

医药	收盘价 港元 1.33	目标价 港元 4.60个	潜在涨幅 +245.6%
----	----------------	-----------------	-----------------

2023年8月11日

德琪医药 (6996 HK)

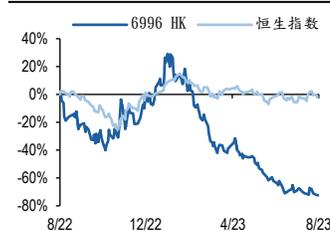
与翰森制药达成商业化合作，产品放量能见度提升；上调目标价

- 德琪医药就塞利尼索在中国大陆商业化与翰森制药达成协议。2023年8月11日，德琪医药宣布和翰森制药（3692 HK/未评级）签订关于在中国大陆市场商业化塞利尼索等包含或由塞利尼索组成的产品的合作协议。根据协议，德琪医药将获得最高达2亿元（人民币，下同）的首付款，其中1亿元首付款在签约时支付，其余将于特定条件满足后支付；并有可能获得最高达5.35亿元的里程碑付款。德琪医药将继续就塞利尼索在中国大陆的销售录得收入，并将继续负责塞利尼索的研究和开发、监管审批事务、产品供应和分销。翰森制药将独家负责在中国大陆进行塞利尼索等包含或由塞利尼索组成的产品的商业化，并从德琪医药收取服务费。今后双方还将探索基于塞利尼索和翰森管线产品的联用疗法。
- 翰森制药拥有丰富的血液肿瘤用药商业化和医保谈判经验。翰森深度布局肿瘤创新药领域，2022年肿瘤板块和创新药收入均分别超过总收入的50%；其中，血液瘤领域有重磅创新药氟马替尼及多款仿制药产品。根据医药魔方数据，近两年公司血液瘤产品组合在样本医院年销售收入在6-7亿元左右，氟马替尼的持续放量有效抵御了仿制药集采压力，2022/1Q23氟马替尼的样本医院销售分别同比增长96.8%/58.9%。翰森商业化团队超过6,000人，其中约一半负责肿瘤线产品，广泛覆盖各级别医院及DTP药房；截至1H22，氟马替尼专线团队约有500人，我们认为将和塞利尼索产生较好的协同效应。在今年医保谈判中，德琪仍将作为塞利尼索申报主体，而已有6款创新药成功纳入医保目录的翰森将提供宝贵经验。
- 未来12个月塞利尼索重要研发里程碑：中国2LMM注册临床已于7月完成患者入组，管理层预计1H24提交sNDA；中国复发难治DLBCL预计2023年8月提交sNDA。1L MF III期临床研究合作伙伴Karypharm已在2023年6月启动，公司计划在包括中国大陆等亚太区域参与合作。
- 上调目标价。我们认为，本次合作将在塞利尼索和翰森自身肿瘤线之间产生较强协同，从而加速塞利尼索的医院覆盖和市场渗透，提高药物的可及性。另一方面，本次合作有助于公司节约营销成本，从而进一步聚焦于在研管线的临床推进。我们上调公司2023-25E收入预测至4.1亿/7.7亿/10.5亿元，以反映新增合作收入。我们继续基于DCF模型对公司估值，得到最新目标价4.60港元，维持买入评级。
- 核心风险：研发进度不及预期、同类产品竞争加剧、销售不及预期。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	6.23
52周低位(港元)	1.31
市值(百万港元)	836.82
日均成交量(百万)	0.17
年初至今变化(%)	(74.17)
200天平均价(港元)	2.72

