

2023年2月23日(星期四)

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

诺诚健华 (9969 HK)

渤健归还奥布替尼全球权益

■ 渤健向诺诚健华归还了奥布替尼多发性硬化症的全球权益，该项决定可能也与渤健自身管线调整策略有关

■ 诺诚健华对23年二季度的数据揭盲保持信心；我们认为公司的TYK2管线有望成为下一个估值重估催化剂

■ 我们维持增持评级，鉴于奥布替尼研发合作变化，基于分类加总估值法的目标价下调至22港元

渤健归还奥布替尼全球权益

随着美国FDA在22年12月暂停了奥布替尼的部分二期临床试验后，渤健决定与诺诚健华终止就奥布替尼的引进和合作协议，合作终止后，诺诚健华重新取得了全部全球权益，且对已经确认收入的首付款无影响。除FDA对部分临床的暂停外，我们认为渤健的该项决定，也可能由于其23年业绩压力较大，需调整自身管线策略。尽管近期的合作发生变化，公司对奥布替尼的多发性硬化症仍保持信心，并预计将于23年二季度公布中期数据分析结果。如果在即将到来的二期临床中期分析中观察到阳性结果，我们认为这将一定程度上带动市场对奥布替尼多发性硬化适应症的情绪复苏，并有望为潜在的新BD合作夯实基础。尽管如此，我们认为渤健发起的合作终止可能带来对奥布替尼的多发性硬化症的未来注册性临床和海外市场商业化带来一定不确定性。我们因此降低了奥布替尼的多发性硬化症的成功率假设，以反映近期的合作变化。

TYK2管线有望成为下一个估值重估催化剂

全球TYK2类管线近期的研发进展展现了该靶点的学术和临床治疗优势，1) 22年9月9日，FDA批准百事美施贵宝的Sotyktu (Deucravacitinib)，为同类首款TYK2变构抑制剂，用于治疗中度至重度斑块型银屑病（公司预计该药物销售峰值有望达40亿美元）；2) 2022年12月13日，武田制药与Nimbus Therapeutics达成合作，引进一款处于临床中期的TYK2变构抑制剂，NDI-034858（潜在付款60亿美元，其中包括40亿美元首付款）。诺诚健华目前拥有2个TYK2管线（ICP-332, ICP-488）。值得注意的是，ICP-488已进入临床阶段，而全球共有五款处于临床阶段的TYK2变构抑制剂。我们认为ICP-488有望在潜在BD合作中释放其价值。

维持增持评级，基于分类加总估值法的目标价下调至22港元

我们将基于分类加总估值法的目标价由31.2港元下调至22港元。以反映奥布替尼的多发性硬化症的海外市场成功率假设的下降。奥布替尼的关键催化剂：1) 23年上半年在中国获批sNDA，用于治疗复发难治华氏巨球蛋白血症（r/r WM）和边缘区淋巴瘤（MZL）；2) 23年向FDA递交NDA申请用于治疗复发难治套细胞淋巴瘤（r/r MCL）；3) 23年二季度，多发性硬化症二期临床中期分析。投资风险：临床延迟或失败、销售不及预期、监管风险、国谈降价风险。

百万元人民币	2019	2020	2021	2022E	2023E
营业收入	1	1	1,043	600	959
同比变动	-23%	9%	76369%	-42%	60%
经调整净利润*	(2,054)	(261)	62	(533)	(325)
同比变动	278%	-87%	-124%	-961%	n.a.

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测；注*：经调整净利润不包括一次性开支和股权激励

张皓渊, CFA
+852 3189 6354

haydenzhang@cmschina.com.hk

余婉佳, PhD
+852 3189 6268

wanjiayu@cmschina.com.hk

代方琦, CFA
+852 3189 6126

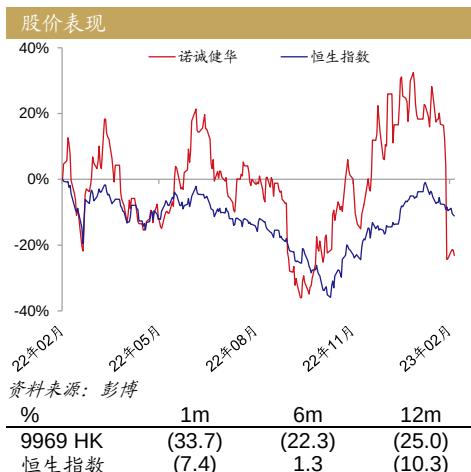
warrendai@cmschina.com.hk

最新变动

公司更新

增持

前次评级	增持
股价（2023年2月23日）	9.0港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	22.0港元 (+145%)
前次目标价	31.2港元



