

诺诚健华 (9969 HK)

专注肿瘤和自免疫领域全球创新药的生物制药公司

- **高效运营的全面整合研发平台。**在世界级的管理层领导之下，公司构建整合了涵盖药物发现和开发的所有功能，包括靶点识别及验证、临床前评测、临床设计与执行、药物生产和质控以及商业化的全流程研发平台。在过去的两年里，诺诚健华启动了七项临床研究，其中包括两项注册性临床。
- **与世界级科学家的紧密合作。**诺诚健华的自有研发能力得到了公司联合创始人之一的全球著名结构生物学家兼公司科学顾问委员会主席施一公博士和公司科学委员之一的肿瘤基因组学专家张泽民博士的大力支持。诺诚健华分别与他们都签署了独家战略合作协议。
- **奥布替尼有潜力成为同类最佳的 BTK 抑制剂。**奥布替尼 (ICP-022) 是一款潜在的同类最佳、高选择性、不可逆的 BTK 抑制剂，目前在中美同时开展针对 B 细胞淋巴瘤和自免疫疾病的临床试验。中国药监局分别接受了奥布替尼治疗复发/难治-慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤 (r/r-CLL/SLL) 和复发/难治-套细胞淋巴瘤 (r/r-MCL) 的新药上市申请 (NDA) 并授予优先审评。我们预计针对以上两个适应症的申请将会在 2020 年下半年获得上市批准。
- **从 2021 年药物销售开始贡献收入。**我们预计目前临床进展最快的奥布替尼将在 2020 年下半年获批，并从 2021 年开始为公司贡献相应的药物销售收入。预测 2021-2023 年的风险调节后的营收分别为 1.06、2.74 和 5.53 亿元人民币。同时，我们也预计另外两款产品 ICP-192 和 ICP-105 将分别于 2023 年和 2024 年获批。考虑到公司拥有上述药物的全球权益，我们的预测也包含了从 2024 年开始美国相应的药物销售收入。在给予每个候选药物不同的成功概率 (PoS) 之后，我们预测 2020-2022 年公司仍将分别亏损 3.73、2.86、1.28 亿元人民币，并在 2023 年开始实现盈利。
- **首次覆盖，给予买入评级，目标价 16.21 港元。**公司临床进展最快的药物是奥布替尼，预计能在 2020 年下半年在中国获批上市。公司未来的现金流将依赖于是否能将各个管线的候选药物成功实现商业化。我们应用现金流折现模型 (DCF) 对公司进行估值是合适的。通过 11 年期的现金流折现模型 (WACC: 9.7%，终值增长率: 5.0%)，得到公司股权估值为每股 16.21 港元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入 (百万元人民币)	2	1	2	106	274
同比增长 (%)	N/A	(23)	60	5,220	157
净收入 (百万元人民币)	(550)	(2,141)	(373)	(286)	(128)
同比增长 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
权益收益率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
资产收益率 (%)	(25)	(82)	(8)	(6)	(3)
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率 (倍)	29	37	271	181	129

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$16.21
潜在升幅	+14.3%
当前股价	HK\$14.18

中国医药行业

胡学森, PhD

(852) 3900 0882
samhu@cmbi.com.hk

武煜, CFA

(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

葛晶晶

(852) 3761 8778
amyge@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	18,280
3 月平均流通量 (百万港元)	不适用
52 周内股价高/低 (港元)	15.40/9.31
总股本 (百万)	1,289

资料来源：彭博

股东结构

管理层	36.39%
IPO 前及基石投资者	43.95%
自由流通	19.67%

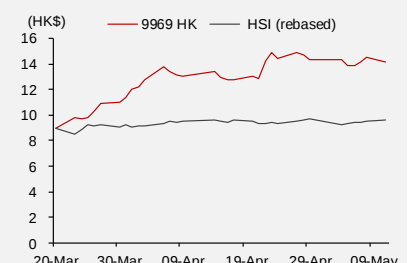
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	11.2%	11.5%
3-月	不适用	不适用
6-月	不适用	不适用

