

## 买入

## 新药进入收获期，CDMO 业务大力推进

东曜药业-B (1875.HK)

2021-03-29 星期一

目标价:	7.56 港元
现价:	4.45 港元
预计升幅:	69.9%

## 重要数据

日期	2021-03-29
收盘价 (港元)	4.45
总股本 (亿股)	6.00
总市值 (亿港元)	26.72
净资产 (亿元)	5.82
总资产 (亿元)	6.41
52 周高低 (港元)	6.2/3.05
每股净资产 (元)	0.97

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 主要股东

晟德大药厂股份有限公司(31.5%)
Vivo Capital Fund VIII,L.P.(15.92%)
钧信国际有限公司 (9.93%)
Advantech Capital Investment V Limited (8.62%)

## 相关报告

深度报告: 东曜药业-B-20201229

## 研究部

姓名: 林兴秋  
 SFC: BLM040  
 电话: 0755-21519193  
 Email:linxq@gzyq.com.hk

## 业绩有望大幅改善，继续加大研发投入：

公司 2020 年年度实现收益 2249.1 万人民币，同比下降 50.4%；净亏损约为 2.88 亿元，同比下降 3.6%；研发费用为 2.35 亿元，同比增长 23%。原研代理产品 S-1 的佣金收入目前为公司的核心领域，2020 年收入同比下降 50.7% 至 1470.3 万人民币，占整体营收的 65.4%。公司的 CDMO/CMO 业务 2020 年实现收入 642.3 万元，同比下降 55.9%，在公司总收入中占比 28.6%。其他业务板块 2020 年实现收入 136.5 万元，同比增长 48.4%。2020 年收入同比下滑的原因是原研代理产品 S-1 销量受国家带量采购影响导致佣金收益下降，及 CDMO 业务配合客户计划时程所致。随着三款产品的获批上市和 CDMO/CMO 业务的快速发展，以及 2021 年下半年实行的生物类似药集采，公司充足而高效的产能将推动 VEGF 单抗快速放量，业绩快速增长可期。

## 加速在研项目及商业化推进：

公司专注于创新肿瘤药物及疗法的研发与商业化，在研产品线丰富，拥有 8 种在研生物药、5 种在研化学药，预计 2021 年核心产品 TAB008、小分子药物 TOZ309 以及一款台湾进口药 TOM218 将会获批上市。截止目前，生物药领域，1) TAB008 已提交上市申请，并获得国家药品监督管理局受理，成为国内第一个按照新版《药品注册管理办法》获 NDA 受理的贝伐珠单抗生物类似药；2) TAB013 是目前中国市场上第一个进入 III 期临床阶段的以 T-DM1 作为通用名称的 ADC 产品，预计 2022 年年底前完成 III 期临床，并于 2023 年推出上市。3) TAB014 是一款贝伐珠单抗的眼科制剂，2021 年 1 月 III 期临床 IND 已获 FDA 批准。化学药领域，仿制药 TOZ309 已提交上市申请，并完成上市前的药品注册核查。除主要在研产品之外，当前公司通过提供 S-1 销售服务收取佣金，并积极借助生产技术与优势开展 CDMO 和 CMO 服务，扩展企业业务收入。目前公司已建成 ADC 商业化生产车间，化学药物生产车间完成 GMP 符合性核查，研发和生产的积累下，CDMO 业务有望继续快速增长。

## 再次覆盖给予买入评级，目标价 7.56 港元

公司持续加大研发投入，在研产品线丰富。随着今年三款产品的获批上市，CDMO 业务的快速发展，业绩和流动性将会大大改善，我们预计公司 2021-2023 年收入分别是人民币 1.98 亿元、5.14 亿、6.77 亿元，EPS 分别为人民币 -0.32、0.15、0.21 元，基于现金贴现法及 EV/收入估值，给予公司目标价为 7.56 港元，对应 2022 年 EV/收入为 8 倍，对应 2022 年 PE 为 45 倍，较现价有 69.9% 的上涨空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	45.3	22.5	198.4	514.2	677.4
同比增长 (%)	15.5%	-50.4%	781.8%	159.2%	31.7%
净利润	-299.3	-288.5	-195.8	85.67	121.9
同比增长 (%)	11.6%	-3.6%	32.1%	145.2%	43.2%
净利润率 (%)	-660.6%	-1282.8%	-98.7%	16.4%	18%
每股盈利 (元)	-0.53	-0.48	-0.32	0.15	0.21
PE@4.45	-8.40	-9.27	-13.91	24.92	17.8

数据来源: wind、东曜药业年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 2020 年年度业绩简述:

公司 2020 年年度实现收益 2249.1 万人民币, 同比下降 50.4%; 净亏损约为 2.88 亿元, 同比下降 3.6%; EBITDA 为-2.55 亿元, 同比下降了 5.5%; 研发费用为 2.35 亿元, 同比增长 23%; 公司 EPS 录得-0.51 元, 同比下降了 42.7%。

