

核心品种于 ASCO 报捷

华泰研究

2021年5月24日 | 中国香港

更新报告

医药健康/医药健康

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

64.58

研究员

SAC No. S0570516120002
SFC No. BFI915

代雯

daiwen@htsc.com
+86-21-28972078

研究员

SAC No. S0570520050001
SFC No. BPK414

袁中平

yuanzhongping@htsc.com

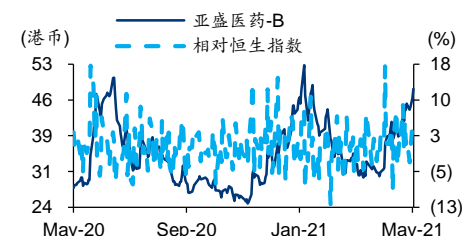
华泰证券 2021 年度中期投资峰会



基本数据

目标价(港币)	64.58
收盘价(港币 截至5月21日)	48.00
市值(港币百万)	11,880
6个月平均日成交额(港币百万)	87.58
52周价格范围(港币)	24.60-54.70
BVPS(港币)	4.56

股价走势图



资料来源: S&P

公司于 ASCO 发表核心产品数据; 维持“买入”

5月20日, 亚盛医药于 ASCO 2021 年年会公布 lisaftoclax (APG-2575) 和 alrizomadlin (APG-115) 的临床数据: 1) lisaftoclax 在 14 例复发/难治 CLL/SLL 患者中实现 85.7% 的 ORR, 未观察到 DLT, 无实验室或临床 TLS; 2) alrizomadlin 和帕博利珠单抗联用治疗 IO 耐药或不耐受的患者显示出良好的安全性和疗效。鉴于临床试验取得积极成果, 我们重申“买入”评级, 预计 2021-23 年 EPS 为 (3.48) / (3.49) / (2.04) 元, 基于 DCF 的目标价为 64.58 港币(前值: 62.80 港币), 主因 1) 将 alrizomadlin 黑色素瘤适应症的成功率从 15% 上调至 30%; 2) 人民币/美元汇率从 6.5 调整为 6.4。

Lisaftoclax 疗效数据喜人

截至 2021 年 1 月 7 日, 已有 35 名患有不同血液肿瘤的患者接受了 lisaftoclax 治疗。我们看好其初步数据, 认为其有望成为维奈克拉的强劲竞争者, 主因: 1) 最高剂量 (1200 毫克) 下亦未观察到 DLT, 且无实验室或临床 TLS 记录; 2) 14 名可评估复发/难治 CLL/SLL 患者中有 12 名达到部分缓解 (PR), ORR 为 85.7%, 应答所需时间的中位数为三个疗程; 3) ALC 在低至 20mg/日的剂量下即下降。

Alrizomadlin 获初步概念验证

截至 2020 年 12 月 25 日, 84 例患者(按实体瘤种类分为 6 组) 接受了 alrizomadlin/帕博利珠单抗联合治疗。初步结果显示, 其在 PD-1/PD-L1 抗体治疗失败的黑色素瘤组中的 ORR 为 17.4% (可评估患者为 4/23), DCR 为 60.9% (14/23); 在 IO 治疗失败的非小细胞肺癌 (NSCLC) 组和尿路上皮癌 (UC) 组中各观察到 1 例确定的 PR; 周围神经肿瘤 (MPNST) 组的三例患者中 1 例未证实的 PR。五例患者因出现治疗相关不良事件停药; 三例患者出现治疗相关的严重不良事件。鉴于 alrizomadlin 已获得概念验证, 我们认为该药后续有望持续探索在 IO 耐药患者中的潜力。

2H21 有望达成多个里程碑

基于公司 ASCO 年会展示的临床进展, 我们预计公司有望于 2H21 达成多个里程碑: 1) lisaftoclax 用于复发/难治 CLL/SLL 治疗的注册试验有望获批; 2) alrizomadlin 有望迎来进一步的数据披露。

