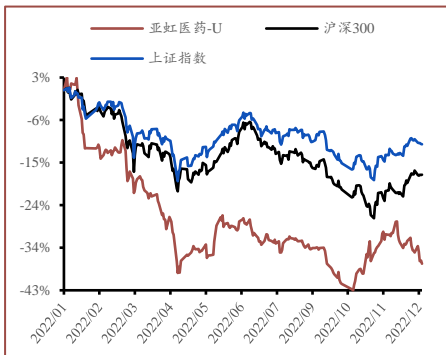


★ 投资评级:增持(首次)

<b>基本数据</b>	<b>2022-12-16</b>
收盘价(元)	11.10
流通股本(亿股)	1.07
每股净资产(元)	5.00
总股本(亿股)	5.70

最近 12 月市场表现



**分析师** 张文录  
 SAC 证书编号: S0160517100001  
 zhangwenlu@ctsec.com

**联系人** 华挺  
 huating@ctsec.com

**联系人** 赵千  
 zhaoqian@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **APL-1202 (唯施可) 有望解决膀胱癌临床治疗未满足的需求, 成为全球首款上市的治疗 NMIBC 的口服药物。**膀胱癌目前药物治疗主要以化疗/BCG 灌注为主, 治疗过程痛苦, APL-1202 通过口服给药方式极大地提高了患者的治疗体验和依从性。2020 年中国 NMIBC 患者数达 6.5 万人, 市场空间充足, 并且尚无上市的口服靶向药物, 竞争格局良好。
- ❖ **APL-1702 (希维她) 有望为 HSIL 患者人群提供新的治疗选择。**光动力治疗具有给药和吸收方便、环境限制性小和患者依从性佳的优势。目前 HSIL 治疗方式以手术为主, 传统手术治疗主要有宫颈环形电切术和冷刀锥形切除术两种方式, 具有出血、感染、宫颈器质性损伤、早产、流产等风险, 相较之下, APL-1702 的非手术治疗方式能有效保护患者的宫颈功能, 安全性方面具有显著优势。2020 年中国 HSIL 感染患者人数达 210 万人, 患者群体庞大, 市场潜力巨大。
- ❖ **盈利预测与投资评级: 公司构建覆盖膀胱癌诊断、治疗和随访的优势产品组合, 解决未满足的临床需求, 为医生及患者提供全周期解决方案。**公司同时布局了产品包括一次性软膀胱镜 (APLD-2101) 和显影剂类药物 (APL-1706), 覆盖诊断阶段的膀胱镜检、病理活检, 治疗阶段的经尿道膀胱肿瘤切除术 (TURBT) 和随访阶段的膀胱镜检查, 优势产品组合有利于增强医生使用粘性与减少患者痛苦度, 帮助公司产品商业化顺利开展。预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 0/0/2.51 亿元, 对应归母净利润为 -2.60/-3.83/-2.35 亿元, **首次覆盖, 给予公司“增持”评级。**
- ❖ **风险提示:** 核心产品商业化不及预期风险; APL-1202、APL-1702 产品研发风险; 行业竞争加剧风险。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	0	0	0	0	251
收入增长率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	—
归母净利润 (百万元)	-247	-235	-260	-383	-235
净利润增长率 (%)	-43.40	4.98	-10.66	-47.31	38.58
EPS (元/股)	-0.54	-0.51	-0.46	-0.67	-0.41
PE	—	—	—	—	—
ROE (%)	-30.66	-7.80	-5.06	-8.06	-5.21
PB	0.00	0.00	1.34	1.45	1.52

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 内容目录

1	亚虹医药—泌尿生殖系统肿瘤治疗的创新药企业.....	5
1.1	深度挖掘临床需求，战略性聚焦泌尿生殖系统肿瘤领域.....	5
1.2	管理团队深耕医药行业 20 余年，拥有丰富经验.....	5
1.3	公司股权结构稳定，体系完善.....	6
1.4	三大核心技术平台支撑企业发展.....	7
1.5	公司现金流充足，可保证公司 5 年以上正常运营.....	7
2	公司核心产品即将上市，有望填补市场空白.....	8
2.1	唯施可——全球首款进入III期临床的 NMIBC 口服靶向治疗药物.....	8
2.1.1	中国膀胱癌新发病例数达 8.6 万人，增速高于全球水平.....	9
2.1.2	NMIBC 作为膀胱癌的主要类型，治疗领域市场空间充足.....	10
2.1.3	唯施可有望解决 NMIBC 临床未满足需求.....	11
2.1.4	NMIBC 治疗药物研发困难，国际重磅抗癌药遭碰壁.....	12
2.1.5	唯施可临床疗效显著，安全性良好.....	13
2.1.6	竞争格局趋于激烈，公司进度位于领先地位.....	14
2.2	希维她——宫颈癌治疗领域的创新型疗法.....	15
2.2.1	国际多中心III期临床试验顺利进行.....	16
2.2.2	女性 HPV 感染风险率高，潜在市场空间充足.....	17
2.2.3	宫颈癌风险人数庞大，治疗需求旺盛.....	18
2.2.4	HPV 疫苗短期内对市场影响较小，市场空间将进一步扩大.....	19
2.2.5	HSIL 治疗领域竞争格局较好，有望率先占据市场形成差异化优势.....	21
3	商业化布局——诊疗一体化解决方案.....	21
3.1	布局诊疗一体化解决方案，加快商业化进程.....	21
3.2	布局优势产品组合，为医生和患者提供全周期解决方案.....	22
4	盈利预测与投资建议.....	24
4.1	关键假设.....	24
4.2	盈利预测及估值.....	25
5	风险提示.....	26
5.1	核心产品商业化不及预期风险.....	26
5.2	APL-1202、APL-1702 产品研发风险.....	26
5.3	行业竞争加剧风险.....	26

## 图表目录

图 1. 亚虹医药发展历史.....	5
图 2. 公司管理团队平均拥有 20 年以上的医药行业经验.....	6
图 3. 亚虹医药股权结构（截至 2022 年中报披露）.....	7
图 4. 公司业绩情况.....	8
图 5. 公司研发费用情况（亿元）.....	8
图 6. APL-1202 研发进度.....	9
图 7. 全球膀胱癌新发病例数（万人）.....	10
图 8. 中国膀胱癌新发病例数（万人）.....	10
图 9. 膀胱癌组织病理学分期.....	10
图 10. 全球 NMIBC 新发病例数（万人）.....	10
图 11. 中国 NMIBC 新发病例数（万人）.....	11
图 12. 膀胱癌治疗过程及膀胱全切后生活状态.....	12
图 13. APL-1202 治疗开始至疾病复发时间的 K-M 分析.....	14
图 14. 希维地给药过程.....	16
图 15. APL-1702 的作用机制.....	17
图 16. APL-1702 国际多中心 III 期临床试验进展顺利.....	17
图 17. 宫颈癌前病变进展途径.....	18
图 18. 宫颈癌筛查方式.....	19
图 19. 全球和中国 HSIL 患者人数（万人）.....	19
图 20. 中国 HPV 疫苗批签发量（万支）.....	20
图 21. 公司布局诊疗一体化解决方案.....	22
图 22. APL-1706 联合蓝光膀胱镜对比白膀胱镜效果.....	23
图 23. APL-1706 联合蓝膀胱镜有效提升膀胱癌检出率.....	23
图 24. APLD-2101.....	24
图 25. 公司核心产品营收预测.....	25
图 26. 公司核心产品净利润预测.....	26
表 1. NMIBC 患者手术治疗推荐意见.....	11
表 2. 膀胱癌药物治疗方案.....	12
表 3. Keytruda 临床 II 期结果.....	13

表 4. APL-1202 临床II期试验结果.....	14
表 5. 化疗/BCG 灌注副作用发生率.....	14
表 6. 中国 NMIBC 在研产品情况.....	15
表 7. 已上市 HPV 疫苗情况 .....	20
表 8. 中国 HSIL 或 CIN2/3 在研创新药物管线.....	21

