

买入
新药研发进入收获期，ADC 新药优势明显
东曜药业-B (1875.HK)

2020-12-30 星期三

投资要点

 目标价: **7.56 港元**

现价: 4.45 港元

预计升幅: 70%

重要数据

日期	2020-12-29
收盘价 (港元)	4.45
总股本 (百万股)	600
总市值 (百万港元)	2,700
净资产 (百万元)	744
总资产 (百万元)	813
52 周高低 (港元)	6.20/3.05
每股净资产 (元)	1.31

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%)

研究部

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

公司在研产品组合丰富，研发实力雄厚：

公司专注于创新肿瘤药物及疗法的开发与商业化，拥有单抗、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，涵盖生物药、ADC、化学药多领域。公司管线丰富，包含 7 种生物制药和 5 种化学制药，其中 11 种为公司内部开发药物。生物药领域，公司已提交 1 种生物药 TAB008（VEGF 单抗）上市申请，并获国家药品监督管理局受理，预计 2021 年上半年获批上市；3 种在研产品处于临床阶段，其中 ADC 产品 TAA013 已经完成临床三期的首例给药。化学药领域，1) 三种仿制药，公司已提交 1 种产品 TOZ309 的 ANDA 申请，2 种小分子药物 TOM312、TIC318 正在进行有关 CMC 与 BE 研究；2) 两种脂质体化学药 TID214、TIO217 处于临床前阶段。

公司持续加大研发投入，建立了三个先进技术平台：治疗性单抗及 ADC 技术平台、以基因工程为基础的治疗技术平台、创新给药技术平台，用以进行药物开发；并自主开发灌注—批式混合技术（PB-Hybrid Technology），颠覆传统单抗生产细胞工艺，可用于商业生产时进行细胞扩增。

率先战略性布局商业化，助力在研产品和 CDMO 业务：

公司成立至今已有 10 年，单抗、ADC 及化药领域研发及生产工艺积累深厚，单抗可容纳 16000 升产能；公司已具备 ADC 产品中试和商业化生产能力，2020 年完成 ADC 原液生产车间的基础建设并于 9 月投入使用，基于深厚的研发及生产能力的积累，公司的 CDMO 业务有望快速增长。对于可能将在 2021 年下半年实行的生物类似药集采，于公司来说是利好，我们认为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。

首次覆盖给予买入评级，目标价 7.56 港元：

我们预计公司 2021-2022 年收入分别是人民币 1.98 亿元、5.14 亿元，EPS 分别为人民币-0.32、0.15 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 70% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	39.22	45.31	49.40	198.41	514.17
同比增长	-24.01%	15.53%	9.02%	301.65%	159.15%
净利润	-268.26	-299.30	-260.82	-184.16	84.37
同比增长	-80.44%	-11.57%	12.86%	29.39%	145.81%
净利润率	-683.99%	-660.56%	-528.00%	-92.82%	16.41%
每股盈利	-3.11	-0.53	-0.46	-0.32	0.15
PE@4.45HKD	-1.29	-7.56	-8.71	-12.52	26.7

数据来源: Wind、东曜药业年报、国元证券经纪 (香港) 整理

目录

1. 东曜药业：专注创新肿瘤药物及疗法开发、商业化的制药企业.....	5
1.1 公司简介.....	5
1.2 公司股权结构.....	6
1.3 公司主营业务.....	7
2. 肿瘤医药行业发展趋势.....	7
2.1 肿瘤医药行业蓬勃发展，生物药快速增长.....	7
2.2 政策趋势鼓励创新药发展.....	12
3. 公司生物药研发厚积薄发，ADC 技术领先.....	13
3.1 生物药板块.....	14
3.2 化学药板块.....	18
3.3 CDMO 及其他业务.....	19
4. 公司研发方向：专注于创新肿瘤药物及疗法.....	20
5. 公司管理团队经验丰富，战略布局具有前瞻性.....	21
5.1 公司管理团队经验丰富，医药背景与管理实力丰厚.....	22
5.2 公司战略明确且坚定，享有优质技术与生产能力.....	22
6. 盈利预测与投资建议.....	23
6.1 盈利预测.....	23
6.2 行业估值及目标价.....	23
风险提示.....	24

图目录

图 1: 公司股权结构	7
图 2: 2015-2030E 全球与中国肿瘤药物市场规模 (十亿美元) 情况	8
图 3: 2014-2023E 全球新发癌症病例 (万人) 及增速情况	9
图 4: 2014-2023E 中美新发癌症病例 (万人)	9
图 5: 2019 年中国前十大癌症新发病例 (万人)	9
图 6: 中国医药行业各市场规模 (十亿元)	10
图 7: 2018 年全球生物制药市场细分	11
图 8: 2018 年中国生物制药市场细分	11
图 9: 2014-2030E 中国小分子肿瘤药物市场规模 (十亿美元)	11
图 10: 处于 I 期临床以后在研 ADC 涉及领域	12
图 11: 2011-2019 年中国 CDE 受理数量 (个)	13
图 12: 公司生物药在研产品情况	14
图 13: 2014-2030E 中国贝伐珠单抗原研药和生物类似药市场规模 (十亿元)	15
图 14: 中国 HER2 乳腺癌 ADC 药物市场规模 (百万元)	17
图 15: 公司在研化学药情况	18
图 16: 中国醋酸甲地孕酮口服混悬剂市场规模 (亿元) 及同比增速	19
图 17: 2017-1H2020 公司其他业务收入情况 (百万元)	20
图 18: 公司现有合作方	20
图 19: 2017-1H2020 公司研发费用支出 (百万元) 情况	21

表目录

表 1：公司发展历程.....	6
表 2：国内外现有上市的抗 VEGF 大分子药物.....	15
表 3：贝伐珠单抗生物类似药竞争格局.....	16
表 4：国内含 DMI 细胞素的在研 ADC 产品情况.....	17
表 5：行业可比公司估值（截至 2020 年 12 月 29 日）.....	24

1. 东曜药业：专注创新肿瘤药物及疗法开发、商业化的制药企业

1.1 公司简介

东曜药业于 2009 年在香港注册成立，2019 年 11 月在香港联合交易所上市。公司拥有 5 家附属公司（东曜苏州、东曜台北、升洋医药、东源上海、江苏东扬），其中东曜苏州、东曜台北、东源上海负责公司主营业务，涵盖产品研发与商业化。

公司专注于创新肿瘤药物及疗法的开发与商业化，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，涵盖生物药、ADC、化学药多领域。公司目前尚未有商业化产品上市，但候选产品的组合管线丰富，包含 7 种生物制药和 5 种化学制药，其中 11 种为公司内部开发药物，包含一款 ADC 产品，各候选产品分布于上市申请及临床各阶段，形成丰富的产品研发梯度，预计将在后续陆续推进，更好助力公司未来成长。于此同时，公司还将利用自身平台及商业化生产优势，开展 CDMO 与 CMO 业务，创造多元化收入。未来公司将继续立足肿瘤领域，加大研发与商业化力度，推进在研产品上市，打造肿瘤治疗领先品牌。

公司凭借其优质实力，先后成为江苏省外资研发中心、苏州市“独角兽”培育企业、苏州省工程技术研究中心，并获得苏州工业园区 2017 年度经济贡献突出企业、苏州工业园区 2018 年度经济贡献突出企业<产品创新>、苏州工业园区 2019 年度科技企业上市奖、苏州工业园区 2019 年度科技研发突出奖等荣誉。

表 1：公司发展历程

时间	大事记
2009 年	公司在香港注册成立。
2010 年	设立苏州总部，东源上海及东曜苏州注册成立。
2011 年	公司首次股权融资 33 百万美元，并就 TOZ309 和 TOM312 向国家药监局提交 IND 申请。
2012 年	一号厂房建设完成
2014 年	TAB008、TAD011 获国家药监局接纳通知。
2016 年	获 TAB008 mAb 注射剂、TAD011 mAb 注射剂及 TOZ309 临床试验批件。
2017 年	获 TAB014 mAb 注射剂临床试验批件、并授权中国特许权；TAB008 进入 III 期临床。
2018 年	获 TAA013 的临床试验批件，并完成二号厂房建设。
2019 年	7 月，提交 TOZ309 的 ANDA。
2019 年	11 月，公司在香港联合交易所上市。
2020 年	7 月，TAA013 达成关键性临床阶段里程碑，已完成关键性 III 期临床首例患者给药。
2020 年	9 月，国家药监局受理 TAB008 上市申请