风险提示: 1) 药品商业化存在不确定性; 2) 临床试验结果存在不确定性; 3) 临床试验和监管审查进度慢于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	14.51	12.45	71.55	393.80	1,144
+/-%	113.21	(14.21)	474.74	450.35	190.45
归属母公司净利润(人民币百万)	(1,481)	(677.61)	(879.45)	(882.54)	(516.59)
+/-%	(328.81)	54.24	(29.79)	(0.35)	41.47
EPS(人民币, 最新摊薄)	(12.69)	(3.14)	(3.48)	(3.49)	(2.04)
ROE (%)	(166.28)	(80.04)	(100.36)	(97.75)	(39.88)
PE (倍)	(3.14)	(12.70)	(11.45)	(11.41)	(19.50)
PB (倍)	5.22	10.16	11.49	11.16	7.78
EV EBITDA (倍)	(19.51)	(17.90)	(13.75)	(13.74)	(23.92)

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

财务数据、估值方法及风险提示

考虑到 lisaftoclax 和 alrizomadlin 研究的积极成果,我们将基于 DCF 法的目标价上调 2.8% 至 64.58 港币 (WACC: 11.6%); 重申“买入”。前目标价为 62.80 港币,也是基于 DCF 法和 11.6% 的 WACC。

估值方法: DCF

假设 WACC 为 11.6%, 我们基于 DCF 法得到公司的公允价值为人民币 136 亿元 (股本为 2.53 亿股), 自由现金流量现值为人民币 20 亿元 (不变), 研发管线基于 DCF 法的公允价值为人民币 151 亿元 (前值: 人民币 150 亿元), 现金/债务净额为人民币 4.15 亿元 (不变), 基于以下调整:

- 1) 鉴于 ASCO 年会上公布的积极成果, 将 alrizomadlin 对黑色素瘤适应症的成功率从 15% 上调至 30%;
- 2) 人民币/美元汇率从 6.5 调整为 6.4。

图表1: 亚省医药: 估值

	调整前		调整后	
	成功率 (%)	估值 (人民币百万元)	成功率 (%)	估值 (人民币百万元)
HQP-1351 (CML, 中国)	95	1,808	95	1,808
HQP-1351 (GIST, 中国)	50	73	50	73
HQP-1351 (CML, 美国)	70	3,461	70	3,400
APG-2575 (CLL/AML, 中国)	60	830	60	830
APG-2575 (CLL/AML, 美国)	60	6,914	60	6,794
APG-115 (黑色素瘤/ACC, 美国)	15	351	30	691
APG-115 (AML, 美国)	30	228	30	224
APG-1387 (CHB, 中国)	20	1,309	20	1,309
管线 DCF 估值		14,973		15,129
自由现金流现值 (2021E-2023E)		(1,979)		(1,992)
净现金		415		415
DCF 估值		13,409		13,552
每股价格 (港币)		62.80		64.58

资料来源: 华泰研究预测

图表2: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	评级	股价 (港币)	市值 (十亿港元)	EPS (元)		
					2021E	2022E	2023E
亚盛医药	6855 HK	买入	48.00	12.13	(3.48)	(3.49)	(2.04)
诺诚健华	9969 HK	无评级	21.95	32.92	(0.34)	(0.20)	0.25
康宁杰瑞制药	9966 HK	无评级	21.50	20.10	(0.61)	(0.70)	(0.54)
平均				26.51	(0.48)	(0.45)	(0.15)

