



再鼎医药 (9688.HK) 2020 年业绩： 毛利率下滑，预期两款新药年内获批

2020 年收入同比增长 277% 至 4,896 万美元，超市场预期，低于我们的预期。主要受研发费用增加影响，全年亏损扩大 38% 至 2.69 亿美元，与我们预期一致。擎乐® (Qinlock®) 和纽再乐® (Nuzyra®) 已获优先审评，预计 2021 年内上市。我们维持持有评级及目标价 1,334 港元。

- 2020 年业绩。** 全年收入同比增长 277% 至 4,896 万美元，其中核心产品则乐® 2020 年 1 月起于内地上市并于 12 月纳入新版国家医保目录，销售收入同比增长 385% 至 3,214 万美元。爱普盾® 于 6 月起在内地上市，销售收入同比增长 158% 至 1,642 万美元。全年毛利率同比下滑 5pcts 至 66%，部分因为下半年爱普盾在内地刚上市的影响。则乐在 2020 年底进入医保，我们预期谈判价格与此前慈善项目每月 2 万多的花费类似，因此 2021 年毛利率将会持续受压。年内研发开支有较大增幅，同比增长 57% 至 2.2 亿美元，主要由于授权协议预付款、里程碑付款、临床研究费用、增聘研发人员以及内部开发项目扩展相关费用增加。公司全年亏损由 2019 年亏损 1.95 亿美元扩大 38% 至 2020 年 2.69 亿美元。
- 2021 年预期主要里程碑：** 1) 擎乐® (瑞派替尼) 和纽再乐® (甲苯磺酸奥马环素) 的上市申请均已获优先审评，预计都将在年内上市；2) 公司计划向 NMPA 提交爱普盾® 治疗间皮瘤和 margetuximab 治疗 HER2 阳性乳腺癌上市申请；3) 最新 License-in 的 Efgartigimod 治疗全身型重症肌无力已在美国提交上市申请，公司希望与 NMPA 商讨加速审批可能性；4) 获得则乐、爱普盾、擎乐、margetuximab、efgartigimod、reprotrectinib 及 CLN-081 的重要临床数据。
- 维持持有评级，维持目标价 1,334 港元。** 公司研发进展顺利，未来将持续开展后期临床研究为产品上市做准备，因此我们预计并调整未来三年每年研发费用为每年 2-3 亿美金。我们基于 rNPV 给出每个药的估值并计算出公司的估值，因此维持目标价 1,334 港元，维持持有评级，因为短期内医保降价仍承压。
- 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 (2019-2023E)

百万美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13	49	186	338	580
收入同比增速 (%)	9966%	277%	280%	82%	72%
归母净利润	-195	-269	-224	-202	-81
PS (X)	728	233	61	34	20

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、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 3 月 3 日

评级

持有

目标价 (港元)	1334.0
潜在升幅/降幅	17%
目前股价 (港元)	1,145.0
52 周内股价区间 (港元)	602-1,512
总市值 (百万港元)	100,788
近 3 月日均成交额 (百万港元)	39.5

注：截至 2021 年 3 月 1 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)：则乐纳入医保目录，管线不断拓宽》(2020-01-28)

《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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	12,985	48,958	186,026	337,980	580,210
销售成本	-3,749	-16,736	-55,808	-101,394	-174,063
研发	-142,221	-222,711	-267,253	-293,979	-293,979
销售、一般及行政	-70,211	-111,312	-93,013	-135,192	-174,063
经营亏损	-203,196	-301,801	-230,048	-192,584	-61,894
利息收入	8,232	5,120	8,646	12,969	19,454
利息开支	-293	-181	-228	-228	-228
其他收入(开支), 净额	938	29,076	-1,382	-20,549	-35,277
所得税费用	0	0	0	0	0
分占权益法投资亏损	-752	-1,119	-930	-1,690	-2,901
亏损净额	-195,071	-268,905	-223,942	-202,083	-80,847
少数股东权益	0	0	0	0	0
普通股股东应占亏损净额	-195,071	-268,905	-223,942	-202,083	-80,847

