

## 买入

## 重磅产品开始商业化，CDMO 业务发展迅速

**东曜药业-B (1875.HK)**

2022-04-13 星期三

目标价:	<b>6.04 港元</b>
现价:	3.1 港元
预计升幅:	94.8%

### 重要数据

日期	2022-04-13
收盘价 (港元)	3.1
总股本 (亿股)	6.15
总市值 (亿港元)	19
净资产 (亿元)	3.32
总资产 (亿元)	7.1
52 周高低 (港元)	5.0/2.46
每股净资产 (元)	0.54

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(29.85%)  
 Vivo Capital Fund VIII,L.P.(15.08%)  
 钧信国际有限公司 (9.40%)  
 Advantech Capital Investment V  
 Limited (8.17%)

### 相关报告

深度报告: 东曜药业-B-20201229  
 更新报告: 东曜药业-B-20210329  
 更新报告: 东曜药业-B-20211208

### 研究部

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

#### ➤ 3 款产品获批上市，产品增长潜力巨大：

2021 年，公司有 3 款产品在中国获批上市，分别为贝伐珠单抗注射液（朴欣汀）、替莫唑胺胶囊（替至安）、醋酸甲地孕酮口服混悬液（美适亚）。其中朴欣汀用于治疗晚期、转移性或者复发性非鳞状非小细胞肺癌和转移性结肠癌等；替至安为泰道的仿制药，一种拥有抗肿瘤活性的烷化剂，可通过破坏 DNA 杀死癌细胞，相比常规化疗更加高效；美适亚可有效改善艾滋病和癌症患者的恶病质状态，为国内首个获批上市的高浓度醋酸甲地孕酮口服混悬液。将朴欣汀授权于济民可信负责国内的推广。与前沿生物签订了推广美适亚的营销合作协议。ADC 药物 TAA013 与抗 VEGF 单抗 TAB014 目前 III 期临床试验进展顺利。

#### ➤ CDMO 业务发展迅速，竞争优势明显：

公司 CDMO/CMO 业务实现收入 5369 万元，同比上升 736%，新增订单突破 1 亿元人民币，其中 ADC 项目订单占比约 60%，项目数量较 2020 年增长 3 倍左右，服务项目覆盖了从临床前到各期临床试验，预计 CDMO 业务今年有望增长 2-3 倍。公司 CDMO 业务竞争优势明显：1) 公司拥有核心偶联工艺和放大的技术优势以及 ADC 关键质量属性的自主分析能力，其自研 HER2 靶向 ADC 药物 TAA013 为目前中国临床进展最快的 T-DM1 类 ADC 药物，在 ADC 领域位于国内第一梯队；2) 产能、产线灵活，商业化布局完善，使得公司可以提供小试、中试及商业化等不同规模的 CDMO 服务，目前公司已建立了单抗原液和制剂、ADC 原液、冻干制剂一体化生产及商业化车间，同时符合高标准的质量管理体系、满足 GMP 标准的商业化能力和合规性；3) 积极整合行业内优势资源，基于公司的优势商业化、技术平台以及完善的管理体系。

#### ➤ 再次覆盖给予买入评级，目标价 6.04 港元

随着 2021 年三款产品的获批上市，以及 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 2022-2024 年收入分别是人民币 3.3 亿元、5.3 亿、7.01 亿元，EPS 分别为人民币-0.13、0.1、0.16 元，基于现金贴现法及 EV/收入估值，给予公司目标价为 6.04 港元，对应 2023 年 EV/收入为 7.26 倍，较现价有 94.8% 的上涨空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	22.5	76.3	329.97	531.47	701.19
同比增长 (%)	-50.4%	239.4%	332.3%	61.1%	31.9%
净利润	-288.5	-261.2	-77.38	59.42	100.63
同比增长 (%)	-	-	-	-	69.35%
净利润率 (%)	-1282.8%	-342.3%	-23.45%	11.18%	14.35%
每股盈利 (元)	-0.51	-0.46	-0.13	0.1	0.16
PE@3.1HKD	-5.08	-5.54	-19.50	25.35	15.84