## 1 亚虹医药—泌尿生殖系统肿瘤治疗的创新药企业

### 1.1 深度挖掘临床需求，战略性聚焦泌尿生殖系统肿瘤领域

公司成立于 2010 年，2022 年在科创板正式上市，公司进入快速发展阶段。2010 年公司引入美国约翰·霍普金斯大学专利技术，获得 APL-1202 产品的全球开发授权，2013 年获得 NMPA 批准进行临床试验，在经过近 10 年的深入研究，成功将 APL-1202 产品推进至临床 III 期阶段，同时是全球第一个（First-in-Class）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。

公司深度挖掘临床未满足需求，布局 HSIL 蓝海市场。2019 年公司引入挪威 Photocure 公司 APL-1702 产品，获得该产品全球开发和商业化权利，同年 APL-1702 荣获 Fierce 创新奖生命科学版块医疗器械创新奖，目前处于临床 III 期阶段。

图1.亚虹医药发展历史



数据来源：公司官网，财通证券研究所

### 1.2 管理团队深耕医药行业 20 余年，拥有丰富经验

公司创始人潘柯博士拥有 20 多年新药研发、管理、创业经验。潘柯博士任国家“重大新药创制”科技重大专项“十二五”、“十三五”计划项目负责人，曾任辉瑞、强生新药研发科学家，前和记黄埔（上海）医药的创始团队成员，担任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、德国默克和美国礼来公司建立战略伙伴关系。潘博士在 2006 年全程参与和黄健保集团在英国上市，上市募资 4000 万英镑。

核心管理团队拥有丰富的医药行业从业经历。庄承锋博士、王铁林博士等均拥有超过 20 年的医药行业从业经历，曾在强生、赛诺菲等跨国药企担任重要职位，在创新药领域拥有丰富经验。公司市场营销副总裁江新明先生曾服务于辉瑞、百特

等多家知名跨国药企，曾担任法国皮尔法伯制药中国销售及市场负责人、罗氏市场总监，拥有丰富的产品市场开拓和市场运作经验。优秀的管理团队是支撑公司未来持续和稳定发展的基础。

图2.公司管理团队平均拥有 20 年以上的医药行业经验

	<p>复旦大学化学学士、美国新泽西州立大学博士 国家“重大新药创制”科技重大专项项目负责人 江苏省双创人才专家 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</p>				
<p><b>潘柯 博士</b> 创始人、董事长、总经理</p>					
	<p><b>庄承锋 博士</b> 董事、副总经理、COO 曾任强生法规事务高级总监</p>		<p><b>王铁林 博士</b> 新药研发化学高级副总裁 曾任Exelixis新药研发总监</p>		<p><b>苏申 博士</b> 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</p>
	<p><b>陈峪 博士</b> 新药研发生物学研究副总裁 曾任23&amp;Me肿瘤领域负责人</p>		<p><b>邓一军 博士</b> 新药研发副总裁 曾任美国强生科学家</p>		<p><b>郭玉申 博士</b> 药学高级副总裁 曾任美国赛诺菲科学家</p>
	<p><b>江新明 先生</b> 董事、营销副总裁 曾任皮尔法伯制药中国区营销负责人</p>		<p><b>余小亮 先生</b> 董事会秘书、战略合作高级总监 曾任上药新亚助理总经理</p>		<p><b>杨明远 先生</b> 财务负责人 曾任KPMG经理、诺华中国合规副总监</p>

数据来源：公司官网，财通证券研究所

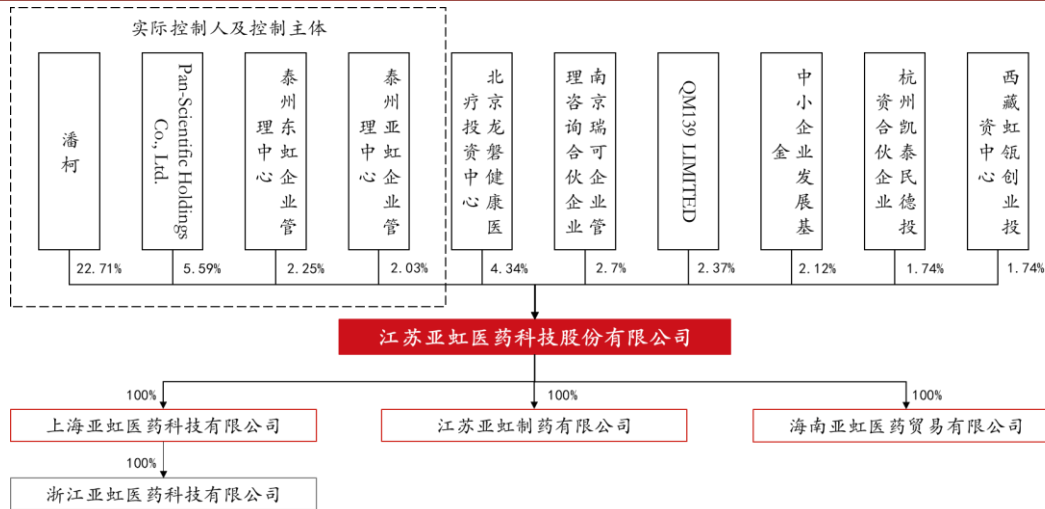
### 1.3 公司股权结构稳定，体系完善

公司实际控制人是潘柯先生，通过直接持股、PAN-Scientific 及员工持股平台（泰州东虹和泰州亚虹）合计控制公司 32.58% 的股份，股权结构稳定。公司拥有八家全资子公司，其中上海亚虹和浙江亚虹主要负责产品研发，亚虹制药作为泰州生产基地，开曼亚虹、香港亚虹、美国亚虹、澳大利亚亚虹负责公司境外经营，海南亚虹负责公司产品进口及境内分销。

股票激励计划稳定人心，彰显公司未来发展信心。公司于 2022 年 7 月推出《2022 年限制性股票激励计划（草案）》，健全长效激励措施，为公司稳定发展奠定基础。



图3.亚虹医药股权结构（截至2022年中报披露）



数据来源：wind，财通证券研究所

### 1.4 三大核心技术平台支撑企业发展

公司基于完整高效研发体系以及多年临床研发实践打造三大核心技术平台。公司目前拥有三大核心技术平台，分别是靶向免疫调节正常化（TIMN）、前药和精准药物递送（PADD）和基于分子片段组装的靶向蛋白降解（FASTac），三大技术平台为公司新药发现、管线开发提供强劲动力。

**靶向免疫调节正常化（TIMN）：**①靶点发现，研究和发现潜在免疫调节靶点及其作用，并开发针对该靶点的靶向药物；②药物筛选，用于筛选免疫调节剂并评价其药效和作用机制；③机制研究，分析自身免疫疾病组织及原位肿瘤组织中的多种亚群细胞及细胞因子的免疫调节作用。

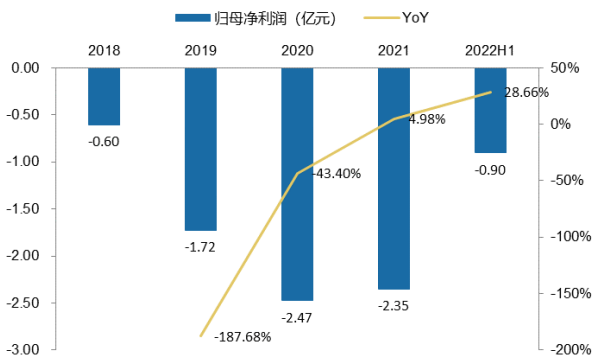
**前药和精准药物递送（PADD）：**①提升药物 PK/PD 属性，通过缓控释释放技术、增溶技术、微乳载药技术等处方工艺提升药物分子的 PK/PD 属性；②改善给药途径，通过改变药物剂型（如注射改口服），提高患者的依从性。

**基于分子片段组装的靶向蛋白降解（FASTac）：**①开发难成药靶点的药物，建立具有较高 DMPK 性能的连接体-E3 配体分子片段库，提高 PROTAC/分子胶分子的成药性；②加速化合物筛选，建立的分子片段库可以应用到不同靶蛋白降解剂的设计和筛选，加速降解剂新药开发。