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永会计师事务所

公司网址：www.innocarepharma.com

财务分析

利润表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	2	1	2	106	274
奥布替尼-风险调节后	0	0	0	106	274
ICP-192-风险调节后	0	0	0	0	0
ICP-105-风险调节后	0	0	0	0	0
研发服务收入	2	2	2	0	0
销售成本	0	0	(0)	(19)	(44)
毛利	2	1	2	87	230
其他收入	31	104	186	206	130
销售费用	(1)	(3)	(80)	(120)	(137)
研发费用	(150)	(213)	(350)	(350)	(219)
管理费用	(18)	(64)	(80)	(60)	(82)
其他费用	(28)	(160)	(50)	(50)	(50)
运营利润(亏损)	(163)	(334)	(373)	(286)	(128)
可转可赎回先股公允价值变动	(388)	(1,814)	0	0	0
财务费用	(3)	(2)	0	0	0
税前利润(亏损)	(554)	(2,150)	(373)	(286)	(128)
所得税	0	0	0	0	0
非控制股东权益	4	9	0	0	0
净利润(亏损)	(550)	(2,141)	(373)	(286)	(128)

现金流量表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前利润	(554)	(2,150)	(373)	(286)	(128)
折旧和摊销	5	9	4	4	4
运营资金变动	47	21	(13)	(12)	(20)
其它	484	2,040	(36)	(56)	(50)
净利润所得税	0	0	0	0	0
经营活动所得现金流	(18)	(80)	(418)	(351)	(194)
利息收入	0	0	82	103	96
购买固定资产支出	(4)	(45)	(250)	(100)	(50)
购买其他无形资产支出	(16)	(0)	0	0	0
购买金融资产净支出	(160)	85	0	0	0
其它支出	(708)	8	4	4	4
投资活动所得现金净额	(888)	47	(164)	6	50
股份发行	1,165	422	2,563	0	0
净借贷	873	(50)	0	0	0
非控制权益所得	0	0	0	0	0
其它	63	(9)	0	0	0
融资活动所得现金净额	2,101	363	2,563	0	0
汇兑	13	18	0	0	0
现金增加净额	1,196	331	1,981	(344)	(143)
年初现金及现金等价物	37	1,245	2,292	4,273	3,929
年末现金及现金等价物	1,245	1,594	4,273	3,929	3,785

资产负债表

年结: 12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	138	207	453	549	595
固定资产	5	48	297	396	444
商誉	3	3	3	3	3
其他无形资产	37	37	37	36	36
使用权资产	13	86	84	82	80
合资及联营公司投资	1	1	1	1	1
其它非流动资产	78	31	31	31	31
流动资产	2,064	2,409	4,354	4,027	3,912
库存	0	0	0	4	8
应收账款	0	0	0	12	30
预付款及其他应收款项	18	37	0	3	7
现金及现金等价物	1,877	2,292	4,273	3,929	3,785
其它流动资产	169	80	80	80	80
流动负债	72	66	16	22	30
应付帐款	2	8	0	5	12
短期借贷	50	0	0	0	0
其他应付款项和应计款项	5	42	0	1	2
租赁负债	5	6	6	6	6
来自关联方的贷款	9	9	9	9	9
其他流动负债	0	1	1	1	1
非流动负债	2,967	5,498	5,548	5,598	5,648
可转可赎回先股	1,935	4,214	4,214	4,214	4,214
可转债	957	1,117	1,167	1,217	1,267
长期借贷	0	0	0	0	0
其它非流动负债	75	167	167	167	167
净资产总额	(838)	(2,948)	(757)	(1,044)	(1,172)
少数股东权益	66	57	57	57	57
股东权益	(904)	(3,005)	(814)	(1,101)	(1,229)

主要比率

年结: 12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合(%)					
奥布替尼-风险调节后	0	0	0	100	100
ICP-192-风险调节后	0	0	0	0	0
ICP-105-风险调节后	0	0	0	0	0
研发服务收入	100	100	100	0	0
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	100	100	80	82	84
EBITDA率	NA	NA	NA	NA	NA
税前利率	NA	NA	NA	NA	NA
净利润率	NA	NA	NA	NA	NA
有效税率	0	0	0	0	0
资产负债表比率					
流动比率(X)	29	37	271	181	129
平均应收款周转天数	NA	NA	40	40	40
平均应付款周转天数	NA	NA	100	100	100
净负债/股东权益比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	NA	NA	NA	NA	NA
资产回报率	-25	-82	-8	-6	-3

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入：股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有：股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司（“招银国际证券”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。