



东曜药业 (1875.HK) 1H21 业绩: CDMO 表现亮眼, TAA013 III 期临床稳步推进

公司 1H21 收入同比增长 78% 至 2,313 万人民币, 归母净亏损由去年同期 1.3 亿人民币缩减至 1.2 亿人民币。公司两款产品 (替莫唑胺胶囊、醋酸甲地孕酮混悬液) 均于 2021 年 5 月获 NMPA 批准上市。我们维持买入评级和目标价 9.5 港元。

- **2020 年业绩与展望。** 1H21 收入同比增长 78% 至 2,313 万人民币, 归母净亏损由去年同期 1.3 亿人民币缩减至 1.2 亿人民币。收入增长主要由于公司拓展 CDMO/CMO 业务, 板块收入增长强劲。研发费用同比下降 11% 至 8,875 万人民币, 主要由于 TOZ309 研发结束, 相关研发耗材支出减少, 以及 TAB008 临床 III 期完成所致。
- **CDMO 业务增速亮眼, ADC 药物 CDMO 为后续发展重点。** 公司 1H21 CDMO 业务收入同比增长 330% 至 1,167 万人民币, 占收入比例由 1H20 的 21% 提升至 1H21 的 50%。1H21 新签 CDMO 订单金额近 1 亿人民币。从分子类型看, 目前东曜签订的 CDMO 订单中 ADC、单抗、化药项目金额占比分别达 39%、34%、27%, ADC CDMO 后续将为公司重点发展方向。目前国内可提供 ADC CDMO 的服务商并不多, 公司拥有技术、产能和生产经验上的优势, 预计未来 ADC CDMO 业务将在核心药物销售之外成为公司收入主要的贡献业务板块。
- **TAB008 预计 3Q/4Q21 上市, TAA013 临床 III 期按计划推进。** 公司 2 款核心产品朴欣汀® (TAB008) 和 TAA013 均按预期推进。生物类似药贝伐珠单抗朴欣汀® (TAB008) 上市申请已于去年 9 月获 NMPA 受理, 并于 2021 年 1 月完成上市前药品注册核查, 公司预计将于 3Q21-4Q21 期间获批上市。抗 HER2 ADC 产品 TAA013 已于 2020 年 7 月完成 III 期首例受试者入组, 目前入组速度如期进行, 已在全国启动 70 多家临床研究中心, 公司维持 2023 年获批上市判断。
- **替莫唑胺胶囊、醋酸甲地孕酮混悬液于 5 月上市。** 公司 2 款产品替莫唑胺胶囊 (替至安®) 与醋酸甲地孕酮混悬液 (美适亚®) 均于 5 月获批上市, 其中替至安® 计划参与 2021 年集采, 且公司希望 2021 年完成该药对 80% 以上省份覆盖, 1Q22 完成 100% 省份覆盖。美适亚® 为公司代理销售产品, 也是国内首个获批高浓度醋酸甲地孕酮混悬液及全球首个上市的纳米口服混悬液。新型制剂可提高患者依从性, 提高人体吸收, 有望填补醋酸甲地孕酮该剂型的市场空白。
- **重申买入评级, 维持目标价 9.5 港元。** 我们采用 rNPV 对公司进行估值, 公司 rNPV 估值 53.7 亿港币, 对应每股价值 9.5 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

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)	26.8	90.9	14.2	5.8	2.6
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 8 月 16 日

评级

买入

目标价 (港元)	9.5
潜在升幅/降幅	121%
目前股价 (港元)	4.3
52 周内股价区间 (港元)	3.7-5.1
总市值 (百万港元)	2,587
近 3 月日均成交额 (百万港元)	0.79

注: 截至 2021 年 8 月 13 日收盘价

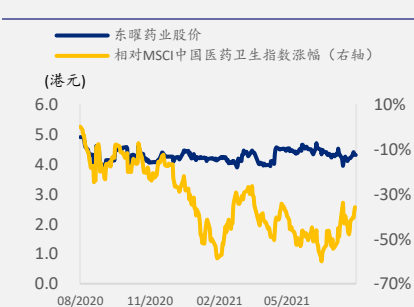
市场预期区间



▲ 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): CDMO 业务进展顺利, 贝伐珠单抗生物类似药竞争激烈》(2021-5-14)

《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
收益	45,308	22,491	143,909	352,622	772,067
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
经营亏损	-269,604	-288,672	-103,182	48,092	420,961
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
除所得税前亏损	-299,300	-288,498	-105,126	45,815	418,316
所得税开支	0	0	0	-6,872	-62,747
净利润	-299,300	-288,498	-105,126	38,942	355,569
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-299,300	-288,498	-105,126	38,942	355,569
基本EPS (人民币)	-0.89	-0.51	-0.19	0.07	0.63