### 1.5 公司现金流充足，可保证公司 5 年以上正常运营

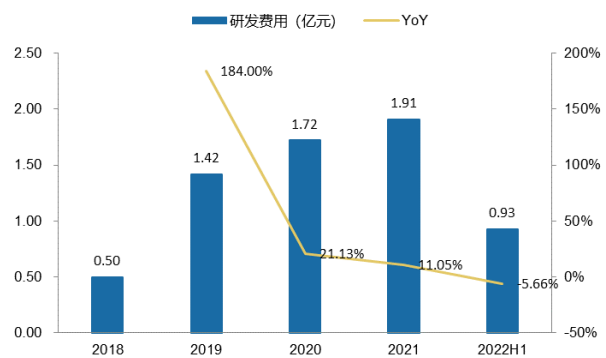
公司尚未实现盈利，主要原因在于核心产品 APL-1202 和 APL-1702 尚未实现商业化以及研发端的持续投入。2021 年公司实现归母净利润-2.35 亿元，与 2020 年基本持平。2019-2022H1 公司研发费分别为 1.42/1.72/1.91/0.93 亿元，是公司费用的主要部分。研发费用的增长主要来自于临床管线的增加、临床进度的推进和研发人员的增长，其中公司研发人员从 2020 年的 77 人增长至 2022H1 的 126 人。

图4.公司业绩情况



数据来源：wind，财通证券研究所

图5.公司研发费用情况（亿元）



数据来源：wind，财通证券研究所

截至 2022 年 6 月 30 日，公司拥有现金及交易性金融资产近 30 亿元。目前公司拥有现金及交易性金融资产 28.92 亿元，公司 2021 年总费用在 2.5 亿元左右，预期在未来在没有额外融资的情况下，随研发费用的持续增长和销售费用的提升，假设每年费用提升至 5 亿左右，也至少可保证公司 5 年以上的正常运营。

## 2 公司核心产品即将上市，有望填补市场空白

### 2.1 唯施可——全球首款进入 III 期临床的 NMIBC 口服靶向治疗药物

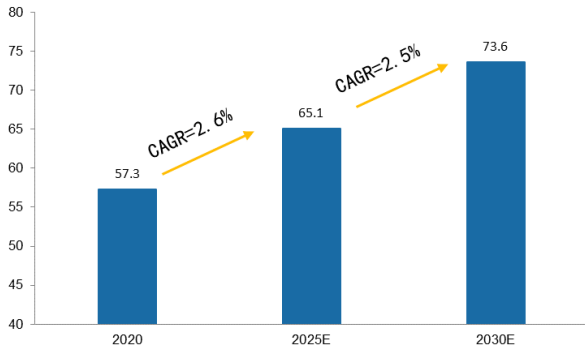
APL-1202（唯施可）是国际上首个进入关键性/III 期临床试验的非肌层浸润性膀胱癌（NMIBC）口服靶向治疗药物。APL-1202 是亚虹医药在引进美国约翰·霍普金斯大学专利技术基础上，经过近十年的深入研究，自主研发的抗肿瘤新药。作为全球第一个（First-in-Class）在抗肿瘤领域进入关键性/III 期临床试验的口服、可逆性 MetAP2 抑制剂，同时还被开发用于肌层浸润性膀胱癌（MIBC）术前新辅助治疗。

APL-1202 适应症拓展顺利推进，适用患者人群将进一步扩大。目前 APL-1202 与化疗联用的二线治疗和单药一线治疗 NMIBC 均已进入临床 III 期阶段；在美国与



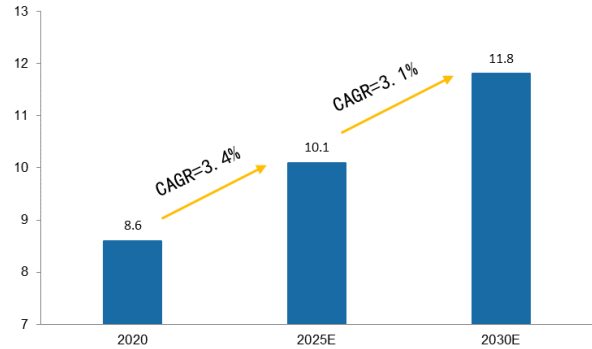


图7.全球膀胱癌新发病例数（万人）



数据来源：Frost&Sullivan，亚虹医药招股书，财通证券研究所

图8.中国膀胱癌新发病例数（万人）



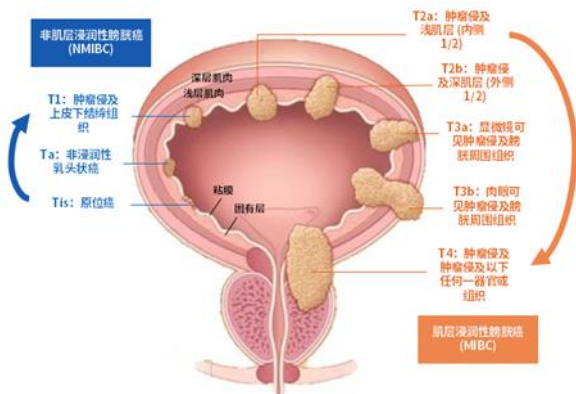
数据来源：Frost&Sullivan，亚虹医药招股书，财通证券研究所

### 2.1.2 NMIBC 作为膀胱癌的主要类型，治疗领域市场空间充足

非肌层浸润性膀胱癌（NMIBC）约占膀胱癌的 75%，2020 年全球 NMIBC 新发病例数近 43 万人。根据肿瘤是否浸润膀胱肌层，可分为非肌层浸润性膀胱癌和肌层浸润型膀胱癌，其中 NMIBC 约占膀胱癌的 75%。根据 Frost&Sullivan 统计，2020 年全球 NMIBC 新发病例数达 43 万人，中国 NMIBC 新发病例数达 6.5 万人，预计 2025 年全球 NMIBC 新发病例数将达 48.8 万人，中国将达 7.6 万人。

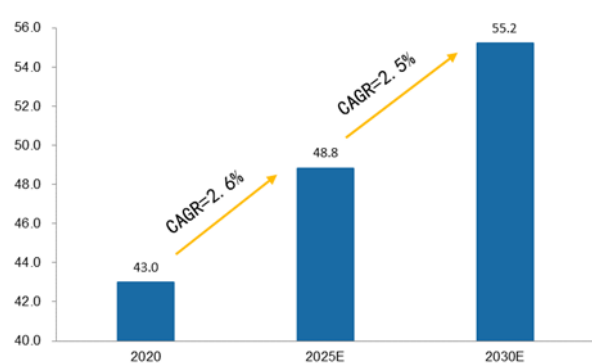
膀胱癌术后复发率高，存量患者人数巨大。膀胱癌患者在术后 5 年内的复发率高达 60%，高复发率导致膀胱癌存量患者人数远超新发病例数。根据 WHO 统计，中国 2020 年膀胱癌患病病例数达 23.5 万人，远高于膀胱癌新发病例数。随着将来药物 APL-1202 一线、二线用药的获批，国内适应症患者人群空间将达到 30 万人左右，具有广阔的市场前景。

图9.膀胱癌组织病理学分期



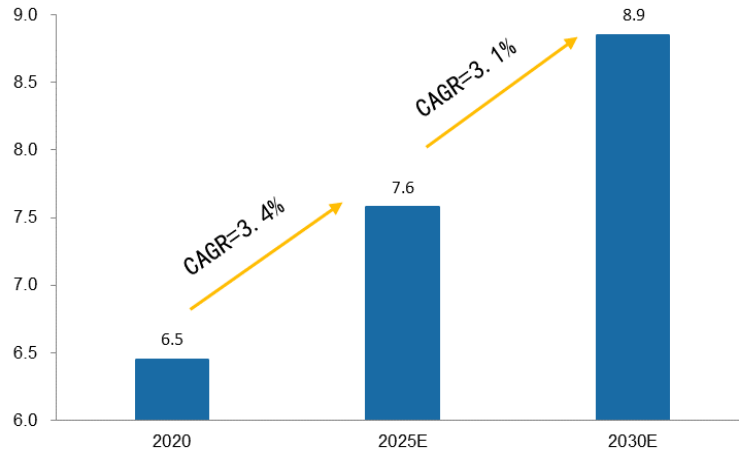
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图10.全球 NMIBC 新发病例数（万人）