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

财务数据一览

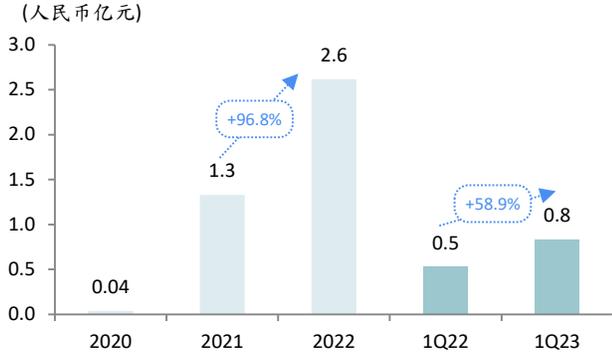
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万人民币)	29	160	406	766	1,050
同比增长(%)	NA	456.6	153.7	88.5	37.1
净利润(百万人民币)	(656)	(601)	(626)	(438)	(198)
每股盈利(人民币)	(1.05)	(0.97)	(0.93)	(0.65)	(0.29)
同比增长(%)	-91.0	-7.2	-4.8	-29.9	-54.9
前EPS预测值(人民币)			(1.05)	(0.84)	(0.47)
调整幅度(%)			-11.6	-22.3	-38.3
市盈率(倍)	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

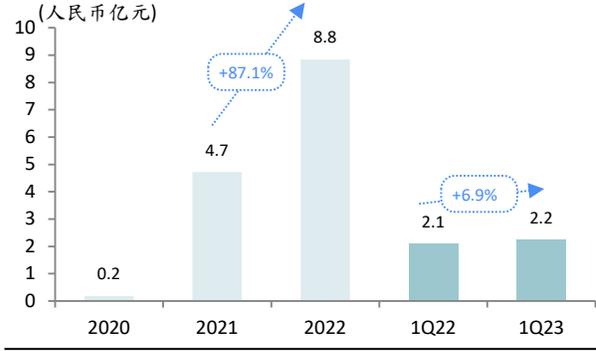
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 翰森制药-氟马替尼样本医院销售额



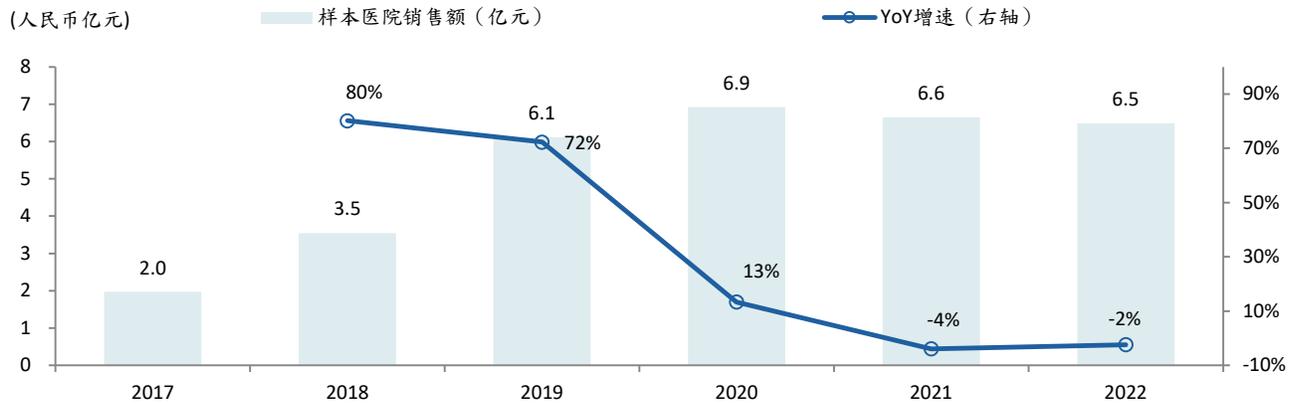
资料来源: 医药魔方, 交银国际

图表 2: 翰森制药-阿美替尼样本医院销售额



资料来源: 医药魔方, 交银国际

图表 3: 翰森制药主要血液肿瘤药物样本医院销售额 (亿元)



资料来源: 医药魔方, 交银国际

图表 4: 德琪医药 2023-24 催化剂

药物名称/编号	靶点	适应症	试验编号	预计进展
ATG-010 (赛利尼索)	XPO-1	3L DLBCL	SEARCH (中国桥接试验)	sNDA (3Q23)
		2L MM	BENCH (中国桥接试验)	sNDA (1Q24)
		骨髓纤维化	XPORT-MF-034 (全球 III 期临床)	
ATG-008 (Onatasertib)	mTORC1/2	宫颈癌-未经 CPI 药物治疗	TORCH-2	数据发布 (4Q23)
		宫颈癌-未经 CPI 药物治疗 (TORCH-2)	TORCH-3 (关键性临床)	启动 (1Q24)
			TORCH-2	数据发布 (1Q24)
		鼻咽癌	TORCH-2	数据发布 (2Q24)

