

Biotech 华丽转型，ADC CDMO 大有可为

东曜药业于2009年12月在香港注册成立，2019年11月在香港上市，上市之初公司定位为致力于开发及商业化创新型肿瘤药物的 Biotech 公司。从2021年开始公司全面转型 CDMO 业务，聚焦于单抗、ADC 等生物药 CDMO 业务领域，目前已形成抗体产能 2 万 L 并搭建了“一地化/端到端”集单抗和 ADC 于一体的商业化生产平台，同时公司是国内唯二建立集抗体、ADC 原液和制剂于一体的同厂 ADC 商业化生产车间，避免国内分段生产带来的合规不确定性。制药业务方面，公司现有商业化品种三个，在国内通过 CSO 模式对外实现销售，主要销售品种朴欣汀的海外新兴市场权益独家授权给了科兴制药。在研管线中进展最快的 TAB014 将中国区权益授权给兆科眼科，由其负责该产品的三期临床开发及未来的商业化销售。

报告摘要

制药板块三个品种实现商业化，朴欣汀快速放量。公司目前商业化品种共有三个，朴欣汀首个商业化元年即实现销售收入近 3 亿元，国内市场与济民可信达成销售合作，海外新兴市场权益已独家授权科兴制药。替至安在集采市场中标河南十三省联盟集采和七省市集采，非集采市场与济民可信达成合作。美适亚中国大陆艾滋病适应症权益已授权前沿生物。在研管线中进展最快的 TAB014 处于国内临床三期，该产品中国区权益已授权兆科眼科。

CDMO 业务高速增长，ADC 领域独具优势。公司 CDMO 业务收入从 2020 年的 642 万增加至 2022 年的 7254 万，两年 CAGR 为 236%，截止 2022 年底在手订单约 5,200 万，项目数共 45 个，其中 ADC 项目 18 个，抗体项目 23 个。公司现有抗体产能 2 万 L 并搭建了“一地化/端到端”集单抗和 ADC 于一体的商业化生产平台，同时公司已建立集抗体、ADC 原液和制剂于一体的同厂 ADC 商业化生产车间，避免国内分段生产带来的合规不确定性。

风险提示：产品集采降价风险，产品研发失败风险，产品商业化不及预期风险，行业景气度下行风险。

| (31/12 年结; 万元人民币) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 7,633 | 44,218 | 60,645 | 74,502 | 97,577 |
| 增长率(%) | 239.4% | 479.3% | 37.2% | 22.9% | 31.0% |
| 净利润 | -26,122 | -4,992 | -7,290 | -2,741 | 572 |
| 增长率(%) | - | - | - | - | - |
| 毛利率(%) | 36.0% | 83.8% | 67.0% | 45.9% | 47.6% |
| 净利润率(%) | -342.2% | -11.3% | -12.1% | -3.7% | 0.6% |
| ROE, 平均(%) | -56.9% | -9.5% | -10.7% | -4.4% | 0.9% |
| 每股收益(元) | -0.430 | -0.072 | -0.094 | -0.035 | 0.007 |
| 每股净资产(元) | 0.545 | 0.926 | 0.831 | 0.796 | 0.803 |
| 市盈率 | -5.00 | -29.90 | -22.80 | -60.62 | 290.71 |
| 市净率 | 3.95 | 2.32 | 2.59 | 2.70 | 2.68 |
| 股息收益率(%) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级: --

目标价格: --

现价 (2023-06-13): 2.35 港元

| | |
|--------------|-----------|
| 总市值(百万港元) | 1,816.1 |
| 流通市值(百万港元) | 1,816.1 |
| 总股本(百万股) | 772.8 |
| 流通股本(百万股) | 772.8 |
| 12 个月低/高(港元) | 1.78/3.23 |
| 平均成交(百万港元) | 0.2 |

股东结构

| | |
|--------------|--------|
| Vivo Capital | 28.4% |
| 晟德大药厂 | 27.6% |
| 其他股东 | 44% |
| 总共 | 100.0% |

股价表现



| | | | |
|------|--------|-------|--------|
| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
| 相对收益 | -10.8% | 11.5% | -18.5% |
| 绝对收益 | -11.3% | 11.4% | -25.9% |

数据来源: iFind、港交所、公司

张擎柱 医药行业分析师

+86-0755-81682385

zhangqz@essence.com.cn

报告正文

公司简介

东曜药业于 2009 年 12 月在香港注册成立，期间经过多轮股权、可转债和优先股融资后于 2019 年 11 月在香港上市，上市之初公司定位为致力于开发及商业化创新型肿瘤药物的生物制药公司，搭建了单克隆抗体（mAb）、ADC（抗体药物偶联）、溶瘤病毒、脂质体化药和小分子化药的多元化产品管线，并建立起集药物发现、临床前及临床开发、商业化生产和销售的全产业链综合型平台。公司从 2021 年开始全面转型 CDMO 业务，聚焦于单抗、ADC 等生物药 CDMO 业务领域，目前已形成抗体产能 2 万 L 并搭建了“一地化/端到端”集单抗和 ADC 于一体的商业化生产平台。制药业务方面，公司现有商业化品种三个，在国内通过 CSO 模式对外实现销售，主要销售品种朴欣汀的海外新兴市场权益独家授权给了科兴制药。在研管线中进展最快的 TAB014 将中国区权益授权给兆科眼科，由其负责该产品的三期临床开发及未来的商业化销售。

图 1 东曜药业发展历程



资料来源：公司路演材料、安信国际

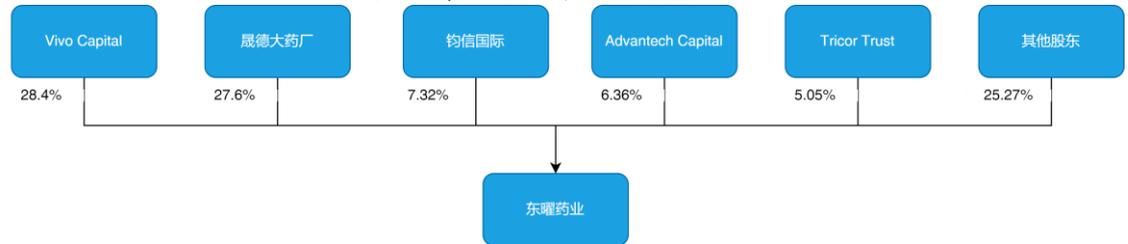
公司 2022 年实现销售收入 4.42 亿元，同比增长 479%，净亏损 5,005 万元，同比大幅收窄 81%，经营活动现金净流入 5,993 万元，首次实现转正；分业务条线来看，2022 年公司实现药品销售收入 3.04 亿元，主要来自朴欣汀（贝伐珠单抗类似物）的商业化放量，CDMO 业务实现销售收入 7,254 万元，项目数共 45 个，其中抗体项目 23 个，ADC 项目 18 个，授权金收入共计 5,415 万元，主要来自朴欣汀对科兴制药的海外授权以及 TAB014 中国区权益对兆科眼科的授权；公司 2023 年一季度实现销售收入 1.3 亿元，同比增长 65%，主要来自自研药品销量增加和 CDMO 业务规模的扩大，净亏损 1,638 万元，同比扩大主要系去年同期里程碑达成确认了授权金收入，23 年同期没有此部分收入。

