



## 东曜药业 (1875.HK): CDMO 进展好于预期, 贝伐珠单抗生物类似药竞争激烈

1Q21 归母净亏损同比收窄, 收入端增长受益于 CDMO 业务增加和 TAB014 的里程碑收入。贝伐珠单抗生物类似药竞品进度快于东曜, 我们因此调整关于生物类似药集采假设, 降目标价至 9.5 港元。因为仍然存在翻倍的上升空间, 我们重申买入评级。

• **1Q21 业绩。** 归母净亏损由去年同期亏损 5,836.7 万人民币收窄 27% 至亏损 4,271.5 万人民币。收入同比增长 99.8% 至 1,458.4 万人民币, 主要由于 CDMO/CMO 业务增加, 以及 TAB014 产生里程碑收入。

• **TOM218 醋酸甲地孕酮获批, TOZ309 临近获批。** 治疗与癌症/艾滋病恶病质引起的体重明显减轻的醋酸甲地孕酮混悬液 (TOM218) 已于近日获批上市。此外, 数据库显示用于治疗恶性脑质瘤的 TOZ309 替莫唑胺胶囊目前处于上市前的现场检查阶段, 预计将于近期上市。

• **CDMO 业务进展好于我们预期。** 公司自 2016 年 11 月起与开拓药业开展 1.1 类靶向新药普克鲁胺的 CDMO 合作, 目前该药在美国进行治疗轻中症男性 COVID-19 患者的 III 期临床, 已完成了首例患者入组和给药。此外, 数据库显示与两家生物科技公司合作申报的两款 ADC 药物 NBT508 与 Trop2-SN38 分别已过临床默示期进入临床和申报临床阶段, 我们预计公司今年 CDMO 业务会有收入贡献。

• **贝伐珠单抗生物类似药竞品进度快于我们预期。** 目前国内共有 4 款贝伐珠单抗 (罗氏安维汀、齐鲁安可达、信达达攸同、绿叶博优诺) 上市。4 月 27 日, 复宏汉霖的 HLX04 通过上海药监局现场核查, 有望成为第 5 家。其他竞品也已处于不同现场核查阶段: 恒瑞 (2020 年 2 月 9 日)、海正/贝达 (2021 年 2 月 19 日)、百奥泰 (2021 年 1 月 5 日), 按旧规申报已过发补。东曜按新规申报, 在 2020 年 11 月 16 日现场核查, 之后于 2021 年 4 月发补。我们预计东曜的贝伐珠单抗朴欣汀® (TAB008) 将于年内获批上市。

• **重申买入评级, 降目标价至 9.5 港元。** 我们用 rNPV 的估值方法对公司进行估值, 由于贝伐珠单抗生物类似药竞争激烈, TAB008 审评进度不确定, 我们担心难以进入集采扩量, 因此调整集采情景中的中标单价和可能性。公司 rNPV 估值 53.7 亿港元, 对应每股价值 9.5 港元。我们重申买入评级, 目前股价仍然存在翻倍的上升空间。

• **投资风险:** 药物研发延误, 临床试验失败; 集采降价超出预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入净额	45.3	22.5	143.9	352.6	772.1
总收入同比增速 (%)	16%	-50%	540%	145%	119%
股东应占净利	-299	-288	-105	39	356
PS (X)	28.1	95.1	14.9	6.1	2.8
ROE (%)	-35%	-50%	-22%	8%	41%

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 5 月 13 日

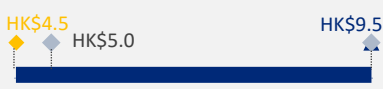
### 评级

### 买入

目标价 (港元)	9.5
潜在升幅/降幅	111%
目前股价 (港元)	4.5
52 周内股价区间 (港元)	3.7-5.4
总市值 (百万港元)	2,713
近 3 月日均成交额 (百万港元)	0.49

注: 截至 2021 年 5 月 13 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) 2020 年业绩: 年内多款药品将上市, TAA013 III 期临床稳步推进》(2021-3-25)