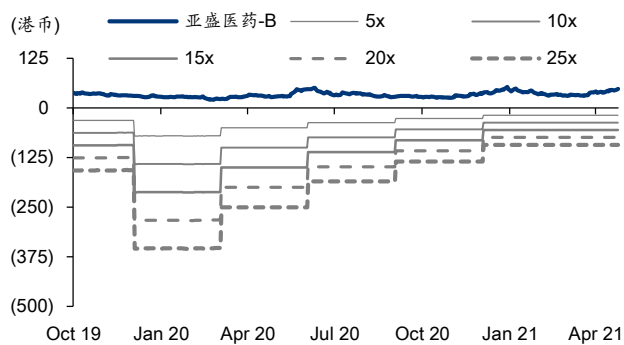
注: 数据基于 2021 年 5 月 21 日收盘价; 无评级股票的预测数据引自彭博一致预期

资料来源: 彭博一致预期, 华泰研究预测

风险提示

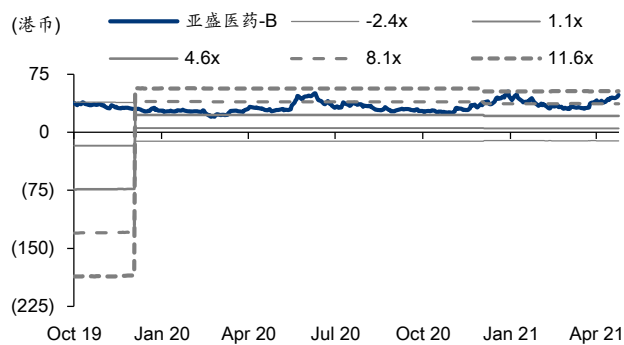
我们的目标价和估值面临的风险包括: 1) 药品商业化存在不确定性; 2) 临床试验结果存在不确定性; 3) 临床试验和监管审查进度慢于预期。

图表3: 亚盛医药-BPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表4: 亚盛医药-BPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表5: 词汇表

简称	全称	简称	全称	简称	全称
ALC	绝对淋巴细胞计数	DCR	疾病控制率	ORR	客观缓解率
ASCO	美国临床肿瘤学会	DLT	剂量限制性毒性	SLL	小淋巴细胞淋巴瘤
CLL	慢性淋巴细胞白血病	IO	肿瘤免疫	TLS	肿瘤溶解综合症

资料来源: 华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	14.51	12.45	71.55	393.80	1,144
销售成本	(2.10)	(1.97)	(14.31)	(70.88)	(194.45)
毛利润	12.42	10.48	57.24	322.92	949.36
销售及分销成本	0.00	(1.37)	(80.00)	(176.00)	(352.00)
管理费用	(161.64)	(128.97)	(154.76)	(182.62)	(211.84)
其他收入/支出	(414.77)	(519.31)	(654.74)	(804.74)	(854.74)
财务成本净额	(4.27)	(6.26)	(14.36)	(9.27)	(15.70)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(1,482)	(675.45)	(876.65)	(879.73)	(514.94)
税费开支	1.60	(2.16)	(2.80)	(2.81)	(1.65)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	(1,481)	(677.61)	(879.45)	(882.54)	(516.59)
折旧和摊销	17.49	17.90	19.25	20.71	22.28
EBITDA	(546.50)	(621.27)	(813.00)	(819.73)	(446.93)
EPS (人民币, 基本)	(12.69)	(3.14)	(3.48)	(3.49)	(2.04)

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	0.00	0.00	39.21	161.84	313.37
现金及现金等价物	882.46	1,024	651.69	557.15	1,061
其他流动资产	26.65	54.64	60.11	66.12	72.73
总流动资产	909.11	1,079	751.00	785.11	1,447
固定资产	93.79	434.41	510.69	594.48	686.65
无形资产	72.19	66.41	64.90	60.85	56.50
其他长期资产	129.97	151.19	151.19	151.19	151.19
总长期资产	295.95	651.99	726.77	806.51	894.33
总资产	1,205	1,731	1,478	1,592	2,342
应付账款	13.08	23.36	31.37	97.10	133.18
短期借款	92.19	50.56	57.24	78.76	400.33
其他负债	96.78	202.23	204.59	204.59	204.59
总流动负债	202.06	276.15	293.20	380.45	738.10
长期债务	9.21	479.13	179.13	179.13	179.13
其他长期债务	103.30	129.14	129.14	129.14	129.14
总长期负债	112.51	608.27	308.27	308.27	308.27
股本	0.14	0.15	0.15	0.15	0.15
储备/其他项目	890.33	846.47	876.16	902.75	1,295
股东权益	890.48	846.62	876.31	902.90	1,295
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	890.48	846.62	876.31	902.90	1,295