公司股权结构

截止 2022 年 12 月 31 日，公司第一大股东 Vivo Capital 持有公司 28.4% 的股权，第二大股东晟德大药厂持有公司 27.6% 的股权，两者合计持有公司 56% 的股权，持股比例较为集中。Vivo Capital 成立于 1996 年，是一家专注于医疗健康领域的投资公司，成立至今已募集了超过 50 亿美金的资本，并为 300 多家公司提供了投资支持，上市投资案例包括药明康德、再鼎医药、诺诚健华、泛生子、乐普生

物、荣昌生物等。晟德大药厂于 1959 年在台湾成立，并于 2003 年 10 月在台北交易所上市，为台湾第一专业内服液剂药厂，2008 年开始晟德大药厂拓展业务范围，转型产业投资，投资范围包含新药开发、生物药与疫苗生产制造、大健康产业、细胞治疗与创新医材及 AI 医疗等多元领域，旗下投资培育企业超过 20 家，孵化上市公司超过 10 家。

图 2 截止 2022 年底公司股权结构



资料来源：公司公告、安信国际

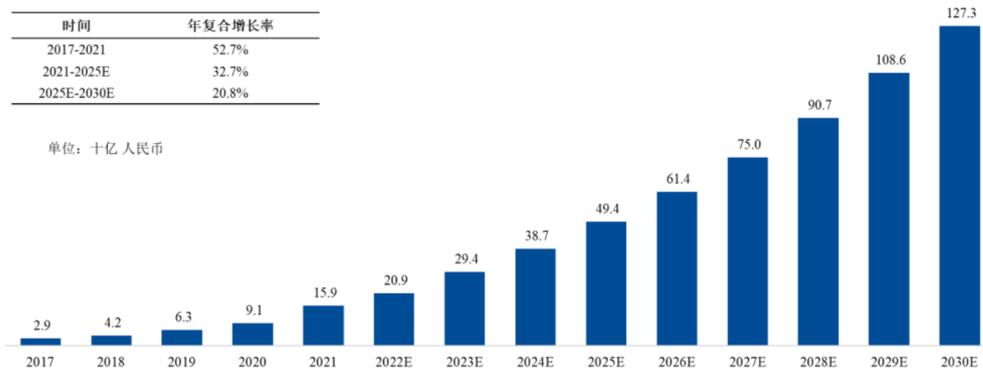
公司董事及高管

公司董事及高管团队具备专业化的教育背景和丰富的行业从业经历：公司执行董事、首席科学官及首席执行官刘军博士，分别于 1991 年 7 月和 2002 年 12 月取得中国科技大学学士学位和美国加利福尼亚大学戴维斯分校生物分析化学博士学位，加入公司前曾先后供职于拜耳和睿智化学，现全面负责本集团的经营和管理，包括研发、运营管理及商务拓展等；公司 CMC 副总裁潘志卫博士于 2007 年获得美国匹兹堡大学化学工程博士学位，加入公司前曾先后供职于 Shire HGT（现已被武田制药收购）、浙江特瑞斯、丽珠单抗和君盟生物，现负责公司的工艺开发、中试生产、技术转移和 CMC 项目管理；公司新药研发处高级总监段清博士，分别于 2003 年 7 月和 2009 年 1 月获得上海交通大学生物技术专业学士学位和中国科学院上海生命科学研究院细胞生物学专业博士学位，加入公司前曾先后供职于睿智化学和开拓药业。

行业概况

按照分子类型的不同，中国医药市场可分为化学药、生物药以及中药三大板块，其中生物药市场增速最快。根据弗若斯特沙利文分析报告，2017 年至 2021 年中国生物药市场规模由 2,185 亿元增长到 4,100 亿元，2017 年至 2021 年复合年增长率高达 17.0%，预计 2025 年中国生物药市场规模将达到 7,102 亿元，2021 年至 2025 年复合年增长率为 14.7%，并于 2030 年进一步增长至 11,991 亿元，2025 年至 2030 年复合年增长率为 11.0%。生物药 CDMO (Contract Development and Manufacturing Organization) 即生物药合同定制研发生产机构，专门为生物制药企业提供药物工艺开发及优化、质量研究、注册申报、放大生产及商业化生产等服务。伴随着国内生物药市场规模的迅速增长，生物药 CDMO 行业也迎来了史无前例的繁荣。根据弗若斯特沙利文分析报告，2017 年至 2021 年中国生物药 CDMO 市场总量自 29.32 亿元增长至 159.31 亿元，2017 至 2021 年复合年增长率达 52.7%，远高于全球增长率。预计未来生物药外包渗透率将持续上升，该市场将保持快速增长，预计到 2025 年将达到 494.44 亿元，2021 年至 2025 年复合增长率为 32.7%。

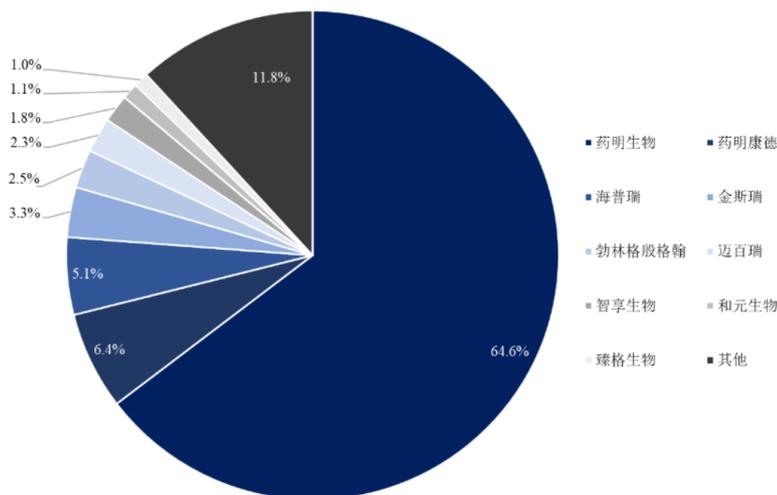
图 3 2017-2030E 中国生物药 CDMO 市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文报告、迈百瑞招股书、安信国际