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 5: 德琪医药 DCF 估值

人民币，百万	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	766	1,050	1,418	1,725	2,034	2,412	2,700	2,950	3,152	3,253
EBIT	-438	-198	70	169	309	475	589	690	752	781
减：税	-	-	(10)	(25)	(46)	(71)	(88)	(104)	(113)	(117)
加：折旧摊销	31	35	39	42	46	50	54	58	61	65
减：营运资金增加/（减少）	(68)	(52)	(68)	(57)	(57)	(70)	(54)	(47)	(38)	(19)
减：资本开支	(92)	(93)	(95)	(97)	(99)	(101)	(103)	(105)	(107)	(109)
自由现金流	(567)	(309)	(65)	32	153	282	398	493	555	601
永续增长率	2%									
自由现金流现值	207									
终值现值	2,234									
企业价值	2,442									
净现金	227									
少数股东权益	-									
股权价值（百万人民币）	2,669									
股权价值（百万港元）	3,103									
股份数量（百万）	675									
每股价值（港元）	4.6									

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	8.0%
贝塔	1.30
股权成本	14.4%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	30.0%
有效税率	15.0%
WACC	11.4%

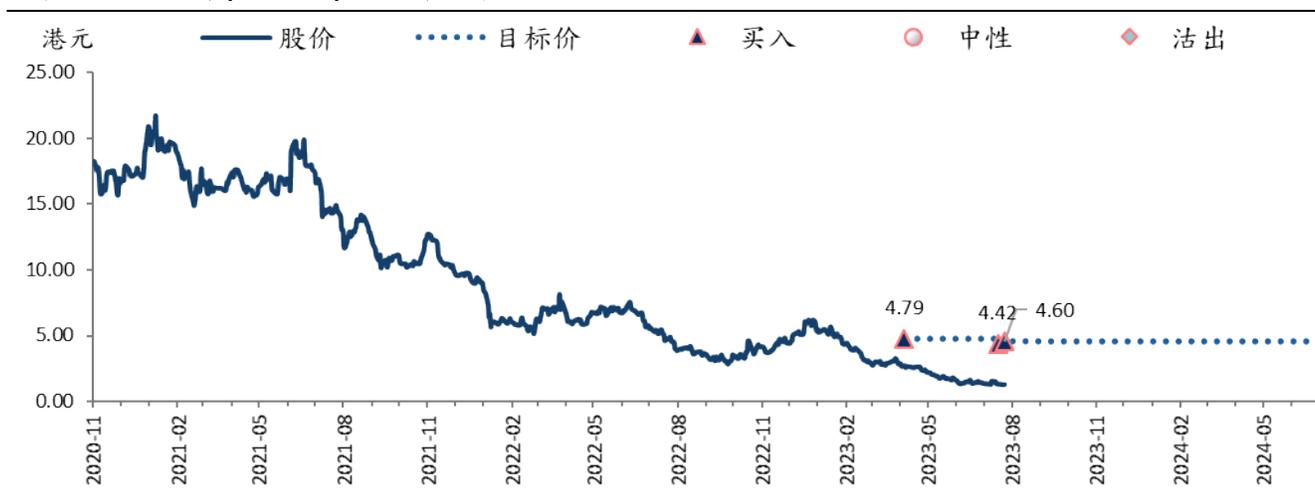
资料来源：交银国际预测

图表 6: 德琪医药财务预测变动

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	406	336	21%	766	666	15%	1,050	950	11%
毛利润	366	303	21%	704	612	15%	997	902	11%
毛利率	90.0%	90.0%	-	92.0%	92.0%	-	95.0%	95.0%	-
归母净利润（亏损）	-626	-708	-12%	-438	-564	-22%	-198	-320	-38%

