

2023年8月17日

东曜药业 (1875.HK)

公司动态分析

证券研究报告

制药

## 2023年中期业绩符合预期，CDMO板块持续高增长

事件：2023年8月11日，东曜药业公布2023年中期业绩，2023年上半年公司实现销售收入3.28亿元，同比增长80%，实现经调整EBITDA为1,350万元，同比增长13%，经调整净亏损持续收窄至人民币743万元，经营业绩符合预期。上半年公司经营活动净现金流为人民币6,241万元，同比增长116%，截止6月底公司在手现金及可提用贷款额度合计7.44亿元，资金状况稳健。业务方面，公司与糖岭生物达成合作，共同开发DisacLink™ ADC糖定点偶联技术平台，打造全球最具应用价值定点偶联技术；东曜第二条、国内规模最大的ADC制剂商业化生产线建成并投入使用，及第二条、第三条ADC原液商业化生产线建成；公司达成数项ADC CDMO长期战略合作，成功获得3个pre-BLA项目，并开发新型偶联药物。

### 报告摘要

**制药板块。**2023年上半年公司产品销售收入为2.78亿元，同比增长167%，主要来自核心产品朴欣汀（贝伐珠单抗注射液）销量的持续攀升。朴欣汀国内销售与济鑫医药进行合作，差异化布局下线城市市场，填补院外空白市场，进一步提升市占率，使得该药物上半年销售增长同比提升161%。朴欣汀海外新兴市场权益授权给了科兴制药，目前已经启动20个海外国家的上市注册申请工作，已有8个国家的上市申请文件获得受理，公司预计在2023年底完成首个海外国家获批，打开海外市场销售。针对早期在研产品TAE020和TAC020，公司将积极推动产品临床开发及对外商业化授权，并保留产品商业化生产的权利。

**CDMO板块。**2023年上半年CDMO收入4,655万，同比增长105%。在手项目45个，其中ADC项目28个，今年上半年新增项目20个，其中15个为ADC项目，包括新增3个pre-BLA ADC项目。公司在手项目分阶段类型来看以早期项目为主，其中IND前项目37个，临床早期项目4个，pre-BLA项目4个。截止2023年6月底，公司在手未完成订单为12.1亿元，包括未完成服务订单9,000万元和未完成潜在里程碑付款订单11.2亿元，其中三年内未完成订单为4.8亿。截止目前，公司抗体原液产能2万L，抗体原液年设计产能30万L，ADC原液年设计产量600kg，公司配备了4条制剂灌装线，2条为抗体制剂，2条为ADC制剂。

**投资建议：**东曜药业于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。近年来全球及中国ADC药物市场蓬勃发展，受限于生产制造过程的复杂性，ADC制剂生产外包率较高，公司作为国内ADC CDMO领域的佼佼者有望获此行业红利，建议保持关注。

**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： 未有  
目标价格： 未有  
现价 (2023-08-17): 2.15 港元

总市值(百万港元) 1,661.5  
流通市值(百万港元) 1,661.5  
总股本(百万股) 772.8  
流通股本(百万股) 772.8  
12个月低/高(港元) 1.78/3.06  
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	-0.8%	-14.3%	-19.1%
绝对收益	-4.4%	-20.1%	-27.1%

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

**附表：财务报表预测**

(年结31/12; RMB 0000)	FY 2021A	FY 2022A	FY 2023E	FY 2024E	FY 2025E
<b>综合损益表</b>					
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	-	-	-
<b>经营溢利</b>	<b>-25,970</b>	<b>-3,908</b>	<b>-8,638</b>	<b>-2,840</b>	<b>1,254</b>
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	-	-	-
<b>除税前溢利</b>	<b>-26,122</b>	<b>-5,005</b>	<b>-8,599</b>	<b>-3,233</b>	<b>674</b>
所得税	---	---	1,290	485	-101
<b>期内净溢利</b>	<b>-26,122</b>	<b>-5,005</b>	<b>-7,309</b>	<b>-2,748</b>	<b>573</b>
<b>股东应占溢利</b>	<b>-26,122</b>	<b>-4,992</b>	<b>-7,290</b>	<b>-2,741</b>	<b>572</b>
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
<b>综合资产负债表</b>					
<b>流动资产</b>					
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
<b>非流动资产</b>					
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
<b>总资产</b>	<b>71,026</b>	<b>126,203</b>	<b>132,758</b>	<b>121,243</b>	<b>121,539</b>
<b>流动负债</b>					
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
<b>非流动负债</b>					
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
<b>总负债</b>	<b>37,517</b>	<b>54,659</b>	<b>68,523</b>	<b>59,756</b>	<b>59,479</b>
<b>净资产</b>	<b>33,509</b>	<b>71,544</b>	<b>64,235</b>	<b>61,487</b>	<b>62,060</b>
<b>资本及储备</b>					
<b>归属股东权益</b>					
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
<b>综合现金流量表</b>					
<b>经营活动:</b>					
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	-
<b>投资活动:</b>					
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
<b>筹资活动:</b>					
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
<b>现金及现金等价物净增加额:</b>					
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
<b>盈利能力及收益质量</b>					
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%
<b>营运能力</b>					
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
<b>资本结构</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>杜邦分析</b>					
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

此报告只提供给您作参考用途，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到日本、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