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

## 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>143,909</b>	<b>352,622</b>	<b>772,067</b>
收益成本	-11,316	-6,961	-21,586	-88,155	-177,575
研发开支	-191,078	-235,196	-156,429	-156,429	-50,000
销售开支	-31,544	-25,953	-25,904	-24,684	-77,207
一般及行政开支	-95,091	-46,855	-43,173	-35,262	-46,324
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>-103,182</b>	<b>48,092</b>	<b>420,961</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>-105,126</b>	<b>45,815</b>	<b>418,316</b>
所得税开支	0	0	0	-6,872	-62,747
<b>净利润</b>	<b>-299,300</b>	<b>-288,498</b>	<b>-105,126</b>	<b>38,942</b>	<b>355,569</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>-105,126</b>	<b>38,942</b>	<b>355,569</b>
<b>基本EPS (人民币)</b>	<b>-0.89</b>	<b>-0.51</b>	<b>-0.19</b>	<b>0.07</b>	<b>0.63</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	33,285	5,359	72,482
贸易应收款项及其他应收款项	14,406	5,851	17,805	11,177	52,280
预付款项	10,938	8,827	21,586	52,893	115,810
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	130,608	57,519	53,441
<b>流动资产</b>	<b>614,363</b>	<b>249,227</b>	<b>204,187</b>	<b>127,850</b>	<b>294,916</b>
<b>总资产</b>	<b>1,017,362</b>	<b>641,183</b>	<b>854,282</b>	<b>925,000</b>	<b>1,228,813</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	-1,446,710	-1,407,767	-1,052,199
<b>权益</b>	<b>858,277</b>	<b>582,357</b>	<b>477,231</b>	<b>516,174</b>	<b>871,742</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
应计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>净利润</b>	<b>-299,300</b>	<b>-288,498</b>	<b>-105,126</b>	<b>38,942</b>	<b>355,569</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>-31,659</b>	<b>-14,979</b>	<b>-222,898</b>
存货	-12,145	7,136	-25,171	27,926	-67,123
贸易应收款项及其他应收款项	-4,712	8,555	-11,954	6,628	-41,103
预付款项及其他非流动资产	-16,698	2,111	-12,759	-31,307	-62,917
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>-90,981</b>	<b>81,188</b>	<b>200,568</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>-94,925</b>	<b>-73,090</b>	<b>-4,077</b>
年初现金及现金等价物	256,751	539,180	225,533	130,608	57,519
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>539,180</b>	<b>225,533</b>	<b>130,608</b>	<b>57,519</b>	<b>53,441</b>

