



兆科眼科 (6622.HK) 1H21 业绩： 环孢素 A 眼凝胶 III 期到达主要终点， 各项临床均按计划推进

公司 1H21 经调整净亏损由去年同期亏损 4,286 万人民币同比扩大 188% (或 8,040 万人民币) 至亏损 1.2 亿人民币，主要由于研发费用同比增长 224% (或 8,535 万人民币) 至 1.2 亿人民币。公司核心产品环孢素 A 眼凝胶 III 期到达主要终点，各项临床均按计划推进。我们维持买入评级及目标价 25.2 港元。

- **1H21 业绩。**期内公司暂无商业化产品，1H21 研发费用同比增长 224% (或 8,535 万人民币) 至 1.2 亿人民币，经调整净亏损由去年同期亏损 4,286 万人民币同比扩大 188% (或 8,040 万人民币) 至亏损 1.2 亿人民币。若考虑由于上市后优先股转换导致的一次性账面价值变动 (亏损 18 亿人民币)，期内亏损由去年同期亏损 6,655 万扩大至 20 亿人民币。
- **核心产品环孢素 A 眼凝胶与 NVK-002 临床进展按预期推进。**公司核心产品，用于治疗中度至重度干眼症的环孢素 A 眼凝胶 III 期临床 (COSMO 研究) 到达主要研究终点，该临床的 644 名患者招募于 2021 年 4 月完成，并于 2021 年 7 月完成最后一组患者给药，公司计划于年内递交 NDA，与此前公司指引一致。另一款核心产品，治疗近视的 NVK-002 (阿托品) 预计于 4Q21 启动临床 III 期，2023 年提交 NDA。
- **2022 年预计有 3 款仿制药获批上市。**仿制药方面，预计 3 款仿制药将于 2022 年上市，其中两款为治疗青光眼药物 (贝美前列素、贝美素噻吗洛尔)，一款为治疗过敏性结膜炎药物 (盐酸依匹斯汀)。仿制药管线将作为首款有望获批的创新药 (环孢素 A 眼凝胶计划于 2022 年获批) 提供销售现金流及销售团队建设的作用。
- **维持买入评级及目标价 25.2 港元。**我们采用 r-NPV 分别对兆科眼科的创新药和仿制药管线进行估值，并采用 SOTP 得出管线整体估值：创新药管线价值 106 亿人民币，仿制药管线估值 5.5 亿人民币，管线整体估值 112 亿人民币。我们调高了 2021-23E 研发费用预期，但临床进度推进抵消了研发费用提高后对估值的影响，维持 25.2 港元/股不变。
- **投资风险：**核心创新药环孢素 A、NVK-002 等创新药研发及上市进度不如预期；研发进度跟随合作伙伴，或存在延误风险。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	0	0	0	6	55
收入同比增速 (%)	NA	NA	NA	NA	772%
归母净利润	-122	-727	-743	-261	-244
PS (X)	NA	NA	NA	604	69
ROE (%)	NA	NA	-84%	-11%	-11%

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 8 月 19 日

评级

买入

目标价 (港元)	25.2
潜在升幅/降幅	191%
目前股价 (港元)	8.7
52 周内股价区间 (港元)	7.6-15.6
总市值 (百万港元)	4,676
近 3 月日均成交额 (百万港元)	14

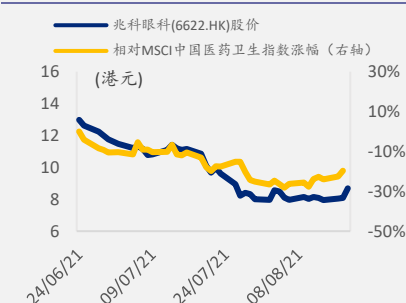
注：截至 2021 年 8 月 18 日收盘价

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：

《兆科眼科 (6622.HK)：眼科新晋扬帆起航》(2021-7-29)

