



再鼎医药 (9688.HK): 则乐纳入医保目录, 管线不断拓宽

再鼎于近期更新了业务进展, 预期 2021 年上市 QINLOCK™ 和 NUZYRA™, License-in 了三项药品 Efgartigimod、TPX-0022 和 CLN-081。我们调高目标价至 1334 港元, 由于短期内则乐® 的医保降价, 维持持有评级。

• 则乐® 纳入国家医保药品目录。则乐® 在 2020 年 12 月底纳入新版国家医保目录, 用于铂敏感的复发性卵巢癌在含铂化疗达到完全缓解或部分缓解后的维持治疗, 降价也将有助提升晚期卵巢癌含铂化疗后的一二线维持治疗的市场渗透率。尼拉帕利一天一次的用法较为有优势, 我们假设每月费用为竞品的 1.1 倍, 预计销售峰值在 2027 年达到 66 亿人民币, rNPV 估值由 70 亿人民币上调至 129 亿人民币。

• 2021 年预期上市 QINLOCK™ 和 NUZYRA™。瑞派替尼 (QINLOCK™) 和 甲苯磺酸奥玛环素 (NUZYRA™) NDA 均获优先审评, 我们预计今年上半年有望获批上市。此外再鼎计划在中国今年提交 HER2 单抗 Margetuximab 的 NDA, 原研厂商 MacroGenics 于去年 12 月获 FDA 批准与化疗联用进行 HER2 阳性乳腺癌治疗, 计划今年 3 月在美国上市。

• 三项 Licensed-in 资产持续拓宽管线。2020 年 12 月起, 公司又分别从 Cullinan Oncology、Argenx 与 Turning Point 获得 CLN-081、Efgartigimod 和 TPX-0022 三款药物在大中华区开发和商业化权利。CLN-081 用于治疗 EGFR 20 号外显子突变的非小细胞肺癌, 正在进行 1/2a 期剂量递增和扩展研究, 再鼎支付 2000 万美元的预付款和最高 2.11 亿美元的里程碑付款。Efgartigimod 靶向新生 Fc 受体, 适应症全身型重症肌无力 (静脉注射) 已在美国提交上市申请, 再鼎支付 7500 万美元预付款 (以每股 132 美元增发的 568182 股股票), 7500 万美元临床费用和 2500 万美元里程碑付款。TPX-0022 是 MET/CSF1R/SRC 抑制剂, 临床 I 期初步结果良好, 计划推进 II 期临床, 再鼎支付 2500 万美元预付款和最高 3.36 亿美元里程碑付款。

• 维持持有评级, 目标价升至 1334 港元。由于则乐纳入医保, 研发顺利推进和三项新 License-in 的资产, 我们调整 rNPV 估值至目标价至 1334 港元, 维持持有评级, 因为短期内医保降价风险。

• 投资风险: 药物研发延误; 国家医保谈判降价幅度过高。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2018-2022E)

百万美元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	0	13	147	1,121	1,975
收入同比增速 (%)	NA	9,966%	1,033%	662%	76%
归母净利润	-139	-195	-269	-167	-16
PS (X)	72,259	878	90	12	7

E= 浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

朱倩岚

医疗分析师

vicky_zhu@spdbi.com

(852) 2808 6439

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2021 年 1 月 26 日

评级

持有

目标价 (港元)	1,334.0
潜在升幅/降幅	-3.5%
目前股价 (港元)	1,382.0
52 周内股价区间 (港元)	602-1,512
总市值 (百万港元)	121,649
近 3 月日均成交额 (百万港元)	28.2

注: 截至 2021 年 1 月 26 日收盘价

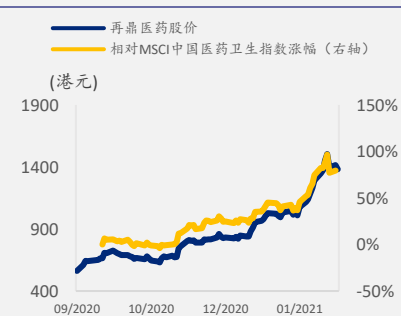
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

相关报告:

《再鼎医药 (9688.HK): 中西合璧, 海纳百川》(2020-12-19)

