



东曜药业 (1875.HK): TAB014 临床 III 期 IND 申请获 FDA 批准

东曜药业 2 月 2 日宣布单抗产品 TAB014 用于治疗湿性老年黄斑变性 III 期临床 IND 获得 FDA 批准。我们重申买入评级, 提升目标价至 11.8 港元。

- TAB014 临床 III 期 IND 获 FDA 批准。** TAB014 是抗 VEGF 单抗, 用于治疗湿性 (新生血管性) 年龄相关性黄斑变性 (wAMD)、视网膜静脉阻塞 (RVO)、脉络膜新生血管 (CNV) 以及其他眼部疾病的在研单抗产品。东曜药业这次获批的 IND 申请是以 TAB014 在国内进行的 I 期临床试验数据为依据, 直接申请 III 期临床, 免去了 II 期临床试验, 也是公司首个海外提交 IND 申请并获批的产品。目前该药在美国市场竞品的包括雷珠单抗、阿柏西普, 以及他们潜在的生物类似药。美国大约每年有 20 万新发病例, 2020 年预计有 3 百万严重病例。中国药品在海外上市一般是寻找合作伙伴, 我们预计 TAB014 也将会需要与合适的海外公司合作。
- 预计 2024 年在国内上市。** 公司目前并未披露海外的 III 期临床计划和上市时间。TAB014 的国内权益 License out 给了李氏大药厂。根据 Zhaoke Ophthalmology Limited 在港交所递交的招股说明书, TAB014 的 I 期临床试验已在 2018 年 6 月启动, 预期在 2021 年第二季度启动 III 期试验, 并在 2023 年完成, 预期在 2024 年向国家药监局提交 NDA。
- 重申买入评级, 提升目标价至 11.8 港元。** TAB014 是公司首次“出海”尝试, 我们也看到中国创新药企国际化的趋势, 有助于公司估值的提升。我们采用 rNPV 的估值方法提升了公司估值, 以反映 TAB014 在海外上市的潜在价值, 以及反映目前利率下行的环境。我们对于公司的 rNPV 估值为 71 亿港币, 每股价值为 11.8 港元。
- 投资风险:** 药物研发延误, 临床试验失败; TAB008 未能进入集采; 集采降价超出预期; 药品销售不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2018-2022E)

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	39.2	45.3	57.0	157.8	548.8
收入同比增速 (%)	-24%	16%	26%	177%	248%
归母净利润	-268	-299	-227	-100	184
PS (X)	26.2	25.9	36.7	13.3	3.8
ROE (%)	145%	-35%	-36%	-19%	26%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

朱倩岚

医疗分析师

vicky_zhu@spdbi.com
(852) 2808 6439

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2021 年 2 月 2 日

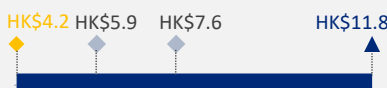
评级

买入

目标价 (港元)	11.8
潜在升幅/降幅	181.8%
目前股价 (港元)	4.2
52 周内股价区间 (港元)	3.1-6.2
总市值 (百万港元)	2,516
近 3 月日均成交额 (百万港元)	0.37

注: 截至 2021 年 2 月 1 日收盘价

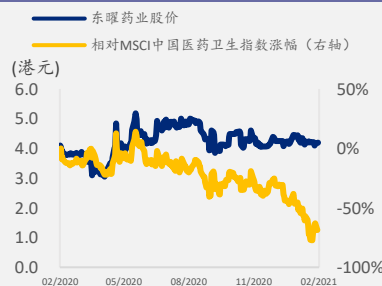
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



股价截至 2021 年 2 月 1 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

相关报告:

《生物科技系列报告 (一): ADC 抗体偶联药物》(2020-12-19)

财务报表分析与预测 - 东曜药业

利润表

(人民币千元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收益	39,219	45,308	57,026	157,817	548,811
收益成本	-5,980	-11,316	-6,282	-23,673	-137,203
研发开支	-188,651	-191,078	-198,650	-156,429	-156,429
销售开支	-38,935	-31,544	-27,452	-28,407	-38,417
一般及行政开支	-54,638	-95,091	-48,236	-47,345	-54,881
其他收益/(亏损)-净额	11,808	14,117	-2,166	0	0
经营亏损	-237,177	-269,604	-225,760	-98,036	161,882
财务收入	727	1,680	1,396	1,396	1,396
财务成本	-2,404	-2,291	-3,036	-3,340	-3,674
财务收入/(成本)-净额	-1,677	-611	-1,640	-1,944	-2,278
向投资者发行的金融工具之公允价值变动	-29,409	-29,085	0	0	0
除所得税前亏损	-268,263	-299,300	-227,400	-99,980	159,605
所得税开支	0	0	0	0	-23,941
净利润	-268,263	-299,300	-227,400	-99,980	183,545
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-268,263	-299,300	-227,400	-99,980	183,545
基本EPS (人民币)	-0.91	-0.89	-0.38	-0.17	0.31

资产负债表

(人民币千元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
物业、厂房及设备	294,420	300,230	316,414	573,265	719,136
物业、厂房及设备之预付款项	7,042	9,244	677	677	677
使用权资产	29,324	28,435	27,080	25,834	24,687
无形资产	1,901	2,391	2,747	3,035	3,268
按公允价值计入其他全面收入的金融资产	6,810	7,991	7,991	7,991	7,991
其他非流动资产	38,054	54,708	54,708	54,708	54,708
非流动资产	377,551	402,999	409,617	665,510	810,468
存货	3,105	15,250	19,172	26,228	33,916
贸易应收款项及其他应收款项	9,694	14,406	10,592	15,351	29,757
预付款项	10,745	10,938	8,554	23,673	82,322
合约资产	2,060	2,450	4,145	4,145	4,145
按公允价值计入损益的金融资产	17,332	32,139	32,139	32,139	32,139
现金及现金等价物	256,751	539,180	208,171	129,820	133,208
流动资产	299,687	614,363	282,772	231,355	315,487
总资产	677,238	1,017,362	692,389	896,864	1,125,955
股本	537,859	1,874,438	1,874,438	1,874,438	1,874,438
其他储备	31,449	36,925	36,925	36,925	36,925
累计亏损	-753,786	-1,053,086	-1,280,486	-1,380,466	-1,196,921
权益	-184,478	858,277	630,877	530,897	714,442
向投资者发行的金融工具借款	773,767	0	0	0	0
租赁负债	12,810	12,299	6,197	6,197	6,197
非流动负债	786,577	12,299	6,197	206,197	256,197
借款	500	60,000	0	100,000	100,000
应计费用及其他应付款项	69,300	81,418	49,201	53,656	49,201
合约负债	3,022	2,593	4,469	4,469	4,469
租赁负债	2,317	2,775	1,645	1,645	1,645
流动负债	75,139	146,786	55,315	159,770	155,315
总负债	861,716	159,085	61,512	365,967	411,512

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

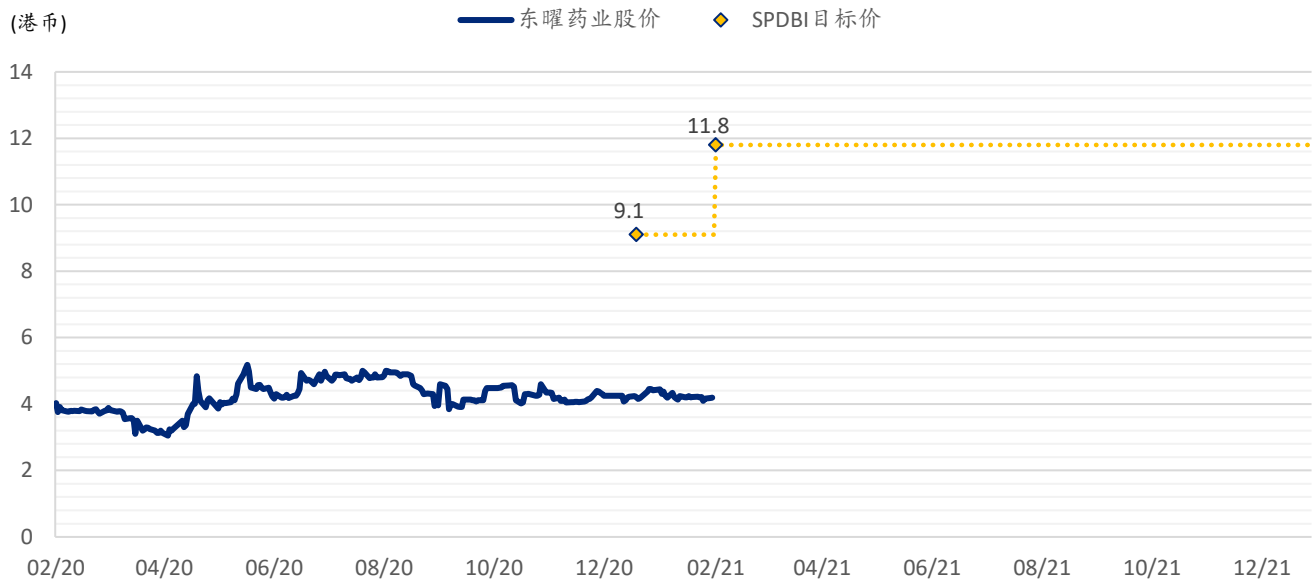
现金流量表

(人民币千元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
除所得税前亏损	-268,263	-299,300	-227,400	-99,980	183,545
折旧及摊销	15,656	27,351	26,815	46,107	57,042
金融工具的公允价值变动	29,409	29,085	0	0	0
营运资金变动:	21,360	-32,495	-29,759	-22,479	-85,198
存货	-2,125	-12,145	-3,922	-7,056	-7,688
贸易应收款项及其他应收款项	-3,194	-4,712	3,814	-4,759	-14,406
预付款项及其他非流动资产	-10,564	-16,698	2,384	-15,119	-58,649
合约资产	146	-390	-1,695	0	0
经营活动所用现金净额	-175,107	-250,805	-228,704	-74,408	157,666
购置物业、厂房及设备	-69,604	-29,104	-41,000	-301,000	-201,000
购置无形资产	-1,552	-1,054	-1,000	-1,000	-1,000
物业、厂房及设备预付款项	-7,042	-7,182	8,567	0	0
投资按公允价值计入损益的金融资产	-116,500	-131,800	0	0	0
投资活动所用现金净额	-47,067	-51,102	-33,433	-302,000	-202,000
银行借款所得款项	38,693	60,000	-60,000	300,000	50,000
租赁负债付款	-774	-1,583	-7,232	0	0
融资活动所得现金净额	457,601	583,022	-67,232	300,000	50,000
现金及现金等价物增加净额	233,702	280,591	-331,009	-78,351	3,389
年初现金及现金等价物	24,581	256,751	539,180	208,171	129,820
年末现金及现金等价物	256,751	539,180	208,171	129,820	133,208

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (人民币元)					
每股亏损	-0.91	-0.89	-0.38	-0.17	0.31
每股收入	0.13	0.13	0.09	0.26	0.91
每股净资产	-0.63	2.55	1.05	0.88	1.19
每股经营现金流	-0.60	-0.75	-0.38	-0.13	0.26
估值 (倍)					
P/B	NA	1.4	3.3	3.9	2.9
P/S	26.2	25.9	36.7	13.3	3.8
盈利能力指标					
毛利率	85%	75%	89%	85%	75%
净利润率	-684%	-661%	-399%	-63%	33%
净资产收益率	145%	-35%	-36%	-19%	26%
资产回报率	-40%	-29%	-33%	-11%	16%
投资资本回报率	146%	-33%	-36%	-12%	15%
同比变动					
营业收入	-24%	16%	26%	177%	248%
经营效率指标					
存货周转天数	125	296	1,000	350	80
应收账款周转天数	75	97	80	30	15
应付账款周转天数	84	144	120	120	120
偿债能力指标					
资产负债率	127%	16%	9%	41%	37%
流动比率(x)	4.0	4.2	5.1	1.4	2.0
速动比率(x)	3.9	4.1	4.8	1.3	1.8
现金比率(x)	0.9	0.9	0.7	0.6	0.4

图表 2: SPDBI 目标价: 东曜药业



资料来源: Bloomberg、浦银国际

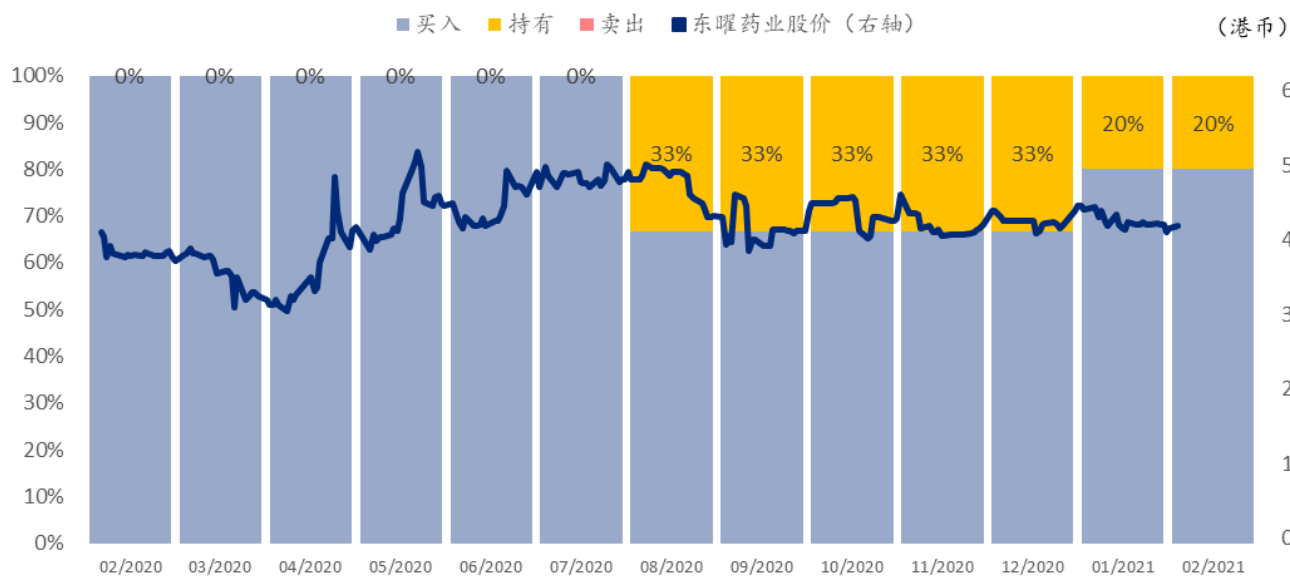
图表 3: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (港币)	评级	目标价 (港币)	行业
2359 HK Equity	药明康德	187.8	买入	240.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	149.0	买入	135.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	110.0	买入	133.0	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	24.6	买入	28.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	98.0	买入	122.4	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.2	买入	11.8	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	84.5	买入	76.5	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	105.8	买入	86.9	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1193.0	持有	1334.0	生物科技

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2 月 1 日收盘价

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 东曜药业市场普遍预期



注：股价截至 2021 年 2 月 1 日资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5: 东曜药业 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司增长好于预期

目标价：12.8 港元

概率：20%

- TAB008 进入集采且降价幅度小于预期
- TAA013 研发进展顺利提前获批上市
- 核心药品销售好于预期
- 管线新增 ADC 新药

悲观情景：公司增长不及预期

目标价：3.7 港元

概率：10%

- TAA013 临床研发失败
- TAB008 未能进入集采
- 集采降价超出预期
- 药品销售不及预期

资料来源：浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(药明生物 2269.HK)的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