财务报表分析与预测 - 北眼科

利润表

(千人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收益	0	0	0	6,362	55,486
同比变动	NA	NA	NA	NA	772%
销售成本	0	0	0	-636	-5,549
毛利	0	0	0	5,726	49,938
毛利率	NA	NA	0%	90%	90%
其他收入	2,953	68,462	75,308	82,839	91,123
其他收益/(亏损)净额	1,070	-5,487	-6,036	-6,639	-7,303
研发开支	-93,407	-81,779	-269,871	-296,858	-326,544
一般及行政费用	-6,311	-35,002	-38,502	-42,352	-46,588
销售及分销开支	0	-1,542	-1,696	-1,866	-2,985
财务成本	-26,382	-671,633	-501,770	-1,770	-1,770
除税前亏损	-122,077	-726,981	-742,567	-260,921	-244,130
同比变动	NA	NA	NA	NA	NA
税前利润率	NA	NA	NA	-4101%	-440%
所得税	0	0	0	0	0
年内亏损	-122,077	-726,981	-742,567	-260,921	-244,130
同比变动	NA	NA	NA	NA	NA
归母净利润率	NA	NA	NA	-4101%	-440%

现金流量表

(千人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除税前亏损	-122,077	-726,981	-742,567	-260,921	-244,130
折旧	14,525	17,787	18,853	19,984	21,183
无形资产摊销	2,044	2,066	1,956	1,928	1,901
财务成本	26,382	671,633	501,770	1,770	1,770
其他应收款项及预付款项增加	-5,414	-3,434	-1,815	-1,996	-2,196
应收一间关联公司款项增加	0	-13,051	0	0	0
其他应付款项及应计费用增加	10,653	26,561	3,873	4,260	4,686
应付同系附属公司款项增加/(减少)	24,017	-29,225	0	0	0
应付一间关联公司款项增加	0	186	0	0	0
递延收入减少	0	-43	0	0	0
其他	-5,299	-48,923	0	0	0
经营活动所用现金净额	-55,212	-103,425	-217,929	-234,974	-216,784
已抵押存款增加	0	-11,732	0	0	0
原到期日超过三个月的定期存款增加	-82,540	-770,378	0	0	0
购买物业、厂房及设备的预付款项增加	-6,719	-41,066	0	0	0
购买物业、厂房及设备的付款	-18,622	-25,294	-27,162	-28,792	-30,519
购买无形资产的付款	0	-109,595	0	0	0
其他	2,891	2,582	0	0	0
投资活动所用现金净额	-104,990	-955,483	-27,162	-28,792	-30,519
上市开支付款	0	-1,371	-111,020	0	0
银行贷款所得款项	0	10,000	0	0	0
发行普通股所得款项	10,578	0	1,715,648	0	0
发行可转换可赎回优先股所得款	340,583	970,113	0	0	0
已付租金的本金部分	-2,986	-3,400	0	0	0
已付租金的利息部分	-1,583	-1,458	-1,376	-1,376	-1,376
应付一名股东款项减少	-43,706	0	0	0	0
其他	0	-197	-394	-394	-394
融资活动所得现金净额	302,886	973,687	1,602,858	-1,770	-1,770
现金及现金等价物增加/(减少)	142,684	-85,221	1,357,767	-265,536	-249,074
年初现金及现金等价物	7,217	154,769	65,096	1,422,863	1,157,327
外汇汇率变动影响	4,868	-4,452	0	0	0
年末现金及现金等价物	154,769	65,096	1,422,863	1,157,327	908,254

资产负债表

(千人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	130,630	138,458	146,767	155,574	164,910
无形资产	36,901	138,691	136,735	134,807	132,906
购买物业、厂房及设备预付款	7,076	35,814	35,814	35,814	35,814
非流动资产	174,607	312,963	319,316	326,195	333,630
其他应收款项及预付款项	13,502	18,146	19,961	21,957	24,152
应收一名股东款项	127,615	0	0	0	0
应收一间关联公司款项	0	13,051	13,051	13,051	13,051
已抵押银行结余	0	11,083	11,083	11,083	11,083
原到期日超过三个月的定期存款	83,721	806,247	806,247	806,247	806,247
现金及现金等价物	154,769	65,096	1,422,863	1,157,327	908,254
流动资产	379,607	913,623	2,273,204	2,009,665	1,762,787
其他应付款项及应计费用	16,514	38,731	42,604	46,865	51,551
应付同系附属公司款项	162,618	0	0	0	0
应付一间关联公司款项	0	186	186	186	186
银行贷款	0	10,000	10,000	10,000	10,000
租赁负债	4,702	4,749	4,749	4,749	4,749
流动负债	183,834	53,666	57,539	61,800	66,486
租赁负债	26,089	22,778	22,778	22,778	22,778
递延收入	138	94	94	94	94
可转换可赎回优先股	369,685	1,896,016	0	0	0
非流动负债	395,912	1,918,888	22,872	22,872	22,872
股本	0	0	1	1	1
储备	-25,532	-745,968	2,512,108	2,251,187	2,007,058
权益	-25,532	-745,968	2,512,109	2,251,188	2,007,059