财务报表分析与预测 - 再鼎医药

千美元	2018	2019	2020E	2021E	2022E	千美元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	129	12,985	147,065	1,120,883	1,974,995	亏损净额	-139,075	-195,071	-268,625	-166,701	-15,693
销售成本	-43	-3,749	-44,119	-336,265	-592,498	折旧及摊销开支	1,650	3,766	2,635	2,872	3,085
研发	-120,278	-142,221	-286,750	-392,309	-592,498	分占权益法投资亏损	587	752	735	5,604	9,875
销售、一般及行政	-21,576	-70,211	-88,239	-560,442	-789,998	经营资产及负债变动	27,382	-23,283	168,210	1,182,453	1,127,799
经营亏损	-141,768	-203,196	-272,044	-168,132	0	其他	11,918	22,825	0	0	0
利息收入	3,261	8,232	5,764	8,646	12,969	经营活动所用现金净额	-97,538	-191,011	-97,044	1,024,228	1,125,065
利息开支	-40	-293	-228	-228	-228	购买物业及设备	-10,015	-6,035	-5,000	-5,000	-5,000
其他收入(开支), 净额	59	938	-1,382	-1,382	-18,559	购买土地使用权	0	-7,836	0	0	0
所得税费用	0	0	0	0	0	购买无形资产	-103	-1,371	0	0	0
分占权益法投资亏损	-587	-752	-735	-5,604	-9,875	其他	-202,436	350	0	0	0
亏损净额	-139,075	-195,071	-268,625	-166,701	-15,693	投资活动所用现金净额	-212,554	-14,892	-5,000	-5,000	-5,000
少数股东权益	0	0	0	0	0	短期借贷所得款项净额	3,643	2,901	0	0	0
普通股股东应占亏损净额	-139,075	-195,071	-268,625	-166,701	-15,693	公开发售时发行普通股所得款项	141,000	216,200	1,158,924	0	0
						其他	-496	201	0	0	0
						融资活动所得现金净额	144,147	219,302	1,158,924	0	0
						期末现金及受限制现金	62,952	76,442	1,133,322	2,152,550	3,272,615
						受限制现金	0	510	510	510	510
						现金、现金等价物	62,952	75,932	1,132,812	2,152,040	3,272,105

资产负债表

千美元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	62,952	75,932	1,132,812	2,152,040	3,272,105
短期投资	200,350	200,000	200,000	200,000	200,000
应收账款	90	3,791	12,326	110,511	105,927
存货	4	6,005	42,345	326,165	323,149
预付款项及其他流动资产	5,749	6,736	6,736	6,736	6,736
流动资产总额	269,145	292,464	1,394,218	2,795,452	3,907,917
非流动受限制现金	0	510	510	510	510
物业及设备, 净额	20,494	21,353	23,718	25,846	27,761
经营租赁使用权资产	0	15,071	15,071	15,071	15,071
土地使用权	0	7,655	7,655	7,655	7,655
无形资产, 净额	321	1,148	1,148	1,148	1,148
长期押金	557	377	377	377	377
可收回增值税	8,044	13,737	13,737	13,737	13,737
非流动资产总额	32,842	62,689	64,318	60,842	52,883
资产总额	301,987	355,153	1,458,537	2,856,294	3,960,799
短期借贷	3,643	6,450	6,450	6,450	6,450
应付账款	37,432	22,660	235,745	1,800,203	2,920,402
流动经营租赁负债	0	4,351	4,351	4,351	4,351
其他流动负债	7,767	13,174	13,174	13,174	13,174
流动负债	48,842	46,635	259,720	1,824,178	2,944,377
递延收入	2,064	2,881	2,881	2,881	2,881
非流动经营租赁负债	0	10,977	10,977	10,977	10,977
非流动负债总额	2,064	13,858	13,858	13,858	13,858
夹层权益	0	0	0	0	0
普通股	3	4	5	5	5
额外实缴资本	498,043	734,734	1,893,656	1,893,656	1,893,656
累计亏损	-249,627	-444,698	-713,323	-880,024	-895,717
累计其他综合收益	2,662	4,620	4,620	4,620	4,620
股东权益总额	251,081	294,660	1,184,959	1,018,258	1,002,565
负债及权益总额	301,987	355,153	1,458,537	2,856,294	3,960,799