根据弗若斯特沙利文报告，药明生物、药明康德和海普瑞占据 2021 年中国生物药 CDMO 市场份额的前三位，其中药明生物主要以抗体类药物及疫苗 CDMO 为主并凭借先发优势和规模效应占据市场龙头地位，药明康德主要以细胞及基因疗法 CDMO（合同检测、研发和生产）为主。中国生物药 CDMO 市场竞争格局如下：

图 4 2021 年中国生物药 CDMO 市场竞争格局

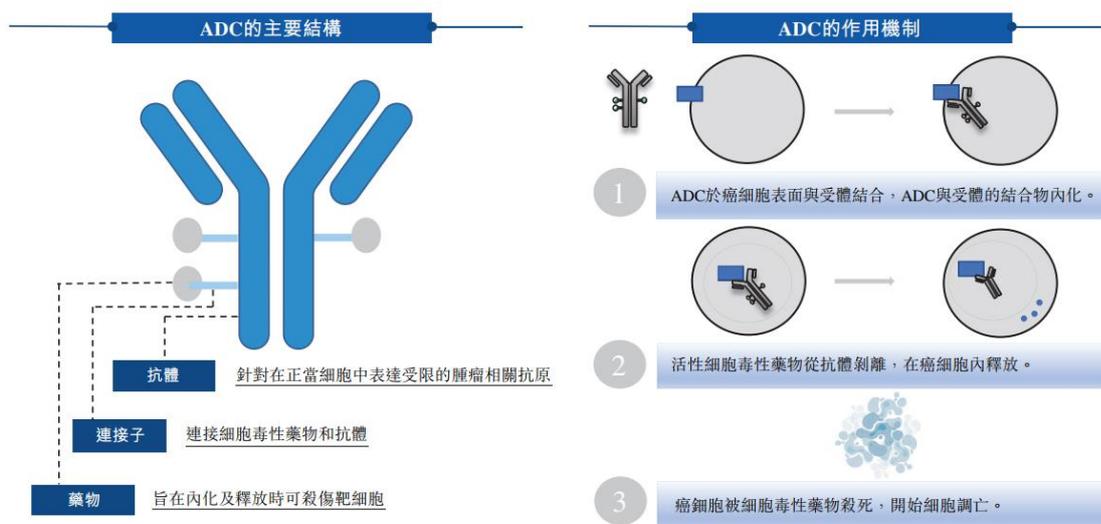


资料来源：弗若斯特沙利文报告、迈百瑞招股书、安信国际

生物药中最大的类别为抗体药物，抗体药物由于其靶向特定的分子靶点，并能减少脱靶效应，因此相对传统化学药物疗效更好，副作用更小。抗体药物的主要类别包括单抗、双抗和 ADC，其中单抗临床应用最为广泛，市场占比最大，ADC 和双抗均为新一代抗体药物，具备极大的治疗潜力。

ADC (Antibody Drug Conjugate 抗体药物偶联) 是一种新型的疗法，将抗体的靶向选择性与高细胞毒性药物的细胞杀伤力相结合，使细胞毒药物能够选择性地递送至肿瘤部位。ADC 包含三个核心组分：与特定靶点结合的抗体 (Antibody)、有效载荷的细胞毒性药物 (Payload) 以及将两者连接的连接子 (Linker)。上述成分的组合设计可潜在地降低脱靶毒性，并可使用在化疗中无法忍受的高细胞毒性药物，从而改善治疗窗口和提高疗效。

图 5 ADC 主要结构及作用机制



资料来源：弗若斯特沙利文、科伦博泰招股书、安信国际

目前 FDA 获批的 ADC 药物共有 12 款，国内 NMPA 获批的 ADC 药物也达到了 7 款，ADC 药物的发展也经历了从一代 ADC（代表药物 Mylotarg，linker 可裂解，非定点偶联，DAR 值 2-3，药物稳定性差，易脱靶）、二代 ADC（代表药物 Kadcyla，linker 不可裂解，非定点偶联，DAR 值 3-4，药物均一性差）到三代 ADC（代表药物 Enhertu，linker 可裂解，定点偶联，DAR 值 7-8，药物均一性好，强旁观者效应），随着 Enhertu 惊艳临床疗效数据的公布，ADC 药物在扩大适应症范围和治疗线数、联合其他治疗方式的发展方向上拓展新的市场空间。根据弗若斯特沙利文报告，ADC 的全球市场规模自 2017 年的 16 亿美元快速增长至 2022 年的 79 亿美元，复合年增长率为 37.3%，并预计于 2022 年至 2030 年仍将以 30.0% 的复合年增长率持续快速增长。中国的 ADC 药物市场预期将由 2022 年的人民币 8 亿元增长至 2030 年的人民币 662 亿元，复合年增长率为 72.8%。