估值指标

会计年度 (倍)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	(3.14)	(12.70)	(11.45)	(11.41)	(19.50)
PB	5.22	10.16	11.49	11.16	7.78
EV EBITDA	(19.51)	(17.90)	(13.75)	(13.74)	(23.92)
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自有现金流收益率 (%)	(5.38)	(9.34)	(9.81)	(10.18)	(7.21)

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EBITDA	(546.50)	(621.27)	(813.00)	(819.73)	(446.93)
融资成本	(4.27)	(6.26)	(14.36)	(9.27)	(15.70)
营运资本变动	34.27	74.11	(36.67)	(62.90)	(122.07)
税费	1.60	(2.16)	(2.80)	(2.81)	(1.65)
其他	54.61	(30.03)	(30.03)	(30.03)	(30.03)
经营活动现金流	(460.30)	(585.60)	(896.86)	(924.74)	(616.37)
CAPEX	(81.40)	(355.03)	(91.67)	(100.45)	(110.11)
其他投资活动	(119.90)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(201.30)	(355.03)	(91.67)	(100.45)	(110.11)
负债增加量	59.36	428.29	(293.32)	21.52	321.57
权益增加量	404.30	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(21.26)	509.71	764.57	764.57	764.57
融资活动现金流	442.40	938.00	471.25	786.08	1,086
现金变动	(219.20)	(2.63)	(517.28)	(239.10)	359.67
年初现金	957.09	882.46	1,024	651.69	557.15
汇率波动影响	144.57	144.57	144.57	144.57	144.57
年末现金	882.46	1,024	651.69	557.15	1,061

业绩指标

会计年度 (倍)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	113.21	(14.21)	474.74	450.35	190.45
毛利润	82.42	(15.57)	446.01	464.11	193.99
营业利润	(107.47)	(13.33)	(30.21)	(0.98)	44.17
净利润	(328.81)	54.24	(29.79)	(0.35)	41.47
EPS	(205.16)	75.26	(10.86)	(0.35)	41.47
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	85.56	84.21	80.00	82.00	83.00
EBITDA	(3,766)	(4,990)	(1,136)	(208.16)	(39.07)
净利润率	(10,203)	(5,443)	(1,229)	(224.11)	(45.16)
ROE	(166.28)	(80.04)	(100.36)	(97.75)	(39.88)
ROA	(46.80)	(36.92)	(56.32)	(52.80)	(20.04)
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(87.71)	(58.43)	(47.39)	(33.14)	(37.20)
流动比率	4.50	3.91	2.56	2.06	1.96
速动比率	4.50	3.91	2.56	2.06	1.96
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.01	0.01	0.05	0.25	0.49
应收账款周转天数	0.00	0.00	197.26	147.95	98.63
应付账款周转天数	1,560	3,337	688.35	326.23	213.18
存货周转天数	-	-	-	-	-
现金转换周期	-	-	-	-	-
每股指标 (人民币)					
EPS	(12.69)	(3.14)	(3.48)	(3.49)	(2.04)
每股净资产	7.63	3.92	3.47	3.57	5.12

资料来源:公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，代雯、袁中平，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
 - 在过去 12 个月内，华泰金融控股（香港）有限公司及/或其联营公司已经或者正在为以下公司及/或其联营公司提供投资银行服务，已经或正在收取其报酬，或有投行客户关系：亚盛医药-B（6855 HK）
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师代雯、袁中平本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 亚盛医药-B（6855 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 亚盛医药-B（6855 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司