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

主要财务比率

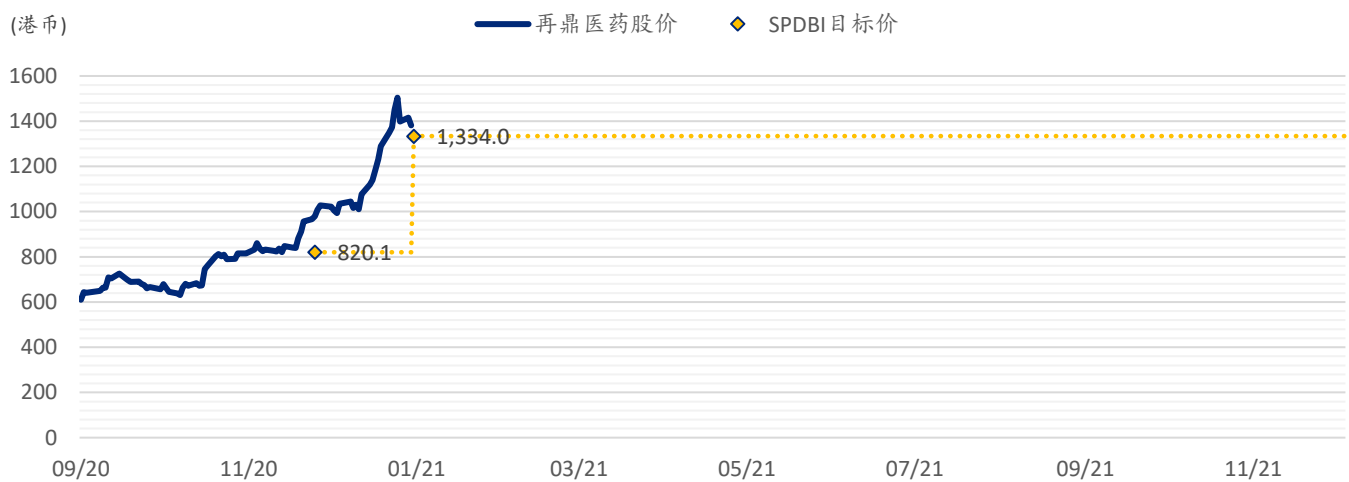
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (美元)					
每股亏损	-2.64	-3.03	-3.61	-2.24	-0.21
每股净资产	4.77	4.58	15.92	13.68	13.47
每股经营现金流	-1.85	-2.97	-1.30	13.76	15.12
每股销售	0.00	0.20	1.98	15.06	26.54
估值 (倍)					
P/B	37	39	11	13	13
P/S	72259	878	90	12	7
盈利能力指标					
毛利率	67%	71%	70%	70%	70%
归母净利润率	-107810%	-1502%	-183%	-15%	-1%
净资产收益率	-55%	-71%	-36%	-15%	-2%
资产回报率	-46%	-59%	-30%	-8%	0%
盈利增长					
营业收入增长率	NA	9966%	1033%	662%	76%
经营效率指标					
存货周转天数	34	293	200	200	200
应收票据周转天数	255	55	20	20	20
应付账款周转天数	317,737	2,925	1,069	1,105	1,454
偿债能力指标					
资产负债率	17%	17%	19%	64%	75%
流动比率(x)	5.5	6.3	5.4	1.5	1.3
速动比率(x)	5.4	6.0	5.3	1.5	1.3
现金比率(x)	1.3	1.6	4.4	1.2	1.1

图表 2: 再鼎医药财务预测: 新预测 vs 前预测

千美元	2020E			2021E			2022E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	147,065	122,695	20%	1,120,883	836,089	34%	1,974,995	1,487,035	33%
毛利润	102,945	85,886	20%	784,618	585,263	34%	1,382,496	1,040,924	33%
净利润	-268,625	-270,940	-1%	-166,701	-122,558	36%	-15,693	-11,444	37%

