

香港股市 | 医药

信达生物 (1801 HK)

达伯舒+达葆同肝癌疗效良好，看好中期前景

新联合疗法有望为肝癌患者治疗提供新的选择

信达生物日前在第六届欧洲肿瘤内科学会亚洲年会 (ESMO Asia Congress 2020) 发布达伯舒 (信迪利单抗, PD-1 抑制剂) 联合达葆同 (贝伐珠单抗类似药) 治疗由乙肝病毒相关晚期肝癌的临床试验达到主要终点。公司对 571 名受试者的临床试验表明, 达伯舒联合达葆同的治疗方法与索拉非尼单药治疗相比, 能显著延长晚期肝细胞癌患者的总生存期 (OS) 与无进展生存期 (PFS)。索拉非尼是目前国内治疗这类疾病的标准临床一线用药, 但是本次临床试验的结果表明, 接受达伯舒联合达葆同治疗的患者的 PFS 中位数为 4.6 个月, 显著长于用索拉非尼单药治疗的 2.8 个月, 而且联合治疗患者组的死亡风险下降 43.1%, 因此联合治疗方案安全性较高。达伯舒与达葆同的联合治疗成为全球首个达到主要研究终点的 PD-1 抑制剂联合治疗用于乙肝病毒相关晚期肝癌的一线治疗随机、开发、多中心 III 期临床研究, 这项研究的成功将为无法切除或者转移性肝癌患者的治疗提供新的选择, 公司将尽快向国家药监局提交这种新疗法的上市申请。

根据国家癌症中心 2019 年统计数据, 肝癌的发病率在恶性肿瘤中排名第四位, 而死亡率则排名第二。肝癌中约 85% 是肝细胞癌, 而根据 IQVIA 统计, 在中国, 乙肝病毒是引发肝细胞癌的高风险因素, 中国肝细胞癌患者中 80% 以上由乙肝病毒引发, 因此公司这项发现如成功获批将增加达伯舒与达葆同的销售量。

短期医药板块受政策压制, 公司产品需求前景良好

由于目前新版国家医保目录处于价格谈判期, 港股医药行业股价表现近期将仍受降价忧虑影响。对于 PD-1 而言, 近期市场担忧恒瑞医药 (600276 CH)、君实生物 (1877 HK)、百济神州 (6160 HK) 产品的入选将加大 PD-1 市场价格竞争。我们认为 PD-1 市场的竞争是必然趋势, 但信达生物的达伯舒已于 2019 年入选, 本次谈判不会降价, 而且公司产品作为国内首个入选医保目录的产品, 拥有显著的先发优势, 已经在医疗机构建立起较高的市场认可度。PD-1 抑制剂的疗效与安全性好于单独使用化疗, 这在美国等地已被广泛证明。中国的 PD-1 抑制剂市场刚起步, 渗透率显著低于美国, 市场需求空间很大。达伯舒已经提交非小细胞肺癌适应症上市申请, 肝癌药品也准备提交, 在适应症拓展方面处于同业较领先的位置, 新适应症获批将有利于销售推广。除达伯舒以外, 2021 年起达葆同、苏立信、达伯华均将进入放量期, 销售收入将快速增长。

重申“买入”评级, 目标价 69.4 港元

我们预计医保谈判对信达生物的影响不大, 看好公司中期前景, 维持“买入”评级与 69.4 港元目标价。

风险提示: (一) 新冠疫情反复导致公司生产受影响; (二) 新冠疫情反复导致公司客户经营受影响被迫减少研发支出; (三) 项目进展中出现断问题可能导致中断

主要财务数据 (百万 人民币) (估值更新至 2020 年 11 月 26 日)

年结: 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	9	1,048	2,461	3,498	4,896
增长率	(4,887.8)	1,095,334.0	13,496.5	4,211.0	3,996.4
股东净利润	(5,771)	(1,720)	(1,671)	(1,039)	(470)
增长率	926.4	(70.2)	(2.8)	(37.8)	(54.7)
每股基本盈利 (人民币)	(17.24)	(1.46)	(1.26)	(0.77)	(0.35)
市盈率	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
每股股息 (人民币)	0	0	0	0	0
股息率	0	0	0	0	0
每股净资产 (人民币)	3.64	3.77	5.65	4.88	4.53
市净率	12.1	11.7	7.8	9.0	9.7

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级: 买入

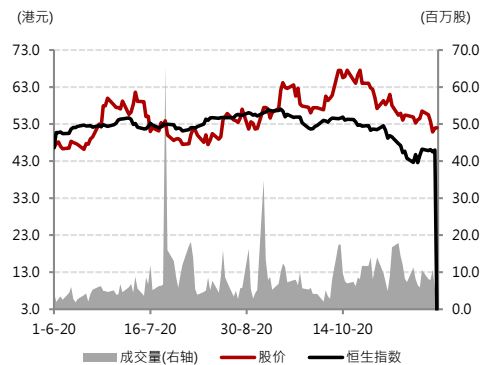
目标价: 69.4 港元

股票资料 (更新至 2020 年 11 月 26 日)