### 主要财务比率

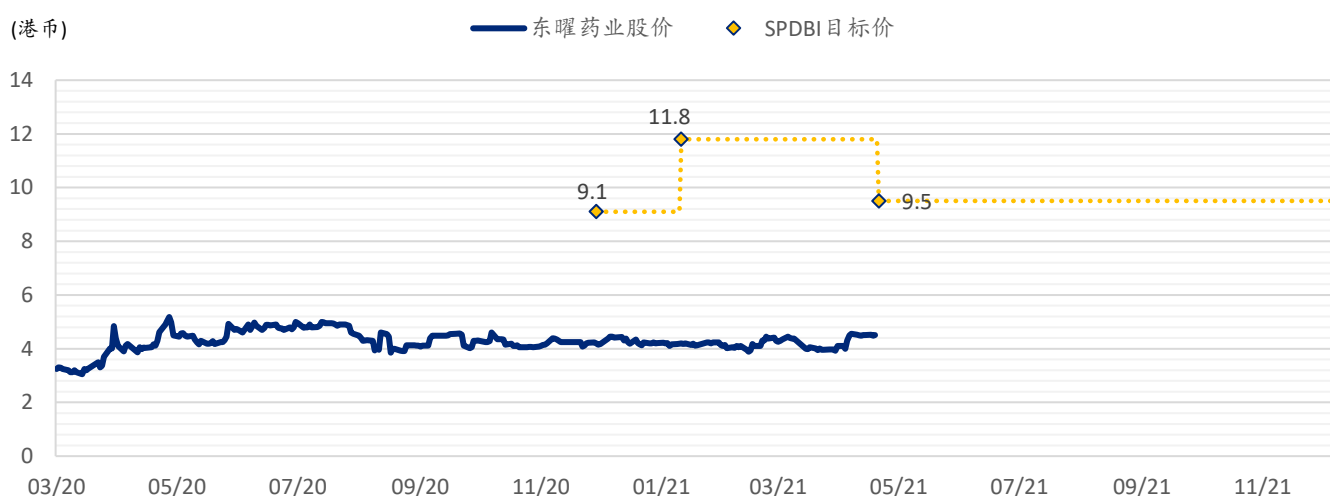
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
每股亏损	-0.89	-0.51	-0.19	0.07	0.63
每股收益	0.13	0.04	0.25	0.62	1.36
每股净资产	2.55	1.03	0.84	0.91	1.54
每股经营现金流	-0.75	-0.49	-0.16	0.14	0.35
<b>估值 (倍)</b>					
P/B	1.5	3.7	4.5	4.1	2.5
P/S	28.1	95.1	14.9	6.1	2.8
<b>盈利能力指标</b>					
毛利率	75%	69%	85%	75%	77%
净利润率	-661%	-1283%	-73%	11%	46%
净资产收益率	-35%	-50%	-22%	8%	41%
资产回报率	-29%	-45%	-12%	4%	29%
投资资本回报率	-33%	-50%	-14%	5%	34%
<b>同比变动</b>					
营业收入	16%	-50%	540%	145%	119%
<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%	44%	29%
流动比率(x)	4.2	4.7	1.2	0.8	2.9
速动比率(x)	4.1	4.6	1.0	0.8	2.2
现金比率(x)	0.9	0.9	0.6	0.4	0.2

图表 2: 东曜药业财务预测变化

百万人民币	2021E			2022E			2023E		
	新预测	前预期	差异	新预测	前预期	差异	新预测	前预期	差异
收入	143,909	157,817	-9%	352,622	548,811	-36%	772,067	1,161,220	-34%
毛利润	122,323	134,145	-9%	264,466	411,609	-36%	594,492	894,140	-34%
净利润	-105,126	-99,980	5%	38,942	183,545	-79%	355,569	754,054	-53%

资料来源: 浦银国际预测

图表 3: 浦银国际目标价: 东曜药业



资料来源: Bloomberg、浦银国际

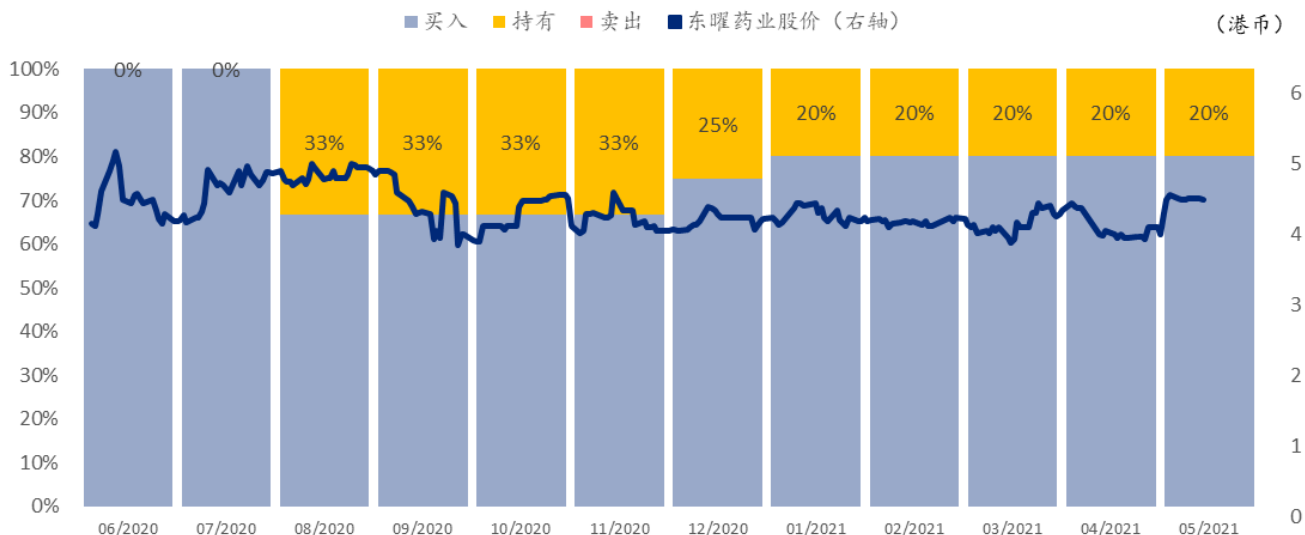
图表 4: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	176.7	买入	240.0	2021年1月27日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	153.2	买入	210.0	2021年5月3日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	169.9	买入	200.0	2021年5月3日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	172.4	买入	200.0	2021年5月3日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	106.6	买入	133.0	2021年1月20日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	22.4	买入	28.0	2020年10月13日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	87.1	买入	122.4	2020年10月13日	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.5	买入	9.5	2021年5月13日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	64.3	买入	98.5	2021年3月25日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	90.3	买入	111.3	2021年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1191.0	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5月12日收盘价