资料来源: 浦银国际预测

图表 3: 浦银国际目标价: 再鼎医药



资料来源: Bloomberg、浦银国际

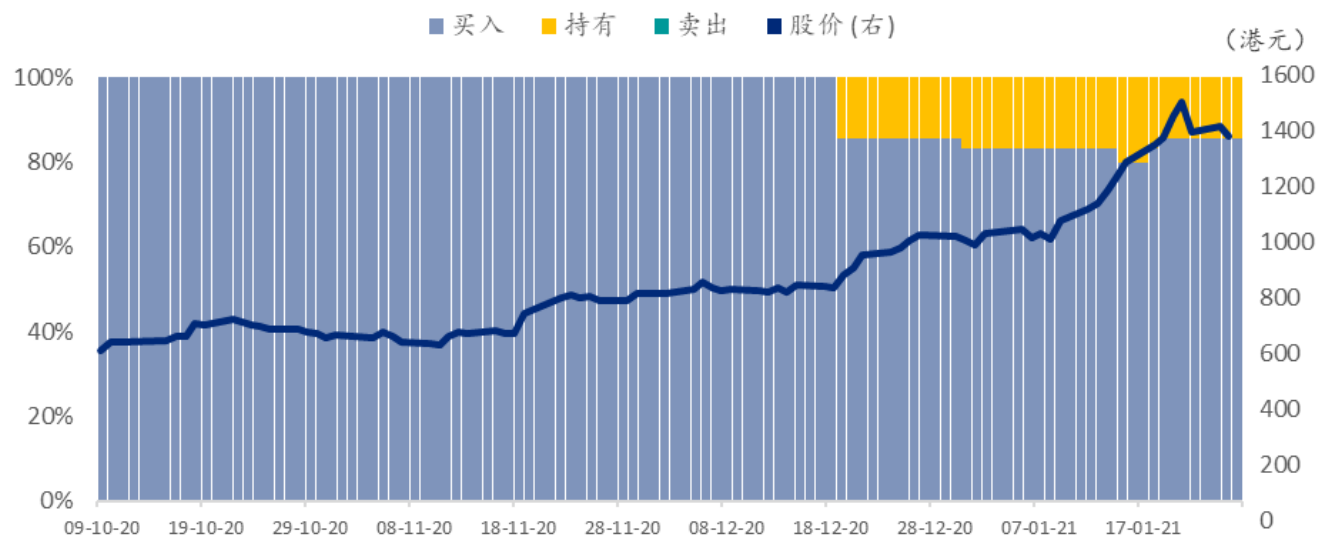
图表 4: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (港币)	评级	目标价 (港币)	行业
2359 HK Equity	药明康德	199.6	买入	151.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	164.3	买入	135.0	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	115.5	买入	133.0	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	26.1	买入	28.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	93.3	买入	122.4	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.2	买入	9.1	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	98.3	买入	76.5	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	113.5	买入	86.9	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1382.0	持有	1334.0	生物科技

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 1 月 26 日收盘价

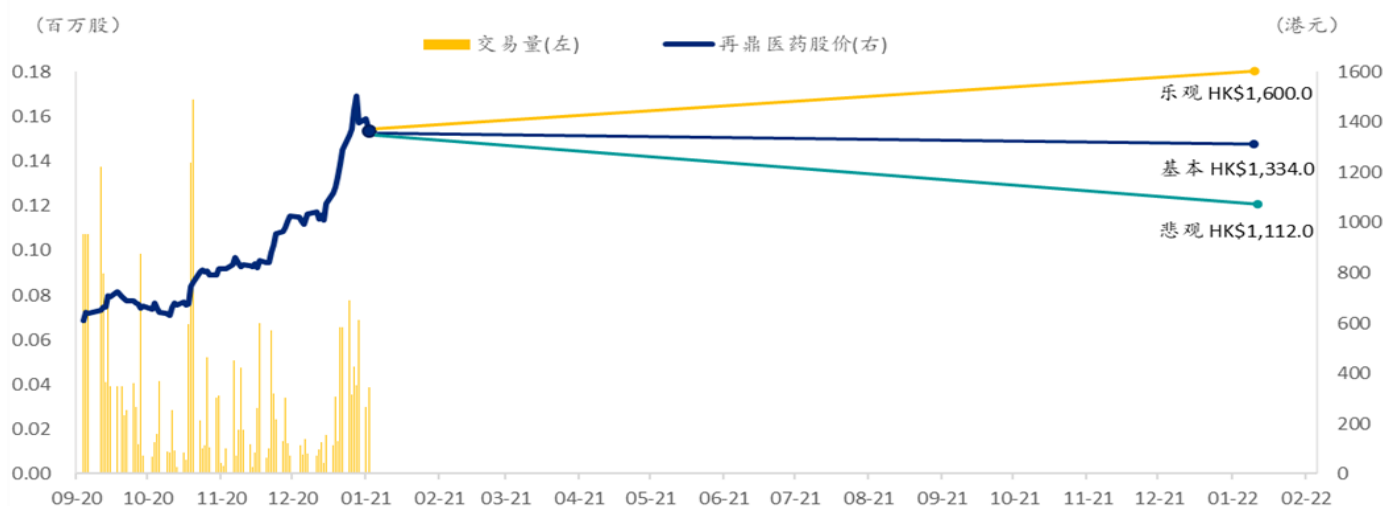
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5：再鼎医药市场普遍预期



注：股价截至 2021 年 1 月 26 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6：再鼎医药 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司增长好于预期

目标价：1,600.0 港元

- 新药上市后销售好于预期
- 在研管线研发进度快于预期，新药获批进度快于预期
- 医保降价幅度不及预期
- 在研管线中引入重磅新药

悲观情景：公司增长不及预期

目标价：1,112.0 港元

- 医保谈判降价幅度超过预期
- 虽然处于研发后期，但也存在一定研发风险，且临床资源分配不足
- 研发进度要跟随合作伙伴的进度，可能会延误
- 首付款、里程碑付款和销售分成较高

资料来源：浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(药明生物 2269.HK)的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