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
非流动资产	402,999	391,956	650,096	797,149	933,897
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
流动资产	614,363	249,227	204,187	127,850	294,916
总资产	1,017,362	641,183	854,282	925,000	1,228,813
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
权益	858,277	582,357	477,231	516,174	871,742
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
非流动负债	12,299	6,083	206,083	256,083	256,083
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
流动负债	146,786	52,743	170,968	152,743	100,988
总负债	159,085	58,826	377,051	408,826	357,071

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

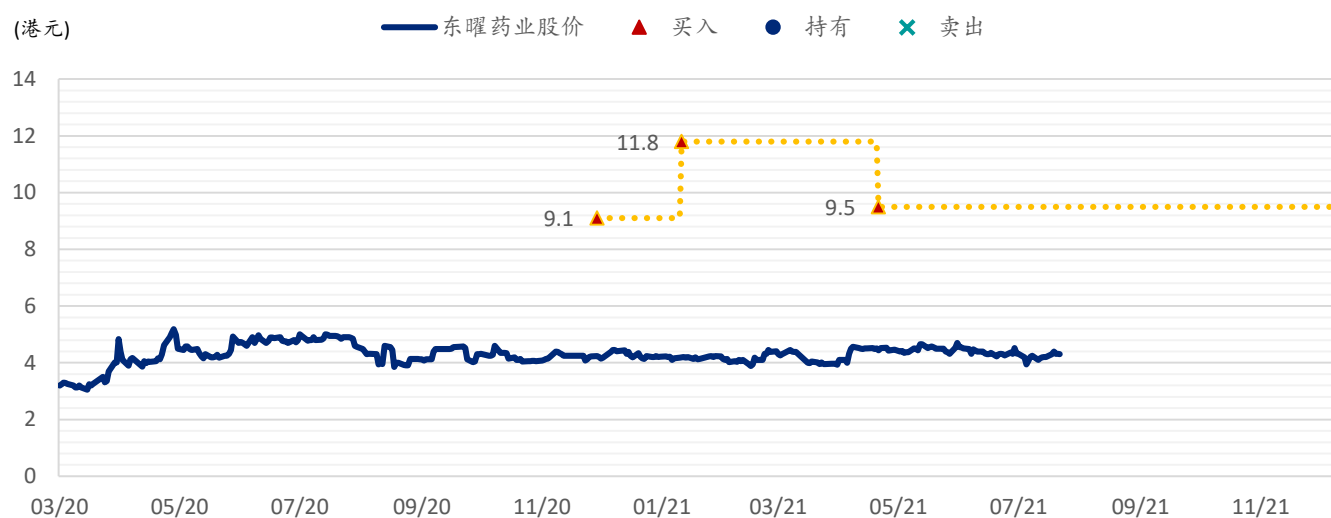
现金流量表

(人民币千元)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
净利润	-299,300	-288,498	-105,126	38,942	355,569
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
营运资金变动:	-32,495	-13,241	-31,659	-14,979	-222,898
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
经营活动所用现金净额	-250,805	-275,098	-90,981	81,188	200,568
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
投资活动所用现金净额	-51,102	-1,118	-302,000	-202,000	-202,000
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
融资活动所得现金净额	583,022	-37,605	300,000	50,000	0
现金及现金等价物增加净额	280,591	-313,647	-94,925	-73,090	-4,077
年初现金及现金等价物	256,751	539,180	225,533	130,608	57,519
年末现金及现金等价物	539,180	225,533	130,608	57,519	53,441

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股亏损	-0.89	-0.51	-0.19	0.07	0.63
每股收入	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
估值 (倍)					
P/B	1.4	3.5	4.3	4.0	2.3
P/S	26.8	90.9	14.2	5.8	2.6
盈利能力指标					
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%
同比变动					
营业收入	16%	-50%	540%	145%	119%
经营效率指标					
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
偿债能力指标					
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: 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(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	160.2	买入	240.0	2021年1月27日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	138.7	买入	210.0	2021年5月3日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	173.8	买入	200.0	2021年5月3日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	207.0	买入	200.0	2021年5月3日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	122.4	买入	133.0	2021年1月20日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	12.3	持有	21.0	2021年6月1日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	71.1	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	9.5	2021年5月13日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	64.0	买入	99.5	2021年5月18日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	108.0	买入	140.1	2021年8月12日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1160.0	持有	1334.0	2021年1月26日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	8.0	买入	25.2	2021年6月28日	生物科技

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至8月13日收盘价

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) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(兆科眼科 6622.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

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

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