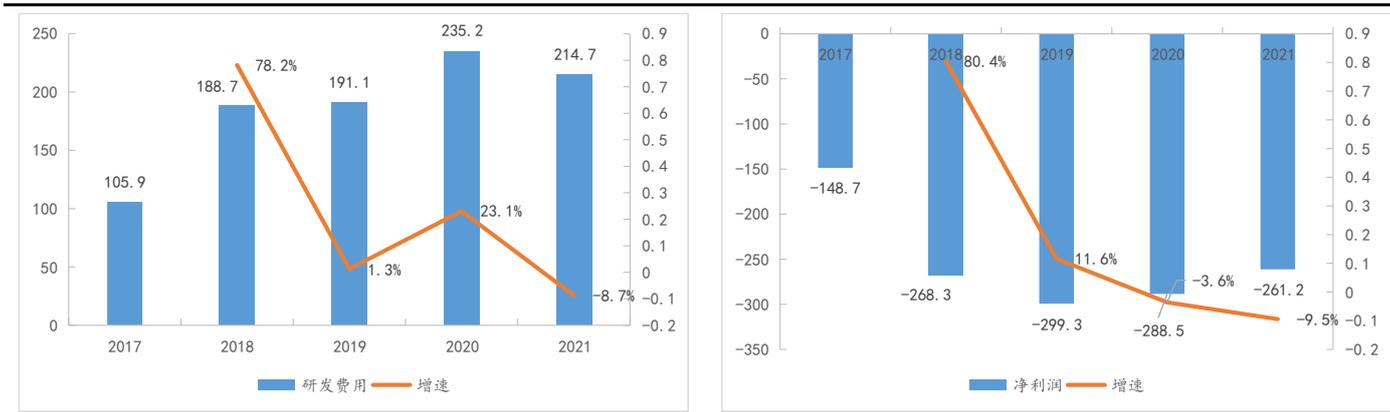
数据来源: wind、东曜药业年报、国元证券经纪(香港)整理

## 報告正文

### 2021 年業績簡述：

公司 2021 年營業收入 7632.5 萬元人民幣，同比上升 239.36%；淨虧損為 2.6 億元，同比下降 9.5%；研發費用為 2.15 億元，同比下降 8.7%，下降原因為 TAB008 項目 III 期臨床試驗完成、TOZ309 項目研發結束；公司 EPS 錄得 -0.56 元，同比下降 8.2%。

圖 1：2017 年至 2021 年研發費用情況（人民幣百萬元） 圖 2：2017 年至 2021 年淨利潤情況（人民幣百萬元）



資料來源：公司公告、國元證券經紀（香港）整理

資料來源：公司公告、國元證券經紀（香港）整理

### 朴欣汀等 3 款產品獲批上市，增長潛力巨大：

2021 年公司新上市的三款藥物將在未来為公司提供新的发展動力，其中，1) 公司自主研發的貝伐珠單抗注射液朴欣汀 (TAB008) 與原研藥的 PK 特征相似，臨床等效，安全性和免疫原性高度相似，將有可能申請到原研藥在中國獲批的全部適應症，未來市場前景較好，同時公司擁有自主開發的灌注-批式混合培養技術以生產朴欣汀，該技術可在保證產量的同時降低生產成本，目前朴欣汀市場擴展達到預期，已委託濟民可信的相關團隊在國內進行銷售，海外市場授權科興製藥，里程碑金額達 3.8 億元。2) 公司的第一款自主研發化藥替至安替莫唑胺膠囊 (TOZ309) 與常規化藥相比療效更強安全性更高，中國市場同類藥品僅有三款，市場前景廣闊，目前已完成省份掛網申請工作，並於江西濟鑫藥業達成中國市場推廣合作。3) 醋酸甲地孕酮 (TOM218) 是公司從安成國際藥業股份有限公司引進的一款能夠有效改善艾滋病和癌症患者的惡病質狀態的藥物，惡病質是導致腫瘤晚期患者高病死率和生存期縮短的一個重要因素，因此在癌症新發病例持續增多的環境下，TOM218 擁有巨大增長潛力，目前公司已授權前沿生物製藥（南京）在艾滋病領域進行市場推廣。