图 1: 2020 年研发投入同比增长 23%至 2.35 亿元

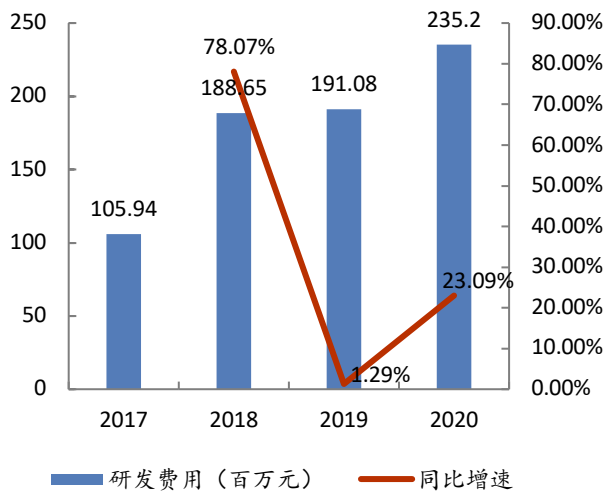
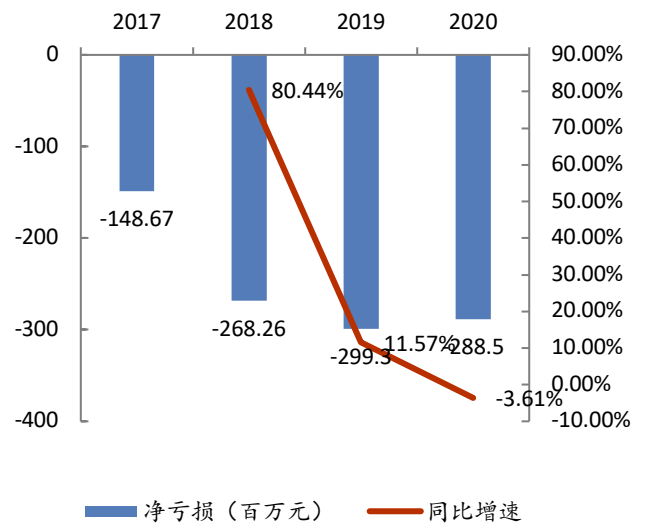


图 2: 公司 2020 年净亏损同比下降 3.61%至 2.88 亿元



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

### 2020 年公司主要收益板块营收受集采等影响下滑:

原研代理产品 S-1 的佣金收入目前为公司的核心领域, 2020 年收入同比下降 50.7% 至 1470.3 万人民币, 占整体营收的 65.4%。公司的 CDMO/CMO 业务 2020 年实现收入 642.3 万元, 同比下降 55.9%, 在公司总收入中占比 28.6%。其他业务板块 2020 年实现收入 136.5 万元, 同比增长 48.4%。2020 年收入同比下滑的原因是原研代理产品 S-1 销量受国家带量采购影响导致佣金收益下降, 及 CDMO 业务配合客户计划时程所致。公司多款在研产品拥有优质赛道且拥有先进研发和技术平台, 随着三款产品的获批上市以及 CDMO/CMO 业务的快速发展, 业绩快速增长可期。另外, 2021 年下半年实行的生物类似药集采, 公司充足而高效的产能将推动 VEGF 单抗快速放量, 推动公司业绩的快速增长。

图 3：2020 年公司产品管线构成及进展情况

类别	在研药物	适应症	临床前	临床I期	临床II期	临床III期	NDA <sup>(1)</sup>
ADC	TAA013(抗HER2)	HER2 阳性乳腺癌	→	→	→	→	→
	TAE020(创新靶点)	急性骨髓性白血病	→	→	→	→	→
	TAB008 <sup>(2)</sup> (抗VEGF)	非鳞状非小细胞肺癌(nsNSCLC)	→	→	→	→	→
单克隆抗体/重组蛋白	TAB014 <sup>(3)</sup> (抗VEGF)	湿性年龄相关黄斑病变(wAMD)	→	→	→	→	→
	TAY018(抗CD47)	非霍奇金淋巴瘤、骨髓增生异常综合征、急性骨髓性白血病、实体瘤	→	→	→	→	→
	TAC020(创新靶点)	多种实体瘤	→	→	→	→	→
	TEP118(修饰型透明质酸)	胆道癌、胆囊肿瘤、转移性癌、非小细胞肺癌(NSCLC)、胃癌	→	→	→	→	→
	TOZ309(替莫唑胺)	恶性胶质瘤	→	→	→	→	→
化药	TOM312(醋酸甲地孕酮)	与癌症及艾滋病相关的恶病质	→	→	→	→	→
	TIC318(卡铂)	上皮细胞来源卵巢癌、小细胞肺癌、头颈部鳞状细胞癌、睾丸肿瘤、恶性淋巴瘤、宫颈癌、膀胱癌及NSCLC	→	→	→	→	→
溶瘤病毒	TVP211(基因改造痘病毒)	实体瘤	→	→	→	→	→
脂质体	TID214(多西他赛脂质体)	实体瘤	→	→	→	→	→
	TIO217(奥沙利铂脂质体)	胃肠道肿瘤	→	→	→	→	→