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

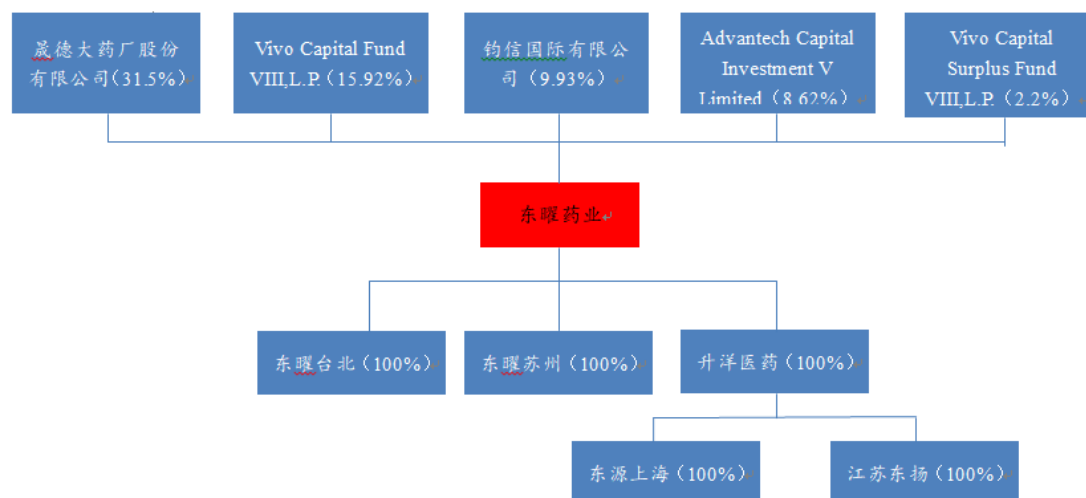
1.2 公司股权结构

东曜药业股权结构清晰，截止 2020 年中期，公司第一大股东“晟德大药厂”持有公司 31.5% 股份，公司成立于 1959 年，并于 2003 年在台湾上市，主要从事生产、销售口服药业务，已对 20 家以上的生物技术企业进行投资，并成功培育出 8 家以上的上市公司。此外还有三家投资公司对本公司持股，分别是 Vivo Capital、均信、Advantech Capital V，分别持有公司股份 18.12%、9.93%、8.62%，各投资公司均由丰富的投资经营与投资组合，其中 Vivo Capital、Advantech Capital V 都专注于医疗领域，属于优质的资深投资者；Vivo Capital 在美国、亚洲、欧洲均由投资项目，所涉项目超过 250 项，其中在美投资超过 200 项；Advantech 先以培育出 8 家以上的上市公司。

东曜药业下属 5 家附属公司：东曜苏州、东曜台北、升洋医药、东源上海、江苏东扬，其中升洋医药负责股权投资，并全资控股东源上海和江苏东扬，东曜苏州、东曜台北、东源上海负责公司主营业务，涵盖产品研发与商业化全过程。

2020 年 5 月 29 日决议采纳受限制股权奖励计划，并于 7 月 29 日予以修订，计划向 84 名补偿性承受人（包含黄纯莹女士及刘军博士两名董事）作出涉及 31,413,796 股奖励股份的补偿性授予，占公司采纳计划当日已发行股本的 5.51%。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

1.3 公司主营业务

公司专注于创新肿瘤药物及疗法的开发与商业化，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。从公司产品角度，公司目前没有商业化产品上市，但在研产品线丰富，拥有 7 种在研生物药、5 种在研化学药，其中 11 种为公司内部开发药物，自行研发的生物药 IND 均一次性通过。截止目前，生物药领域，公司已提交 1 种生物药 TAB008 上市申请，并获国家药品监督管理局受理；3 种在研产品处于临床阶段，其中包括一款 ADC 产品 TAA013；另外还有三款在研产品处于临床前阶段。化学药领域，1) 三种仿制药，公司已提交 1 种产品 TOZ309 的 ANDA 申请，2 种小分子药物 TOM312、TIC318 正在进行有关 CMC 与 BE 研究；2) 两种脂质体化学药 TID214、TIO217 处于临床前阶段。公司集研发、生产与商业化一体，在产品商业化之前借助 S-1 销售服务组建专业化销售团队与先行构建市场渠道，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。

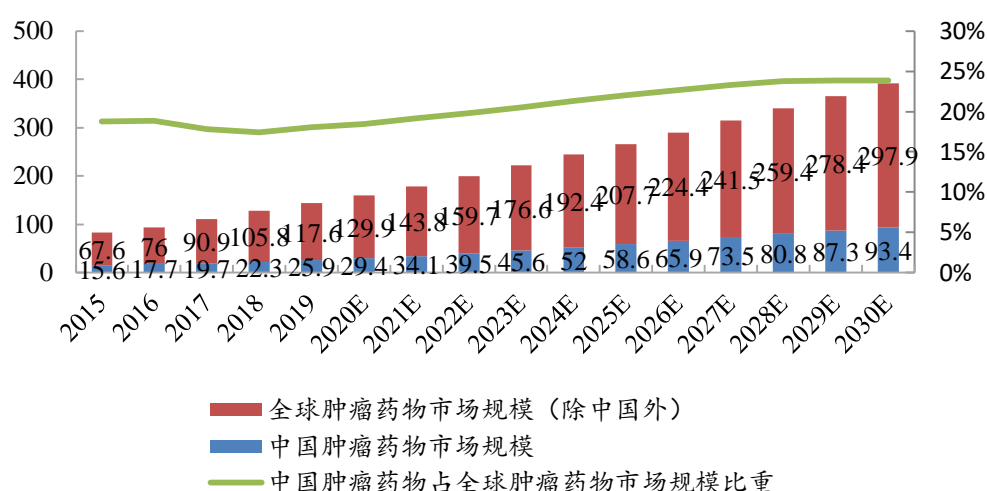
2. 肿瘤医药行业发展趋势

2.1 肿瘤医药行业蓬勃发展，生物药快速增长

全球肿瘤医药行业蓬勃发展，全球乃至中国肿瘤药物市场规模不断增长，未来市场体量庞大。根据弗若斯特沙利文报告显示，2015 年-2019 年全球肿瘤药物市场规模从 832

亿美元增长至 1435 亿美元，实现 14.6% 复合增长率，预计 2024 年将实现 2444 亿美元市场规模，较 19 年实现 11.24% 复合增长率，并预计 2030 年将市场将达到 3913 亿美元。同时，中国肿瘤医药市场也展现出持续发展的趋势，从 2015 年至 2019 年中国肿瘤药物市场规模从 156 亿美元增长至 259 亿美元，实现 15.25% 复合增长率，19 年占全球肿瘤药物市场规模 18.05%，预计 2024 年中国肿瘤市场规模将实现 520 亿美元，较 19 年实现 14.96% 复合增长率，占全球市场份额的 21.28%，并预计 2030 年将达到 934 亿美元。

图 2：2015-2030E 全球与中国肿瘤药物市场规模（十亿美元）情况



资料来源：弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

根据 Choice 数据显示，全球 2014 年-2018 年新增癌症病例从 16.39 百万人增长至 18.08 百万人，复合增长率 2.5%，并预计 2023 年达到 20.44 百万人，继续维持 2.5% 的复合增长。同时，相对于美国而言，中国癌症发病率更高，2018 年新增癌症病例 4.29 百万人，相比美国为 1.74 百万人，中国是美国的 2.5 倍；相比增长速度来看，中国始终保持在 2.5% 以上的增速，远高于美国；未来中国癌症病例人数将持续保持扩展态势，并预计 2023 年中国癌症发病例将达到 4.89 百万人，保证了未来肿瘤药物长期且充足的市场需求。从中国前十大癌症新发病率来看，2019 年前十大包含肺癌、结直肠癌、乳腺癌、食道癌、胰腺癌等，涉及到多种公司现有在研产品，其中包含公司核心产品 TAB008。