**CDMO 业务发展迅速，竞争优势明显：**

2021 年，公司 CDMO/CMO 业务收入大幅度增长至 5369 万元，同比增长 736%，约占整体营收的 70.3%；许可使用费收入 594 万元，约占整体营收的 7.8%；由于公司战略重心转移至提供 CDMO 服务，以及原研代理产品 S-1 受到国家带量采购影响导致销量下降，报告期内公司的佣金收入为 867 万元，营收比重下降至 11.36%，其他业务板块于 2021 年实现收入 189 万元。CDMO/CMO 业务的快速增长得益于公司在加速战略调整和布局同时加大 ADC 药物研发及产业布局。公司 CDMO 业务竞争优势明显：1) 公司拥有核心偶联工艺和放大的技术优势以及 ADC 关键质量属性的自主分析能力，其自研 HER2 靶向 ADC 药物 TAA013 为目前中国临床进展最快的 T-DM1 类 ADC 药物，在 ADC 领域位于国内第一梯队；2) 产能、产线灵活，商业化布局完善，使得公司可以提供小试、中试及商业化等不同规模的 CDMO 服务，目前公司已建立了单抗原液和制剂、ADC 原液、冻干制剂一体化生产及商业化车间，同时符合高标准的质量管理体系、满足 GMP 标准的商业化能力和合规性，能够快速高效地组合客户需求。公司在 2021 年一次性成功完成了从 200L 到 2000L 放大规模的商业化生产。3) 积极整合行业内优势资源，基于公司的优势商业化、技术平台以及完善的管理体系，公司目前与博瑞生物医药（苏州）、济民可信进行战略合作，利用各自优势共同创造价值。

**再次覆盖给予买入评级，目标价 6.04 港元：**

随着 2021 年三款产品的获批上市，以及 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 2022-2024 年收入分别是人民币 3.3 亿元、5.3 亿、7.01 亿元，EPS 分别为人民币 -0.13、0.1、0.16 元，基于现金贴现法及 EV/收入估值，给予公司目标价为 6.04 港元，对应 2023 年 EV/收入为 7.26 倍，较现价有 94.8% 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

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	45.3	22.5	76.3	330.0	531.5	701.2
销售成本	(11.3)	(7.0)	(48.9)	(66.0)	(106.3)	(140.2)
毛利	34.0	15.5	27.5	264.0	425.2	561.0
其他收入	14.1	3.8	6.5	11.0	11.0	11.0
分销开支	(31.5)	(26.0)	(22.8)	(37.9)	(61.1)	(80.6)
行政费用	(95.1)	(46.9)	(56.3)	(110.0)	(115.5)	(152.4)
经营盈利	(269.6)	(288.7)	(259.9)	(72.6)	73.9	121.6
财务开支	(2.3)	(1.7)	(2.5)	(2.7)	(3.0)	(3.2)
应占联营公司利润						
研发及其他	(191.1)	(235.2)	(214.7)	(199.7)	(185.7)	(217.4)
税前盈利	(299.3)	(288.5)	(261.2)	(77.4)	69.9	118.4
所得税	0.0	0.0	0.0	0.0	10.5	17.8
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他全面收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
净利润	(299.3)	(288.5)	(261.2)	(77.4)	59.4	101.6
折旧及摊销	27.4	32.1	32.7	33.4	34.0	34.7
EBITDA	(242.3)	(256.6)	(227.1)	(39.3)	107.9	156.3
增长						
总收入 (%)	15.5%	-50.4%	239.4%	332.3%	61.1%	31.9%
EBITDA (%)	-10.9%	-5.9%	11.5%	82.7%	374.8%	44.8%
净利润 (%)	11.6%	3.6%	9.5%	70.4%	176.8%	71.0%

