

买入

产品力强大，全球创新取得突破性进展

亚盛医药-B (6855.HK)

2024-06-28 星期五

目标价:	34.15 港元
现价:	25.30 港元
预计升幅:	35%

重要数据

日期	2024-06-27
收盘价 (港元)	25.30
总股本 (亿股)	3.15
总市值 (亿港元)	80
净资产 (亿元)	0.60
总资产 (亿元)	25
52 周高低 (港元)	29.8/15.42
每股净资产 (元)	0.21

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

杨大俊及一致行动人(20.42%)

相关报告

深度报告: 亚盛医药-B-20210624

更新报告: 亚盛医药-B-20220620

更新报告: 亚盛医药-B-20230630

研究部

姓名: 林兴秋

SFC: BLM040

电话: 0755-21519193

Email: linxq@gyzq.com.hk

全球创新取得突破性进展:

公司于6月20日以每股认购股份24.1港元的股份购买价向武田成功配发总共2430.73万股认购股份,已经收到7500万美元款项,公司之前与武田签署了一项独家选择权协议,就奥雷巴替尼(耐立克®)达成独家许可协议。武田将获得开发及商业化奥雷巴替尼的除大中华区等以外的全球权利许可。公司在协议签署后将收到1亿美元的首付款,并有资格获得最高约12亿美元的选择权行使费和额外的潜在里程碑付款,以及基于年度销售额的双位数比例提成。公司新增资金达到1.75亿美元,为创新药全球研发提供充足的资金。公司还计划于美股上市,有利于拓展全球创新药业务。

奥雷巴替尼产品力强大,临床数据优异:

奥雷巴替尼(耐立克®)于2021年11月在中国获批上市,23年实现销售1.94亿元。产品力强大,对包括泊那替尼和阿思尼布耐药的CML患者有效,对于CML-CP患者:31/51(60.8%)患者获得完全细胞遗传学反应(CCyR),25/59(42.4%)患者获得主要分子学反应(MMR)。且反应率与是否伴有T315I突变无差异;既往ponatinib治疗失败的患者中,共15/26(57.7%)获得CCyR。目前获得FDA许可开展针对CML患者的全球注册三期临床试验,预计26年完成临床试验并NDA,预计27年上市,海外峰值有望超过10亿美元,达成和武田的合作,借助武田的团队和资源,大力推进全球创新。

研发管线推进顺利:

1) 新型口服Bcl-2选择性抑制剂APG-2575研发进展:在中国进行的注册性试验进展顺利,有望于2024年底NDA;预计25年在中国上市。APG-2575获美国FDA批准进行全球性的注册三期临床试验,针对CLL/SLL患者,2575海外市场空间大,也具备海外授权潜力。2) 口服有效、高选择性靶向MDM2-p53 PPI的小分子抑制剂APG-115获得FDA授予的快速通道资格,该产品用于针对免疫治疗后复发难治、不可切除/转移性黑色素瘤,目前公司在中国和美国正进行单药或者与2575合用的临床试验。

再次覆盖给予买入评级,目标价34.15港元

此次和武田的深度合作,新增资金足够持续研发,借助武田的团队和资源,大力推进全球创新,公司专注于细胞凋亡领域,随着核心产品如奥雷巴替尼和2575在中美的研发持续推进并商业化,公司业绩将快速增长。预计公司2024-2026年收入分别是人民币10.3亿元、5.3亿元、9.1亿元,净利润分别为-2.32亿元、-7.26亿元、-5.14亿元,根据DCF模型,给予公司目标价34.15港元,较现价有35%的上涨空间,给予“买入”评级。

人民币百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	27.9	209.7	220.00	1030.00	530.00	910.00
同比增长(%)	124.18%	651.3%	4.91%	368.18%	-48.54%	71.70%
净利润	-782.42	-882.8	-925.71	-232.41	-725.91	-514.03
同比增长(%)	15.47%	-12.8%	-4.87%	74.89%	-212.3%	29.19%
每股盈利(元)	-2.48	-2.80	-2.94	-0.74	-2.30	-1.62
PE@25.30HKD	-9.46	-8.39	-8.00	-31.85	-10.23	-14.49