数据来源：Frost&Sullivan，亚虹医药招股书，财通证券研究所

图11.中国 NMIBC 新发病例数（万人）



数据来源：Frost&Sullivan，亚虹医药招股书，财通证券研究所

### 2.1.3 唯施可有望解决 NMIBC 临床未满足需求

唯施可有望为 NMIBC 治疗提供新的方式。目前临床上对于 NMIBC 患者的主要治疗手段是手术切割后进行化疗/卡介苗（BCG）灌注，灌注治疗过程长达 1-2 小时，且患者需要不断变换体位以保证药物与膀胱内部各个部位的充分接触，期间还需要强忍尿意，整个过程非常痛苦，并且副作用大。唯施可的口服给药方式有望极大地减轻患者痛苦，提高患者的依从性。

膀胱全切严重影响患者生活质量，临床亟需有效治疗方式来提高患者保留膀胱的可能性。对于高危 NMIBC 患者，临床上通常采取膀胱全切的治疗方式，患者手术后需要长期佩戴尿袋，对于患者后续的生活和心理会造成极大的压力。APL-1202 与化疗联用二线治疗 NMIBC 和单药治疗 NMIBC 临床试验已进入临床 III 期阶段，有望进一步减缓膀胱癌的进展，提高患者保留膀胱的可能性。

表1.NMIBC 患者手术治疗推荐意见

NMIBC 患者手术治疗推荐意见	推荐等级
TURBt 是 NMIBC 患者主要治疗手段	强烈推荐
可用荧光或 NBI 膀胱镜，提高 Tis 或微小病灶切除率	推荐
若首次 TURBt 不充分；电切标本无肌层组织	推荐
经尿道膀胱肿瘤整块切除手术可作为 NMIBC 治疗	可选择

部分高危 NMIBC 亚组或极高危患者，推荐行根治性膀胱切除术 推荐

采用荧光或 NBI 膀胱镜，提高原位癌或微小病灶诊断率 可选择

经尿道激光手术是 NMIBC 患者的治疗选择 可选择

小低级别乳头状肿瘤可在门诊电灼 可选择

数据来源：国家癌症中心：膀胱癌诊疗指南（2022 年版），财通证券研究所

表2.膀胱癌药物治疗方案

阶段	一线治疗药物	二线治疗药物
低危	化疗即刻灌注	
中危	化疗/BCG 灌注	暂无药物
高危	BCG/化疗灌注	

数据来源：国家癌症中心：膀胱癌诊疗指南（2022 年版），财通证券研究所

图12.膀胱癌治疗过程及膀胱全切后生活状态



尚无口服药物，  
灌注治疗过程痛苦，副作用大



膀胱全切后  
生活质量下降

数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 2.1.4 NMIBC 治疗药物研发困难，国际重磅抗癌药遭碰壁

默沙东 Keytruda (K 药) 获 FDA 批准用于治疗高危 NMIBC 患者，但效果不佳，未广泛使用。2020 年 1 月，FDA 批准 K 药用于治疗不符合膀胱切除资格或已选择不进行膀胱切除的卡介苗无应答、高风险、伴原位癌 (CIS)、伴或不伴乳头状

病变的NMIBC患者。根据K药多中心单臂II期临床结果显示,在96位高危NMIBC患者中,获得完全缓解的患者为39位,完全缓解率达41%。在获得完全缓解的39位患者中,46%的患者缓解时间为12个月以上,仅占总患者数的19%,低于推荐标准的30%。2022年上半年,K药销售额达100.61亿美元,占全球药物销售额第四位。K药目前获批适应症包括非小细胞肺癌、小细胞肺癌、肝癌、食管癌、黑色素瘤、胃癌、宫颈癌等。

表3.Keytruda 临床II期结果

指标	每三个月给药 200mg, 患者数=96
完全缓解率 (95% CI)	41% (31, 51)
缓解时间 (n=39)	NA
中位缓解持续时间 (月)	16.2 (0.0+, 30.4+)

数据来源:默沙东官网,财通证券研究所

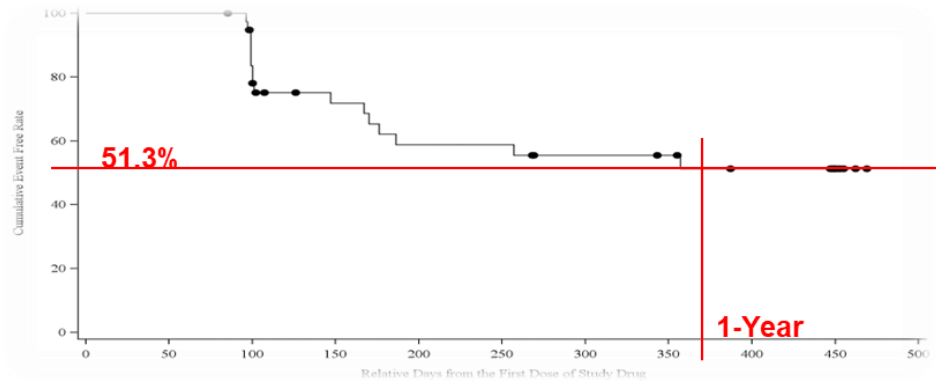
**APL-1202 通过独特的代谢特性进行“灌注”治疗。**APL-1202 靶点为甲硫氨酰胺肽酶 (MetAP2)。MetAP2 可切除细胞内新合成蛋白质的 N 端甲硫氨酸,是蛋白质合成的基础,APL-1202 通过抑制 MetAP2 从而达到阻断蛋白合成的目的。APL-1202 可以经由体内快速代谢并通过尿液将药物输送到膀胱,继而在膀胱中积蓄达到治疗效果。

### 2.1.5 唯施可临床疗效显著,安全性良好

**APL-1202 临床 II 期结果显示,1 年内无复发率达 51.3%,且 1 年内不发生肌层进展。**相比于化疗灌注治疗,APL-1202 治疗显著提高疾病 1 年内的无复发率 (51.3% vs 35%),中位无复发生存期超过 15 个月,并且 1 年内疾病不发生进展。

APL-1202 安全性良好,有助于减轻患者治疗过程中的痛苦,提高患者依从性。APL-1202 在治疗阶段未发生与药物相关的严重不良事件 (SAE),发生率较高的药物相关不良事件为胃肠道紊乱 (4.88%) 和一过性肝功能异常 (4.88%)。

图13.APL-1202 治疗开始至疾病复发时间的 K-M 分析



数据来源：公司公告，财通证券研究所

表4.APL-1202 临床II期试验结果

治疗方案	1 年无复发率	中位无复发生存期 (月)	1 年肌层进展率
化疗灌注	35%	6.9	5-17%
口服 APL-1202	51.30%	> 15	0%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

表5.化疗/BCG 灌注副作用发生率

治疗方案	泌尿困难	尿急尿频	血尿	流感样症状	疼痛	SAE
化疗	35%	29%	25%	13%	10%	有
BCG	52%	50%	38%	24%	17%	有

数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 2.1.6 竞争格局趋于激烈，公司进度位于领先地位

APL-1202 研发进度位于领先地位，一线治疗用药格局较好。截至 2022 年 7 月，中国 NMIBC 在研产品共 7 项，其中三项口服药物、两项膀胱灌注药物和两项注射药物，其中齐鲁制药的膀胱灌注药物、辉瑞注射给药的 PD-1 抗体处于临床 III 期阶段，并且仅辉瑞的产品可用于 NMIBC 的一线治疗。未来 APL-1202 一线用药的获批有望对膀胱灌注化疗/BCG 形成替代，潜在市场空间充足。



竞争者的入场有助于提高市场对口服药物的认知，提高市场渗透率。BMS 和杨森制药的两款口服药物均处于临床II期阶段，后续上市后有利于扩大口服药物在 NMIBC 市场的占比，提高医生和患者认知，有助于公司产品进一步扩大销售。