图 3：2014-2023E 全球新发癌症病例（万人）及增速情况

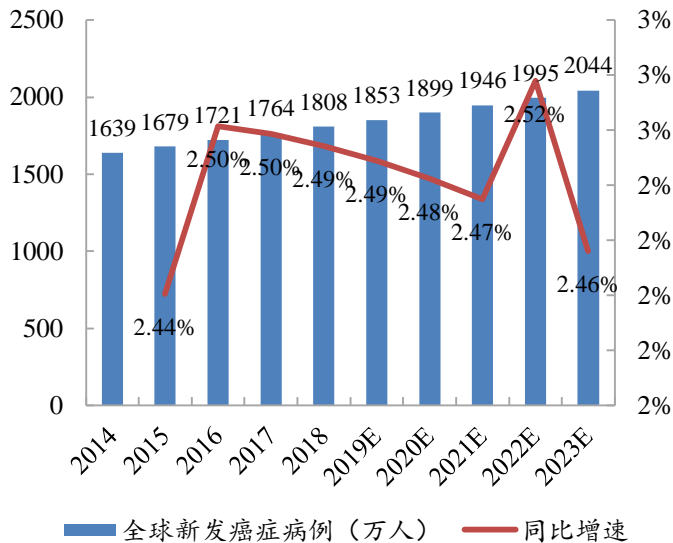
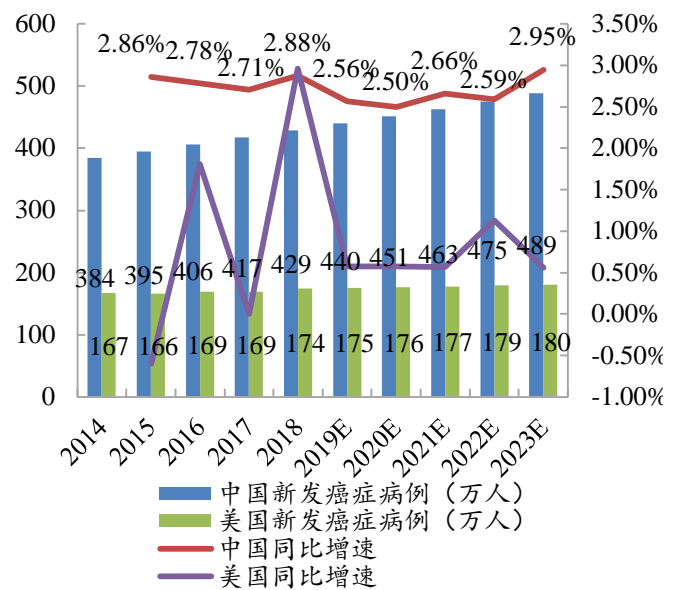


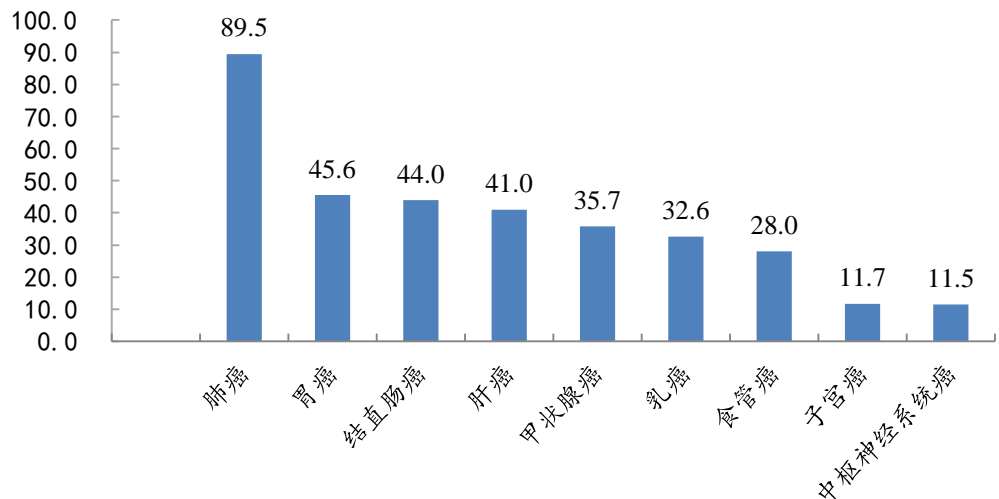
图 4：2014-2023E 中美新发癌症病例（万人）



资料来源：Choice、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Choice、国元证券经纪（香港）整理

图 5：2019 年中国前十大癌症新发病例（万人）

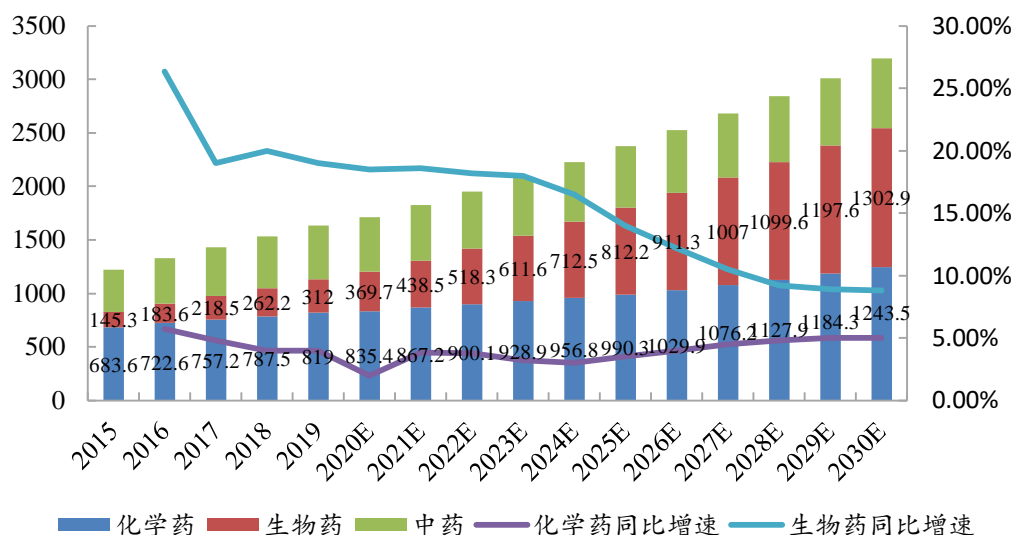


资料来源：弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

肿瘤药物主要包括生物药及化学药，其中生物药包括单抗、ADC；化学药主要是小分子药物，具体包括小分子靶向药和化疗药物。根据弗若斯特沙利文数据显示，未来中国生物药和化学药将持续放量，截止 2019 年分别销售 3120 亿元、8190 亿元，预计将在 2024 年分别实现 7125 亿元、9568 亿元的市场规模，分别实现 17.96%、3.16% 复合增长率，并预计将在 2030 年分别达到 13029 亿元、12435 亿元；于此同时生物药得益

于功效更高、副作用及毒性较小的药性优势及逐步纳入医保使得其快速增长，其增速持续高于化学药，并预计将在 2029 年占据中国药物市场份额第一。

图 6：中国医药行业各市场规模（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

从生物药市场细分来看，生物药包括抗体、重组蛋白、疫苗等，抗体又具体分为单克隆抗体（简称：单抗）、抗体药物偶联物（ADC）、双特异性抗体、Fc 融合蛋白等。根据弗若斯特沙利文报告,2018 年全球各类生物药品销售占比显示,单抗占据了 55.3% 的市场销售份额;并且在 19 年全球销售前二十的药品中 13 种生物药中有 9 种为单抗。单抗在肿瘤领域应用最多，凭借其优质的药效成为抗肿瘤药的主流。然而相较中国生物制剂市场，单抗仅占市场 6.1%，远低于全球水平，也表明未来中国单抗市场增长潜力巨大。

图 7：2018 年全球生物制药市场细分

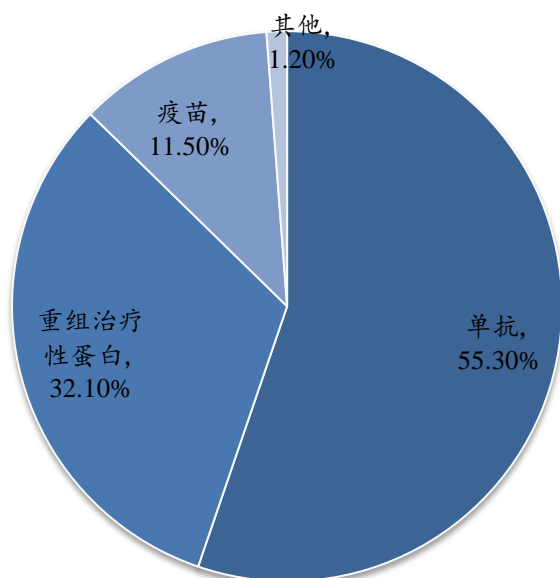
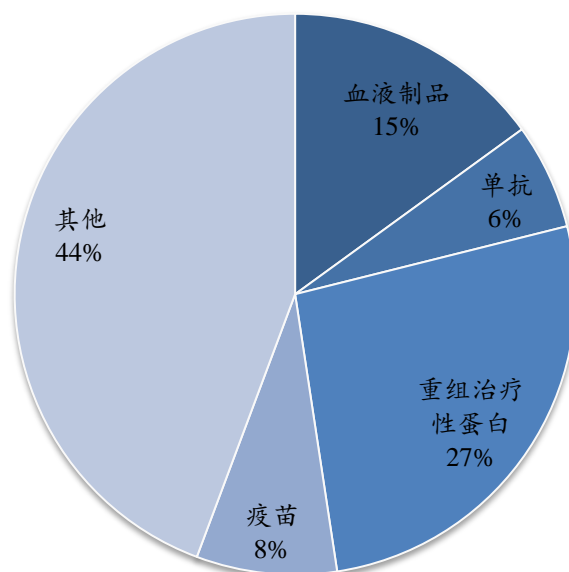