图 6 2017-2030E 全球 ADC 市场规模

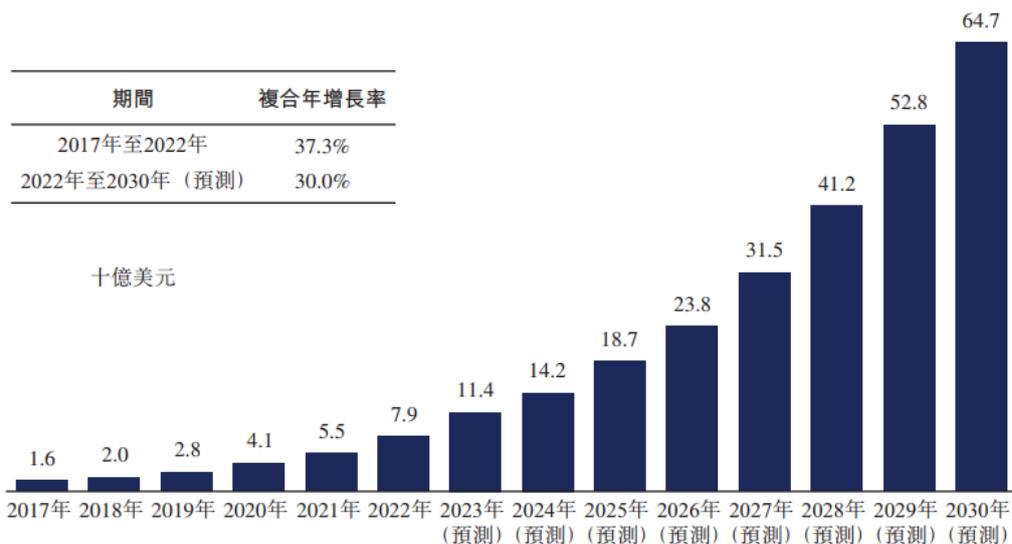
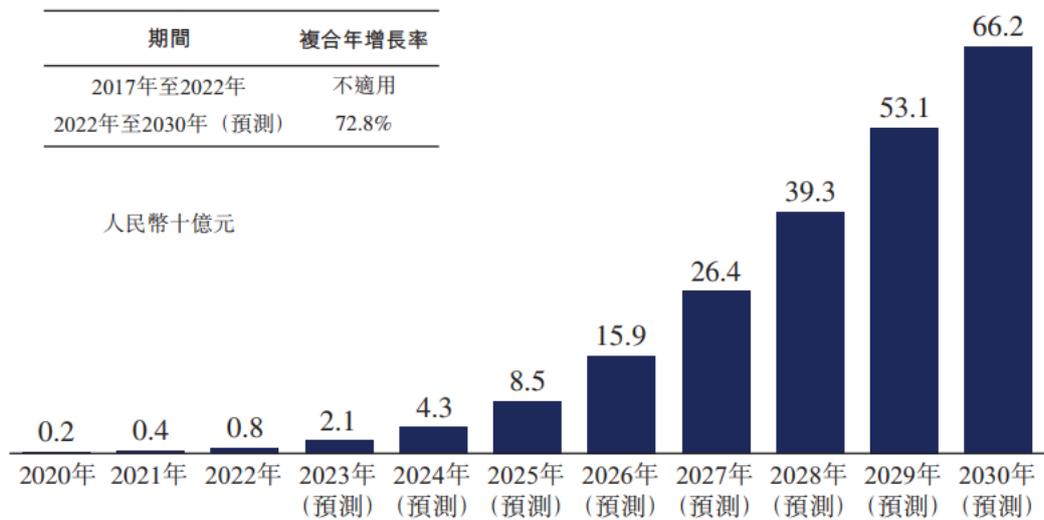


图 7 2020-2030E 中国 ADC 市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文、科伦博泰招股书、安信国际

公司主营业务

制药板块

2022 年公司药品销售共实现收入 3.04 亿元，主要来自朴欣汀（贝伐珠单抗类似物）的商业化放量，2022 年授权金收入共计 5,415 万元，包括朴欣汀对科兴制药的海外授权以及 TAB104 中国区商业化权益对兆科眼科的授权。公司目前共获批三款药物，分别为朴欣汀（贝伐珠单抗注射液）、替至安（替莫唑胺胶囊）和美适亚（醋酸甲地孕酮口服混悬液），具体产品信息如下：

表 1 公司商业化品种信息

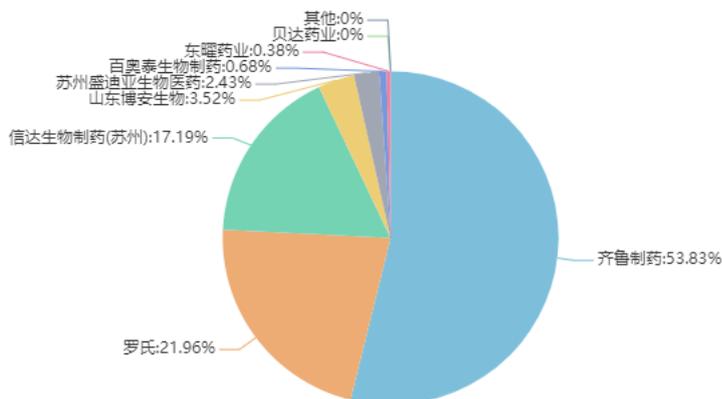
| 药物名称 | 适应症 | 产品规格 | 上市 |
|-----------------------------------|---|----------------------|---|
| 朴欣汀 [®] (贝伐珠单抗注射液) | 晚期、转移性或复发性非鳞状非小细胞肺癌；转移性结直肠癌；复发性胶质母细胞瘤；上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌；宫颈癌；肝癌 | 100mg(4ml)/瓶 | 2021年11月30日，NMPA获批上市 |
| 替至安 [®] (替莫唑胺胶囊) | 新诊断的多形性胶质母细胞瘤，开始先与放射治疗联合治疗，随后作为维持治疗；常规治疗后复发或进展的多形性胶质母细胞瘤或间变性星形细胞瘤 | 20mgx5粒/瓶；100mgx5粒/瓶 | 2021年5月31日，NMPA获批上市 |
| 美适亚 [®] (醋酸甲地孕酮口服混悬液) | 获得性免疫缺陷综合征（“AIDS”）的厌食症，以及 AIDS 及癌症患者恶病质引起的体重明显减轻 | 150ml/瓶 | 2021年5月13日，NMPA获批上市 <small>(台湾进口产品，公司拥有该产品在中国大陆、香港和澳门的独家代理权)</small> |

资料来源：公司路演材料、安信国际

1) 贝伐珠单抗

贝伐珠单抗在国际获批七个适应症，国内获批六个适应症，包括转移性结直肠癌、晚期转移或复发非小细胞肺癌和肝细胞癌等。目前贝伐珠单抗原研药国内患者的年花费约为 18 万元，生物类似药年花费降低为 13.7 万元，生物类似药凭借价格优势占据了国内绝大部分市场份额，并且该品种已经纳入国家乙类医保，各省的报销比例在 70-90%。根据弗若斯特沙利文预计 2022 年全球贝伐珠单抗市场规模达到 73 亿美金，原研 Avastin 销售额为 28.1 亿美金，市占率为 38.5%，生物类似物市占率达到 61.5%。根据弗若斯特沙利文预计 2022 年国内贝伐珠单抗市场规模达到 115 亿人民币，加上原研罗氏国内共有 10 款贝伐珠单抗获批上市，根据米内网数据统计目前市场份额大头被齐鲁制药、罗氏和信达生物三家所占据，该产品未来可能纳入集采，公司产品有望借助集采迅速放量。

