



再鼎医药 (9688.HK) 1H21 业绩： 收入略超预期，则乐进入医保后放量增长

1H21 收入同比增长 197% 至 5,704 万美元，较市场预期高约 2%。1H21 净亏损由去年同期 1.3 亿美元扩大至 4.0 亿美元，主要由于研发费用增加所致。则乐于今年 3 月起执行医保降价后的新售价，2Q21 销售收入由于放量实现高增长。我们维持持有评级及目标价 1,354 港元。

- 1H21 业绩：**再鼎 1H21 收入同比增长 197% 至 5703.8 万美元，较市场预期高约 2%。1H21 净亏损由去年同期 1.3 亿美元扩大至 4.0 亿美元，主要由于研发费用较去年同期增加 2.4 亿美元所致。研发费用大幅增加主要由于：1) 年内支付 Mirati 6,500 万美元预付款；2) 支付 MacroGenics 2,500 万美元预付款；3) 临床项目进入后期以及在研管线项目不断增加。按季度看，2Q21 收入同比增长 236%，净亏损扩大至 1.6 亿美元。
- 则乐医保降价落地，销售快速放量。**公司目前已上市的 3 款产品则乐、爱普盾、擎乐增长强劲。则乐销售收入同比增长 161% 至 3,597 万美金；爱普盾销售收入同比增长 207% 至 1,667 万美金；于今年 3 月获批并于 5 月上市的擎乐上市时间较短，1H21 录得 440 万美金销售收入。其中则乐于今年 3 月起执行 6,000 元/盒 (100mg*30 粒) 的医保谈判后价格，较原价 24,990 元/盒降价约 76%。2Q21 则乐收入 2,337 万美元，同比增长 214%，环比增长 85%。若按 USD/CNY=6.46 测算，则乐 2Q21 销量达 25,147 盒，同比增长 1,091%，环比增长 669%。截至 6 月，则乐已进入超过 800 家医院。
- 年内持续推进 licensed-in 管线拓展：**1) 公司从 Mirati 获小分子 KRASG12C 抑制剂 adagrasib 大中华区权益 (2021.06)；2) 从 MacroGenics 获 4 个基于 CD3 或 CD47 的双特异性分子全球或部分地区权益 (2021.06)；及 3) 与 Schrödinger 达成协议合作研发靶向 DNA 损伤响应机制的抑制剂，再鼎获该项目全球商业化权益 (2021.08)。
- 年内潜在的主要里程碑包括：**1) NUZYRA 获批 (2020 年 2 月已提交 NDA)；2) 提交 Optune 用于治疗间皮瘤 (MPM) 的上市申请；3) 提交 Magenxa 治疗 HER2+ 乳腺癌的 NDA。
- 维持持有评级，维持目标价 1,354 港元。**公司基本面变化基本符合预期，我们基于 rNPV 估值，维持持有评级及目标价 1,354 港元。
- 投资风险：**药物研发延误。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13	49	182	334	566
收入同比增速 (%)	9966%	277%	271%	83%	70%
归母净利润	-195	-269	-225	-203	-86
PS (X)	758	242	65	36	21

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 8 月 12 日

评级

持有

目标价 (港元)	1354.0
潜在升幅/降幅	14%
目前股价 (港元)	1,192.0
52 周内股价区间 (港元)	602-1,512
总市值 (百万港元)	113,131
近 3 月日均成交额 (百万港元)	29.8

注：截至 2021 年 8 月 10 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)：肿瘤电场疗法治疗非小细胞肺癌 III 期试验进展提速，则乐®降价落地》(2021-4-14)

《再鼎医药 (9688.HK)：则乐纳入医保目录，管线不断拓宽》(2021-01-28)

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	181,790	333,534	566,242
销售成本	-3,749	-16,736	-54,537	-100,060	-169,873
研发	-142,221	-222,711	-267,253	-293,979	-293,979
销售、一般及行政	-70,211	-111,312	-90,895	-133,414	-169,873
经营亏损	-203,196	-301,801	-230,895	-193,918	-67,482
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	-1,351	-20,279	-34,428
所得税费用	0	0	0	0	0
分占权益法投资亏损	-752	-1,119	-909	-1,668	-2,831
亏损净额	-195,071	-268,905	-224,737	-203,124	-85,515
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	-224,737	-203,124	-85,515

千美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
亏损净额	-195,071	-268,905	-224,737	-203,124	-85,515
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	909	1,668	2,831
经营资产及负债变动	-23,283	52,649	-29,206	-9,507	-45,879
经营活动所用现金净额	-191,011	-782,295	-249,617	-207,388	-124,845
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	188,009	175,620	45,775
受限制现金	510	510	510	510	510
现金、现金等价物	75,932	442,116	187,499	175,110	45,265

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	187,499	175,110	45,265
短期投资	200,000	744,676	744,676	744,676	744,676
应收账款	3,791	5,165	14,757	21,795	40,259
存货	6,005	13,144	46,623	63,033	123,129
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	1,004,489	1,015,548	964,264
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	82,277	82,035	80,486
资产总额	355,153	1,297,638	1,086,766	1,097,583	1,044,751
短期借贷	6,450	0	0	0	0
应付账款	22,660	62,641	76,506	90,446	123,129
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	111,908	125,848	158,531
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
额外实收资本	734,734	1,897,467	1,897,467	2,097,467	2,097,467
累计亏损	-444,698	-713,603	-938,340	-1,141,464	-1,226,978
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	944,608	941,484	855,970
负债及权益总额	355,153	1,297,638	1,086,766	1,097,583	1,044,751

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	-2.89	-2.62	-1.10
每股净资产	4.58	15.06	12.16	12.12	11.02
每股经营现金流	-2.97	-10.07	-3.21	-2.67	-1.61
每股销售	0.20	0.63	2.34	4.29	7.29
估值 (倍)					
P/B	33	10	13	13	14
P/S	758	242	65	36	21
盈利能力指标					
毛利率	71%	66%	70%	70%	70%
归母净利润率	-1502%	-549%	-124%	-61%	-15%
净资产收益率	-71%	-37%	-21%	-22%	-10%
资产回报率	-59%	-33%	-19%	-19%	-8%
盈利增长					
营业收入增长率	9966%	277%	271%	83%	83%
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	466	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	9.0	8.1	6.1
速动比率(x)	6.0	12.2	8.7	7.8	5.8
现金比率(x)	1.6	4.5	1.7	1.4	0.3

图表 2: 浦银国际目标价: 再鼎医药



注: 截至 2021 年 8 月 10 日收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	165.8	买入	240.0	2021 年 1 月 27 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	145.7	买入	210.0	2021 年 5 月 3 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	176.0	买入	200.0	2021 年 5 月 3 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	212.0	买入	200.0	2021 年 5 月 3 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	127.6	买入	133.0	2021 年 1 月 20 日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	12.6	持有	21.0	2021 年 6 月 1 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	74.4	买入	122.4	2020 年 10 月 13 日	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.4	买入	9.5	2021 年 5 月 13 日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	64.5	买入	99.5	2021 年 5 月 18 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	119.6	买入	111.3	2021 年 3 月 30 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1192.0	持有	1334.0	2021 年 1 月 26 日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	8.0	买入	25.2	2021 年 6 月 28 日	生物科技

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 8 月 10 日收盘价

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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(兆科眼科 6622.HK)在过去 12 个月内有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。

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。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

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