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 公司加速在研项目及商业化推进：

公司专注于创新肿瘤药物及疗法的研发与商业化，产品涵盖生物药、ADC、化学药多领域，拥有单抗（mAb）、抗体药物偶联物（ADC）、溶瘤病毒药物、特种肿瘤药物（如脂质体药物）等针对各类癌症的综合性在研肿瘤药物组合，对标肺癌、乳腺癌、鼻咽癌、胰腺癌等 10 大癌症治疗。公司在研产品线丰富，拥有 8 种在研生物药、5 种在研化学药，预计 2021 年核心产品 TAB008、小分子药物 TOZ309 以及一款台湾进口药 TOM218 将会获批上市。截止目前，生物药领域，1) TAB008 用于治疗晚期、转移性或复发性非鳞状非小细胞肺癌（nsNSCLC）及转移性结直肠癌（mCRC），对标 Kandcylla 有效性、安全性、生物等效性高度相似，目前已提交上市申请，并获得国家药品监督管理局受理，成为国内第一个按照新版《药品注册管理办法》获 NDA 受理的贝伐珠单抗生物类似药；2) TAB013 是一种含曲妥珠单抗及美坦新的在研 ADC 药物，适用于 HER2 阳性乳腺癌，是目前中国市场上第一个进入 III 期临床阶段的以 T-DM1 作为通用名称的 ADC 产品，预计于 2022 年年底前完成 III 期临床，并于 2023 年推出上市。3) TAB014 是一款贝伐珠单抗的眼科制剂，2021 年 1 月 III 期临床试验申请（IND）已获 FDA 批准，是公司首个海外提交 IND 申请并获批的产品。化学药领域，TOZ309 是一款化学药物替莫唑胺仿制药，已提交上市申请，并完成上市前的药品注册核查。除主要在研产品之外，当前公司通过提供 S-1 销售服务收取佣金，并积极借助生产技术与优势开展 CDMO 和 CMO 服务，扩展企业业务收入。目前公司已建成 ADC 商业化生产车间，化学药物生产车间完成 GMP 符合性核查，基于研发和生产的积累下，CDMO 业务有望快速增长。

### 再次覆盖给予买入评级，目标价 7.56 港元：

公司持续加大研发投入，在研产品线丰富。随着今年三款产品的获批上市，CDMO 业务的快速发展，业绩将会大大改善，预计公司 2021-2023 年收入分别是人民币 1.98 亿元、5.14 亿、6.77 亿元，EPS 分别为人民币 -0.32、0.15、0.21 元，基于现金贴现法及 EV/收入估值，给予公司目标价为 7.56 港元，对应 2022 年 EV/收入为 8 倍，对应 2022 年 PE 为 45 倍，较现价有 69.9% 的上涨空间，给予“买入”评级。

### 风险提示：

药品降价风险；新产品上市进度、研发进度低于预期。

财务报表摘要:

损益表

百万元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
收入	51.6	39.2	45.3	22.5	198.4	514.2	677.4
销售成本	4.2	6.0	11.3	7.0	37.3	55.5	73.2
毛利	47.4	33.2	34.0	15.5	161.1	458.6	604.2
其他收入	6.0	11.8	14.1	3.8	0.0	11.0	11.0
分销开支	(28.9)	(38.9)	(31.5)	(26.0)	(33.7)	(59.1)	(121.9)
行政费用	(24.5)	(54.6)	(95.1)	(46.9)	(49.2)	(51.7)	(54.2)
经营盈利	(106.0)	(237.2)	(269.6)	(288.7)	(192.8)	89.9	109.3
财务开支	0.5	(0.7)	(2.3)	(1.7)	(2.0)	(2.2)	(2.4)
应占联营公司利润							
研发及其他	(105.9)	(188.7)	(191.1)	(235.2)	(271.0)	(281.8)	(329.7)
税前盈利	(148.7)	(268.3)	(299.3)	(288.5)	(195.8)	85.7	106.0
所得税	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.9
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	3.2	0.0	0.0
其他全面收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	(148.7)	(268.3)	(299.3)	(288.5)	(195.8)	85.7	121.9
折旧及摊销	13.5	15.7	27.4	27.9	28.5	29.0	29.6
EBITDA	(92.5)	(221.5)	(242.3)	(260.8)	(164.3)	118.9	138.9
增长							
总收入 (%)		-24.0%	15.5%	-50.4%	782.2%	159.1%	31.7%
EBITDA (%)		-139.6%	-9.4%	-7.7%	37.0%	172.4%	16.8%
净利润 (%)		-80.4%	-11.6%	3.6%	32.1%	143.8%	42.2%