行业：医药、医疗服务	
恒生指数（2023年2月23日）	20,351
国企指数（2023年2月23日）	6,860
重要数据	
52周股价区间（港元）	7.2-15.9
公司市值（百万港元）	17,157
日均成交额（百万港元）	67.5
每股净资产（港元）	2.9
主要股东	
创始人及主要管理层	25.6%
高瓴资本	13.3%
Pan Kee Chan	10.8%
LVC Entities	8.3%
Vivo Capital	8.2%
GIC	6.5%
TMF	5.9%
自由流通量	21.4%

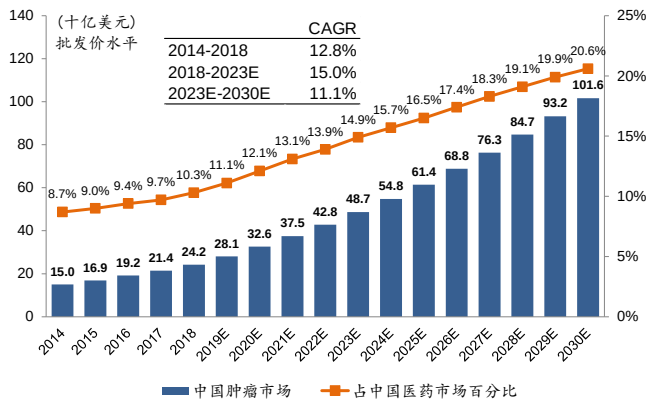
资料来源：公司、彭博

相关报告

- 诺诚健华 (9969 HK) - FDA暂停公司一项多发性硬化症临床试验，但总体风险仍可控制（增持）（2022/12/28）
- 诺诚健华 (9969 HK) - 奥布替尼2022年上半年销售收入保持强劲增长（增持）（2022/08/22）
- 诺诚健华 (9969 HK) - 奥布替尼2021年销售首秀表现亮眼（增持）（2022/03/24）

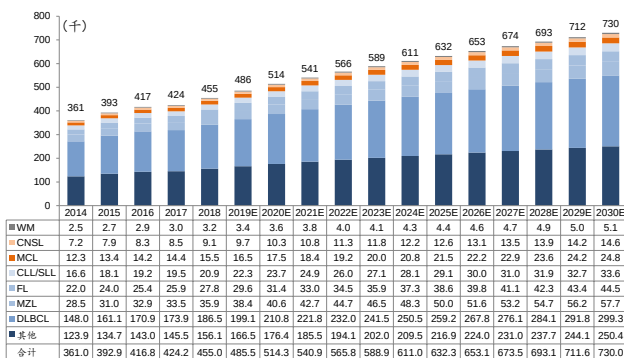
重点图表

图1: 中国肿瘤药物市场的历史及预测规模(2014年至2030年)



