、正大天晴、博瑞制药、西岭源药业（亚虹医药）。假设亚虹医药 2025-2027 年市占率分别为 10%、15%和 20%，对应收入 0.1、0.15 和 0.2 亿元。

仿制药收入合计达 3、3.4 和 3.9 亿元。

不考虑对外授权产生的许可费收入，仅考虑 APL-1702、APL-1706 和仿制药收入，我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 3、5 和 7.4 亿元。

表：公司收入预测（亿元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计	2	3	5	7.4
APL-1702			1.2	2.9
APL-1706			0.4	0.6
仿制药收入	2	3	3.4	3.9

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

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	628.20	151.17	251.95	371.63	营业收入	201.56	302.34	503.91	743.26
应收票据及账款	59.90	66.27	96.64	122.18	营业成本	49.30	73.95	123.25	181.80
预付账款	17.63	24.85	38.66	50.91	税金及附加	1.28	1.92	3.20	4.71
其他应收款	11.63	16.57	24.85	32.58	销售费用	185.49	241.87	352.73	445.96
存货	5.84	8.10	11.82	14.94	管理费用	77.26	84.66	90.70	96.62
其他流动资产	807.75	839.06	960.29	1104.26	研发费用	311.92	332.58	352.73	371.63
流动资产总计	1530.95	1106.02	1384.21	1696.50	财务费用	-16.24	2.51	14.87	41.32
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-1.01	-1.52	-2.53	-3.74
固定资产	85.45	68.74	52.02	35.30	信用减值损失	-4.51	-6.77	-11.28	-16.64
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	53.98	43.07	32.17	21.26	投资收益	14.73	10.20	10.20	10.20
长期待摊费用	5.96	2.98	0.00	0.00	公允价值变动损益	9.72	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	546.66	546.66	546.66	546.66	资产处置收益	0.05	0.02	0.02	0.02
非流动资产合计	692.05	661.44	630.84	603.22	其他收益	4.66	4.51	4.51	4.51
资产总计	2222.99	1767.47	2015.05	2299.72	营业利润	-383.81	-428.71	-432.68	-404.44
应付票据及账款	49.54	60.78	84.42	99.62	营业外收入	0.00	1.63	1.63	1.63
其他流动负债	81.27	108.33	156.66	200.13	营业外支出	2.99	1.03	1.03	1.03
流动负债合计	197.06	185.43	879.72	1581.14	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	49.95	34.20	19.60	6.72	利润总额	-386.80	-428.11	-432.08	-403.84
其他非流动负债	5.61	5.61	5.61	5.61	所得税	-0.80	0.03	0.03	0.03
非流动负债合计	55.56	39.81	25.21	12.32	净利润	-386.00	-428.14	-432.11	-403.87
负债合计	252.62	225.24	904.93	1593.47	少数股东损益	-1.94	-0.86	-0.87	-0.81
股本	570.00	570.00	570.00	570.00	归属母公司股东净利润	-384.06	-427.28	-431.24	-403.06
资本公积	2883.62	2883.62	2883.62	2883.62	EBITDA	-368.08	-395.00	-386.61	-334.90
留存收益	-1484.21	-1911.50	-2342.74	-2745.80	NOPLAT	-427.05	-426.25	-417.88	-363.25
归属母公司权益	1969.41	1542.12	1110.88	707.82	EPS(元)	-0.67	-0.75	-0.76	-0.71
少数股东权益	0.97	0.11	-0.76	-1.57					
股东权益合计	1970.37	1542.23	1110.12	706.25	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
负债和股东权益合计	2222.99	1767.47	2015.05	2299.72	成长能力				
					营收增长率	1365.55%	50.00%	66.67%	47.50%
					营业利润增长率	5.00%	-11.70%	-0.92%	6.53%
					EBIT 增长率	8.35%	-5.60%	1.97%	13.11%
					EBITDA 增长率	11.36%	-7.31%	2.13%	13.38%
					归母净利润增长率	4.09%	-11.25%	-0.93%	6.54%
					经营现金流增长率	-6.72%	1.40%	-19.87%	4.62%
					盈利能力				
					毛利率	75.54%	75.54%	75.54%	75.54%
					净利率	-191.50%	-141.61%	-85.75%	-54.34%
					营业利润率	-190.42%	-141.80%	-85.86%	-54.41%
					ROE	-19.50%	-27.71%	-38.82%	-56.94%
					ROA	-17.28%	-24.18%	-21.40%	-17.53%
					ROIC	-263.81%	-99.66%	-90.59%	-57.03%
					估值倍数				
					P/E	-12.51	-11.25	-11.14	-11.92
					P/S	23.84	15.89	9.54	6.46
					P/B	2.44	3.12	4.33	6.79
					股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					EV/EBIT	-5.78	-8.75	-10.38	-13.68
					EV/EBITDA	-6.33	-9.43	-11.20	-14.81
					EV/NOPLAT	-5.45	-8.74	-10.36	-13.66
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E					
税后经营利润	-386.00	-443.43	-447.40	-419.16					
折旧与摊销	34.96	30.60	30.60	27.62					
财务费用	-16.24	2.51	14.87	41.32					
投资损失	-14.73	-10.20	-10.20	-10.20					
营运资金变动	-81.60	-13.80	-105.45	-133.94					
其他经营现金流	38.67	15.31	15.31	15.31					
经营性现金净流量	-424.95	-419.01	-502.26	-479.05					
资本支出	6.57	0.00	0.00	-0.00					
长期投资	804.84	0.00	0.00	0.00					
其他投资现金流	-1.02	10.18	10.18	10.18					
投资性现金净流量	797.25	10.18	10.18	10.18					
短期借款	-7.15	-49.93	622.33	642.75					
长期借款	-0.81	-15.75	-14.60	-12.89					
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00					
资本公积增加	20.57	0.00	0.00	0.00					
其他筹资现金流	-89.61	-2.51	-14.87	-41.32					
筹资性现金净流量	-77.01	-68.19	592.86	588.55					
现金流量净额	293.34	-477.03	100.78	119.68					

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。

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn