



## 东曜药业 (1875.HK) 2020 年业绩：年内多款药品将上市，TAA013 III 期临床稳步推进

2020 年研发费用上升 23% 至 2.4 亿元，归母净亏损同比收窄 4% 至 2.9 亿元。公司预计 TAB008 和其他两款药品将在 2021 年获批上市，HER2 ADC 药物 TAA013 将在 2023 年上市。我们维持买入评级和目标价 11.8 港元。

- 2020 年业绩与展望。**研发费用同比增长 23% 至 2.35 亿，主要由于 TAA013 启动临床 III 期，CRO 和原料药等相关费用增加。归母净亏损同比收窄 4% 至 2.9 亿人民币。收入下降 50% 至 22 百万元，主要由于代理销售 S-1 受集采影响，以及 CDMO/CMO 业务客户计划变动所致。2020 年底现金为 2.3 亿元，2021 年研发费用预期与 2020 年持平，而收入方面三款药物和 CDMO/CMO 业务都将带来贡献。
- TAB008 和其他两款药物预计年内上市。**核心产品生物类似药贝伐珠单抗朴欣汀® (TAB008) 的上市申请已于 2020 年 9 月获 NMPA 受理，并于 2021 年 1 月完成上市前药品注册核查，我们预计今年年中获批上市。管理层表示将利用公司成本和产能优势，积极准备进入集采。根据 PDB 的数据，齐鲁的贝伐珠单抗生物类似药在 2020 年第四季度已接近原研销售量，国产替代原研趋势明显。TOZ309 替莫唑胺胶囊目前已完成上市前注册核查，预计 1H21 获批上市。TOM218 醋酸甲地孕酮已在中国台湾提交 ANDA。管理层表示公司也在调整销售策略，寻求合作方以快速占据市场份额。
- TAA013 预计将在 2023 年上市。**抗 HER2 ADC 产品 TAA013 已于 2020 年 7 月完成 III 期首例受试者入组，预计 2023 年获批上市。TAA013 是目前国内临床进展最快的 TDM-1，而后来者需要做研发费用更高的头对头临床试验，且 ADC 研发难度高，资本和技术壁垒高使 TAA013 拥有良好的竞争格局。
- CDMO 业务发挥商业化生产和产能优势。**公司同时具备单抗药物、ADC 和小分子商业化生产平台，目前具有 1.6 万升单抗药物的设计产能。ADC 原液车间已于 2020 年 9 月完成，已生产多批次 TAA013 临床用药。公司表示，2021 年 CDMO 业务将贡献较多收入，包括与开拓药业的合作，且在 2021 年第一季度就已收获较多 CDMO 业务订单，全年有望突破上亿人民币。
- 重申买入评级，目标价 11.8 港元。**我们采用 rNPV 的估值方法对公司进行估值，公司 rNPV 估值 71 亿港币，对应每股价值 11.8 港元。
- 投资风险：**药物研发延误，临床试验失败；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 (2019-2023E)

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入净额	45.3	22.5	157.8	548.8	1,161.2
总收入同比增速 (%)	16%	-50%	602%	248%	112%
股东应占净利	-299	-288	-100	184	754
PS (X)	26.6	90.0	12.8	3.7	1.7
ROE (%)	-35%	-50%	-21%	28%	53%

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 3 月 25 日

### 评级

### 买入

目标价 (港元)	11.8
潜在升幅/降幅	177%
目前股价 (港元)	4.3
52 周内股价区间 (港元)	3.1-6.2
总市值 (百万港元)	2,558
近 3 月日均成交额 (百万港元)	0.44

注：截至 2021 年 3 月 24 日收盘价

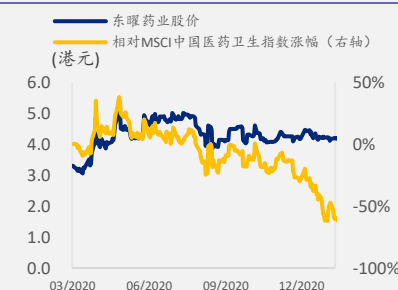
#### 市场预期区间



▲ 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



资料来源：Bloomberg、浦银国际

#### 相关报告：

《东曜药业 (1875.HK)：TAB014 临床 III 期 IND 申请获 FDA 批准》(2021-2-2)

《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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>收益</b>	<b>45,308</b>	<b>22,491</b>	<b>157,817</b>	<b>548,811</b>	<b>1,161,220</b>
收益成本	-11,316	-6,961	-23,673	-137,203	-267,081
研发开支	-191,078	-235,196	-156,429	-156,429	-50,000
销售开支	-31,544	-25,953	-28,407	-38,417	-116,122
一般及行政开支	-95,091	-46,855	-47,345	-54,881	-69,673
其他收益/(亏损)-净额	14,117	3,802	0	0	0
<b>经营亏损</b>	<b>-269,604</b>	<b>-288,672</b>	<b>-98,036</b>	<b>161,882</b>	<b>658,344</b>
财务收入	1,680	1,880	1,396	1,396	1,396
财务成本	-2,291	-1,706	-3,340	-3,674	-4,041
财务收入/(成本)-净额	-611	174	-1,944	-2,278	-2,645
向投资者发行的金融工具之公允价值变动	-29,085	0	0	0	0
<b>除所得税前亏损</b>	<b>-299,300</b>	<b>-288,498</b>	<b>-99,980</b>	<b>159,605</b>	<b>655,699</b>
所得税开支	0	0	0	-23,941	-98,355
<b>净利润</b>	<b>-299,300</b>	<b>-288,498</b>	<b>-99,980</b>	<b>183,545</b>	<b>754,054</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-299,300</b>	<b>-288,498</b>	<b>-99,980</b>	<b>183,545</b>	<b>754,054</b>
<b>基本EPS (人民币)</b>	<b>-0.89</b>	<b>-0.51</b>	<b>-0.18</b>	<b>0.32</b>	<b>1.33</b>

### 资产负债表

(人民币千元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	300,230	290,367	549,041	696,608	833,846
物业、厂房及设备之预付款项	9,244	416	416	416	416
使用权资产	28,435	20,639	19,908	19,235	18,616
无形资产	2,391	3,229	3,425	3,585	3,714
按公允价值计入其他全面收入的金融资产	7,991	8,076	8,076	8,076	8,076
其他非流动资产	54,708	69,229	69,229	69,229	69,229
<b>非流动资产</b>	<b>402,999</b>	<b>391,956</b>	<b>650,096</b>	<b>797,149</b>	<b>933,897</b>
存货	15,250	8,114	37,286	22,858	94,218
贸易应收款项及其他应收款项	14,406	5,851	20,092	25,016	70,427
预付款项	10,938	8,827	23,673	82,322	174,183
合约资产	2,450	902	902	902	902
按公允价值计入损益的金融资产	32,139	0	0	0	0
现金及现金等价物	539,180	225,533	127,381	146,501	503,421
<b>流动资产</b>	<b>614,363</b>	<b>249,227</b>	<b>209,333</b>	<b>277,599</b>	<b>843,151</b>
<b>总资产</b>	<b>1,017,362</b>	<b>641,183</b>	<b>859,428</b>	<b>1,074,748</b>	<b>1,777,048</b>
股本	1,874,438	1,874,438	1,874,438	1,874,438	1,874,438
其他储备	36,925	49,503	49,503	49,503	49,503
累计亏损	-1,053,086	-1,341,584	-1,441,564	-1,258,019	-503,964
<b>权益</b>	<b>858,277</b>	<b>582,357</b>	<b>482,377</b>	<b>665,922</b>	<b>1,419,977</b>
向投资者发行的金融工具借款	0	0	200,000	250,000	250,000
租赁负债	12,299	6,083	6,083	6,083	6,083
<b>非流动负债</b>	<b>12,299</b>	<b>6,083</b>	<b>206,083</b>	<b>256,083</b>	<b>256,083</b>
借款	60,000	0	100,000	100,000	100,000
应付费用及其他应付款项	81,418	42,316	60,541	42,316	-9,439
合约负债	2,593	9,104	9,104	9,104	9,104
租赁负债	2,775	1,323	1,323	1,323	1,323
<b>流动负债</b>	<b>146,786</b>	<b>52,743</b>	<b>170,968</b>	<b>152,743</b>	<b>100,988</b>
<b>总负债</b>	<b>159,085</b>	<b>58,826</b>	<b>377,051</b>	<b>408,826</b>	<b>357,071</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