表6.中国 NMIBC 在研产品情况

药物名称	公司	靶点	给药方式	适应症	研发进度	治疗线数
APL-1202	亚虹医药	MetAP2	口服	中危型 NMIBC 的一线治疗	III 期	一线
				中高危型 NMIBC（联合化疗灌注）	II 期	二线
BMS-986205	BMS	IDO	口服	BCG 无应答、FGFR 突变的高危型 NMIBC（联合纳武利尤单抗和/或 BCG）	II 期	二线
Erdafitinib	杨森制药	FGFR	口服	BCG 无应答的高危型 NMIBC	II 期	二线
VB4-845/Vicinium	齐鲁制药	EpCAM	膀胱灌注	BCG 治疗失败的 NMIBC	III 期	二线
Catumaxomab	凌腾医药	EpCAM 和 CD3	膀胱灌注	BCG 治疗失败或不耐受的 NMIBC	I / II 期	二线
PF-06801591/Sasanlimab	辉瑞	PD-1	皮下注射	高危型 NMIBC（联合 BCG）	III 期	一线
HX008	中山康方/泰州翰中/杭州翰思	PD-1	静脉注射	BCG 无应答的高危型 NMIBC	II 期	二线

数据来源：Frost&Sullivan，亚虹医药招股书，财通证券研究所

## 2.2 希维她——宫颈癌治疗领域的创新型疗法

希维她（APL-1702）是一款集药物和器械为一体的光动力治疗产品，目前处于临床III期阶段。APL-1702 是公司从 Photocure 公司引进的产品，主要用于治疗包括所有 HPV 病毒亚型感染所致的子宫颈高级别鳞状上皮内病变（HSIL）。治疗时，医生将药物软膏施于器械装置上，并将装置置于患者的宫颈口。药物在预先设置的时段内，被病变细胞吸收并代谢成用于光动力治疗的分子，过程持续约 5 小时，之后产品内置光源会自动打开，被激活的光动力治疗分子，经过化学反应形成的产物对肿瘤细胞具有杀伤作用，从而起到治疗效果，光活化治疗过程持续约 4.6 小时。在完成设定时长光照后，内置光源自动熄灭，治疗过程结束。整个治疗期间患者可自由活动，治疗结束后患者可自行取出装置，总治疗过程持续约 10 小时。

光动力治疗具有给药和吸收方便、环境限制性小和患者依从性佳的优势。目前 HSIL 治疗方式以手术为主，传统手术治疗主要有宫颈环形电切术和冷刀锥形切除术两种方式，具有出血、感染、宫颈器质性损伤、早产、流产等风险，相较之下，APL-1702 的非手术治疗方式能有效保护患者的宫颈功能，安全性方面具有显著优势。

图14.希维她给药过程



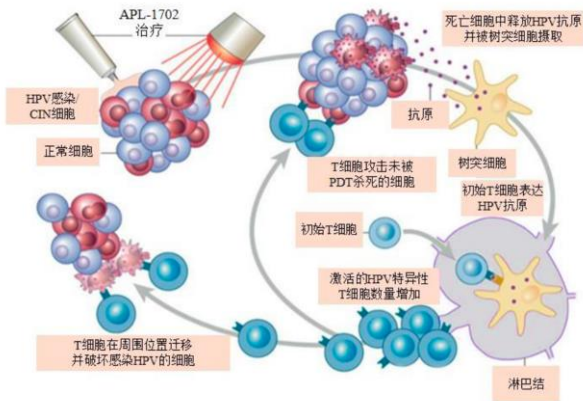
数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 2.2.1 国际多中心Ⅲ期临床试验顺利进行

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。具体来说，APL-1702 的活性成分 5-氨基酮戊酸己酯(HAL)进入细胞后被分解为 ALA，ALA 在细胞内可转化为光活性卟啉(PAP)，PAP 经过特定波长的光照射后与组织氧作用生成活性氧，后者能诱导病变细胞凋亡、坏死，细胞在凋亡过程中释放 HPV 抗原，进而帮助杀死感染 HPV 细胞。

APL-1702 临床Ⅱ期试验结果符合预期，疗效显著。根据公司发布临床Ⅱ期试验结果显示，APL-1702 相比于安慰剂组具有良好的 HSIL 应答率（76% vs 28%）和 HPV 感染清除率（58% vs 34%）。截至 2022 年 7 月，APL-1702 的国际多中心临床已完成所有受试者入组。

图15.APL-1702 的作用机制



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图16.APL-1702 国际多中心III期临床试验进展顺利



数据来源：公司公告，财通证券研究所

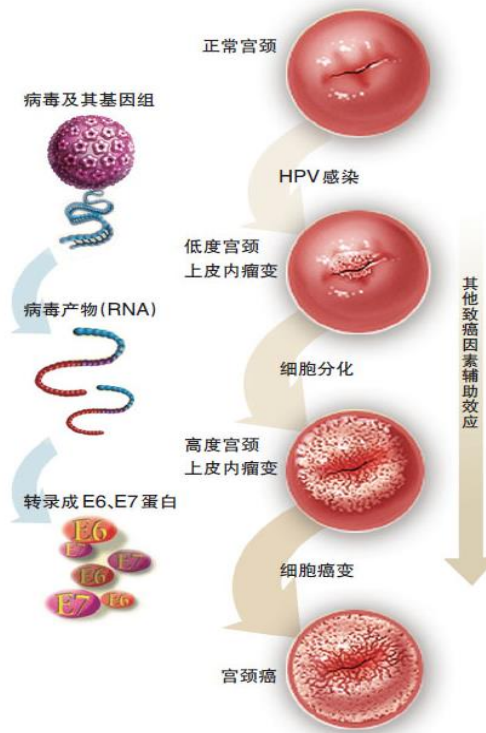
### 2.2.2 女性 HPV 感染风险率高，潜在市场空间充足

在女性的一生中，感染高危型 HPV 的概率达 70% 以上，其中不到 10% 的女性发展成宫颈癌或宫颈上皮内瘤变（CIN），主要原因是 80% 的女性 HPV 感染为一过性。引发宫颈癌的危险因素主要为两类，一是生物学因素，即高危型 HPV 持续感染；二是外源性的行为性危险因素，如不良性行为、早婚、早育、经期卫生不良、吸烟、口服避孕药、患免疫抑制疾病等。

HSIL 包括中度和高度宫颈上皮内瘤变。宫颈上皮内瘤变（CIN）是子宫颈的癌前病变，是 HPV 感染发展为宫颈癌的中间阶段。宫颈上皮内瘤变通常分为三级，即低级别上皮内瘤变（CIN1）、中度上皮内瘤变（CIN2）和高度上皮内瘤变（CIN3），各级别的 CIN 都有进展为宫颈癌的可能，级别越高风险越大。

约 20% 的 HSIL 人群可能在 10 年内进展为浸润性宫颈癌，全球尚未有非手术治疗产品上市。正常宫颈在感染 HPV 后会逐渐进展为低度宫颈上皮内瘤变，经细胞分化后，进一步发展为高度宫颈上皮内瘤变，患者在无治疗的情况下会逐渐发生细胞癌变，最终进展为宫颈癌。宫颈癌患者 3-5 年的生存率低于 50%，每年死亡人数约 5.3 万，占全部女性恶性肿瘤死亡人数的 18.4%。

图17.宫颈癌前病变进展途径



数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 2.2.3 宫颈癌风险人数庞大，治疗需求旺盛

合理有效的筛查方式是及早发现宫颈癌前病变的关键。根据宫颈癌诊疗指南(2022年版)推荐，宫颈/阴道细胞学涂片检查及 HPV 检测是发现早期宫颈癌及癌前病变 (CIN) 的初筛手段，目前主要采用宫颈液基薄层细胞学检查 (TCT)。

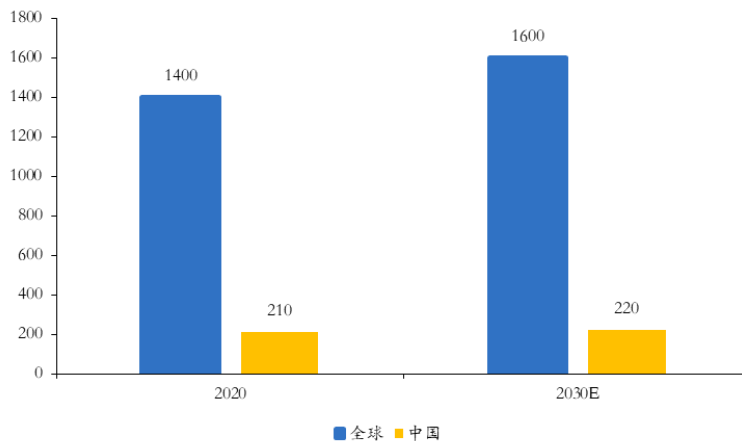
随着人们健康意识的提高和宫颈细胞学筛查的普及，将有越来越多的感染 HPV 患者在其癌变前阶段被检查出来，预计检查发现的感染 HPV 患者数将持续提高。根据 Frost&Sullivan 统计，2020 年全球感染 HSIL 患者人数达 1400 万人，预计 2030 年将增长至 1600 万人；2020 年中国感染 HSIL 患者人数达 210 万人，预计 2030 年将增长至 220 万人。随着人们健康意识的提高和宫颈细胞学筛查的普及，将有越来越多的感染 HPV 患者在其癌变前阶段被检查出来，HSIL 治疗市场空间充足。