千美元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
亏损净额	-195,071	-268,905	-223,942	-202,083	-80,847
折旧及摊销开支	3,766	2,635	3,416	3,575	3,717
分占权益法投资亏损	752	1,119	930	1,690	2,901
经营资产及负债变动	-23,283	52,649	-28,974	-9,397	-47,729
经营活动所用现金净额	-191,011	-782,295	-248,570	-206,215	-121,957
购买物业及设备	-6,035	-10,444	-5,000	-5,000	-5,000
购买土地使用权	-7,836	0	0	0	0
购买无形资产	-1,371	0	0	0	0
其他	350	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	-14,892	-10,444	-5,000	-5,000	-5,000
短期借贷所得款项净额	2,901	0	0	0	0
公开发售时发行普通股所得款项	216,200	1,158,924	0	200,000	0
其他	201	0	0	0	0
融资活动所得现金净额	219,302	1,158,924	0	200,000	0
期末现金及受限制现金	76,442	442,626	189,056	177,842	50,884
受限制现金	510	510	510	510	510
现金、现金等价物	75,932	442,116	188,546	177,332	50,374

资产负债表

千美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	75,932	442,116	188,546	177,332	50,374
短期投资	200,000	744,676	744,676	744,676	744,676
应收账款	3,791	5,165	15,221	21,818	41,767
存货	6,005	13,144	48,015	63,102	127,652
预付款项及其他流动资产	6,736	10,935	10,935	10,935	10,935
流动资产总额	292,464	1,216,036	1,007,394	1,017,862	975,405
非流动受限制现金	510	743	743	743	743
物业及设备, 净额	21,353	29,162	30,746	32,171	33,454
经营租赁使用权资产	15,071	17,701	17,701	17,701	17,701
土地使用权	7,655	7,908	7,908	7,908	7,908
无形资产, 净额	1,148	1,532	1,532	1,532	1,532
长期押金	377	862	862	862	862
可收回增值税	13,737	22,141	22,141	22,141	22,141
非流动资产总额	62,689	81,602	82,256	81,991	80,373
资产总额	355,153	1,297,638	1,089,649	1,099,853	1,055,778
短期借贷	6,450	0	0	0	0
应付账款	22,660	62,641	78,595	90,881	127,652
流动经营租赁负债	4,351	5,206	5,206	5,206	5,206
其他流动负债	13,174	30,196	30,196	30,196	30,196
流动负债	46,635	98,043	113,997	126,283	163,054
递延收入	2,881	16,858	16,858	16,858	16,858
非流动经营租赁负债	10,977	13,392	13,392	13,392	13,392
非流动负债总额	13,858	30,250	30,250	30,250	30,250
夹层权益	0	0	0	0	0
普通股	4	5	5	5	5
额外实缴资本	734,734	1,897,467	1,897,467	2,097,467	2,097,467
累计亏损	-444,698	-713,603	-937,545	-1,139,628	-1,220,475
累计其他综合收益	4,620	-14,524	-14,524	-14,524	-14,524
股东权益总额	294,660	1,169,345	945,403	943,320	862,473
负债及权益总额	355,153	1,297,638	1,089,649	1,099,853	1,055,778

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (美元)					
每股亏损	-3.03	-3.46	-2.88	-2.60	-1.04
每股净资产	4.58	15.06	12.17	12.15	11.10
每股经营现金流	-2.97	-10.07	-3.20	-2.66	-1.57
每股销售	0.20	0.63	2.40	4.35	7.47
估值 (倍)					
P/B	32	10	12	12	13
P/S	728	233	61	34	20
盈利能力指标					
毛利率	71%	66%	70%	70%	70%
归母净利润率	-1502%	-549%	-120%	-60%	-14%
净资产收益率	-71%	-37%	-21%	-21%	-9%
资产回报率	-59%	-33%	-19%	-18%	-8%
盈利增长					
营业收入增长率	9966%	277%	280%	82%	82%
经营效率指标					
存货周转天数	293	209	200	200	200
应收票据周转天数	55	33	20	20	20
应付账款周转天数	2,925	930	462	305	229
偿债能力指标					
资产负债率	17%	10%	13%	14%	18%
流动比率(x)	6.3	12.4	8.8	8.1	6.0
速动比率(x)	6.0	12.2	8.6	7.8	5.7
现金比率(x)	1.6	4.5	1.7	1.4	0.3