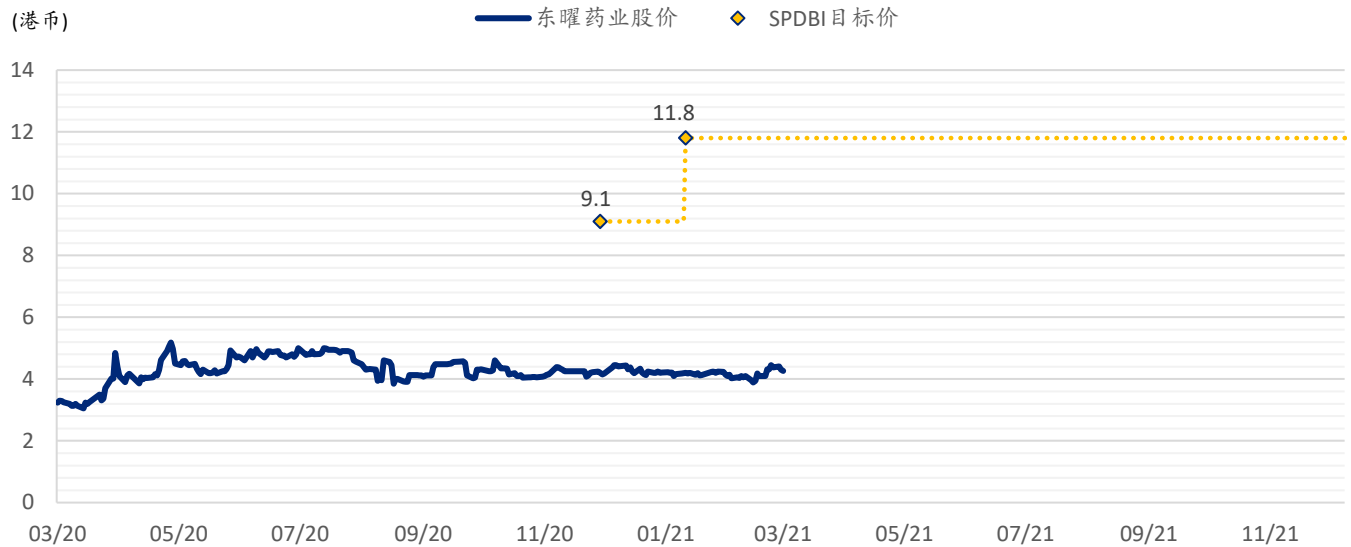
### 现金流量表

(人民币千元)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>除所得税前亏损</b>	<b>-299,300</b>	<b>-288,498</b>	<b>-99,980</b>	<b>183,545</b>	<b>754,054</b>
折旧及摊销	27,351	26,815	43,860	54,946	65,252
金融工具的公允价值变动	29,085	0	0	0	0
<b>营运资金变动:</b>	<b>-32,495</b>	<b>-13,241</b>	<b>-40,033</b>	<b>-67,372</b>	<b>-260,387</b>
存货	-12,145	7,136	-29,172	14,427	-71,360
贸易应收款项及其他应收款项	-4,712	8,555	-14,241	-4,925	-45,410
预付款项及其他非流动资产	-16,698	2,111	-14,846	-58,649	-91,861
合约资产	-390	1,548	0	0	0
<b>经营活动所用现金净额</b>	<b>-250,805</b>	<b>-275,098</b>	<b>-94,208</b>	<b>173,398</b>	<b>561,565</b>
购置物业、厂房及设备	-29,104	-41,000	-301,000	-201,000	-201,000
购置无形资产	-1,054	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000
物业、厂房及设备预付款项	-7,182	8,828	0	0	0
投资按公允价值计入损益的金融资产	-131,800	32,054	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-51,102</b>	<b>-1,118</b>	<b>-302,000</b>	<b>-202,000</b>	<b>-202,000</b>
银行借款所得款项	60,000	-60,000	300,000	50,000	0
租赁负债付款	-1,583	-7,668	0	0	0
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>583,022</b>	<b>-37,605</b>	<b>300,000</b>	<b>50,000</b>	<b>0</b>
<b>现金及现金等价物增加净额</b>	<b>280,591</b>	<b>-313,647</b>	<b>-98,152</b>	<b>19,120</b>	<b>356,920</b>
年初现金及现金等价物	256,751	539,180	225,533	127,381	146,501
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>539,180</b>	<b>225,533</b>	<b>127,381</b>	<b>146,501</b>	<b>503,421</b>

### 主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
每股亏损	-0.89	-0.51	-0.18	0.32	1.33
每股收入	0.13	0.04	0.28	0.97	2.05
每股净资产	2.55	1.03	0.85	1.18	2.51
每股经营现金流	-0.75	-0.49	-0.17	0.30	0.99
<b>估值 (倍)</b>					
P/B	1.4	3.5	4.2	3.0	1.4
P/S	26.6	90.0	12.8	3.7	1.7
<b>盈利能力指标</b>					
毛利率	75%	69%	85%	75%	77%
净利润率	-661%	-1283%	-63%	33%	65%
净资产收益率	-35%	-50%	-21%	28%	53%
资产回报率	-29%	-45%	-12%	17%	42%
投资资本回报率	-33%	-50%	-13%	16%	37%
<b>同比变动</b>					
营业收入	16%	-50%	602%	248%	112%
<b>经营效率指标</b>					
存货周转天数	296	613	350	80	80
应收账款周转天数	97	164	30	15	15
应付账款周转天数	144	96	120	120	120
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率	16%	9%	44%	38%	20%
流动比率(x)	4.2	4.7	1.2	1.8	8.3
速动比率(x)	4.1	4.6	1.0	1.7	7.4
现金比率(x)	0.9	0.9	0.6	0.5	0.6

图表 2: 浦银国际目标价: 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)	评级及目标价发布 日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	139.8	买入	240.0	2021年1月27日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	123.0	买入	175.8	2021年2月24日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	88.0	买入	133.0	2021年1月20日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	22.3	买入	28.0	2020年10月13日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	96.4	买入	122.4	2020年10月13日	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.3	买入	11.8	2021年2月2日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	75.2	买入	98.5	2021年3月25日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	90.5	买入	86.9	2020年12月19日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1023.0	持有	1334.0	2021年1月26日	生物科技

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至3月24日收盘价

## 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(开拓药业 9939.HK)在过去 12 个月内有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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