**资产负债表**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	539.2	225.5	152.8	183.6	335.7	531.7
其他短期投资	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款	25.3	13.9	31.8	176.6	176.6	176.6
存货	15.3	8.1	29.6	77.7	77.7	78.7
其他流动资产	2.5	0.9	91.8	101.0	111.1	122.2
流动资产	614.4	248.4	306.0	538.9	701.1	909.2
固定资产	300.2	290.4	307.7	316.9	326.4	336.2
贷款	102.8	101.6	96.6	98.4	100.3	102.2
非流动资产	403.0	392.0	404.3	415.3	426.7	438.4
总资产	1017.4	641.2	710.3	954.2	1127.8	1347.6
流动负债	146.8	52.7	260.8	238.2	249.8	261.9
应付账款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
短期银行贷款	60.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
其他短期负债	86.8	52.7	260.8	238.2	249.8	261.9
非流动负债	12.3	6.1	114.4	229.0	229.0	231.0
长期银行贷款	0.0	0.0	120.0	220.0	220.0	221.0
其他负债	12.3	6.1	(5.6)	9.0	9.0	10.0
总负债	159.1	58.8	375.2	467.2	297.9	298.9
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0
股东权益	858.3	582.4	335.1	487.0	1006.8	1007.8

**财务分析**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力						
毛利率 (%)	75.0%	69.1%	36.0%	80.0%	80.0%	80.0%
EBITDA 利率 (%)	-534.7%	-1141.0%	-297.6%	-11.9%	20.3%	22.3%
净利率 (%)	-660.6%	-1282.8%	-342.2%	-23.4%	11.2%	14.5%
ROE	-34.9%	-49.5%	-78.0%	-15.9%	5.9%	10.1%
ROA	-29.4%	-45.0%	-36.8%	-8.1%	5.3%	7.5%
营运表现						
SG&A/收入 (%)	209.9%	208.4%	73.8%	33.3%	21.7%	21.7%
实际税率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%
股息支付率 (%含优先)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转天数	296.0	612.5	140.7	296.7	267.0	203.6
应付账款天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.6
应收账款天数	204.1	225.1	152.0	195.3	121.3	91.9
财务状况						
净负债/资产负债率	0.2	0.1	0.5	0.5	0.3	0.2
收入/总资产	0.0	0.0	0.1	0.3	0.5	0.5
总资产/股本	1.2	1.1	2.1	2.0	1.1	1.3

**现金流量表**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
净利润	(299.3)	(288.5)	(261.2)	(77.4)	59.4	101.6
折旧与摊销	27.4	32.1	32.7	33.4	34.0	34.7
营运资本变动	(32.5)	(19.7)	25.4	(32.7)	(42.2)	(54.4)
其他非现金调整	53.1	13.0	1.6	0.2	0.0	0.0
营运现金流	(251.3)	(263.1)	(201.6)	(76.5)	51.3	81.9
资本开支	(37.3)	(22.2)	(22.6)	(23.1)	(23.5)	(24.0)
其他投资活动	(13.8)	34.7	81.9	64.0	61.0	79.2
投资活动现金流	(51.1)	12.5	59.3	40.9	37.5	55.2
负债变化	57.9	(61.7)	90.0	66.4	63.4	59.9
股本变化	542.0	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0
股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
其他融资活动	(16.9)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	583.0	(61.7)	93.0	66.4	63.4	59.9
汇率变动影响	1.8	(1.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
现金变化	282.4	(313.7)	(72.7)	30.8	152.1	196.0
期初持有现金	256.8	539.2	225.5	152.8	183.6	335.7
期末持有现金	539.2	225.5	152.8	183.6	335.7	531.7

# 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>