

2025 年 10 月 31 日

证券研究报告·2025 年三季报点评

亚虹医药-U (688176) 医药生物

当前价: 10.29 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩符合预期，收入持续攀升

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年第三季度报告, 报告期内实现营业收入 8617 万元 (+47.4%), 年初至报告期末实现营业收入 2.2 亿元 (+55.7%), 归母净利润为 -2.5 亿元, 业绩符合预期。
- **APL-1702 上市进入冲刺阶段, 全力推进首发上市准备。** 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 的上市申请于 2024 年 5 月获国家药品监督管理局受理。公司将 APL-1702 上市审评审批工作列为首要目标, 重点配置资源全力推进。公司于 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。APL-1702 治疗宫颈高级别鳞状上皮内病变 III 期结果优异, 首次治疗后 6 个月时, APL-1702 组和安慰剂对照组的组织病理学改善率分别为 53.8% 和 36.4% ($p=0.001$)。APL-1702 组的高危 HPV 清除率为 28.0%, 而安慰剂组为 19.8% ($p=0.086$)。
- **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-1401 是一款强效、选择性的多巴胺 β -羟化酶 (DBH) 抑制剂, 公司开展了一项在中重度活动性溃疡性结肠炎患者中评价 APL-1401 的安全性、耐受性、药代动力学和初步有效性的 I b 期随机、双盲研究。该研究剂量爬坡已完成, 展现出良好的安全性, 并在仅 4 周治疗周期中观察到积极的疗效信号, 公司计划在更大规模的中重度活动性溃疡性结肠炎 (UC) 患者群体中, 进一步评估该潜在 First-in-class 疗法在 12 周治疗周期中的疗效。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, 稳步推进商业化 2.0 升级。** 马来酸奈拉替尼片和培唑帕尼片销售快速放量, 2025 年上半年实现收入 1.3 亿元, 完成年初设定的上半年业务目标。公司 2025 年 3 月成功引入甲磺酸艾立布林注射液 (欧纳琳®), 用于晚期乳腺癌的治疗。欧纳琳于 2025 年 9 月在多城首方落地, 与公司现有用于早期乳腺癌辅助治疗的产品欧优比® (马来酸奈拉替尼片) 协同, 实现了对乳腺癌早期和晚期治疗阶段的全面覆盖。
- **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 8 亿元。
- **风险提示:** 研发进展不及预期风险、商业化进展不及预期风险、医药政策风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	201.56	302.34	503.91	801.21
增长率	1365.55%	50.00%	66.67%	59.00%
归属母公司净利润 (百万元)	-384.06	-427.28	-431.24	-434.34
增长率	4.09%	-11.25%	-0.93%	-0.72%
每股收益 EPS (元)	-0.67	-0.75	-0.76	-0.76
净资产收益率 ROE	-19.50%	-27.71%	-38.82%	-64.20%
PE	-15.30	-13.76	-13.63	-13.53
PB	2.98	3.81	5.29	8.69

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)	5.71
流通 A 股(亿股)	4.36
52 周内股价区间(元)	6.32-13.22
总市值(亿元)	58.76
总资产(亿元)	21.49
每股净资产(元)	3.05

相关研究

1. 亚虹医药 (688176): 业绩符合预期, APL-1702 上市进入冲刺阶段 (2025-08-31)
2. 亚虹医药 (688176): 业绩符合预期, 聚力加速优势研发项目 (2025-04-24)

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 4.8%，我们预计 APL-1702 于 2026-2027 年收入为 1.2 和 3.5 亿元。

假设 2：三款仿制药品种，培唑帕尼片、奈拉替尼和甲磺酸艾立布林。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 8 亿元。