图18.宫颈癌筛查方式

筛查方式	作用
宫颈/阴道细胞学涂片检查及 HPV 检测	发现早期宫颈癌及癌前病变 (CIN) 的初筛手段
阴道镜检查	子宫颈癌前病变、早期子宫颈癌、确定病变部位
妇科检查 (视诊、触诊)	进行临床分期
病理诊断 (阴道镜或直视下的宫颈组织学活检病理检查)	宫颈癌确诊的金标准
影像学检查	对肿瘤转移、侵犯范围和程度的了解
肿瘤标志物检查	以协助诊断、疗效评价、病情监测和治疗后的随访监测

数据来源：国家癌症中心：宫颈癌诊疗指南（2022 年版），财通证券研究所

图19.全球和中国 HSII 患者人数（万人）



数据来源：公司公告，Frost&Sullivan，财通证券研究所

#### 2.2.4 HPV 疫苗短期内对市场影响较小，市场空间将进一步扩大

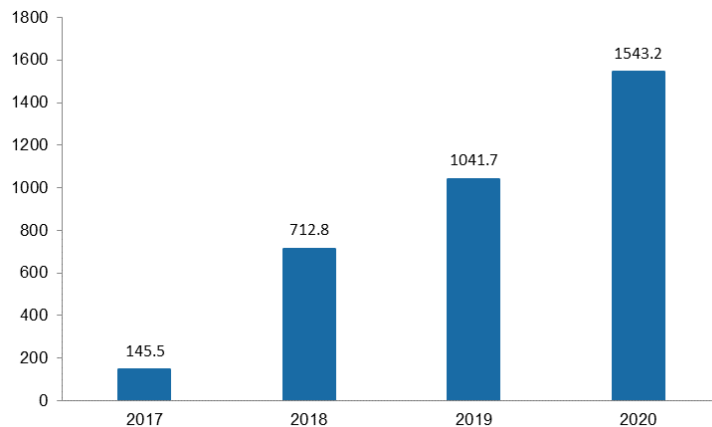
HPV 疫苗接种仍未进入国家免疫规划，短期内 HPV 接种率不会大幅度上升。国家卫健委在 2022 年 7 月指出将重点推动条件成熟的地区率先出台免费 HPV 接种政策。目前仅广东、海南、福建 3 省实施全省适龄女孩免费接种国产二价 HPV 疫苗工作，此外江苏无锡、山东济南等 6 个城市启动了 HPV 疫苗免费或补助接种

工作。因此目前国内 HPV 疫苗仍只覆盖少部分地区，且短期内实现大范围覆盖的可能性较小。

近些年 HPV 疫苗接种人数的快速上升短期内对市场影响较小。中国 HPV 疫苗批签发量自 2017 年起呈现快速增长，而 17-24 岁、40-44 岁是我国女性 HPV 感染的两个高峰年龄段，目前处于高风险年龄段的女性群体疫苗接种率将更低，HPV 疫苗的覆盖作用短期内不会得到体现。

宫颈癌筛查覆盖人群较小，预计随着宫颈癌筛查的普及，患者人群将进一步扩大。根据 WHO 统计，2019 年在 30-49 岁女性中，过去五年内接受过宫颈癌筛查的人数仅占 29%，仍有大部分女性未接受过宫颈癌筛查，随着人们健康意识的提高和宫颈细胞学筛查的普及，将有越来越多的感染 HPV 患者在其癌变前阶段被检查出来，预计检查发现的感染 HPV 患者数将持续提高。

图20.中国 HPV 疫苗批签发量（万支）



数据来源：wind，财通证券研究所

表7.已上市 HPV 疫苗情况

疫苗	接种对象	2020 年接种率 (接种人数/适用人群)
HPV 二价 (万泰)	9-45 周岁	0.30%
HPV 二价 (GSK)	9-45 周岁	0.10%
HPV 四价 (默沙东)	20-45 周岁	1%
HPV 九价 (默沙东)	16-26 周岁	1.77%

数据来源：wind，中检院，财通证券研究所



### 2.2.5 HSIL 治疗领域竞争格局较好，有望率先占据市场形成差异化优势

**APL-1702 研发进度处于领先地位。**截至 2022 年 7 月，处于研发阶段的用于治疗 HSIL 或 CIN2/3 药物仅有 3 款，其中两款为光动力治疗药物，分别是公司的 APL-1702 和复旦张江的盐酸氨酮戊酸（ALA）。

**盐酸氨酮戊酸（ALA）是复旦张江产业化项目，是针对尖锐湿疣的光动力药物。**ALA 治疗方案与传统疗法相比显著降低了尖锐湿疣的复发率，已成为临床首选药物。ALA 新适应症开发包括宫颈癌前病变、重度痤疮、脑胶质瘤等，其中用于治疗宫颈癌前病变的临床试验已处于临床 II 期阶段。

**ABC-3100 为靶向 HPV-16/18 的 E6/E7 蛋白的 DNA 免疫疗法，目前处于临床 III 期。**ABC-3100 是东方略生物向 Inovio 公司引进的一款 DNA 质粒药物。ABC-3100 通过电转枪将 DNA 质粒导入人体细胞内，进行编码抗原蛋白，激活人体免疫系统从而达到清除 HPV 病毒的目的。根据临床 IIb 期结果显示，ABC-3100 能有效清除病毒（82% vs 45%）。

表 8. 中国 HSIL 或 CIN2/3 在研创新药物管线

药物类型	药物名称	公司	给药方式	适应症	研发阶段
光动力治疗	APL-1702	亚虹医药	局部用药	HSIL	III 期
光动力治疗	ALA	复旦张江	局部用药	CIN2 蛋白阳性且 高危型 HPV 感染	II 期
治疗性疫苗	ABC-3100	东方略生物	肌肉注射/电穿孔	HPV-16/18 感染相关 HSIL	III 期