资料来源：交银国际预测

图表 4: 德琪医药 (6996 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 5: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
6996 HK	德琪医药	买入	1.34	4.60	243.1%	2023年08月11日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	37.60	60.00	59.6%	2023年08月01日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	33.55	57.00	69.9%	2023年07月31日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	7.79	10.00	28.4%	2023年07月28日	生物科技
2269 HK	药明生物	买入	43.35	55.00	26.9%	2023年07月28日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	42.20	59.98	42.1%	2023年08月03日	医疗服务

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 8 月 10 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	29	160	406	766	1,050
主营业务成本	(5)	(28)	(41)	(61)	(52)
毛利	24	132	366	704	997
销售及管理费用	(237)	(522)	(456)	(559)	(637)
研发费用	(405)	(488)	(552)	(596)	(566)
其他经营净收入/费用	(37)	278	17	13	9
经营利润	(655)	(601)	(625)	(438)	(197)
财务成本净额	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
税前利润	(656)	(601)	(626)	(438)	(198)
税费	0	0	0	0	0
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	(656)	(601)	(626)	(438)	(198)
作每股收益计算的净利润	(656)	(601)	(626)	(438)	(198)

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1,314	929	395	227	417
应收账款及票据	7	30	76	142	195
存货	3	10	13	20	17
其他流动资产	1,089	927	727	527	227
总流动资产	2,413	1,896	1,211	917	857
物业、厂房及设备	71	154	231	304	372
无形资产	18	81	66	55	45
其他长期资产	55	10	11	11	11
总长期资产	145	246	309	369	428
总资产	2,558	2,142	1,520	1,286	1,285
应付账款	148	371	374	380	377
其他短期负债	11	11	17	17	16
总流动负债	159	382	391	396	393
其他长期负债	4	47	41	40	40
总长期负债	4	47	41	40	40
总负债	163	429	432	437	433
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	2,394	1,713	1,087	849	851
股东权益	2,394	1,713	1,088	849	852
总权益	2,394	1,713	1,088	849	852

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	(656)	(601)	(626)	(438)	(198)
折旧及摊销	11	8	28	31	35
营运资本变动	(17)	(24)	(46)	(68)	(52)
利息调整	(16)	(19)	(16)	(12)	(8)
税费	0	0	0	0	0
其他经营活动现金流	119	0	0	0	0
经营活动现金流	(558)	(637)	(660)	(487)	(224)
资本开支	(70)	(151)	(90)	(92)	(93)
投资活动	(3)	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(31)	114	217	213	309
投资活动现金流	(104)	(37)	127	122	216
权益净变动	(72)	(10)	0	200	200
其他融资活动现金流	(9)	299	(2)	(2)	(2)
融资活动现金流	(81)	289	(2)	198	198
汇率收益/损失	(37)	0	0	0	0
年初现金	2,094	1,314	929	395	227
年末现金	1,314	929	395	227	417

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(1.049)	(0.974)	(0.927)	(0.649)	(0.293)
全面摊薄每股收益	(1.049)	(0.974)	(0.927)	(0.649)	(0.293)
利润率分析(%)					
毛利率	84.1	82.4	90.0	92.0	95.0
EBITDA利润率	(2,238.6)	(370.8)	(147.1)	(53.2)	(15.5)
EBIT利润率	(2,278.6)	(375.6)	(154.0)	(57.3)	(18.9)
净利率	(2,278.6)	(375.6)	(154.0)	(57.3)	(18.9)
盈利能力(%)					
ROA	(25.6)	(28.1)	(41.2)	(34.1)	(15.4)
ROE	(27.4)	(35.1)	(57.5)	(51.6)	(23.2)
ROIC	(27.4)	(35.1)	(57.5)	(51.6)	(23.2)
其他					
流动比率	15.1	5.0	3.1	2.3	2.2
存货周转天数	205.5	128.3	120.0	120.0	120.0
应收账款周转天数	88.9	67.8	67.8	67.8	67.8
应付账款周转天数	117.5	101.5	100.0	100.0	100.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2023年8月11日
德琪医药 (6996 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGO Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司及新传企划有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递延、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。