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

報告正文

全球創新取得突破性進展：

公司于6月20日以每股認購股份24.1港元的股份購買價向武田成功配發總共2430.73萬股認購股份，已經收到7500萬美元款項，公司之前與武田簽署了一項獨家選擇權協議，就公司的具有best-in-class潛力的第三代BCR-ABL酪氨酸激酶抑制劑耐立克®達成獨家許可協議。一旦選擇權被行使，武田將獲得開發及商業化奧雷巴替尼的全球權利許可，惟中國大陸、中國香港特別行政區、中國澳門特別行政區、中國台灣等地區除外。亞盛醫藥在協議簽署後將收到1億美元的選擇權付款，並有資格獲得最高約12億美元的選擇權行使費和額外的潛在里程碑付款，以及基於年度銷售額提成的雙位數比例特許權使用費。公司新增資金達到1.75億美元，為創新藥全球研發提供充足的資金。公司還計劃於美股上市，有利於拓展全球創新藥業務。

奧雷巴替尼產品力強大，臨床數據優異：

2021年11月，奧雷巴替尼（HQP1315）於中國獲批上市，目前獲批的適應範圍是針對採用經充分驗證的檢測方法診斷為伴有T315I突變的慢性髓細胞白血病慢性期或加速期成年患者。療效數據優秀，CML-CP患者：31/51（60.8%）患者獲得完全細胞遺傳學反應（CCyR），25/59（42.4%）患者獲得主要分子學反應（MMR）。且反應率與是否伴有T315I突變無差異；既往ponatinib治療失敗的患者中，共15/26（57.7%）獲得CCyR（包括既往Ponatinib耐藥患者10/19[52.6%]例和不耐受患者3/4[75.0%]例）；共11/30（36.7%）獲得MMR（包括既往Ponatinib耐藥9/21[42.9%]和不耐受1/6[16.7%]）；既往Asciminib治療耐藥的患者中，4/8（50.0%）獲得CCyR，4/12（33.3%）獲得MMR。而對於進展期Ph+白血病患者：3/14（21.4%）患者獲得CCyR，3/17（17.6%）患者獲得MMR。安全性數據方面：72例（90.0%）患者在奧雷巴替尼治療中經歷了不良事件（TEAEs），其中大部分為輕度或中度；較常見的≥3級TEAEs為血小板減少（17.5%）、中性粒細胞減少（12.5%）和血肌酸磷酸激酶升高（12.5%）；發生在≥3例（3.8%）患者中的嚴重不良事件包括房顫、COVID-19感染、發熱性中性粒細胞減少和腸梗阻；無治療相關不良事件（TRAE）導致患者死亡。

研發管線推進順利：

1) 新型口服Bcl-2選擇性抑制劑APG-2575研發進展：在中國進行的註冊性試驗進展順利，有望於2024年底NDA；預計25年在中國上市。APG-2575獲美國FDA批准進行全球性的註冊三期臨床試驗，針對CLL/SLL患者，2575海外市場空間大，也具備海外授權潛力。2) 口服有效、高選擇性靶向MDM2-p53 PPI的小分子抑制劑APG-115獲得FDA授予的快速通道資格，該產品用於針對免疫治療後復發難治、不可切除/轉移性黑色素瘤，目前公司在中國和美

国正进行单药或者与 2575 合用的临床试验。3) 创新型小分子药物 APG-1252 目前已获得 FDA 授予的孤儿药资格认定, 用于治疗 SCLC, 目前在美国/澳洲进行联合紫杉醇针对 SCLC 的 II 期试验, 已经有 205 名患者进行了单药或联合用药治疗。