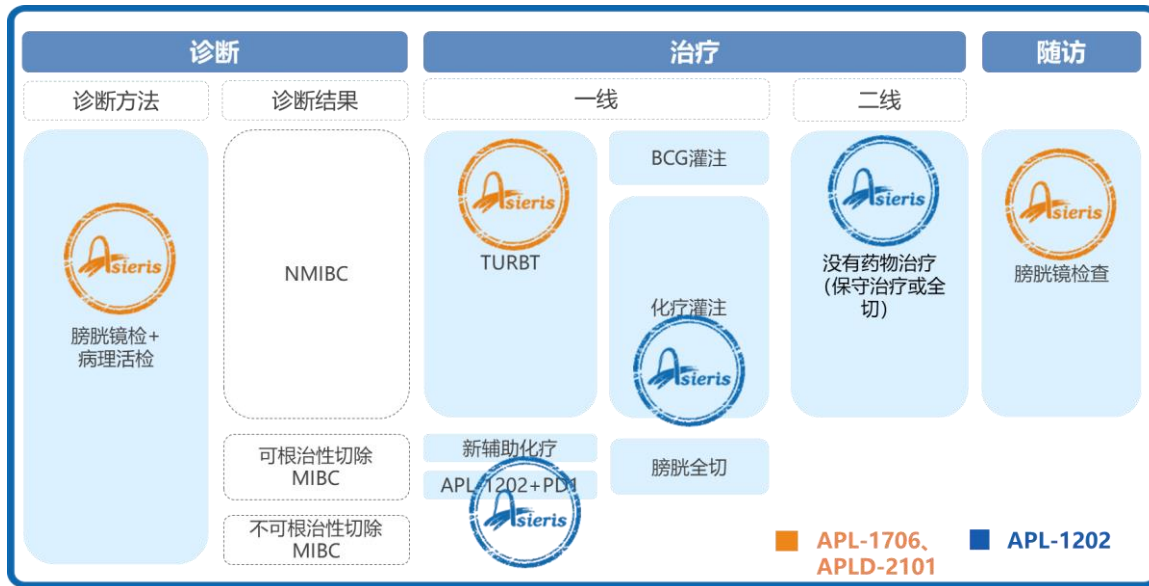
数据来源：Frost&Sullivan，亚虹医药招股书，财通证券研究所

## 3 商业化布局——诊疗一体化解决方案

### 3.1 布局诊疗一体化解决方案，加快商业化进程

**公司布局诊疗一体化解决方案，产品间协同作用有利于增强患者黏性。**公司构建覆盖膀胱癌诊断、治疗和随访的优势产品组合，解决未满足的临床需求，为医生及患者提供全周期解决方案。公司布局产品包括一次性软膀胱镜（APLD-2101）和显影剂类药物（APL-1706），覆盖诊断阶段的膀胱镜检、病理活检，治疗阶段的经尿道膀胱肿瘤切除术（TURBT）和随访阶段的膀胱镜检查。

图21.公司布局诊疗一体化解决方案



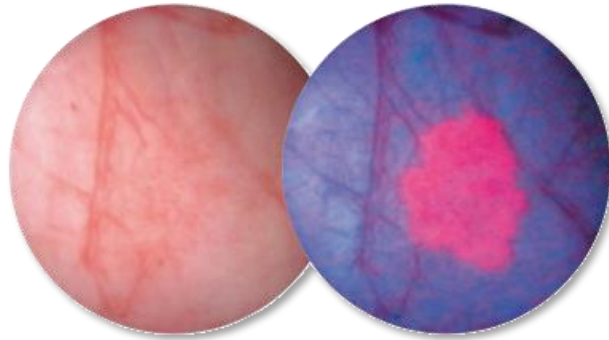
数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司自主搭建“泌医荟”线上医生服务平台，通过线上与线下结合的模式为医生提供全病程管理服务。公司目前已在海南省人民医院成立了公司首个膀胱癌诊疗一体化中心，为公司后续成功推进商业化奠定基础。

### 3.2 布局优势产品组合，为医生和患者提供全周期解决方案

海克威® (APL-1706) 是一种新一代荧光显影剂，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。公司在 2021 年从 Photocure 公司引进了 APL-1706 在中国大陆和台湾地区的独家注册及商业化权利，在海南博鳌乐城落地，并已完成首例患者手术，2022 年 3 月，CDE 批准将 APL-1706 纳入药品临床真实世界数据应用试点。APL-1706 是一种新一代荧光显影剂，其活性成分是 5-氨基酮戊酸己酯 (HAL)，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，协助膀胱镜下的诊断和手术切除。

图22.APL-1706 联合蓝光膀胱镜对比白膀胱镜效果



数据来源：公司公告，财通证券研究所

**APL-1706 能有效提高膀胱癌检出率，有利于提高诊断、治疗、随访全流程的效率。**膀胱镜下活检病理学检查是诊断膀胱癌的金标准。研究表明，相比于目前最常用的白膀胱镜，APL-1706 与蓝光膀胱镜的联合使用对膀胱癌的检出率可提高20%-30%，尤其是对于原位癌，检出率的提升更为显著。更有研究表明在 APL-1706 和蓝膀胱镜下接受手术治疗的患者复发率相比白膀胱镜下降 16%。APL-1706 产品已在 30 多个国家上市，在多年的临床应用中显示良好的安全性和有效性，获得各国药监局、各大指南以及知名专家组织的认可。产品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。目前国内处于临床III期阶段。

图23. APL-1706 联合蓝膀胱镜有效提升膀胱癌检出率

患者类型	检出率变化
膀胱乳头状癌	+24.9%
原发患者	+20.7%
复发患者	+27.7%
膀胱原位癌	+26.7%
原发患者	+28.0%
复发患者	+25.0%

数据来源：公司官网，财通证券研究所

一次性软膀胱镜具有损伤小、舒适性好、视野无盲区、安全度高和成本低的优势。APLD-2101 是公司从美国 UroViu 公司引进的一款功能齐全的一体式设计的一次性软膀胱镜。

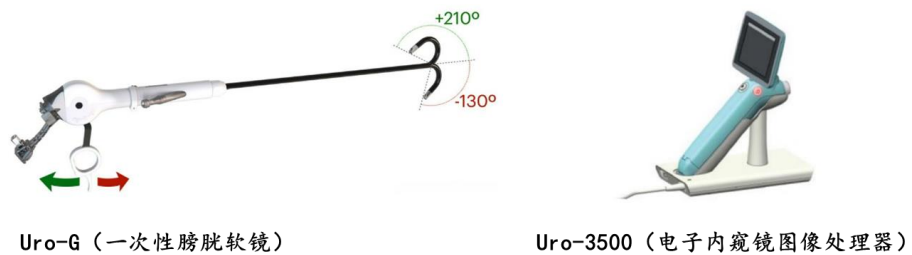
**损伤小、舒适性好：**金属硬性膀胱镜在经过尿道时会带来不可避免的损伤，而软膀胱镜镜体柔软、管径细、可弯曲，在进入尿道后仅有轻微的不适感，极大地提高了患者的依从性。

**视野无盲区：**硬性膀胱镜由于观察角度的限制，存在一定视野盲区，而软镜向上可弯曲 210°，向下可弯曲 130°，增大了视野范围，降低了肿瘤漏诊率。

**安全度高：**硬镜在重复使用过程中存在交叉感染的风险，一次性的使用方式能最大程度降低风险。

**便利度高、成本低：**相比于台式膀胱镜，一次性膀胱镜一体化的设计提高了医生使用过程中的便利性，同时也降低了医院购置台式膀胱镜的成本。

图24.APLD-2101



数据来源：公司公告，财通证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 关键假设

公司两款核心产品均处于临床 III 期，假设到上市研发风险为 90%。考虑膀胱癌治疗领域尚未有口服靶向药上市，公司在上市后需逐步开拓市场，因此假设 APL-1202 市占率在 2024 年为 0.5%，2032 年增长至 30%，后保持不变。APL-1202 年治疗费用根据创新药常见定价经验，假设为 100000 元，进入医保后降至 50000 元。考虑 HSIL 治疗领域尚未有药物上市，公司在上市后需逐步开拓市场，因此假设 APL-1702 市占率在 2024 年为 0.2%，2033 年增长至 20%。APL-1702 年治疗费用假设为 30000 元，进入医保后维持在 15000 元。假设公司净利率保持在 25% 水平，WACC 值为 15%。

## 4.2 盈利预测及估值

核心商业化/后期管线产品经 POS 调整后的销售峰值

我们预测 APL-1202 产品将在 2024 年实现商业化, 预计 2024~2026 年销售额分别为 1.22/2.52/5.19 亿元, 增速分别为-106.12%/105.94%。随着老龄化进程加快, 膀胱癌每年新发患者数量增加 2000 人, APL-1202 市场占有率在 2032 年达到峰值, 占 30%。APL-1202 上市后, 在 2025 年执行医保价后, 每两年进行一次小幅度降价。

预测 APL-1702 产品同样将在 2024 年实现商业化, 预计 2024~2026 年销售额分别为 1.28/3.23/6.48 亿元, 增速分别为-151.17%/100.93%。HSIL 每年新发患者数量增加 10000 人, APL-1702 渗透率在 2033 年达到峰值, 占 20%。