图 8：2018 年中国生物制药市场细分

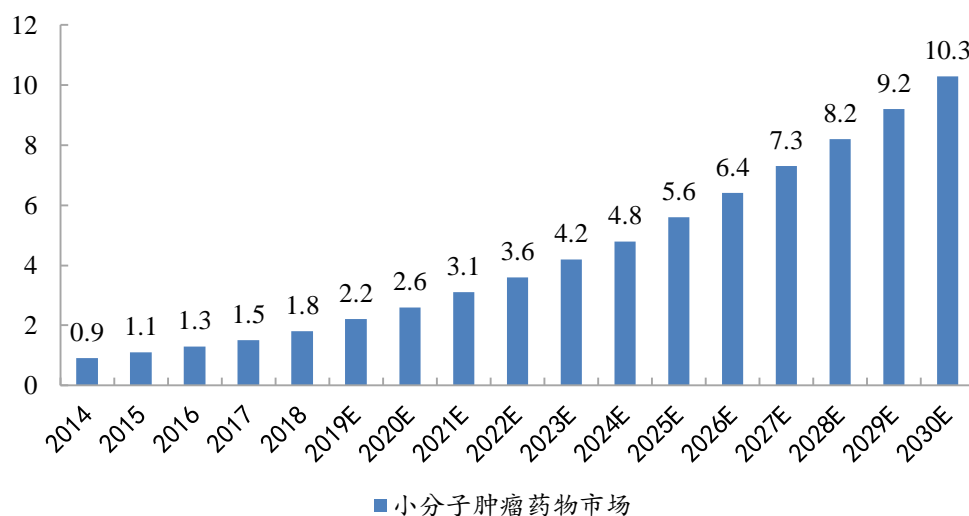


资料来源：弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

从中国小分子肿瘤药物市场来看，随着市场需求的增长，我国小分子肿瘤药物市场也将持续稳步增长态势。从 2014 年-2018 年，中国小分子肿瘤药物市场规模从 9 亿美元增长至 18 亿美元，实现复合增长率 18.1%，预计将在 2024 年实现 48 亿美元，较 2018 年实现 17.76% 复合增长率，并预计 2030 年将达到 103 亿美元。

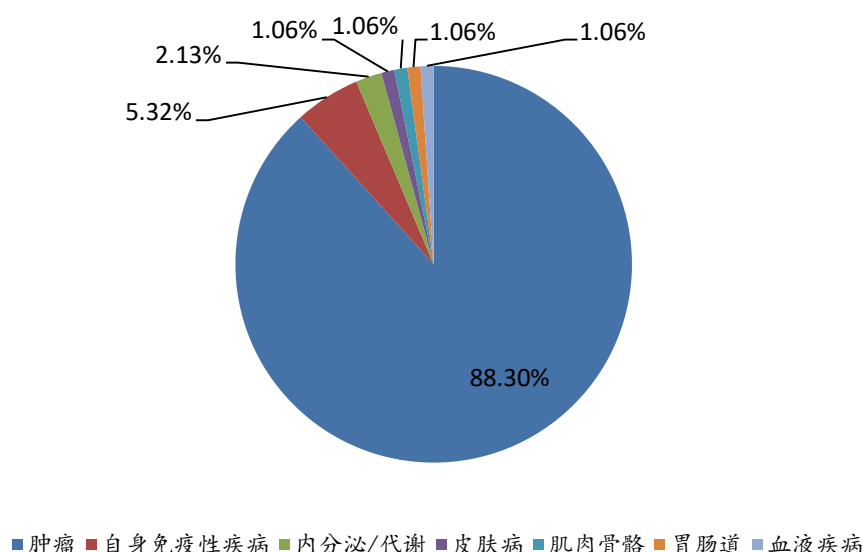
图 9：2014-2030E 中国小分子肿瘤药物市场规模（十亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

于此同时，随着抗体与小分子技术的不断发展，单抗与小分子化学药偶联的抗体偶联物（ADC）也掀起研发热潮，ADC 利用抗体与靶抗原特异性结合，将小分子药物靶向送至肿瘤细胞并对其产生破坏，临床效果显著。从 ADC 研发关注领域来看，处于 I 期临床以后的在研 ADC 主要集中在肿瘤领域，占比高达 88.3%。从在研 ADC 地域分布来看，美国有 139 种在研 ADC 产品，中国紧随其后拥有 42 种在研产品，但目前并未有中国研制的 ADC 上市。

图 10：处于 I 期临床以后在研 ADC 涉及领域

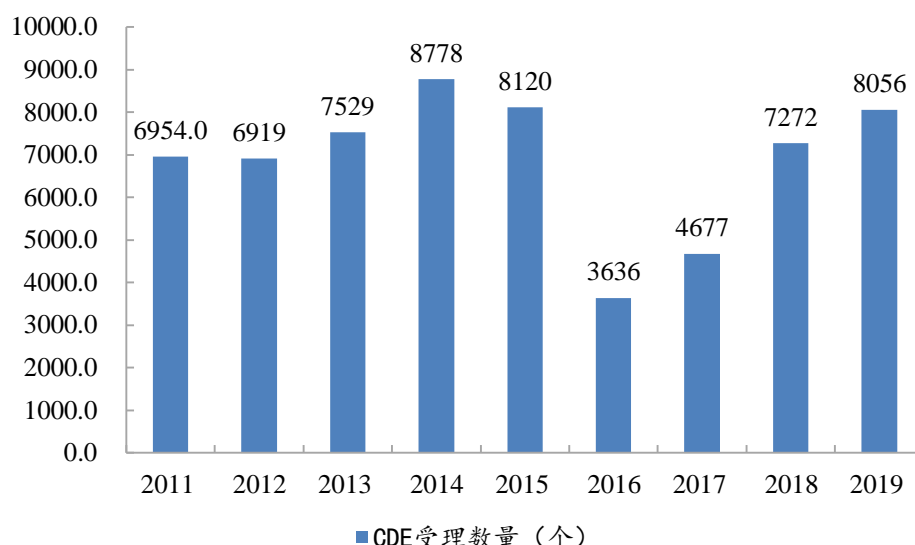


资料来源：Biostatistics、国元证券经纪（香港）整理

2.2 政策趋势鼓励创新药发展

中国药品市场已然拉开“创新药”时代的帷幕，在相关政策的助力下将持续为行业注入动力。政府分别于 2015 年颁布《关于药品注册审评审批若干政策的公告》、2017 年发布的《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》、2017 年颁布《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》、2018 年颁布《中华人民共和国药品管理法(修正草案)》，逐步加大创新药发展。于此同时，在保护专利、优先评审方面加大力度，从药品评审中心（CDE）受理申报数量看，2019 年 CDE 共承办新的药品注册申请以受理号共计 8056 个(复审除外)，同比增长 10.78%。其中，化药受理 6459 个，中药受理 416 个，生物制品受理 1158 个。

图 11:2011-2019 年中国 CDE 受理数量 (个)



资料来源：CDE、国元证券经纪（香港）整理

此外，随着 2020 年 8 月第三批带量采购落地，仿制药集中大幅降价入选，未来以价换量转化为低毛利产品已成为必然趋势，这将助推国内医药行业产业升级，拉动国内创新药发展。2020 年 9 月 18 日国家医疗保障局公示了《2020 年国家医保药品目录调整通过形式审查的申报药品名单》，其中包含 171 种 2015 年 1 月 1 日-2020 年 8 月 17 日经批准上市的药品。

在政策助推创新药发展的同时，国家还积极规范药品质量，倡导高品质发展。2015 年药监局发布《生物类似药研发与评价技术指导原则（试行）》，并于 2020 年 7 月至 2020 年 8 月相继发布了关于利妥昔单抗注射液、注射用曲妥珠单抗、阿达木单抗注射液、贝伐珠单抗注射液生物类似临床试验指导原则；2020 年 9 月 9 日 CDE 发布《新型冠状病毒中和抗体类药物申报临床药学研究与技术资料要求指导原则（试行）》。

3. 公司生物药研发厚积薄发，ADC 技术领先

公司专注于创新肿瘤药物及疗法的开发与商业化，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，涵盖生物药、ADC、化学药多领域。公司目前尚未有商业化产品上市，但候选产品的组合管线丰富，包含 7 种生物制药和 5 种化学制药；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。因此，根据公司在研产品生物药及化

学药属性与其他业务，将公司业务板块分为三块：生物药板块、化学药板块及其他业务板块。

3.1 生物药板块

生物药领域公司共有 7 种产品，其中 1 种生物药兼核心药物 TAB008 上市申请，并于 20 年 9 月获国家药品监督管理局受理；3 种在研产品 TAA013、TAB014、TAD011 处于临床阶段，其中包括一款 ADC 产品 TAA013；另外还有三款在研产品 TAY018、TEP118、TVP211 处于临床前阶段，包含一款溶瘤病毒药物 TVP211。产品靶向抗 VEGF、HER2、VEGF 等，适应于肺癌、结直肠癌、乳腺癌、鼻咽癌、胰腺癌等多种肿瘤用药治疗，生物药产品形成研发梯度，预计在 2021 年后产品陆续上市，保障公司未来成长性。