资料来源: 弗若斯特沙利文分析

图3: 中国非霍奇金淋巴瘤各亚型患病率



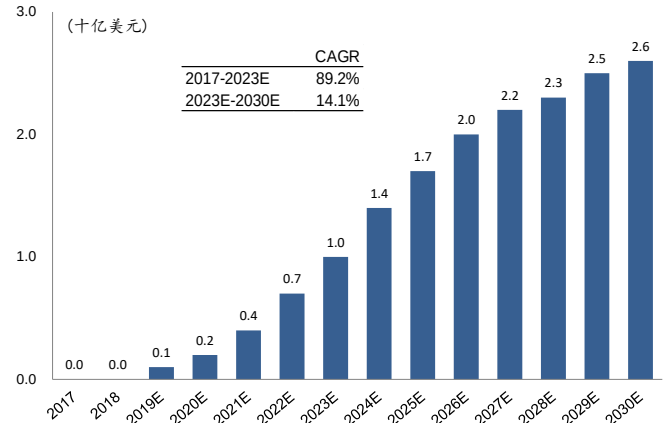
资料来源: 弗若斯特沙利文分析

图5: 诺诚健华23财年催化事件表

产品	靶点	适应症	23年催化事件	种类	时间	结果
奥布替尼	BTK	WM	中国内地补充适应症获批上市	监管	2023年	
			中国内地补充适应症获批上市	监管	2023年	
			美国递交NDA	监管	2023年	
	MS	全球二期临床数据披露		数据	23年二季度	
				数据	23年	
Tafasitamab	CD19	DLBCL/hematology	二期试验初步结果公布	临床	23年	
			中国内地补充适应症获批上市	其他	23年	
			中国内地递交上市申请	监管	23年	
ICP-332	TYK2-JH1	Atopic dermatitis	二期试验数据公布	数据	23年	
ICP-723	pan-TRK	TRK fusion+ solid tumors	中国即将进入注册性临床	临床	23年	
ICP-189	SHP2	Solid tumors	一期试验数据公布	数据	23年	

资料来源: 公司资料

图2: 中国BTK抑制剂市场的历史及预测规模(2017年至2030年)



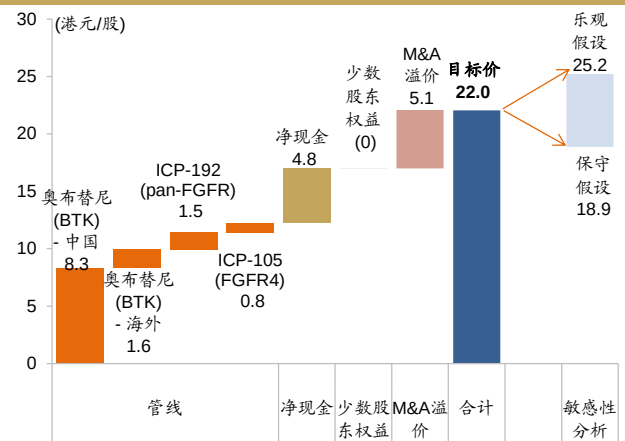
资料来源: 弗若斯特沙利文分析

图4: 中国自身免疫疾病各亚型患病率

	中国患病率(百万)				中国市场规模(十亿美元)			
	2018	2023E	2030E	复合年增长率 (2018-23E)/ (2023-30E)	2018	2023E	2030E	复合年增长率 (2018-23E)/ (2023-30E)
银屑病	6.6	6.7	6.9	0.5%/0.2%	0.6	2.1	7.8	28%/20.4%
RA	5.9	6.1	6.4	0.7%/0.8%	1.7	4	12	19.6%/16.8%
SLE	1.0	-	1.1	0.6%*	0.2	-	2.1	21.7%*
LN	0.4	0.4	0.4	0.8%/0.4%	0.1	0.1	0.7	8.2%/24.8%
MS	0.05	0.1	0.1	2.4%/2.1%	0.2	0.5	2.1	17.4%/20.8%

资料来源: 公司资料

图6: 估值敏感性分析



资料来源: 招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

百万元人民币	2019	2020	2021	2022E	2023E
非流动资产	207	445	980	967	954
物业、厂房和设备	48	306	430	427	424
无形资产	37	37	34	34	34
使用权资产	86	97	136	125	115
商誉	3	3	3	3	3
联营公司权益	1	1	21	21	21
公允价值计量的金融资产	-	-	305	305	305
其他	31	1	51	51	51
流动资产	2,409	4,092	6,417	5,822	5,511
库存	-	2	10	8	11
贷款及应收账款	0	0	45	115	184
预付款项及其他	37	121	116	116	116
其他	-	-	-	-	-
短期投资	80	-	-	-	-
短期银行存款	698	698	698	698	698
银行结余及现金	1,594	3,272	5,231	4,568	4,185
总资产	2,616	4,538	7,398	6,789	6,465
流动负债	66	104	329	256	260
贸易应付款项及应付票据	8	6	85	11	15
租赁负债	6	7	20	20	20
其他应付款项	42	85	205	205	205
短期银行债务	-	-	-	-	-
其他	10	7	19	19	19
非流动负债	5,498	1,273	1,409	1,409	1,409
递延收入	157	100	124	124	124
可换股贷款	1,117	1,150	1,201	1,201	1,201
租赁负债	3	17	47	47	47
其他	4,220	6	38	38	38
股东基金	(3,005)	3,104	5,605	5,071	4,746
少数股东	57	56	54	52	50
负债及权益总额	2,616	4,538	7,398	6,789	6,465