图 1: 公司研发管线布局与进展情况

候选产品	机制	适应症	临床前	I期	II期	注册临床试验	已上市	临床试验地区	权益地区
耐立克® 奥雷巴替尼	BCR-ABL/KIT	耐药性慢性粒细胞白血病(中国) 耐药性慢性粒细胞白血病(全球-FDA) 初治费城染色体阳性急性淋巴细胞白血病 胃肠道间质瘤 既往接受过TKI抑制治疗的慢性粒细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤(全球-FDA)				(cleared by US FDA)			
Lisafitoclax (APG-2575)	Bcl-2 选择性	复发/难治慢性粒细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤(中国) 初治慢性粒细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤(全球) 急性髓性白血病 华氏巨球蛋白血症 骨髓增生异常综合征 多发性骨髓瘤 T-幼淋巴细胞白血病 套细胞淋巴瘤 ER+/HER2-乳腺癌及实体瘤				(cleared by US FDA)			
Alrizomadlin (APG-115)	MDM2-p53	黑色素瘤及其他实体瘤(II期联用) 腺样囊性肿瘤 急性髓性白血病, 骨髓增生异常综合征							
APG-1387	IAP/XIAP	实体瘤(II期联用) 胰腺导管腺癌(与化疗联用) 乙型肝炎							
Pelcitoclax (APG-1252)	Bcl-2/Bcl-xL	非小细胞肺癌 + TKI疗法 小细胞肺癌(与化疗联用) 神经内分泌瘤 非霍奇金淋巴瘤							
APG-2449	FAK/ALK/ROS1	非小细胞肺癌 / 实体瘤							
APG-5918	EED 选择性	肿瘤/血红蛋白病							
APG-265	PROTACs MDM2	肿瘤							
UBX1967/1325	Bcl 相关	糖尿病黄斑水肿							

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

再次覆盖给予买入评级, 目标价 34.15 港元:

此次和武田的深度合作, 新增资金足够维持公司持续研发, 借助武田的团队和资金, 大力推进全球创新, 公司专注于细胞凋亡领域, 随着核心产品如奥雷巴替尼和 2575 在中美的研发持续推进并商业化, 公司业绩将快速增长。预计公司 2024-2026 年收入分别是人民币 10.3 亿元、5.3 亿元、9.1 亿元, 净利润分别为-2.32 亿元、-7.26 亿元、-5.14 亿元, 根据 DCF 模型, 给予公司目标价 34.15 港元, 较现价有 35% 的上涨空间, 给予“买入”评级。

风险提示:

医保控费超预期;

新产品上市进度、研发进度低于预期;

新产品销售量低于预期。

财务报表摘要:
损益表

百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	27.91	209.70	220.00	1030.00	530.00	910.00
销售成本	-3.33	-22.00	-28.56	-173.04	-89.04	-152.88
毛利	24.58	187.71	191.44	856.96	440.96	757.12
其他收入	168.06	0.00	59.30	0.00	0.00	0.00
分销开支	-47.55	-157.40	-195.39	-216.30	-291.50	-409.50
行政费用	-143.51	-170.59	-181.08	-190.13	-199.64	-209.62
经营盈利	-832.04	-796.76	-932.86	-235.41	-732.91	-522.03
研发及其他	-766.49	-743.10	-707.00	-791.84	-847.27	-923.52
税前盈利	-832.25	-887.00	-932.86	-235.41	-731.91	-520.03
所得税	49.83	4.25	7.15	3.00	6.00	6.00
少数股东应占利润	3.00	4.00	5.00	6.00	6.00	6.00
其他全面收入	3.00	4.00	5.00	6.00	6.00	6.00
净利润	-782.42	-882.75	-925.71	-232.41	-725.91	-514.03
折旧及摊销	28.33	62.92	93.20	95.06	96.97	98.90
EBITDA	-803.71	-733.84	-839.66	-140.35	-635.94	-423.13
增长						
总收入 (%)	1.24	6.51	0.05	3.68	-0.49	0.72
EBITDA (%)	-0.24	0.09	-0.14	0.83	-3.53	0.33
净利润 (%)	-0.15	-0.13	-0.05	0.75	-2.12	0.29