图 12：公司生物药在研产品情况

在研藥物	適應症	臨床前	臨床I期	臨床II期	臨床III期	NDA ⁽¹⁾
TAB008 ⁽²⁾ (抗VEGF mAb)	nsNSCLC					
TAA013 (抗HER2 ADC)	HER2 陽性乳腺癌					
TAB014 ⁽²⁾ (抗VEGF mAb)	wAMD					
TAD011 (抗EGFR mAb)	鼻咽癌、食管癌、胰腺癌					
		單抗產品				在研 ⁽²⁾
TAY018 (抗CD47 mAb)	非霍奇金淋巴瘤、骨髓增生異常綜合征、急性骨髓性白血病、實體瘤					
TEP118 (修飾型透明質酸)	膽道癌、膽囊腫瘤、轉移性癌、NSCLC、胃癌					
		重組蛋白				臨床前 ⁽²⁾
TVP211 (基因改造痘苗病毒)	實體瘤					
		溶瘤病毒產品				

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司生物药核心药物 TAB008 于 2020 年 4 月完成了治疗晚期或复发性非鳞状非小细胞肺癌 III 期临床，并按照国家新规要求提交 NDA 申请于 20 年 9 月获国家药监局受理，将成为公司首个商业化生物药产品，预计 21 年初推出该产品。TAB008 是一种抗 VEGF 单抗及贝伐珠单抗的生物类似物，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）。血管内生皮生长因子（VEGF）具备促进血管新生和再生的能力，而抗 VEGF 药物发挥抑制下游通路起到抑制不健康新生血管产生作用，目前国内外上市的抗 VEGF 大分子药物包括四种，其中二种为单抗产品（贝伐珠单抗、雷珠单抗）、两种为 Fc 融合蛋白（阿柏西普、康柏西普）。

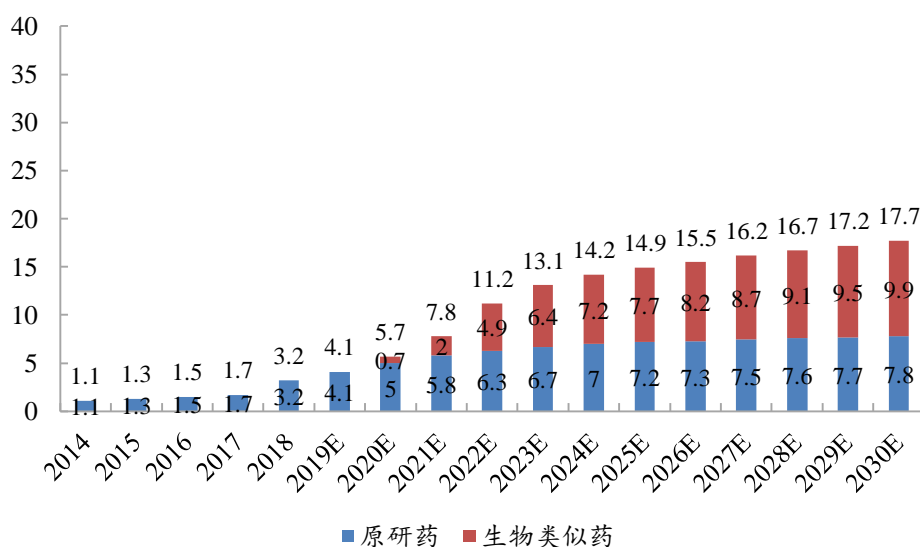
表 2：国内外现有上市的抗 VEGF 大分子药物

通用名	商品名	研发/生产企业
贝伐珠单抗	安维汀	罗氏
雷珠单抗	Lucentis	诺华
阿柏西普	艾力雅	再生元/拜耳/赛诺菲
康柏西普	朗沐	康弘药业

资料来源：国元证券经纪（香港）整理

其中，贝伐珠单抗 2018 年在中国市场实现 32 亿元，随着国内贝伐珠单抗生物类似药上市，未来贝伐珠单抗市场将持续扩张，预计 2024 年将达到 142 亿元，实现 28.19% 复合增长，并预计将在 2030 年实现 177 亿元的市场规模。2020 年随着国产贝伐珠单抗生物类似药上市，未来中国贝伐珠单抗生物类似药将迅速发挥产品价格优势占领市场，预计将在 2024 年成功超过贝伐珠单抗原研药成为中国贝伐珠单抗市场的销售首位。从目前国内贝伐珠单抗生物类似药竞争格局来看，已上市两种产品，但市场份额较小，大量处于研发后期，公司 TAB008 已获 NDA 受理，在研发产品梯队前沿；面对国内贝伐珠单抗生物类似物市场还未打开之际，更能有利于把握时机、抢占市场。于此同时，贝伐珠单抗在中国仅获批两项适应症非鳞状非小细胞肺癌（nsNSCLC）及转移性结直肠癌（mCRC），而美国获批了六种、欧盟获批了七种，随着后续国内贝伐珠单抗适应症的逐步开拓，产品市场也将进一步打开。

图 13：2014-2030E 中国贝伐珠单抗原研药和生物类似药市场规模（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、国元证券经纪（香港）整理

表 3：贝伐珠单抗生物类似药竞争格局

产品	公司	适应症	临床进度
QL1101	齐鲁制药	晚期、转移性或复发性 NSCLC、mCRC	上市
IB1305	信达生物	晚期 NSCLC、mCRC	上市
BP102	恒瑞医药	nsNSCLC	NDA（获受理）
LY01008	绿叶制药	转移性或复发性 NSCLC	NDA（获受理）
MIL60	贝达药业	晚期或复发性 nsNSCLC	NDA（获受理）
BAT1706	百奥泰生物	晚期 nsNSCLC	NDA（获受理）
TAB008	东曜药业	晚期或复发性 nsNSCLC	NDA（获受理）
HLX04	复宏汉霖	晚期 NSCLC	NDA（获受理）
GB222	嘉和生物	晚期 NSCLC	III 期临床
TQ-B2302	正大天晴	nsNSCLC	III 期临床
AK-3008	安科生物	晚期、转移性或复发性 nsNSCLC	III 期临床
重组人源化抗 VEGF 单抗注射液	神州细胞	晚期、转移性或复发性 nsNSCLC	III 期临床
WBP264	华兰基因	晚期或复发性 nsNSCLC	III 期临床
	上海所/复旦张		
重组人源化抗 VEGF 单抗注射液	江	晚期、转移性或复发性 nsNSCLC	III 期临床
重组人源化抗 VEGF 单抗注射液	特瑞思药业	晚期 NSCLC	III 期临床
人源化抗 VEGF 单抗注射液	绿竹生物	NSCLC、mCRC	I 期临床
HOT-1010	华奥泰	晚期、转移性或复发性 NSCLC、mCRC	I 期临床

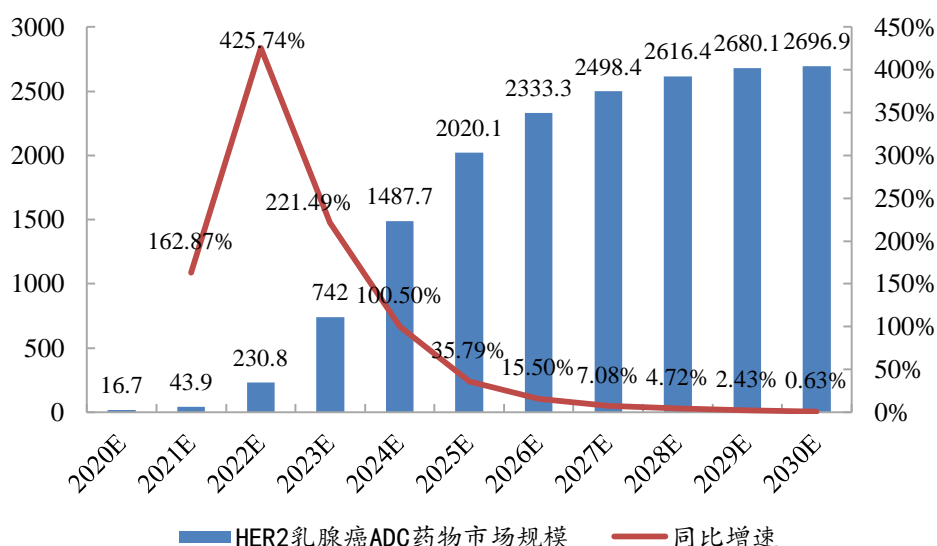
资料来源：CDE、医药魔方、国元证券经纪（香港）整理

TAA013 是一种含曲妥珠单抗及美坦新的在研 ADC 药物，产品适用于 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。在《CSCO 乳腺癌指南》中，T-DM1 被作为标准二线治疗药物，根据弗若斯特沙利文数据显示，2014 年至 2018 年中国晚期 HER2 乳腺癌患者从 1.57 万人增长至 1.69 万人，保持 1.86% 年复合增长率，未来预计将在 2024 年拥有 1.85 万患病人群。而各期的 HER2 乳腺癌患者人数更多，2018 年中国 HER2+乳腺癌发病个案为 27,900 人，并预计于 2023 年将增长至 31,600 人。公司产品上市之后，增长空间广阔。