现价	51.95 港元
总市值	73,051.62 百万港元
流通股比例	52.78%
已发行总股本	1,400.80 百万
52 周价格区间	24.9-69.75 港元
3 个月日均成交额	517.68 百万
主要股东	俞德超 (占 7.58%)

来源: 彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源: 彭博、中泰国际研究部

相关报告

2020-11-12: 信达生物 (1801 HK): 肿瘤药与自身免疫双轮驱动, 持续快速增长可期

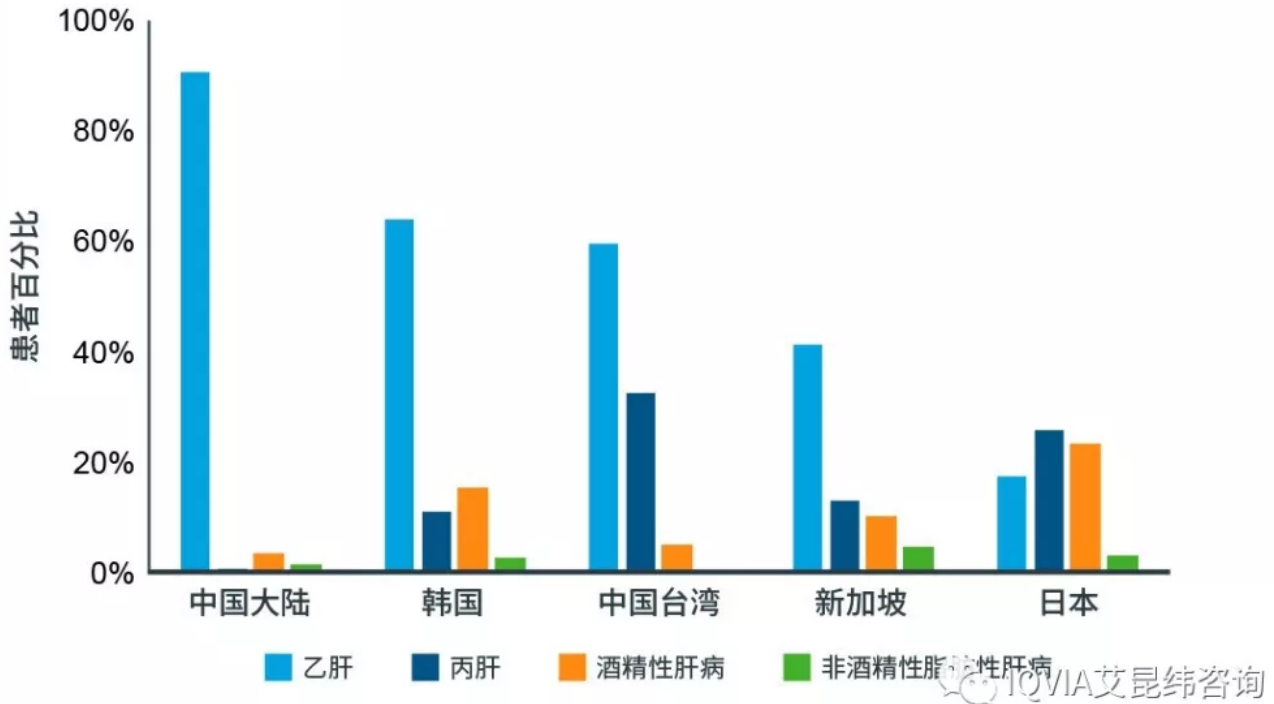
分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1：肝细胞癌风险因素



来源: IQVIA, 中泰国际研究部

图表 2 : DCF 模型 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	(1,678)	(995)	(315)	509	1,246	2,199	3,025	4,086	5,228	6,240
加: 折旧及摊销	136	163	189	217	246	276	310	343	377	411
减: 税费	(4)	0	0	(56)	(166)	(330)	(454)	(613)	(784)	(936)
资本开支	(369)	(376)	(384)	(391)	(411)	(415)	(419)	(420)	(421)	(422)
营运资本变动	567	88	(444)	704	(869)	(1,117)	(1,288)	(1,472)	(1,704)	(1,901)
自由现金流	(2,482)	(1,296)	(65)	(425)	1,784	2,847	3,750	4,868	6,104	7,194
税后债务成本	3.8%									
无风险利率	3.3%									
风险溢价	8.0%									
贝塔系数	1.0									
权益成本	11.2%									
WACC	8.6%									
永续增长	6%									
终值	137,739									
终值的现值	64,793									
预期现金流总和	10,578									
企业价值	75,371									
净现金 (净负债)	3,596									
少数股东权益	0									
股权价值 (百万人民币)	78,967									
股权价值 (百万港币)	93,231									
每股内涵价值 (港币)	69.4									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 3 : 每股股权价格敏感性分析 (单位: 港币)

		永续增长率					
		5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%
WACC	7.8%	74.4	88.3	110.0	148.9	238.6	666.6
	8.2%	62.6	72.2	86.2	108.5	149.9	252.8
	8.6%	53.2	60.0	69.4	83.3	105.8	148.7
	9.0%	46.0	51.0	57.6	66.8	80.6	103.3
	9.5%	40.0	43.7	48.5	54.8	63.7	77.1