资产负债表

百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	1706.89	1345.64	1038.05	1381.51	808.69	570.71
其他短期投资	0.00	130.00	31.25	35.00	39.20	43.90
应收账款	137.53	134.80	234.18	116.00	168.00	256.80
存货	3.93	9.45	16.17	16.98	17.83	18.72
其他流动资产	36.94	16.60	24.54	26.99	29.69	32.66
流动资产	1885.29	1636.49	1344.19	1576.48	1063.41	922.79
固定资产	797.03	602.09	905.82	932.99	960.98	989.81
贷款	11.65	28.73	1.95	2.07	2.19	2.32
非流动资产	1054.79	1193.78	1156.22	1191.73	1250.66	1316.13
总资产	2940.08	2830.27	2500.41	2768.21	2314.08	2238.92
流动负债	361.11	881.15	934.17	984.80	1030.57	1078.80
应付账款	70.86	95.56	72.45	73.17	73.91	74.65
短期银行贷款	49.45	518.38	616.40	653.38	692.59	734.14
其他短期负债	215.26	257.21	236.94	241.68	246.51	251.44
非流动负债	1344.22	1540.45	1495.59	952.35	943.92	954.26
款	1034.84	1274.34	1179.19	943.35	933.92	943.26
其他负债	309.38	266.11	316.40	9.00	10.00	11.00
总负债	1705.33	2421.60	2429.76	1937.16	1974.49	2033.06
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
股东权益	1234.75	408.66	70.65	831.05	339.58	205.87

财务分析

百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力						
毛利率 (%)	0.88	0.90	0.87	0.83	0.83	0.83
EBITDA 利率 (%)	-28.80	-3.50	-3.82	-0.14	-1.20	-0.46
净利率 (%)	-28.03	-4.21	-4.21	-0.23	-1.37	-0.56
ROE	-0.63	-2.16	-13.10	-0.28	-2.14	-2.50
ROA	-0.27	-0.31	-0.37	-0.08	-0.31	-0.23
营运表现						
SG&A/收入 (%)	5.14	0.81	0.82	0.18	0.38	0.23
实际税率 (%)	0.06	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
股息支付率(%含优先)	0.00	-0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
库存周转天数	3.00	4.00	5.00	6.00	6.00	6.00
应付账款天数	3.00	4.00	5.00	6.00	6.00	6.00
应收账款天数	1798.58	234.63	388.53	41.11	115.70	103.00
财务状况						
净资产负债率	0.58	0.86	0.97	0.70	0.85	0.91
收入/总资产	0.01	0.07	0.09	0.37	0.23	0.41
总资产/股本	2.38	6.93	35.39	3.33	6.81	10.88

现金流量表

百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-782.42	-882.75	-925.71	-232.41	-725.91	-514.03
折旧与摊销	28.33	62.92	93.20	95.06	96.97	98.90
营运资本变动	189.65	104.41	-9.15	-9.33	-9.52	-9.71
其他非现金调整	-40.23	61.68	115.51	13.86	1.66	0.20
营运现金流	-604.67	-653.74	-726.08	-132.82	-636.80	-424.64
资本开支	436.63	236.96	56.84	57.98	59.14	60.32
其他投资活动	-20.00	-20.00	-20.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-466.52	-384.61	21.92	48.67	56.05	64.08
负债变化	539.50	695.88	-13.36	10.49	91.65	207.12
股本变化	1154.85	23.09	464.17	500.00	0.00	0.00
股息	0.00	-49.85	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动	87.05	0.00	-82.06	-82.88	-83.71	-84.55
融资活动现金流	1781.40	619.27	368.75	427.61	7.94	122.57
汇率变动影响	-23.28	58.00	27.81	0.00	0.00	0.00
现金变化	686.91	-361.25	-307.59	343.46	-572.81	-237.99
期初持有现金	1019.98	1706.89	1345.64	1038.05	1381.51	808.69
期末持有现金	1706.89	1345.64	1038.05	1381.51	808.69	570.71

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>