ADC 药物与传统生物药、化学药不同，通过利用抗体靶向性与靶抗原特异性结合特性，同时兼具生物药的靶向性与化学药的高效杀伤力，对公司研发与技术有着极高的要求。公司目前已经掌握有关偶联技术，拥有 ADC 技术平台，并正在建设一个符合 GMP 并达到国际标准的 ADC 药物生产厂房，于 2020 年上半年完成 ADC 原液生产车间基础建设，同年 9 月投入使用。ADC 药物偶联技术难度较大，目前国内外上市的 ADC 药物仅有十种，其中今年刚获批在中国上市两种，此前国内市场并无 ADC 药物，Kadcyla 就是获批之一。Kadcyla 是目前唯一一种适用于 HER2 的 ADC 产品，也是公

司 TAA013 的对标产品，公司在靶点上与原研 Kadcyla 保持一致，严格把控临床期间产品与对标产品各项指标，产品也展现出良好的毒性和安全性，因此直接获批进入 III 期临床。从国内 HER2+乳腺癌治疗的 ADC 市场预测规模来看，随着 kadcyla 及国产 ADC 产品上市，2020 年至 2025 年市场将快速放量，将从 16.7 百万元增长至 2020.1 百万元的市场规模，实现年复合增长率 231.64%，公司的 TAA013 也将在此阶段进行上市，有助于公司产品在市场快速上升期得到较快的发展。从国内含 DM1 细胞毒素的在研 ADC 产品来看，共有五种产品，除 TAA013 处于 III 期临床阶段外均处于 I 期临床阶段，公司 TAA013 处于研发第一梯队，未来市场竞争小。由此，公司 TAA013 产品面向优质赛道并且赛道不拥挤。

图 14：中国 HER2 乳腺癌 ADC 药物市场规模（百万元）



资料来源：弗若斯特沙利文、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

表 4：国内含 DMI 细胞毒素的在研 ADC 产品情况

公司	产品	进展
东曜药业	TAA013	III 期临床
上海医药/复旦张江生物医药	B003/F0002-ADC	I 期临床
恒瑞医药	SHR-A1201	I 期临床
Hisun	HS630	I 期临床

资料来源：弗若斯特沙利文、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

除此之外，公司还有两款处于 I 期临床在研产品：TAD011、TAB014。TAD011 是一种基本序列与尼妥珠单抗相同的抗 EGFR 单抗，适用于鼻咽癌、食管癌与胰腺癌，预计 2023 年完成临床，2024 年上市，根据弗若斯特沙利文及公司公告显示，2018 年 EGFR 阳性晚期鼻咽癌的发病病例为 3.77 万人，预计 2023 年将达到 4.25 万人，实现 2.5%

的年复合增长率；2018 年中国 EGRF 阳性晚期食道癌发病病例 14.3 万人，预计 2023 年增长至 16.7 万人，实现 3.1% 的年复合增长率；2018 年中国转移性胰腺癌发病病例 8.39 万人，预计 2023 年增长至 9.86 万人，实现 3.3% 年复合增长率；其中尼妥珠单抗用于鼻咽癌和食道癌在 2018 年达到 4.89 亿元市场规模，预计将在 2023 年实现 17.42 亿元，实现 28.93% 的年复合增长率，因此多种适应症保证了未来公司产品的成长性。TAB014 是一款贝伐珠单抗，适用于湿性年龄相关黄斑变性（wAMD），2019 年被列入国家“重大新药创制”科技重大专项，预计 2022 年完成临床试验，2023 年推出上市；根据弗若斯特沙利文及公司公告显示，2018 年中国 wAMD 发病病例 350 百万人，预计 2023 年实现 410 百万人，实现 3% 的年复合增长率；2020 年上半年公司开放合作，与李氏大药厂控股有限公司达成战略合作，将 TAB014 中国地区的临床及商业发展全授予其非全资控股公司兆科（广州）眼科药物有限公司。

3.2 化学药板块

公司化学药领域设计 5 种产品，1) 三种仿制药，公司已提交 1 种产品 TOZ309 的 ANDA 申请，2 种小分子药物 TOM312、TIC318 正在进行有关 BE 与 CMC 研究；2) 两种脂质体化学药 TID214、TIO217 处于临床前阶段。

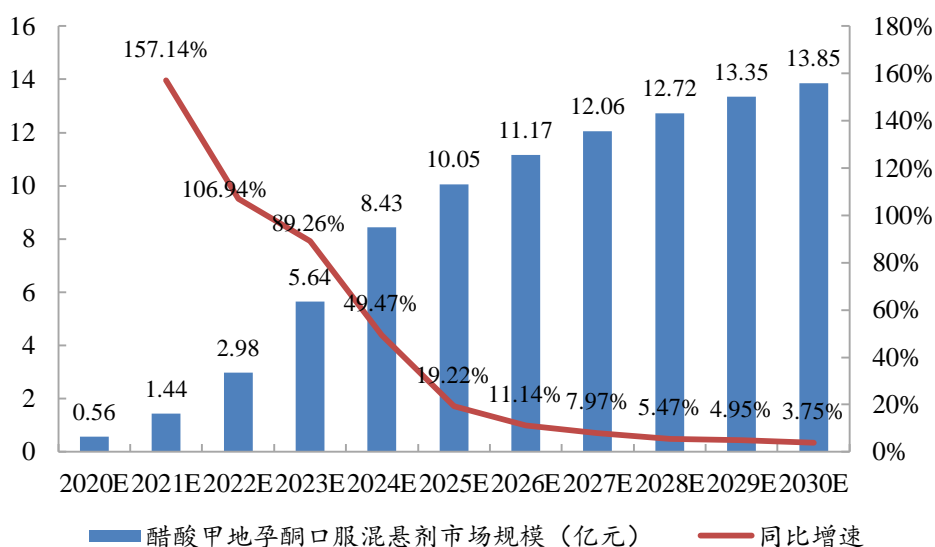
图 15：公司在研化学药情况

在研藥物	適應症	臨床前	臨床I期	臨床II期	臨床III期	NDA ⁽¹⁾
TOZ309 (替莫唑胺)	惡性腦質瘤	提交 ANDA ⁽¹⁾				
TOM312 (醋酸甲地孕酮)	與癌症及愛滋病相關的惡病質	BE 研究				
TIC318 (卡铂)	上皮細胞來源卵巢癌、小細胞肺癌、頭頸部鱗狀細胞癌、睾丸腫瘤、惡性淋巴瘤、宮頸癌、膀胱癌、NSCLC	CMC				
TID214 (多西他賽脂質體)	實體瘤	脂質體化藥				
TIO (奧沙利铂脂質體)	胃腸道腫瘤	脂質體化藥				

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

其中，TOZ309 为帝盟多（替莫唑胺胶囊）的仿制药，已提交 ANDA，于 2019 年获药监局接纳，并于 2020 年上半年集中进行工艺验证工作，也将成为公司第一款上市化学药。TOM312 是 Megace（醋酸甲地孕酮口服混悬剂）的仿制药，适用于与癌症及艾滋病相关的恶病质，于 2020 年 1 月完成 BE 预实验和 7 月完成工艺验证，预计 2021 年提交 ANDA；首款醋酸甲地孕酮口服混悬剂 2020 年进入市场，预计将快速放量，从 2020 年 0.56 亿元增长至 2024 年 8.43 亿元，预计实现 96.97% 的年复合增长率，也将为公司未来产品提供快速增量创收的时机。

图 16：中国醋酸甲地孕酮口服混悬剂市场规模（亿元）及同比增速



资料来源：弗若斯特沙利文、公司公告、国元证券经纪（香港）整理

3.3 CDMO 及其他业务

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，加强战略合作。一方面扩展企业业务收入，从 2017 年至 2019 年公司凭借其他业务板块实现营业收入 52、39、45 百万元，截止 2020 年中期实现 13 百万元营收，主要受 S-1 产品带量采购及 20 年上半年客户研发计划影响导致收入下降；另一方面公司抓准时机，借助自身技术和三大平台优势，全面涵盖生物药、化药、ADC 多领域，开展 CDMO 和 CMO 服务，尤其是 CDMO 业务，承接公司项目并意愿以同合作公司达成长期优质合作为目标，计划将此业务更优质培育发展乃至分离成为独立产业。