图 8 2022H1 贝伐珠单抗国内销售市场竞争格局



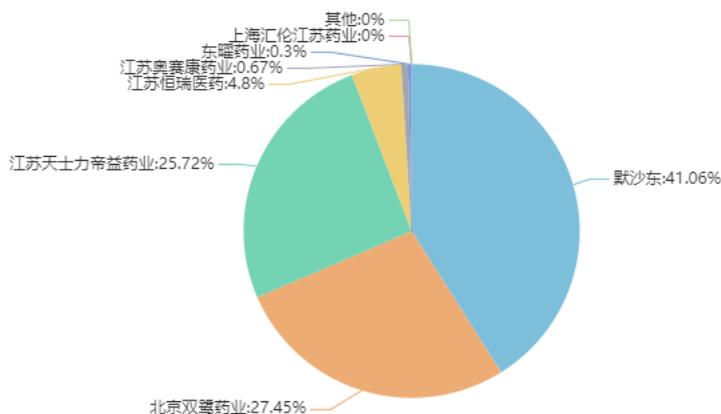
资料来源：米内网、安信国际

公司贝伐珠单抗类似物朴欣汀 2021 年 11 月 30 日于 NMPA 获批上市，国内市场销售与济民可信进行独家合作，目前市场渠道已经覆盖全国 31 个省、自治区和直辖市，重点布局市场空间巨大的二三线城市及药店双通道省份，持续渗透三四线及县域级城市，通过自有的 20,000L 规模一次性生物反应器保障商业化生产供应，2022 年首个商业化销售元年即实现销售收入近 3 亿元，该产品海外（除欧洲、英国、美国和日本）市场权益独家授权给科兴制药，首付款为 3,000 万人民币，里程碑最高可达 3.8 亿人民币并可获得净销售额高个位数至低两位数的销售分成，目前已经启动 14 个国家的上市注册申请工作，其中 8 个国家的上市申请文件已获受理。

2) 替莫唑胺

替莫唑胺主要用于脑胶质瘤的同步放化疗和维持治疗。该产品分为口服剂型和注射剂型，临床常用为口服剂型。口服剂型于 2021 年 2 月被纳入第四批国家集采，注射剂型于 2022 年 7 月被纳入第七批国采，公司产品替至安（替莫唑胺口服胶囊剂）于 2021 年 5 月 31 日获 NMPA 批准上市，因此未能赶上第四批国采。公司于 2022 年启动替莫唑胺口服制剂的省份集采续约工作，已中标河南十三省联盟集采和北京、河北、山东、江苏、陕西、江西和广东七省市集采，在非集采市场与济民可信达成销售合作，通过多样化的市场策略扩大市占率。替莫唑胺胶囊集采前 MSD 进口药品价格为 660 元/粒（100mg/粒），第四批国采仅两家中标，双鹭药业的中标价为 48.67 元/粒（20mg/粒），天士力中标价为 179 元/粒（100mg/粒），降价幅度分别为 63%和 73%，截止目前为止国内替莫唑胺胶囊包括原研共获批 5 家，替莫唑胺注射剂共获批 4 家，由于口服剂型竞争格局较两年前集采有所恶化（当时仅三家获批），因此未来集采续约价格存在一定下行压力。根据米内网数据统计 2022 年国内替莫唑胺市场规模为 11.2 亿，原研默沙东凭借院外渠道依然占据较大市场份额，整体市场竞争格局如下：

图 9 2022H1 替莫唑胺国内销售市场竞争格局

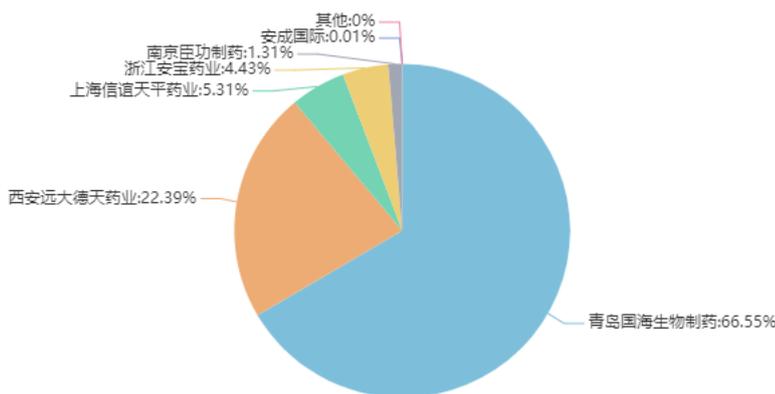


资料来源：米内网、安信国际

3) 醋酸甲地孕酮

醋酸甲地孕酮为孕激素，主要用于治疗与激素分泌相关的肿瘤如晚期乳腺癌和子宫内膜癌，同时可用于改善晚期肿瘤患者的食欲和恶病质。公司进口代理产品美适亚于 2021 年 5 月 13 日获 NMPA 批准上市，为醋酸甲地孕酮口服混悬剂独家剂型，口服吸收效果好，适应症为治疗艾滋病引起的厌食症及晚期肿瘤恶病质引起的体重降低。该产品在美国已经上市，公司拥有该产品在中国大陆、香港和澳门的独家代理权，公司将中国大陆艾滋病领域的商业化推广授权给了前沿生物。根据米内网数据统计 2022 年国内醋酸甲地孕酮的市场规模为 2.57 亿元，获批厂家共有 8 家，公司代理进口厂商安成国际的产品，整体市场竞争格局如下：