来源: 中泰国际研究部预测

图表 4: 财务摘要 (年结: 12月31日; 人民币百万元)

12月31日年结, 百万人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E	12月31日年结, 百万人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
损益表						现金流量表					
收入	9	1,048	2,461	3,498	4,896	税前利润	(5,873)	(1,720)	(1,668)	(1,039)	(470)
授权费收入	0	28	133	146	161	折旧及摊销	63	86	136	163	189
医药产品销售收入	0	1,016	2,328	3,352	4,735	营运资金变动	418	(141)	567	88	(444)
研发服务费收入	9	4	0	0	0	利息收入	4	(78)	(47)	(22)	89
销售成本	0	(125)	(453)	(589)	(772)	已付税款	0	0	0	0	0
毛利	9	923	2,008	2,909	4,124	其他	4,376	175	(55)	148	5
其他收入	94	144	40	113	14	经营业务现金净额	(1,012)	(1,678)	(1,068)	(663)	(632)
其他收益及亏损	(4,272)	15	98	0	0	购买厂房及设备	(313)	(366)	(369)	(376)	(384)
研发开支	(1,222)	(1,295)	(1,916)	(1,812)	(1,762)	其他	1,168	(2,203)	(937)	72	(29)
销售及推广开支	(136)	(1,192)	(1,037)	(1,329)	(1,784)	投资活动现金净额	855	(2,569)	(1,305)	(304)	(413)
行政开支	(220)	(255)	(438)	(525)	(587)	净新增借款	282	33	165	198	238
特许权使用款项及其他相关付款	0	0	(335)	(280)	(349)	发行股份	3,371	2,169	4,547	0	0
上市开支	(57)	0	0	0	0	股息分派	0	0	0	0	0
融资成本	(69)	(59)	(87)	(116)	(126)	其他	781	(93)	(179)	(155)	(179)
除税前亏损	(5,873)	(1,720)	(1,668)	(1,039)	(470)	融资活动现金净额	4,434	2,109	4,533	43	59
所得税	0	0	(4)	0	0	年初现金	184	4,525	2,426	4,586	3,662
年内溢利	(5,873)	(1,720)	(1,671)	(1,039)	(470)	现金增加净额	4,277	(2,124)	2,160	(924)	(985)
非控股权益	(101)	0	0	0	0	汇率变动之影响净额	64	25	0	0	0
股东净利润	(5,771)	(1,720)	(1,671)	(1,039)	(470)	年末现金	4,525	2,426	4,586	3,662	2,677
EBIT	(1,495)	(1,778)	(1,678)	(995)	(315)	重要指标					
EBITDA	(1,433)	(1,692)	(1,543)	(832)	(126)	增长率 (%)					
资产负债表						收入	(48.9)	10,953.3	135.0	42.1	40.0
存货	66	359	1,183	820	1,806	毛利	(48.9)	9,635.6	117.6	44.9	41.8
应收账款	0	248	9	484	650	股东净亏损	926.4	(70.2)	(2.8)	(37.8)	(54.7)
现金	4,525	2,426	4,586	3,662	2,677	盈利能力 (%)					
其他	95	2,423	3,432	3,530	3,647	毛利率	100.0	88.1	81.6	83.2	84.2
流动资产	4,686	5,455	9,210	8,495	8,780	净利润率	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损
物业、厂房及设备	1,078	1,345	1,332	1,550	1,745	EBIT 利润率	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损
无形资产及商誉	0	0	0	0	0	EBITDA 利润率	亏损	亏损	亏损	亏损	亏损
其他非流动资产	348	430	1,119	1,367	1,717	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
非流动资产	1,426	1,775	2,451	2,917	3,462	其他					
总资产	6,113	7,231	11,661	11,412	12,242	有效税率 (%)	0	0	0	0	0
贸易应付款项	43	84	377	222	564	ROAE (%)	(448.7)	(38.4)	(27.1)	(14.7)	(7.5)
短期借款	10	17	20	24	29	ROAA (%)	(134.7)	(25.8)	(17.7)	(9.0)	(4.0)
其他流动负债	618	942	1,832	2,241	2,682	存货周转率 (天)	不适用	621	621	621	621
流动负债	670	1,044	2,229	2,488	3,275	应收帐周转率 (天)	不适用	83	83	83	83
长期借款	782	808	970	1,164	1,396	应付帐周转率 (天)	532	186	186	186	186
其他非流动负债	466	623	874	1,213	1,493						
非流动负债	1,248	1,431	1,844	2,376	2,889						
总负债	1,918	2,474	4,073	4,864	6,164						
股东权益	4,194	4,756	7,587	6,548	6,078						
非控股权益	0	0	0	0	0						
总权益	4,194	4,756	7,587	6,548	6,078						
净现金/(负债)	(3,733)	(1,601)	(3,596)	(2,474)	(1,251)						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

信达生物 (1801 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2020-11-12	HK\$54.05	买入 (首次覆盖)	HK\$69.4
2	2020-11-27	HK\$51.95	买入	HK\$69.4

来源: 彭博, 中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话：(852) 3979 2886 传真：(852) 3979 2805