现金流量表

百万元人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
运营现金流	(80)	(353)	(10)	(713)	(425)
税前利润	(2,150)	(464)	(20)	(662)	(454)
营运资本变更前营业利润	(172)	(348)	(0)	(571)	(357)
净营运资本变更	92	(4)	39	(142)	(68)
已付所得税	-	-	(47)	-	-
已付利息	-	(1)	(3)	-	-
投资现金流	47	(369)	125	49	43
购买物业、厂房及设备	(45)	(10)	(10)	(10)	(10)
购买无形资产	(0)	-	-	-	-
购买土地使用权	(30)	-	-	-	-
已收利息	-	97	135	59	53
其他	123	(456)	-	-	-
融资现金流	363	2,400	1,844	-	-
筹资	-	2,400	2,890	-	-
发行权益股	422	-	-	-	-
注资	-	-	-	-	-
向关联方付款/关联方还款	-	-	-	-	-
银行借款(净额)	-	-	-	-	-
其他	(52)	-	-	-	-
期初现金	1,245	1,594	3,272	5,231	4,568
现金变动净额	18	-	-	-	-
期末现金	1,594	3,272	5,231	4,568	4,185

资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

损益表

百万元人民币	2019	2020	2021	2022E	2023E
合并收入	1	1	1,043	600	959
销售成本	-	-	(66)	(50)	(69)
毛利	1	1	977	550	890
(-) 销售、一般及行政开支总额	(67)	(158)	(438)	(581)	(656)
行政开支	(64)	(89)	(140)	(161)	(177)
销售及分销成本	(3)	(68)	(298)	(420)	(479)
(-) 研发成本	(213)	(403)	(722)	(740)	(790)
(+/-) 其他收入(净额)	(111)	31	16	50	50
(+/-) 合营联营公司利润	-	-	(1)	-	-
经调整 EBITDA	(314)	(316)	(15)	(571)	(357)
折旧及摊销总额	(9)	(9)	(25)	(24)	(23)
股权激励	(67)	(203)	(126)	(126)	(126)
经调整 EBIT	(323)	(325)	(40)	(595)	(380)
(+/-) 财务开支 - 净额	74	206	199	59	53
(+/-) 其他收益/亏损	(1,834)	(142)	(52)	-	-
税前利润	(2,150)	(464)	(20)	(662)	(454)
(-) 税项	-	-	(47)	-	-
净利润	(2,150)	(464)	(67)	(662)	(454)
(+/-) 少数权益	9	0	2	2	2
股东应占净利润	(2,141)	(464)	(65)	(660)	(452)
经调整净利润	(2,054)	(261)	62	(533)	(325)
摊薄每股收益(人民币)	(2.05)	(0.27)	0.05	(0.36)	(0.22)

财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长					
合并收入	-23%	9%	76369%	-42%	60%
毛利	-23%	9%	71554%	-44%	62%
经调整净利润	278%	-87%	-124%	-961%	n.a.
盈利能力					
毛利率	100.0%	100.0%	97.8%	92.8%	92.8%
经调整净利润率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
权益回报率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
资产回报率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
效益					
库存天数	n.a.	n.a.	33	66	52
应收账款天数	n.a.	n.a.	8	49	57
应付账款天数	n.a.	n.a.	250	348	69
现金循环天数	n.a.	n.a.	(210)	(233)	40
流动性					
自由现金流(百万元人民币)	(155)	(363)	(20)	(723)	(435)

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828