

諾誠健華 (9969 HK)

專注腫瘤和自免疫領域全球創新藥的生物製藥公司

- **高效運營的全面整合研發平台。**在世界級的管理層領導之下，公司構建整合了涵蓋藥物發現和開發的所有功能，包括靶點識別及驗證、臨床前評測、臨床設計與執行、藥物生產和質控以及商業化的全流程研發平台。在過去的兩年裏，諾誠健華啟動了七項臨床研究，其中包括兩項註冊性臨床。
- **與世界級科學家的緊密合作。**諾誠健華的自有研發能力得到了公司聯合創始人之一的全球著名結構生物學家兼公司科學顧問委員會主席施一公博士和公司科學委員之一的腫瘤基因學專家張澤民博士的大力支持。諾誠健華分別與他們都簽署了獨家戰略合作協議。
- **奧布替尼有潛力成為同類最佳的 BTK 抑制劑。**奧布替尼 (ICP-022) 是一款潛在的同類最佳、高選擇性、不可逆的 BTK 抑制劑，目前在中美同時開展針對 B 細胞淋巴瘤和自免疫疾病的臨床試驗。中國藥監局分別接受了奧布替尼治療復發/難治-慢性淋巴細胞白血病/小淋巴細胞淋巴瘤 (r/r-CLL/SLL) 和復發/難治-套細胞淋巴瘤 (r/r-MCL) 的新藥上市申請 (NDA) 並授予優先審評。我們預計針對以上兩個適應症的申請將會在 2020 年下半年獲得上市批准。
- **從 2021 年藥物銷售開始貢獻收入。**我們預計目前臨床進展最快的奧布替尼將在 2020 年下半年獲批，並從 2021 年開始為公司貢獻相應的藥物銷售收入。預測 2021-2023 年的風險調節後的營收分別為 1.06、2.74 和 5.53 億元人民幣。同時，我們也預計另外兩款產品 ICP-192 和 ICP-105 將分別於 2023 年和 2024 年獲批。考慮到公司擁有上述藥物的全球權益，我們的預測也包含了從 2024 年開始美國相應的藥物銷售收入。在給予每個候選藥物不同的成功概率 (PoS) 之後，我們預測 2020-2022 年公司仍將分別虧損 3.73、2.86、1.28 億元人民幣，並在 2023 年開始實現盈利。
- **首次覆蓋，給予買入評級，目標價 16.21 港元。**公司臨床進展最快的藥物是奧布替尼，預計能在 2020 年下半年在中國獲批上市。公司未來的現金流將依賴於是否能將各個管線的候選藥物成功實現商業化。我們應用現金流折現模型 (DCF) 對公司進行估值是合適的。通過 11 年期的現金流折現模型 (WACC: 9.7%，終值增長率: 5.0%)，得到公司股權估值為每股 16.21 港元。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬元人民幣)	2	1	2	106	274
同比增長 (%)	N/A	(23)	60	5,220	157
淨收入 (百萬元人民幣)	(550)	(2,141)	(373)	(286)	(128)
同比增長 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
權益收益率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
資產收益率 (%)	(25)	(82)	(8)	(6)	(3)
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
流動比率 (倍)	29	37	271	181	129

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入 (首次覆蓋)

目標價	HK\$16.21
潛在升幅	+14.3%
當前股價	HK\$14.18

中國醫藥行業

胡學森, 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

公司數據

市值(百萬港元)	18,280
3 月平均流通量 (百萬港元)	不適用
52 周內股價高/低 (港元)	15.40/9.31
總股本 (百萬)	1,289

資料來源：彭博

股東結構

管理層	36.39%
IPO 前及基石投資者	43.95%
自由流通	19.67%

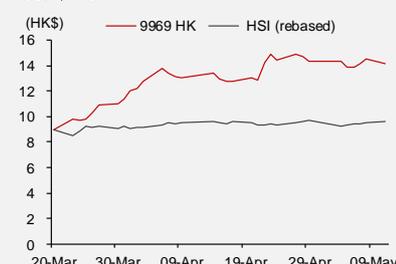
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	11.2%	11.5%
3-月	不適用	不適用
6-月	不適用	不適用