图 17: 2017-1H2020 公司其他业务收入情况 (百万元)

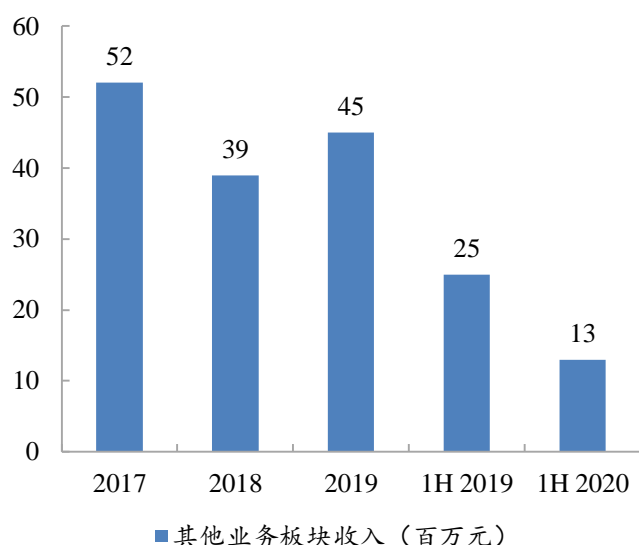


图 18: 公司现有合作方



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

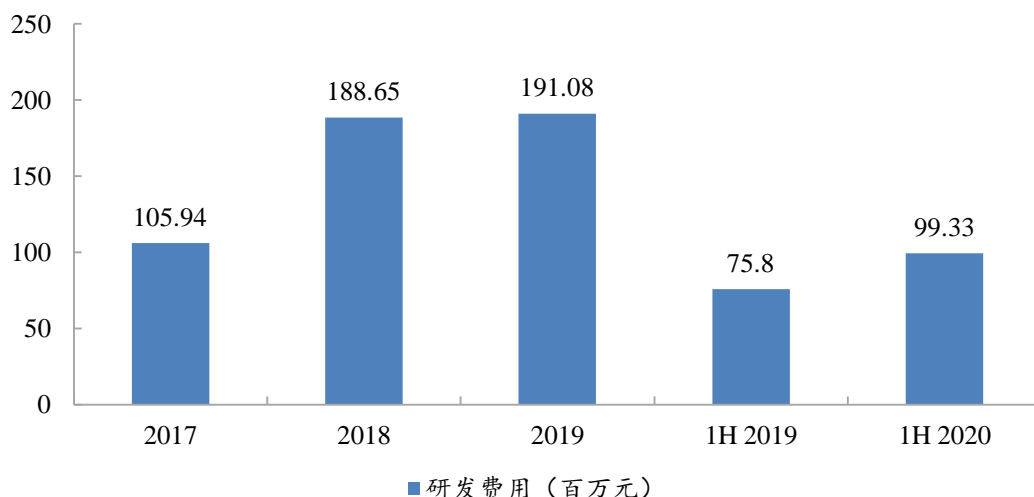
4. 公司研发方向: 专注于创新肿瘤药物及疗法

公司目前没有商业化产品上市, 但在研产品线丰富, 拥有 7 种在研生物药、5 种在研化学药, 其中 11 种为公司内部开发药物。截止目前, 生物药领域, 公司已提交 1 种生物药 TAB008 上市申请, 并获国家药品监督管理局受理; 3 种在研产品处于临床阶段, 其中包括一款 ADC 产品 TAA013; 另外还有三款在研产品处于临床前阶段。化学药领域, 1) 三种仿制药, 公司已提交 1 种产品 TOZ309 的 ANDA 申请, 2 种小分子药物 TOM312、TIC318 正在进行有关 CMC 与 BE 研究; 2) 两种脂质体化学药 TID214、TIO217 处于临床前阶段, 在研产品形成研发梯度, 预计将陆续在 2021 年后上市, 能够更好的保障公司未来成长性。同时, 在研产品管线不仅丰富还涉及肿瘤领域多项适应症, 包含肺癌、结直肠癌、乳腺癌、胰腺癌等多种国内前十大癌症领域, 拥有优质赛道, 同时涉足单抗、ADC、溶瘤病毒药物等多品种, 尤其是 ADC 市场壁垒高、竞争小、市场空间大。

此外, 公司还持续加大研发投入, 2017 年至 2019 年投入研发费用 1.06 亿元、1.89 亿元、1.91 亿元, 同比实现 78.07%、1.29% 增长; 截止 2020 年中期, 公司已投入 0.99 亿元, 同比增长 31.04%。公司组建了一支由 200 多名研发人员组成的研发团队, 团队拥有生物化学、生物医学、医疗保健及药物多重背景, 90% 人员拥有本科及以上学历; 并在上海张江高科技园区设立专门研发团队, 专注早期研发、增强与其他创新肿瘤药物企业合作。截至到 2020 年中期合计授权发明专利 20 项, 布局美国、欧洲、日本、

加拿大等多国；并提升 ADC、溶瘤病毒等产品的 PCT 国际专利申请数量。

图 19：2017-1H2020 公司研发费用支出（百万元）情况



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司建立了三个先进技术平台：治疗性单抗及 ADC 技术平台、以基因工程为基础的治疗技术平台、创新给药技术平台，用以进行药物开发。治疗性单抗及 ADC 技术平台，该平台适用于开发一系列抗体药物，具备从筛选细胞克隆及构建细胞库到化学、制造与管制（CMC）开发、中试研究、扩大生产、纯化及填充、包装等各种功能；除进行单抗研发外，还能进行抗体与细胞毒性剂连接，开发 ADC 产品。以基因工程为基础的治疗技术平台，用于整合抗肿瘤免疫疗法、基因疗法及病毒疗法，是一个肿瘤靶点重组肿瘤病毒载体系统的研发与生产平台，拥有综合研发能力、拥有四项专利及分子生物学、细胞学及病毒学等先进的实验室与一流设施，有助于溶瘤病毒药物研发与生产。创新给药技术平台，用于开发靶向性脂质体药物传递系统，凭借自身技术优势开发出符合 GMP 标准的脂质体药物商业化生产能力。三大技术平台搭载公司研发体系，覆盖面广，为后续公司研发、生产创建优势，也将帮助企业看着 CDMO 及 CMO 服务业务。此外，公司开自主开发制造工艺，开发灌注—批式混合技术（PB-Hybrid Technology），突破传统单抗大规模生产细胞扩增工艺，可直接由 25L 扩增至 2000L，用于商业生产时进行细胞扩增，将缩短生产周期、降低成本投入，同时后续随着商业化需求能够扩充至 5000-6000L。

5. 公司管理团队经验丰富，战略布局具有前瞻性

5.1 公司管理团队经验丰富，医药背景与管理实力丰厚

公司管理团队享有专业化医药教育背景，深耕医药行业多年。黄纯莹女士，公司执行董事兼董事会副主席，负责监督公司整体策略方针及公司内外部运营管理，涉及人力资源、业务发展、内部协调与监管及业务合作沟通，深耕行业 30 余年，在肿瘤产品开发、临床研究、营销等方面均具有丰富经验，1982 年取得台湾台北医学院药学学士学位，并于 1983 年获得台湾药剂师许可。刘军博士，公司执行董事、首席执行官及首席科学官，负责公司生物药新药开发与质量控制，拥有生物制剂研发经验 10 年，1991 年获中国科技大学化学学士学位，2002 年获美国加利福尼亚大学戴维斯分校生物分析化学博士学位。

公司设立股权激励计划，用以吸引和挽留人才，并于 2020 年 5 月 27 日计划对 84 位补偿性承受人做出 31,413,796 股奖励股份的补偿性售出，占计划采纳当日股权的 5.51%。公司在专注肿瘤领域医药开发的同时，建立高效、先进的技术平台，满足公司研发、商业化的同时助推多元化发展，公司借助三大平台，开展 CDMO 及 CMO 服务，在企业研发阶段创造营收，也为公司同优质医药企业合作创造机会。

5.2 公司战略明确且坚定，享有优质技术与生产能力

公司战略长期聚焦创新药，立志于抗肿瘤药物领域，深耕行业，攻克 ADC 研发，拥有相应偶联技术与人员；深入结合集采政策背景，制定前期销售权售出策略，更好服务于创新药研制。同时，公司紧抓住市场机遇发展 CDMO 业务，立志于优质合作伙伴形成长期合作关系。