图表 2: 2021 年预期主要业务进展

		1H 2021	2H 2021
Zejula tremetimab	入组	完成则乐与tebotelimab (PD-1 x LAG-3)联合用药治疗胃癌的临床1b期研究入组	
	申请		下半年提交用于卵巢癌后线治疗的补充新药上市申请(sNDA)
	数据		则乐用于治疗一线卵巢癌患者的III期(PRIME)研究的主要结果
OPTUNE Tumor Treating Fields	申请	提交用于治疗恶性胸膜间皮瘤(MPM)上市许可申请(MAA)	
	数据	针对NSCLC的LUNAR III期关键研究的中期分析	
	数据	针对复发性卵巢癌的INNOVATE-3 III期关键研究的中期分析	
	数据	获得针对晚期肝癌临床II期HEPANOVA研究资料	
	入组	参与多项III期关键研究: 对非小细胞肺癌的全球LUNAR、对局部晚期胰腺癌的PANOVA-3、对复发性卵巢癌的INNOVATE-3及对非小细胞肺癌脑转移的METIS	
QINLOCK fruquintinib	入组	完成针对一线胃癌的临床II期探索性研究入组	
	获批	获得国家药监局批准用于四线GIST治疗并上市	
Odonextamab (CD20xCD3)	入组	完成全球II期潜在关键研究在大中华地区的首例患者入组	
	数据	获得用于二线GIST患者治疗的INTRIGUE III期研究的主要资料	
Repotrectinib (ROS1, TRK)	入组	完成全球TRIDENT-1 II期注册性研究在大中华地区首例患者入组	
Margenza [®] marpimab-cmk	申请	提交治疗已接受过疗法的转移性HER2阳性乳腺癌的NDA	
	数据	获得MAHOGANY研究A部分的初始资料	
	数据	完成SOPHIA研究的最终总生存期(OS)分析	
Bemarituzumab (FGFR2b)	数据	与Five Prime Therapeutics开展针对胃癌的III期关键研究	
CLN-081 (EGFR Ex20ins)	数据	公布全球1/2a期的临床资料更新	
	入组	为全球潜在关键研究招募首位大中华地区患者入组	
TPX-0022 (MET)	数据	公布SHIELD-1研究的I期最新资料, 并开展SHIELD-1研究的II期部分	
NUZYRA [®] pamiparic	获批	用于治疗CABP及ABSSSI的上市申请有望获得国家药监局批准并上市	
Sulbactam- Durlobactam	入组	完成全球ATTACK III期研究的大中华地区患者入组招募	
Efgartigimod (FcRn)	监管讨论	与国家药监局讨论取得efgartigimod治疗gMG的潜在注册加速审评路径	

再鼎医药

合作伙伴

再鼎&合作伙伴

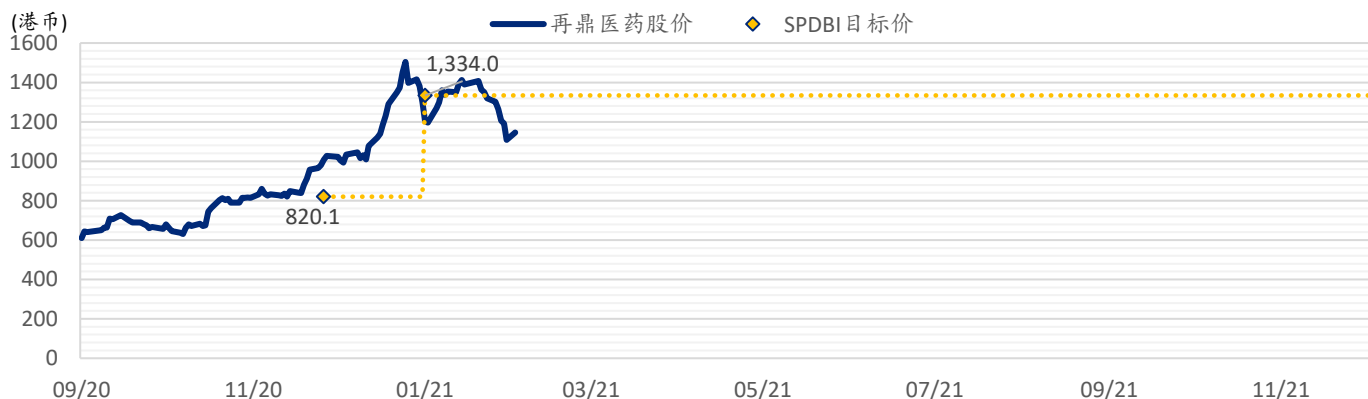
资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: 再鼎医药财务预测: 新预测 vs 市场预期

千美元	2021E			2022E			2023E		
	SPDBI 预测	市场预期	差异	SPDBI 预测	市场预期	差异	SPDBI 预测	市场预期	差异
收入	186,026	120,500	54%	337,980	333,167	1%	580,210	722,000	-20%
毛利润	130,218	90,054	45%	236,586	251,985	-6%	406,147	563,160	-28%
净利润	-223,942	-245,857	NA	-202,083	-168,017	NA	-80,847	-41,133	NA