财务和估值比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	NA	NA	-2.8	-0.5	-0.5
每股销售额	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
每股股息	0	0	0	0	0
同比变动					
收入	NA	NA	NA	NA	772%
除税前利润	NA	NA	NA	NA	NA
归母净利润	NA	NA	NA	NA	NA
摊薄每股收益	NA	NA	NA	NA	NA
费用与利润率					
毛利率	NA	NA	0%	90%	90%
税前利润率	NA	NA	NA	-4101%	-440%
归母净利润率	NA	NA	NA	-4101%	-440%
回报率					
平均股本回报率	NA	NA	-84%	-11%	-11%
平均资产回报率	-22%	-82%	-39%	-11%	-11%
财务杠杆					
流动比率(x)	2.1	17.0	39.5	32.5	26.5
速动比率(x)	0.9	1.6	25.1	19.1	14.0
现金比率(x)	0.8	1.2	24.7	18.7	13.7
负债/权益(%)	NA	NA	0%	0%	0%
估值					
市盈率(x)	NA	NA	NA	NA	NA
市销率(x)	NA	NA	NA	604.3	69.3
股息率	0%	0%	0%	0%	0%

E=浦银国际预测

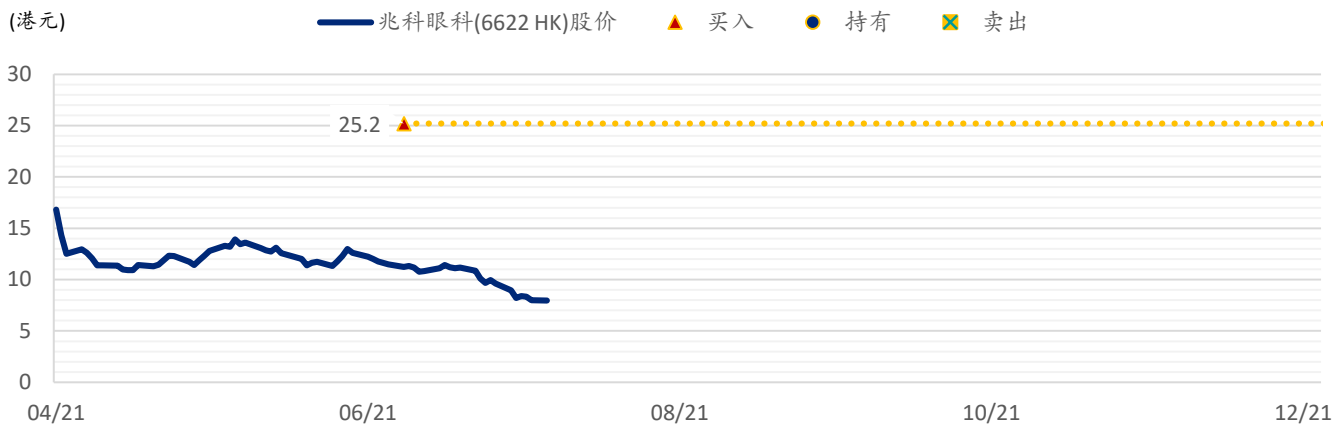
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 兆科眼科财务预测

千人民币	2021E			2022E			2023E		
	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	0	0	0%	6,362	6,362	0%	55,486	55,486	0%
毛利润	0	0	0%	5,726	5,726	0%	49,938	49,938	0%
净利润	-742,567	-562,653	NA	-260,921	-63,016	NA	-244,130	-25,501	NA

资料来源: 浦银国际预测

图表 3: 浦银国际目标价: 兆科眼科



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(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	143.7	买入	240.0	2021年1月27日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	128.6	买入	210.0	2021年5月3日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	155.2	买入	200.0	2021年5月3日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	184.5	买入	200.0	2021年5月3日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	112.6	买入	133.0	2021年1月20日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	11.8	持有	21.0	2021年6月1日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	70.3	买入	122.4	2020年10月13日	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.3	买入	9.5	2021年5月13日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	63.1	买入	99.5	2021年5月18日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	105.5	买入	140.1	2021年8月12日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1100.0	持有	1334.0	2021年1月26日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	8.7	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18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经授权的行为。

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