公司率先进行商业化布局，采用创新研发与生产建设并进方式，搭建高效、专业化生产基地，稳扎稳打坚定不移。从生产能力角度来看，公司享有高效、专业化的生产设备。公司在苏州工业园拥有两处厂房，占地面积 50000 平方米。一号厂房 2012 年竣工，配备了 500 升单抗生物反应器、ADC 药物 OEL-5 隔离器及 BSL-2 认证病毒车间、符合 GMP 标准的口服制剂及注射剂小分子药物创新给药技术平台车间的生物中试厂房；二号厂房屋于 2018 年竣工，为 13000 平方米的单抗生产基地，已建成两条 2000L 的一次性生产线，可容纳 16000 升产能。公司已具备 ADC 产品中试和商业化生产能力，2020 年上半年完成 ADC 原液生产车间的基础建设，2020 年 9 月已完成并投入使用。同时，公司还研发出提升生产效率的技术与诀窍，如采用一次性生物反应器系统，节省投资，又可缩短生产时间、减低污染风险；研发出灌注—批式混合技术（PB-Hybrid Technology），用于商业生产时进行细胞扩增。此外，公司生产车间均

符合 GMP 标准，将进一步加速公司产品商业化生产监管审批。

6. 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测

预计公司 2020-2022 年收入分别为 49.4、198.41、514.17 百万元，分别同比增长 9%、301.6%、159.1%；我们预测公司 2020-2022 年归属股东净利润为人民币 -260.82/-180.96/84.37 百万元，同比增长 12.9%/31%/147%。

6.2 行业估值及目标价

公司深耕肿瘤领域，在研产品线丰富，涉及单抗、ADC、化学药多种类产品，多款产品拥有优质赛道，未来市场空间大；拥有先进研发与技术平台，开展多元化业务，率先布局商业化。基于深厚的研发及生产能力的积累，公司的 CDMO 业务有望快速增长，另一方面，对于可能将在 2021 年下半年实行的生物类似药集采，我们认为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。因为流动性不足，公司目前的估值在生物药行业属于严重低估，长期看，随着公司的产品不断上市销售及 CDMO 业务的快速开展，业绩和流动性情况都会改善。我们预计公司 2021-2022 年收入分别是 1.98 亿元、5.14 亿元，EPS 分别为人民币-0.32、0.15 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 70% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：行业可比公司估值（截至 2020 年 12 月 29 日）

代码	证券简称	市值(十亿)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值/收入(倍)	企业价值/EBITDA(倍)
			TTM	20E	21E			
1875.HK	东曜药业-B	2.26	--	-8.45	-12.97	3.28	66.87	-8.76
	港股平均	73.57	29.85	25.64	21.21	8.272	56.68	25.89
3692.HK	翰森制药	184.87	80.58	66.57	52.94	11.37	22.91	61.69
1177.HK	中国生物制药	121.8	55.08	43.57	36.06	4	5.88	21.35
1801.HK	信达生物	88.92	--	-78.27	-76.82	15.02	48.97	-51.85
1093.HK	石药集团	79.14	18.63	17.56	14.92	4.29	--	--
2196.HK	复星医药	78.75	21.94	23.24	19	2.48	4.94	36.41
9688.HK	再鼎医药-SB	74.68	--	-42.94	-73.68	24.52	366.68	-53.61
1877.HK	君实生物	38.52	--	-87.13	-192.62	17.38	55.99	-81.88
0874.HK	白云山	25.2	9.76	7.63	6.85	1.01	0.86	11.77
1513.HK	丽珠医药	23	14.21	13.98	12.38	2.06	3.51	17.9
3320.HK	华润医药	20.84	8.73	6.93	6.32	0.59	0.38	6.22

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

风险提示

- 1) 新产品上市进度低于预期；
- 2) 药品降价幅度超预期；
- 3) 在研产品研发进度低于预期。

财务报表摘要

损益表							财务分析						
百万元，财务年度截至12月31日							百万元，财务年度截至12月31日						
	2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E		2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	51.6	39.2	45.3	49.4	198.4	514.2	盈利能力						
销售成本	4.2	6.0	11.3	8.8	37.3	55.5	毛利率 (%)	91.8%	84.8%	75.0%	82.1%	81.2%	89.2%
毛利	47.4	33.2	34.0	40.6	161.1	458.6	EBITDA 利率 (%)	-179.2%	-564.8%	-534.7%	-435.0%	-76.4%	23.1%
其他收入	6.0	11.8	14.1	10.0	0.0	11.0	净利率 (%)	-288.1%	-684.0%	-660.6%	-528.0%	-92.8%	16.4%
分销开支	(28.9)	(38.9)	(31.5)	(17.7)	(33.7)	(59.1)	ROE	-192.3%	145.4%	-34.9%	-34.1%	-27.3%	10.0%
行政费用	(24.5)	(54.6)	(95.1)	(99.8)	(104.8)	(110.1)	ROA	-40.8%	-39.6%	-29.4%	-31.2%	-21.2%	7.4%
经营盈利	(106.0)	(237.2)	(269.6)	(242.8)	(180.0)	89.8	营运表现						
财务开支	0.5	(0.7)	(2.3)	(2.7)	(3.2)	(3.4)	SG&A/收入 (%)	47.5%	139.3%	209.9%	202.1%	52.8%	21.4%
应占联营公司利润							实际税率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
研发及其他	(105.9)	(188.7)	(191.1)	(175.8)	(202.5)	(210.6)	股息支付率 (%含优)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
税前盈利	(148.7)	(268.3)	(299.3)	(260.8)	(184.2)	84.4	库存周转天数	#REF!	(124.8)	(296.0)	(645.0)	(322.9)	(419.8)
所得税	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	3.2	0.0	应收账款天数	87.5	190.2	204.1	173.5	147.5	125.4
其他全面收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0							
净利润	(148.7)	(268.3)	(299.3)	(260.8)	(184.2)	84.4	财务状况						
折旧及摊销	13.5	15.7	27.4	27.9	28.5	29.0	净负债资产 负债率	0.8	1.3	0.2	0.1	0.2	0.3
EBITDA	(92.5)	(221.5)	(242.3)	(214.9)	(151.5)	118.8	收入/总资产	0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	0.5
增长							总资产/股本	4.7	(3.7)	1.2	1.1	1.3	1.4
总收入 (%)	#REF!	-24.0%	15.5%	9.0%	301.6%	159.1%							
EBITDA (%)	#REF!	-139.6%	-9.4%	11.3%	29.5%	178.4%							
净利润 (%)	#REF!	-80.4%	-11.6%	12.9%	29.4%	145.8%							
资产负债表							现金流量表						
百万元，财务年度截至12月31日							百万元，财务年度截至12月31日						
	2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E		2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E
现金	24.6	256.8	539.2	139.1	68.1	200.5	净利润	(148.7)	(268.3)	(299.3)	(260.8)	(184.2)	84.4
其他短期投资	47.8	17.3	32.1	241.0	241.0	241.0	折旧与摊销	13.5	15.7	27.4	27.9	28.5	29.0
应收账款	12.4	20.4	25.3	23.5	80.2	176.6	营运资本变动	(24.7)	21.4	(32.5)	(10.0)	12.9	(16.6)
存货	1.0	3.1	15.3	16.0	50.0	77.7	其他非现金调整	42.5	54.4	53.1	30.0	3.6	0.4
其他流动资产	2.2	2.1	2.5	2.7	3.0	3.3	营运现金流	(117.4)	(176.8)	(251.3)	(212.9)	(139.2)	97.2
流动资产	88.0	299.7	614.4	422.3	442.2	699.1	资本开支	(134.7)	(78.2)	(37.3)	(38.1)	(38.8)	(39.6)
固定资产	201.9	294.4	300.2	309.2	318.5	328.1	其他投资活动	23.7	31.1	(13.8)	(93.0)	28.0	21.8
贷款	74.2	83.1	102.8	105.4	108.1	111.0	投资活动现金流	(111.0)	(47.1)	(51.1)	(131.1)	(10.9)	(17.8)
非流动资产	276.1	377.6	403.0	414.6	426.7	439.1	负债变化	235.2	67.1	57.9	(41.0)	90.0	66.4
总资产	364.1	677.2	1017.4	837.0	868.9	1138.1	股本变化	0.0	391.9	542.0	2.0	3.0	4.0
流动负债	21.8	75.1	146.8	64.0	65.3	66.6	股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	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)
短期银行贷款	3.0	0.5	60.0	0.0	0.0	0.0	融资活动现金流	235.2	457.6	583.0	(56.0)	75.8	53.0
其他短期负债	18.8	74.6	86.8	64.0	65.3	66.6	汇率变动影响	0.0	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0
非流动负债	265.0	786.6	12.3	9.0	129.0	229.0	现金变化	6.9	233.7	282.4	(400.0)	(74.3)	132.4
贷款	27.0	0.0	0.0	0.0	120.0	220.0	期初持有现金	20.0	26.9	260.6	543.0	143.0	68.7
其他负债	238.0	786.6	12.3	9.0	9.0	9.0	期末持有现金	26.9	260.6	543.0	143.0	68.7	201.1
总负债	286.7	861.7	159.1	73.0	194.3	295.6							
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0							
股东权益	77.3	(184.5)	858.3	764.0	674.6	842.6							

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>