图 10 2022H1 甲地孕酮国内销售市场竞争格局



资料来源：米内网、安信国际

4) 在研产品管线

公司在研产品管线如下：

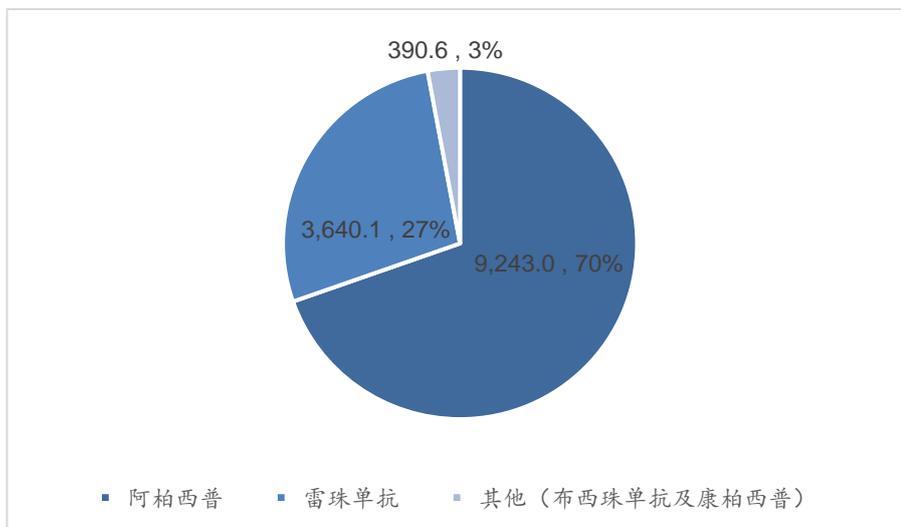
表 2 公司在研产品管线

| 類別 | 在研藥物 | 適應症 | 臨床前 | 臨床I期 | 臨床II期 | 臨床III期 | NDA | 上市 |
|--------|----------------|------------------|------|------|-------|--------|-----------|----|
| 抗體偶聯藥物 | TAE020 (創新靶點) | 急性骨髓性白血病 | █ | | | | | |
| 單克隆抗體 | TAB014 (抗VEGF) | 濕性年齡相關黃斑病變(wAMD) | █ | | | █ | ZHAOKE 兆科 | |
| | TAC020 (創新靶點) | 多種實體瘤 | 合作開發 | | | | | |

资料来源：公司路演材料、安信国际

公司研发进度最快的 TAB014 为贝伐珠单抗（抗 VEGF 单抗）的眼科制剂，用于治疗湿性年龄相关黄斑病变（wAMD），公司将该产品中国区权益（包括香港和澳门）授权给兆科眼科，兆科眼科负责该产品的三期临床开发及未来的商业化销售，并作为药品上市许可持有人（MAH），公司负责商业化生产并获取销售分成，同时该产品 wAMD 适应症获得美国 FDA 的 IND 批件。根据弗若斯特沙利文报告全球视网膜疾病的抗 VEGF 单克隆抗体的市场规模由 2017 年的 94 亿美元增加至 2021 年的 133 亿美元，复合年增长率为 9.1%，预期于 2030 年将进一步增长至 284 亿美元，2021 年至 2030 年的复合年增长率为 8.8%。2021 年全球有四款用于治疗视网膜疾病的抗 VEGF 生物制品获批准：阿柏西普、雷珠单抗、布西珠单抗及康柏西普，全球市场竞争格局如下：

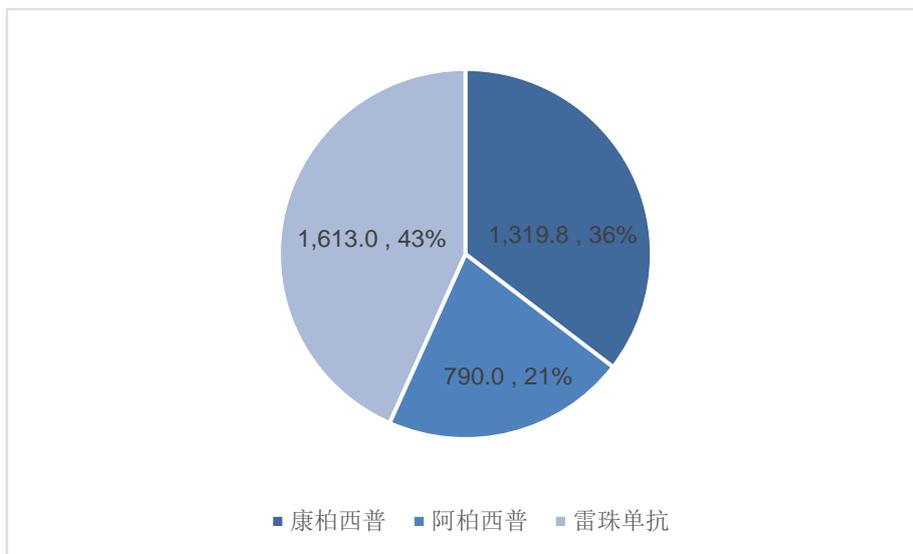
图 11 2021 年全球用于视网膜疾病的抗 VEGF 抗体药物市场竞争格局（单位：百万美元）



资料来源：弗若斯特沙利文报告、博安生物招股书、安信国际

根据弗若斯特沙利文报告中国视网膜疾病的抗 VEGF 单克隆抗体的市场规模由 2017 年的人民币 14 亿元增加至 2021 年的人民币 37 亿元，复合年增长率为 28.7%，预期于 2030 年将进一步增加至人民币 203 亿元，2021 年至 2030 年的复合年增长率为 20.7%。2021 年国内共获批三种用于治疗视网膜疾病的抗 VEGF 生物制品，即雷珠单抗、康柏西普和阿柏西普，国内市场竞争格局如下：

图 12 2021 年中国用于视网膜疾病的抗 VEGF 抗体药物市场竞争格局 (单位: 人民币百万元)



资料来源: 弗若斯特沙利文报告、博安生物招股书、安信国际

公司另外两个产品 TAE020 和 TAC020 都未进入临床, 处于早期研发阶段, 其中 TAC020 为同和铂医药共同开发的创新靶点抗体药物。

CDMO 板块

2022 年公司 CDMO 板块实现销售收入 7254 万, 同比增长 35%, 截止 2022 年年底在手订单约 5,200 万元; 项目数共 45 个, 同比增长 114%, 其中 ADC 项目 18 个, 抗体项目 23 个; 分阶段来看, 临床前项目 38 个, 占项目总数的 84%, 临床 I-III 期项目合计为 7 个, 占项目总数的 6%; CDMO 订单总数 62 个, 其中新增订单数 46 个, 存续订单数 16 个。

图 13 公司 CDMO 业务收入/规模同期对比



图 14 公司 CDMO 板块分项目阶段/订单分布情况



资料来源: 公司路演材料、安信国际

公司现有符合 GMP 规范的生物药商业化生产基地，总产能 20,000L，全部采用一次性生物反应器，配备 5 个独立的原液生产车间，可同时满足 ADC 及抗体药物的生产，年设计产能达 30 万 L，同时拥有 4 条灌装线（含 3 条 isolator 冻干线、1 条 O-RABS 水针线），其中注射剂年产能 250 批，每小时 1.8 万瓶，冻干制剂年设计产能 150 批，每批 5 万支。