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

图表 4: 浦银国际目标价: 再鼎医药



资料来源: Bloomberg、浦银国际

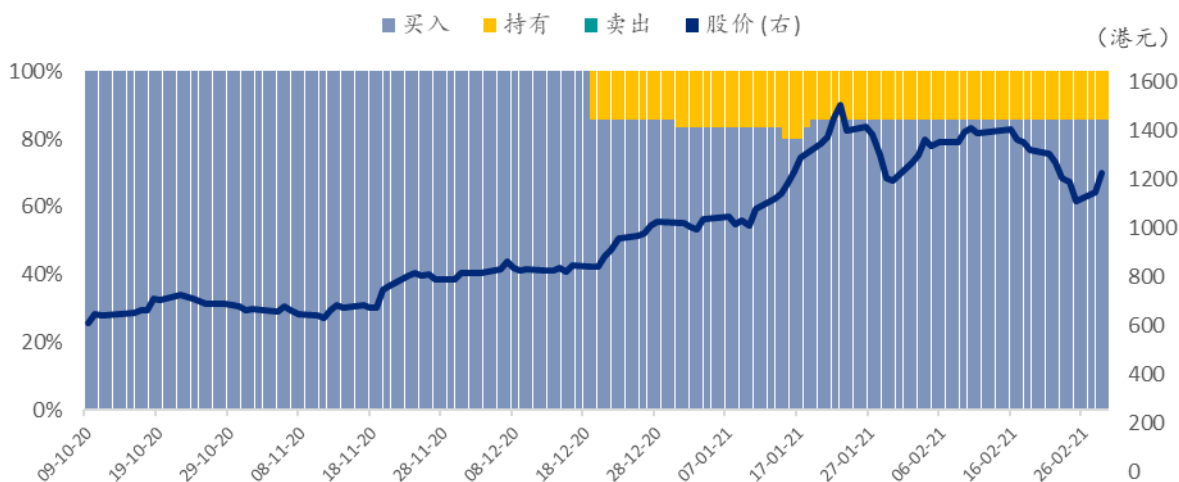
图表 5: SPDBI 医疗行业覆盖公司

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	174.0	买入	240.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	140.8	买入	175.8	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	102.3	买入	133.0	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	28.5	买入	28.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	114.7	买入	122.4	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.1	买入	11.8	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	86.4	买入	76.5	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	118.8	买入	86.9	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1145.0	持有	1334.0	生物科技

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 3 月 1 日收盘价

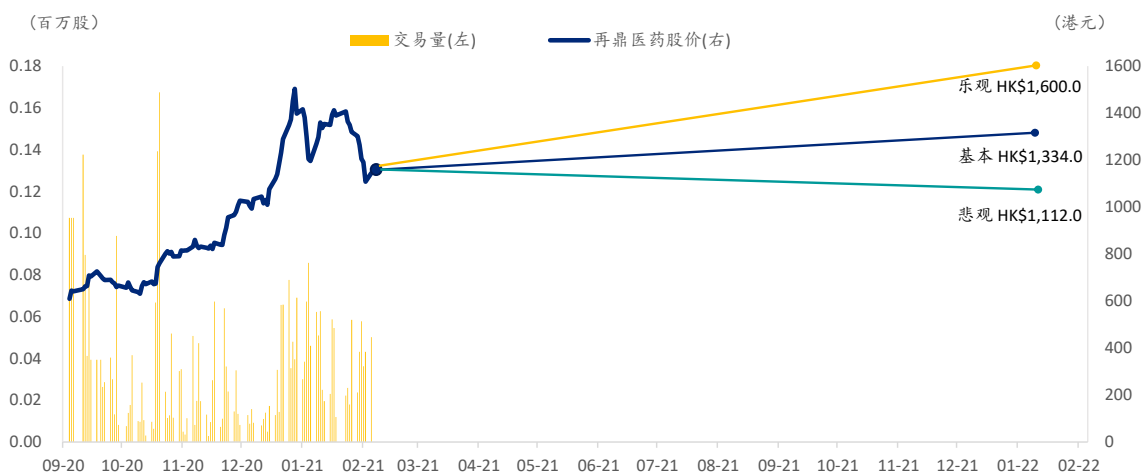
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6：再鼎医药市场普遍预期



注：股价截至 2021 年 3 月 1 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：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

概率：60%

- 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

概率：40%

- 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