资产负债表

百万元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
现金	24.6	256.8	539.2	139.1	68.1	200.5	353.8
其他短期投资	47.8	17.3	32.1	241.0	241.0	241.0	241.0
应收账款	12.4	20.4	25.3	23.5	80.2	176.6	176.6
存货	1.0	3.1	15.3	16.0	50.0	77.7	77.7
其他流动资产	2.2	2.1	2.5	2.7	3.0	3.3	3.6
流动资产	88.0	299.7	614.4	422.3	442.2	699.1	852.8
固定资产	201.9	294.4	300.2	309.2	318.5	328.1	337.9
贷款	74.2	83.1	102.8	105.4	108.1	111.0	114.0
非流动资产	276.1	377.6	403.0	414.6	426.7	439.1	451.9
总资产	364.1	677.2	1017.4	837.0	868.9	1138.1	1304.7
流动负债	21.8	75.1	146.8	64.0	65.3	66.6	68.9
应付账款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期银行贷款	3.0	0.5	60.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他短期负债	18.8	74.6	86.8	64.0	65.3	66.6	68.9
非流动负债	265.0	786.6	12.3	9.0	129.0	229.0	229.0
其他负债	238.0	786.6	12.3	9.0	9.0	9.0	9.0
总负债	286.7	861.7	159.1	73.0	194.3	295.6	297.9
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
股东权益	77.3	(184.5)	858.3	764.0	674.6	842.6	1006.8

财务分析

百万元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
盈利能力							
毛利率 (%)	91.8%	84.8%	75.0%	69.1%	81.2%	89.2%	89.2%
EBITDA 利率 (%)	-179.2%	-564.8%	-534.7%	-1159.6%	-82.8%	23.1%	20.5%
净利率 (%)	-288.1%	-684.0%	-660.6%	-1282.8%	-98.7%	16.7%	18.0%
ROE	-192.3%	145.4%	-34.9%	-37.8%	-29.0%	10.2%	12.1%
ROA	-40.8%	-39.6%	-29.4%	-34.5%	-22.5%	7.5%	9.3%
营运表现							
SG&A/收入 (%)	47.5%	139.3%	209.9%	208.4%	24.8%	10.0%	8.0%
实际税率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-15.0%
股息支付率(%含优)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转天数	0.0	(124.8)	(296.0)	(819.4)	(322.9)	(419.8)	(387.9)
应付账款天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款天数	87.5	190.2	204.1	381.1	147.5	125.4	95.2

财务状况

净负债/资产负债率	0.8	1.3	0.2	0.1	0.2	0.3	0.2
收入/总资产	0.1	0.1	0.0	0.0	0.2	0.5	0.5
总资产/股本	4.7	(3.7)	1.2	1.1	1.3	1.4	1.3

现金流量表

百万元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
净利润	(148.7)	(268.3)	(299.3)	(288.5)	(195.8)	85.7	121.9
折旧与摊销	13.5	15.7	27.4	27.9	28.5	29.0	29.6
营运资本变动	(24.7)	21.4	(32.5)	(10.0)	12.9	(16.6)	(21.5)
其他非现金调整	42.5	54.4	53.1	30.0	3.6	0.4	0.1
营运现金流	(117.4)	(176.8)	(251.3)	(240.6)	(150.8)	98.5	130.1
资本开支	(134.7)	(78.2)	(37.3)	(38.1)	(38.8)	(39.6)	40.4
其他投资活动	23.7	31.1	(13.8)	(93.0)	28.0	21.8	13.9
投资活动现金流	(111.0)	(47.1)	(51.1)	(131.1)	(10.9)	(17.8)	(26.5)
负债变化	235.2	67.1	57.9	(41.0)	90.0	66.4	63.4
股本变化	0.0	391.9	542.0	2.0	3.0	4.0	4.0
股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他融资活动	0.0	(1.4)	(16.9)	(17.0)	(17.2)	(17.4)	(17.5)
融资活动现金流	235.2	457.6	583.0	(56.0)	75.8	53.0	49.8
汇率变动影响	0.0	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	0.0
现金变化	6.9	233.7	282.4	(400.0)	(74.3)	132.4	153.4
期初持有现金	20.0	26.9	260.6	543.0	143.0	68.7	200.5
期末持有现金	26.9	260.6	543.0	143.0	68.7	201.1	353.8

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>