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永會計師事務所

公司網址：www.innocarepharma.com

財務分析

利潤表

年結：12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	2	1	2	106	274
奧布替尼-風險調節後	0	0	0	106	274
ICP-192-風險調節後	0	0	0	0	0
ICP-105-風險調節後	0	0	0	0	0
研發服務收入	2	2	2	0	0
銷售成本	0	0	(0)	(19)	(44)
毛利	2	1	2	87	230
其他收入	31	104	186	206	130
銷售費用	(1)	(3)	(80)	(120)	(137)
研發費用	(150)	(213)	(350)	(350)	(219)
管理費用	(18)	(64)	(80)	(60)	(82)
其他費用	(28)	(160)	(50)	(50)	(50)
運營利潤(虧損)	(163)	(334)	(373)	(286)	(128)
可轉可贖優先股公允價值變動	(388)	(1,814)	0	0	0
財務費用	(3)	(2)	0	0	0
稅前利潤(虧損)	(554)	(2,150)	(373)	(286)	(128)
所得稅	0	0	0	0	0
非控制股東權益	4	9	0	0	0
淨利潤(虧損)	(550)	(2,141)	(373)	(286)	(128)

現金流量表

年結：12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
稅前利潤	(554)	(2,150)	(373)	(286)	(128)
折舊和攤銷	5	9	4	4	4
運營資金變動	47	21	(13)	(12)	(20)
其它	484	2,040	(36)	(56)	(50)
淨利潤所得稅	0	0	0	0	0
經營活動所得現金流	(18)	(80)	(418)	(351)	(194)
利息收入	0	0	82	103	96
購買固定資產支出	(4)	(45)	(250)	(100)	(50)
購買其他無形資產支出	(16)	(0)	0	0	0
購買金融資產淨支出	(160)	85	0	0	0
其它支出	(708)	8	4	4	4
投資活動所得現金淨額	(888)	47	(164)	6	50
股份發行	1,165	422	2,563	0	0
淨借貸	873	(50)	0	0	0
非控股權益所得	0	0	0	0	0
其它	63	(9)	0	0	0
融資活動所得現金淨額	2,101	363	2,563	0	0
匯兌	13	18	0	0	0
現金增加淨額	1,196	331	1,981	(344)	(143)
年初現金及現金等價物	37	1,245	2,292	4,273	3,929
年末現金及現金等價物	1,245	1,594	4,273	3,929	3,785

資產負債表

年結：12月31日(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	138	207	453	549	595
固定資產	5	48	297	396	444
商譽	3	3	3	3	3
其他無形資產	37	37	37	36	36
使用權資產	13	86	84	82	80
合資及聯營公司投資	1	1	1	1	1
其它非流動資產	78	31	31	31	31
流動資產	2,064	2,409	4,354	4,027	3,912
庫存	0	0	0	4	8
應收賬款	0	0	0	12	30
預付款及其他應收款項	18	37	0	3	7
現金及現金等價物	1,877	2,292	4,273	3,929	3,785
其它流動資產	169	80	80	80	80
流動負債	72	66	16	22	30
應付帳款	2	8	0	5	12
短期借貸	50	0	0	0	0
其他應付款項和應計款項	5	42	0	1	2
租賃負債	5	6	6	6	6
來自關聯方的貸款	9	9	9	9	9
其他流動負債	0	1	1	1	1
非流動負債	2,967	5,498	5,548	5,598	5,648
可轉可贖優先股	1,935	4,214	4,214	4,214	4,214
可轉債	957	1,117	1,167	1,217	1,267
長期借貸	0	0	0	0	0
其它非流動負債	75	167	167	167	167
淨資產總額	(838)	(2,948)	(757)	(1,044)	(1,172)
少數股東權益	66	57	57	57	57
股東權益	(904)	(3,005)	(814)	(1,101)	(1,229)

主要比率

年結：12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合(%)					
奧布替尼-風險調節後	0	0	0	100	100
ICP-192-風險調節後	0	0	0	0	0
ICP-105-風險調節後	0	0	0	0	0
研發服務收入	100	100	100	0	0
合計	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
稅前利率	NA	NA	NA	NA	NA
淨利潤率	NA	NA	NA	NA	NA
有效稅率	0	0	0	0	0
資產負債表比率					
流動比率(X)	29	37	271	181	129
平均應收款周轉天數	NA	NA	40	40	40
平均應付款周轉天數	NA	NA	100	100	100
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	NA	NA	NA	NA	NA
資產回報率	-25	-82	-8	-6	-3

資料來源：公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構為制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。