公司着力打造 ADC 一站式产业化平台，从上游工艺和分析方法开发、生产及质量分析控制、IND 及 NDA 申报支持到下游原液与制剂的生产提供一体化、端到端的全流程 CDMO 服务，ADC 原液配备 OEB5 隔离器用于活性小分子称量，同时配备 100L,200L,500L 一次性偶联反应器，可达 5kg/批偶联规模。同时公司是国内唯二拥有集抗体、ADC 原液和制剂于一体的同厂 ADC 商业化生产车间，避免国内分段生产带来的合规不确定性，拥有先进的偶联核心技术和 ADC 分析技术优势，成功完成 20 多项不同偶联工艺及 ADC 项目的开发。公司持续引进 CDMO 关键人才，CDMO 人数占集团总人数的 77%，拥有博士 11 人，硕士 75 人，CDMO Marketing 和 BD 团队合计 9 人，分布于北上广深、台北和南京。

图 15 公司打造一体化/端到端的 ADC CDMO 服务



资料来源：公司路演材料、安信国际

风险提示

产品集采降价风险，产品研发失败风险，产品商业化不及预期风险，行业景气度下行风险。

附表：财务报表预测

| (年结31/12; RMB 0000) | FY 2021A | FY 2022A | FY 2023E | FY 2024E | FY 2025E |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 综合损益表 | | | | | |
| 营业额 | 7,633 | 44,218 | 60,645 | 74,502 | 97,577 |
| 销售成本 | -4,885 | -7,156 | -19,988 | -40,335 | -51,152 |
| 毛利 | 2,747 | 37,062 | 40,657 | 34,167 | 46,425 |
| 其他营运收入 | 17 | 55 | 500 | 500 | 500 |
| 研发成本 | -21,470 | -15,117 | -12,396 | -7,000 | -7,000 |
| 分销成本 | -2,285 | -20,395 | -30,322 | -22,351 | -29,273 |
| 行政管理开支 | -5,634 | -6,259 | -7,198 | -8,277 | -9,519 |
| 金融资产亏损/收益 (净额) | - | -60 | 121 | 121 | 121 |
| 其他亏损/收益 (净额) | 654 | 806 | - | - | - |
| 经营溢利 | -25,970 | -3,908 | -8,638 | -2,840 | 1,254 |
| 融资收入 | 97 | 227 | 1,243 | 728 | 407 |
| 融资费用 | -247 | -660 | -1,204 | -1,121 | -986 |
| 其他非经营溢利 | -2 | -663 | - | - | - |
| 除税前溢利 | -26,122 | -5,005 | -8,599 | -3,233 | 674 |
| 所得税 | --- | --- | 1,290 | 485 | -101 |
| 期内净溢利 | -26,122 | -5,005 | -7,309 | -2,748 | 573 |
| 股东应占溢利 | -26,122 | -4,992 | -7,290 | -2,741 | 572 |
| 少数股东损益 | - | -13 | -19 | -7 | 1 |

| (年结31/12; RMB 0000) | FY 2021A | FY 2022A | FY 2023E | FY 2024E | FY 2025E |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 综合资产负债表 | | | | | |
| 流动资产 | | | | | |
| 现金及现金等值项目 | 15,281 | 42,077 | 28,974 | 12,627 | 10,605 |
| 贸易及其他应收款项 | 1,503 | 5,339 | 3,861 | 7,246 | 7,037 |
| -- 贸易应收款项 | 1,174 | 4,912 | 3,434 | 6,820 | 6,610 |
| -- 其他应收款项 | 330 | 426 | 426 | 426 | 426 |
| 存货 | 2,956 | 9,482 | 17,899 | 21,884 | 22,962 |
| 其他 | 10,857 | 10,782 | 10,782 | 10,782 | 10,782 |
| 流动资产总额 | 30,596 | 67,680 | 61,516 | 52,539 | 51,386 |
| 非流动资产 | | | | | |
| 净固定资产 | 30,767 | 46,533 | 59,345 | 61,004 | 62,513 |
| -- 物业、厂房及设备 | 30,767 | 46,533 | 59,345 | 61,004 | 62,513 |
| 无形资产 | 512 | 465 | 372 | 297 | 238 |
| 非流动资产预付款项 | 5,576 | 8,248 | 8,248 | 4,124 | 4,124 |
| 其他 | 3,575 | 3,278 | 3,278 | 3,278 | 3,278 |
| 非流动资产总额 | 40,430 | 58,523 | 71,242 | 68,703 | 70,153 |
| 总资产 | 71,026 | 126,203 | 132,758 | 121,243 | 121,539 |
| 流动负债 | | | | | |
| 贸易及其他应付款项 | 8,624 | 17,402 | 31,266 | 25,499 | 28,222 |
| -- 贸易应付款项 | 2,821 | 2,598 | 12,539 | 18,008 | 20,731 |
| -- 其他应付款项 | 5,802 | 14,803 | 18,726 | 7,491 | 7,491 |
| 短期银行贷款 | 14,619 | 7,550 | 10,550 | 10,550 | 10,550 |
| 融资租赁负债 | 146 | 155 | 155 | 155 | 155 |
| 其他 | 2,692 | 2,428 | 2,428 | 2,428 | 2,428 |
| 流动负债总额 | 26,081 | 27,535 | 44,399 | 38,632 | 41,355 |
| 非流动负债 | | | | | |
| 长期银行贷款 | 5,978 | 21,213 | 18,213 | 15,213 | 12,213 |
| 融资租赁负债 | 114 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| 其他 | 5,345 | 5,877 | 5,877 | 5,877 | 5,877 |
| 非流动负债总额 | 11,436 | 27,125 | 24,125 | 21,125 | 18,125 |
| 总负债 | 37,517 | 54,659 | 68,523 | 59,756 | 59,479 |
| 净资产 | 33,509 | 71,544 | 64,235 | 61,487 | 62,060 |
| 资本及储备 | | | | | |
| 归属股东权益 | | | | | |
| 股本 | 189,291 | 229,750 | 229,750 | 229,750 | 229,750 |
| 储备 | 3,780 | 6,191 | 6,191 | 6,191 | 6,191 |
| 留存收益 | -159,561 | -164,553 | -171,843 | -174,584 | -174,012 |
| 总归属股东权益 | 33,509 | 71,388 | 64,098 | 61,357 | 61,929 |
| 少数股东权益 | - | 156 | 137 | 130 | 131 |
| 总股东权益 | 33,509 | 71,544 | 64,235 | 61,487 | 62,060 |