表：公司收入预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计（亿元）	2	3	5	8
APL-1702			1.2	3.5
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	400.61	营业收入	201.56	302.34	503.91	801.21
应收票据及账款	59.90	66.27	96.64	131.71	营业成本	49.30	73.95	123.25	195.97
预付账款	17.63	24.85	38.66	54.88	税金及附加	1.28	1.92	3.20	5.08
其他应收款	11.63	16.57	24.85	35.12	销售费用	185.49	241.87	352.73	480.73
存货	5.84	8.10	11.82	16.11	管理费用	77.26	84.66	90.70	104.16
其他流动资产	807.75	839.06	960.29	1139.11	研发费用	311.92	332.58	352.73	400.61
流动资产总计	1530.95	1106.02	1384.21	1777.53	财务费用	-16.24	2.51	14.87	43.20
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	-4.03
固定资产	85.45	68.74	52.02	35.30	信用减值损失	-4.51	-6.77	-11.28	-17.93
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	2380.75	营业利润	-383.81	-428.71	-432.68	-435.78
应付票据及账款	49.54	60.78	84.42	107.38	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	215.73	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	1693.51	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	-435.18
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	-435.21
负债合计	252.62	225.24	904.93	1705.84	少数股东损益	-1.94	-0.86	-0.87	-0.87
股本	570.00	571.17	571.17	571.17	归属母公司股东净利润	-384.06	-427.28	-431.24	-434.34
资本公积	2883.62	2882.45	2882.45	2882.45	EBITDA	-368.08	-395.00	-386.61	-364.36
留存收益	-1484.21	-1911.50	-2342.74	-2777.08	NOPLAT	-427.05	-426.25	-417.88	-392.71
归属母公司权益	1969.41	1542.12	1110.88	676.54	EPS(元)	-0.67	-0.75	-0.76	-0.76
少数股东权益	0.97	0.11	-0.76	-1.63					
股东权益合计	1970.37	1542.23	1110.12	674.91					
负债和股东权益合计	2222.99	1767.47	2015.05	2380.75	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
					成长能力				
					营收增长率	1365.55%	50.00%	66.67%	59.00%
					营业利润增长率	5.00%	-11.70%	-0.92%	-0.72%
					EBIT 增长率	8.35%	-5.60%	1.97%	6.05%
					EBITDA 增长率	11.36%	-7.31%	2.13%	5.76%
					归母净利润增长率	4.09%	-11.25%	-0.93%	-0.72%
					经营现金流增长率	-6.72%	1.40%	-19.87%	-6.95%
					盈利能力				
					毛利率	75.54%	75.54%	75.54%	75.54%
					净利率	-191.50%	-141.61%	-85.75%	-54.32%
					营业利润率	-190.42%	-141.80%	-85.86%	-54.39%
					ROE	-19.50%	-27.71%	-38.82%	-64.20%
					ROA	-17.28%	-24.18%	-21.40%	-18.24%
					ROIC	-263.81%	-99.66%	-90.59%	-61.66%
					估值倍数				
					P/E	-15.30	-13.76	-13.63	-13.53
					P/S	29.16	19.44	11.66	7.34
					P/B	2.98	3.81	5.29	8.69
					股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					EV/EBIT	-5.78	-11.27	-12.95	-15.62
					EV/EBITDA	-6.33	-12.14	-13.98	-16.80
					EV/NOPLAT	-5.45	-11.25	-12.93	-15.59
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E					
税后经营利润	-386.00	-443.43	-447.40	-450.50					
折旧与摊销	34.96	30.60	30.60	27.62					
财务费用	-16.24	2.51	14.87	43.20					
投资损失	-14.73	-10.20	-10.20	-10.20					
营运资金变动	-81.60	-13.80	-105.45	-162.63					
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	-537.19					
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					
长期借款	-0.81	-15.75	-14.60	-12.89					
普通股增加	0.00	1.17	0.00	0.00					
资本公积增加	20.57	-1.17	0.00	0.00					
其他筹资现金流	-89.61	-2.51	-14.87	-43.20					
筹资性现金净流量	-77.01	-68.19	592.86	675.66					
现金流量净额	293.34	-477.03	100.78	148.65					

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

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
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	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