图25.公司核心产品营收预测

APL-1202	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
阶段	上市	上市	上市	上市	上市	上市	上市	上市	上市	上市
研发成功率	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
膀胱癌新发病例数 (万人)	9.8	10.1	10.4	10.7	11	11.3	11.6	11.9	12.2	12.5
NMIBC占比	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
NMIBC新发病例数 (万人)	7.35	7.58	7.80	8.03	8.25	8.48	8.70	8.93	9.15	9.38
NMIBC患病病例数 (万人)	19.85	20.45	21.06	21.67	22.28	22.88	23.49	24.10	24.71	25.31
APL-1202市占率	0.5%	2.0%	4.0%	8.0%	12.0%	16.0%	20.0%	25.0%	30.0%	30.0%
APL-1202用药人数 (万人)	0.14	0.56	1.15	2.38	3.66	5.02	6.44	8.26	10.16	10.41
APL-1202年治疗费用 (元)	100000	50000	50000	45000	45000	40000	40000	40000	40000	40000
APL-1202销售额 (万元)	12238	25225	51948	96204	148352	180619	231768	297203	365634	374625
YoY		106.12%	105.94%	85.19%	54.21%	21.75%	28.32%	28.23%	23.03%	2.46%
APL-1702	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
阶段	上市	上市	上市	上市	上市	上市	上市	上市	上市	上市
研发风险	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
HSIL患病病例数 (万人)	214	215	216	217	218	219	220	221	222	223
APL-1702市占率	0.2%	1.0%	2.0%	4.0%	7.0%	10.0%	13.0%	16.0%	18.0%	20.0%
APL-1702年治疗费用 (元)	30000	15000	15000	15000	15000	15000	15000	15000	15000	15000
APL-1702销售额 (万元)	12840	32250	64800	130200	228900	328500	429000	530400	599400	669000
YoY		151.17%	100.93%	100.93%	75.81%	43.51%	30.59%	23.64%	13.01%	11.61%

数据来源: wind, 财通证券研究所

DCF 核心假设: 综合考虑公司的长期成长前景及后续管线开发和经营风险, 我们在 DCF 模型中给予 12%的 WACC 假设和 2%的永续增长率假设, 与我们覆盖的生物科技公司一致。

收入: 预计 2024 年开始产生收入, 主要由新上市产品驱动;

净利率: 参考创新药公司净利率水平, 产品商业化后一般净利率水平将保持在 25%左右。

通过 DCF 模型对公司进行估值，其中核心产品 APL-1202 和 APL-1702 估值为 46.53 亿元，其他管线为 15 亿元，以及公司拥有现金 28.92 亿元，得到公司 2022 年整体估值为 90.45 亿元。

图26.公司核心产品净利润预测

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
总销售额 (万元)	25078	57475	116748	226404	377252	509119	660768	827603	965034	1043625
YoY		129.19%	103.13%	93.93%	66.63%	34.95%	29.79%	25.25%	16.61%	8.14
净利率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25
净利润 (万元)	6269.44	14368.69	29187.00	56600.93	94312.88	127279.80	165192.00	206900.63	241258.50	260906.25
WACC	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12
折现系数	0.797194	0.711780	0.635518	0.567427	0.506631	0.452349	0.403883	0.360610	0.321973	0.287476
折现值 (万元)	4997.96	10227.35	18548.87	32116.88	47781.84	57574.92	66718.28	74610.44	77678.78	75004.31

数据来源: wind, 财通证券研究所

## 5 风险提示

### 5.1 核心产品商业化不及预期风险

公司主要产品仍处研发阶段，未形成实际销售，且公司研发投入高、产品周期长，核心产品短期难以上市，公司在近期将处于亏损状态。

### 5.2 APL-1202、APL-1702 产品研发风险

公司产品与技术的研发存在研发失败、研发进展不及预期的风险，能否最终实现研发成果商业化应用存在不确定性。

### 5.3 行业竞争加剧风险

由于老龄化趋势，生物医药市场需求增加，市场发展前景向好，可能吸引了大量企业进入，行业竞争也随之加剧。如果公司在行业竞争中，不能及时推出高性价比的产品，并提供高品质的服务，那么，公司的经营业绩就有可能受到影响。



**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
<b>营业收入</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>250.78</b>	<b>货币资金</b>	279.55	2613.19	4690.67	4307.67	3610.17
减:营业成本	0.00	0.00	0.00	0.00	25.08	交易性金融资产	519.13	369.77	369.77	369.77	369.77
营业税费	0.23	0.09	0.00	0.00	0.00	应收帐款	0.00	0.00	0.00	0.00	250.78
销售费用	0.00	3.52	0.00	120.00	200.93	应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	78.45	60.35	60.00	63.00	60.00	预付帐款	13.66	19.24	0.00	0.00	2.51
研发费用	172.03	190.74	200.00	200.00	200.00	存货	4.21	3.81	0.00	0.00	16.72
财务费用	1.68	0.42	0.00	0.00	0.00	其他流动资产	0.00	0.56	0.56	0.56	0.56
资产减值损失	-0.20	-1.19	0.00	0.00	0.00	可供出售金融资产					
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>1.13</b>	<b>4.10</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	持有至到期投资					
<b>投资</b>	<b>2.54</b>	<b>12.28</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>-246.99</b>	<b>-238.35</b>	<b>-260.00</b>	<b>-383.00</b>	<b>-235.23</b>	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加:营业外净收支	-0.27	3.60	0.00	0.00	0.00	固定资产	7.31	10.32	10.32	10.32	10.32
<b>利润总额</b>	<b>-247.27</b>	<b>-234.75</b>	<b>-260.00</b>	<b>-383.00</b>	<b>-235.23</b>	在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减:所得税	0.00	0.19	0.00	0.00	0.00	无形资产	0.26	22.13	22.13	22.13	22.13
<b>净利润</b>	<b>-247.27</b>	<b>-234.95</b>	<b>-260.00</b>	<b>-383.00</b>	<b>-235.23</b>	其他非流动资产	12.65	33.43	33.43	33.43	33.43
<b>资产总额</b>	<b>843.68</b>	<b>3098.86</b>	<b>5151.22</b>	<b>4768.22</b>	<b>4532.99</b>	<b>资产总额</b>	<b>843.68</b>	<b>3098.86</b>	<b>5151.22</b>	<b>4768.22</b>	<b>4532.99</b>
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	27.78	51.09	0.00	0.00	0.00	应付帐款	27.78	51.09	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债总额</b>	<b>37.18</b>	<b>85.98</b>	<b>17.74</b>	<b>17.74</b>	<b>17.74</b>	<b>负债总额</b>	<b>37.18</b>	<b>85.98</b>	<b>17.74</b>	<b>17.74</b>	<b>17.74</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	460.00	570.00	680.00	680.00	680.00	股本	460.00	570.00	680.00	680.00	680.00
留存收益	-162.97	-397.92	-657.92	-1040.92	-1276.15	留存收益	-162.97	-397.92	-657.92	-1040.92	-1276.15
<b>股东权益</b>	<b>806.50</b>	<b>3012.88</b>	<b>5133.47</b>	<b>4750.47</b>	<b>4515.25</b>	<b>股东权益</b>	<b>806.50</b>	<b>3012.88</b>	<b>5133.47</b>	<b>4750.47</b>	<b>4515.25</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>EPS(元)</b>	-0.54	-0.51	-0.46	-0.67	-0.41
净利润	-247.27	-234.95	-260.00	-383.00	-235.23	BVPS(元)	1.75	5.29	9.01	8.33	7.92
加:折旧和摊销	3.20	11.69	0.00	0.00	0.00	PE(X)	—	—	—	—	—
资产减值准备	0.69	1.48	0.00	0.00	0.00	PB(X)	0.0	0.0	1.3	1.4	1.5
公允价值变动损失	-1.13	-4.10	0.00	0.00	0.00	P/FCF	—	—	—	—	—
财务费用	2.02	2.51	0.00	0.00	0.00	P/S	—	0.0	—	—	32.8
投资收益	-2.54	-12.28	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	1.1	10.7	-8.5	-6.8	-14.0
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)	—	—	—	—	—
营运资金的变动	119.07	64.11	-43.11	0.00	-462.27	PEG	—	—	—	—	—
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-125.95</b>	<b>-171.52</b>	<b>-303.11</b>	<b>-383.00</b>	<b>-697.50</b>	<b>ROIC/WACC</b>					

---

投资活动产生现金流量	-521.95	123.33	0.00	0.00	0.00	REP
融资活动产生现金流量	880.82	2383.82	2380.59	0.00	0.00	

---

资料来源：wind 数据，财通证券研究所

## 信息披露

### ● 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。