财务报表预测 (续)

| (年结31/12; RMB 0000) | FY 2021A | FY 2022A | FY 2023E | FY 2024E | FY 2025E |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 综合现金流量表 | | | | | |
| 经营活动: | | | | | |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -17,714 | 5,993 | 3,737 | -6,074 | 8,437 |
| 期内净溢利 | -26,122 | -5,005 | -7,309 | -2,748 | 573 |
| 营运资本变动 | -2,144 | -10,488 | 3,002 | -1,902 | 1,855 |
| 包括: (贸易应收账款增加) | -1,020 | -3,739 | 1,478 | -3,385 | 209 |
| (存货增加) | -2,144 | -6,526 | -8,417 | -3,985 | -1,078 |
| 贸易应付帐增加 | 1,021 | -223 | 9,941 | 5,469 | 2,723 |
| 折旧及摊销 | 3,424 | 3,804 | 4,281 | 5,415 | 5,550 |
| 净利息支出加回 | 150 | 434 | -40 | 393 | 580 |
| 金融资产亏损/收益加回 | - | 60 | -121 | -121 | -121 |
| 其他非现金调整 | 6,978 | 17,189 | 3,923 | -7,112 | - |
| 投资活动: | | | | | |
| 出售固定资产所收到的现金 | 2 | 188 | - | - | - |
| (购买固定资产、无形资产等资本支出) | -11,531 | -24,012 | -17,000 | -7,000 | -7,000 |
| 利息收入 | - | - | 1,243 | 728 | 407 |
| 其他投资活动产生的现金流量净额 | 690 | -4,452 | 121 | 121 | 121 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -10,839 | -28,276 | -15,636 | -6,151 | -6,473 |
| 筹资活动: | | | | | |
| 净债务增加 | 21,408 | 7,966 | - | -3,000 | -3,000 |
| 净股本及资本证券增加扣除费用 | - | 40,797 | - | - | - |
| (利息支付) | - | -639 | -1,204 | -1,121 | -986 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 21,408 | 48,124 | -1,204 | -4,121 | -3,986 |
| 所有现金流量净额 | -7,145 | 25,841 | -13,103 | -16,347 | -2,022 |
| 现金及现金等价物净增加额: | | | | | |
| 汇率变动影响 | -128 | 656 | - | - | - |
| 现金及现金等价物净增加额 | -7,273 | 26,496 | -13,103 | -16,347 | -2,022 |
| 现金及现金等价物期初余额 | 22,553 | 15,281 | 41,777 | 28,674 | 12,327 |
| 现金及现金等价物期末余额 | 15,281 | 41,777 | 28,674 | 12,327 | 10,305 |

| (年结31/12; RMB 0000) | FY 2021A | FY 2022A | FY 2023E | FY 2024E | FY 2025E |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 盈利能力及收益质量 | | | | | |
| 毛利率% | 36.0% | 83.8% | 67.0% | 45.9% | 47.6% |
| 经营溢利率% | -340.3% | -8.8% | -14.2% | -3.8% | 1.3% |
| 净利率(持续经营)% | -342.2% | -11.3% | -12.1% | -3.7% | 0.6% |
| 销售费用/营业总收入% | 29.9% | 46.1% | 50.0% | 30.0% | 30.0% |
| 管理费用/营业总收入% | 73.8% | 14.2% | 11.9% | 11.1% | 9.8% |
| 财务费用/营业总收入% | 3.2% | 1.5% | 2.0% | 1.5% | 1.0% |
| ROE (平均, 年化) | -56.9% | -9.5% | -10.7% | -4.4% | 0.9% |
| ROA (平均, 年化) | -38.7% | -5.1% | -5.6% | -2.2% | 0.5% |
| 营运能力 | | | | | |
| 存货周转天数 | 140.7 | 317.2 | 250.0 | 180.0 | 160.0 |
| 贸易应收账款周转天数 | 31.7 | 25.1 | 25.1 | 25.1 | 25.1 |
| 贸易应付账款周转天数 | 172.7 | 138.2 | 138.2 | 138.2 | 138.2 |
| 营业周期(存货日数+应收账款日数) | 172.5 | 342.3 | 275.1 | 205.1 | 185.1 |
| 现金循环周期(存货日+应收账款日-应付账日) | -0.2 | 204.1 | 136.9 | 66.9 | 46.9 |
| 总资产周转率,倍(收入/平均总资产) | 0.1 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.8 |
| 资本结构 | | | | | |
| 资产负债率%(总负债/总资产) | 52.8% | 43.3% | 51.6% | 49.3% | 48.9% |
| 权益乘数,倍(总资产/总权益) | 2.1 | 1.8 | 2.1 | 2.0 | 2.0 |
| 产权比率,倍(总负债/总权益) | 1.1 | 0.8 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| 带息债务/全部投入资本% | 38.4% | 28.8% | 31.1% | 29.7% | 27.0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率,倍 | 1.2 | 2.5 | 1.4 | 1.4 | 1.2 |
| 速动比率,倍 | 1.1 | 2.1 | 1.0 | 0.8 | 0.7 |
| 保守速动比率,倍(现金及应收账款/流动负债) | 0.6 | 1.7 | 0.7 | 0.5 | 0.4 |
| 利息覆盖倍数,倍(EBIT/利息费用) | -105.2 | -5.9 | -7.2 | -2.5 | 1.3 |
| 杜邦分析 | | | | | |
| ROE (平均, 年化) | -56.9% | -9.5% | -10.7% | -4.4% | 0.9% |
| =(经营利润率x资产周转-利息支出/资产) | | | | | |
| x权益乘数x(1-有效税率) | | | | | |
| 经营溢利率% | -340.3% | -8.8% | -14.2% | -3.8% | 1.3% |
| 总资产周转率,倍(收入/平均总资产) | 0.1 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.8 |
| 利息支出/平均资产% | 0.5% | 1.3% | 1.8% | 1.8% | 1.6% |
| 权益乘数,倍(总资产/总权益) | 2.1 | 1.8 | 2.1 | 2.0 | 2.0 |
| 有效税率% | -- | -- | -- | -- | 15.0% |

数据来源: 公司、安信国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓位买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010