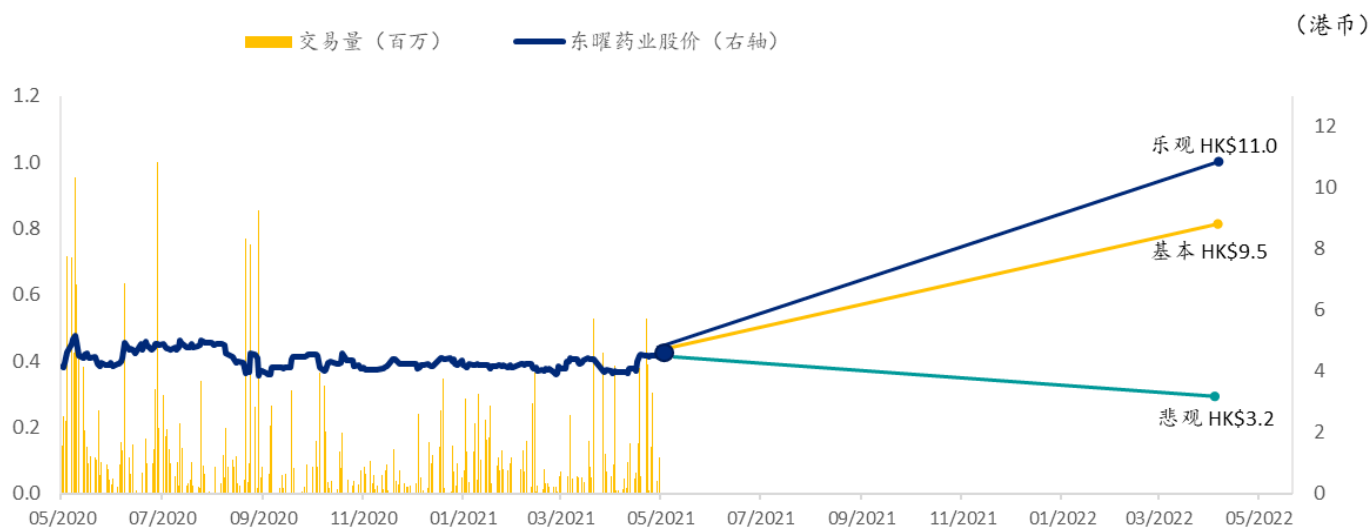
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 东曜药业市场普遍预期



注: 股价截至 2021 年 5 月 12 日  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 东曜药业 SPDBI 情景假设



### 乐观情景: 公司增长好于预期

目标价: 11.0 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: 3.2 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

## 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经授权的行为。

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。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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 及药明康德 603259.CH)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。

## 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。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 黄路遥

jessie\_huang@spdbi.com  
852-2808 6466

#### 王奕旻

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