



荣昌生物 (9995.HK): 核心产品放量, RC48 licensed-out 印证管线竞争力

新上市核心产品泰爱®及爱地希®快速放量, 公司目前正积极筹备与医保局进行的药企座谈, 两款核心药物有望于年底纳入医保目录。此外, 公司近期宣布将维迪西妥单抗 licensed-out 给 Seagen, 印证了该产品的创新性及竞争力, 近期可为公司带来可观现金流。重申买入评级, 目标价升至 145.0 港元。

- 1H21 业绩:** 1H21 营业收入 2,919.2 万人民币, 均为泰爱® (泰它西普/RC18) 销售收入。另一款核心产品爱地希® (维迪西妥单抗/RC48) 于 7 月上市销售, 1H21 暂无贡献销售额。研发费用同比增长 73.5% 至 3.3 亿人民币。归母净亏损扩大至 4.4 亿人民币 (2020 年: 1.9 亿人民币), 经调整归母净亏损 (剔除股权激励) 增至 4.3 亿人民币。
- RC18 及 RC48 放量, 年内有望纳入医保。** RC18 及 RC48 目前均已通过医保目录初步审查, 公司正积极筹备后续与医保局进行的药企座谈, 年底有望纳入医保目录。截至目前, 泰爱®、爱地希® 销售额已达约 4700 万、5500 万人民币, 预计 2 款药 2021 年销售额均超 1 亿人民币。此外, 公司正积极扩充销售队伍, RC18 及 RC48 销售团队规模已分别达 150 人和 200 人, 预计将于年底前分别覆盖 450 家和 500 家医院。
- RC48 licensed-out 有望为公司带来可观现金流。** 公司 8 月宣布将 RC48 大中华和亚洲 (除日本、新加坡) 外地区权益 licensed-out 予 Seagen。作为交易对价, 荣昌生物将收取 2 亿美元首付款及不超过 24 亿美元里程碑付款。预计公司可在 2022-26E 年间获得其中绝大部分里程碑付款, 有望为公司带来可观现金流。后续 Seagen 可能会探索 RC48 与 PD-1 及 HER2 小分子药物 tucatinib 等联用可能性, RC48 有潜力向前线治疗拓展。
- 近期可关注催化剂:** NDA 及适应症获批方面, 公司已于 7 月向 NMPA 提交 RC48 单药治疗 HER2 过度表达尿路上皮癌的上市申请, 预计将于 4Q22E 获批。临床方面, RC18 治疗红斑狼疮的国际多中心 III 期临床预计于年底或 1Q22 开始入组, 治疗类风湿关节炎 III 期预计 2022 年初入组完成。此外, 预计将于近期由 Seagen 获得 2 亿美元首付款。(详见报告第 6 页)
- 重申买入评级, 目标价升至 145.0 港元:** 若年内可获得 RC48 licensed-out 带来的 2 亿美元首付款, 则公司年内有望首次产生盈利。随着 RC18 及 RC48 快速放量, 以及临床进展推进, 我们采用 rNPV 进行估值, 目标价 145.0 港元 (收入预测及 rNPV 假设见下文图 2 至图 6)。维持并重申公司“买入”评级。
- 投资风险:** RC18 及 RC48 销售未如预期; 海外临床和商业化延误。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	0	0	1,500	3,380	4,173
同比变动 (%)	-100%*	NA	NA	125.3%	23.5%
归母净利润	-430	-698	231	1,662	2,034
PS (X)	NA	NA	30.3	13.4	10.9
ROE (%)	185.5%	-19.4%	6.0%	30.3%	27.0%

* 公司于 2018 年有 1,132 万为关联方提供 CRO 业务收入, 2019 年未产生相关收入

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2021 年 8 月 25 日

评级

买入

目标价 (港元)	145.0
潜在升幅/降幅	38%
目前股价 (港元)	104.7
52 周内股价区间 (港元)	60.6-149.8
总市值 (百万港元)	51,286
近 3 月日均成交额 (百万港元)	119

注: 截至 2021 年 8 月 24 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:

《荣昌生物 (9995.HK): 首个 ADC 出海, 维迪西妥单抗海外部分权益许可予 Seagen》(2020-08-12)

《荣昌生物 (9995.HK) 2020 年业绩: ADC 药物料年内获批, 提升目标价》(2021-03-30)

财务报表分析与预测 - 荣昌生物

利润表

人民币百万	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收益	0	0	1,500	3,380	4,173
销售成本	0	0	-25	-49	-132
毛利	0	0	1,475	3,331	4,041
销售及分销开支	-1	-24	-225	-500	-609
行政开支	-68	-218	-225	-248	-272
研发成本	-352	-466	-780	-608	-743
经营利润	-421	-708	245	1,975	2,417
其他收入及收益	38	75	60	51	63
金融资产减值亏损	0	-0	-0	0	0
其他开支	-4	-36	-30	-68	-83
财务成本	-44	-29	-3	-3	-3
除税前亏损	-430	-698	272	1,956	2,394
所得税开支	0	0	-41	-293	-359
净利润	-430	-698	231	1,662	2,034

资产负债表

人民币百万	2019	2020	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	460	803	1,262	1,380	1,505
使用权资产	11	138	173	147	126
其他无形资产	2	5	11	9	8
按公允价值计入全面收益投资	11	13	13	13	13
其他非流动资产	67	182	150	158	165
非流动资产	552	1,140	1,609	1,707	1,817
存货	31	66	132	199	298
应收票据	1	0	5	5	5
预付款项、其他应收款项及其他	30	102	256	269	282
已抵押存款	41	40	113	118	124
现金及现金等价物	35	2,769	2,330	3,769	5,640
流动资产	138	2,977	2,836	4,359	6,349
贸易应付款项及应付票据	68	63	138	145	152
其他应付款项及应计费用	721	211	250	195	245
计息银行借款	60	108	50	51	52
租赁负债	2	43	60	66	73
递延收入	7	6	6	6	6
流动负债	857	431	504	463	528
租赁负债	4	47	70	70	70
递延收入	61	45	45	45	45
非流动负债	64	92	115	115	115
股本及实收资本	169	490	490	490	490
储备	-401	3,105	3,336	4,998	7,033
权益	-232	3,595	3,826	5,488	7,523

现金流量表

人民币百万	2019	2020	2021E	2022E	2023E
除税前亏损	-430	-698	231	1,662	2,034
物业、厂房及设备折旧	40	49	140	153	167
使用权资产折旧	2	28	35	30	26
其他无形资产摊销	1	1	2	2	1
存货增加	-2	-35	-66	-66	-99
预付款项及其他资产减少	-11	-74	-154	-13	-13
其他应付款项增加	23	29	38	-55	50
其他	94	40	73	2	3
经营活动现金净额	-283	-660	301	1,716	2,169
购买物业、厂房及设备项目	-65	-443	-600	-270	-292
购买土地使用权项目	0	-35	-78	-5	-5
其他	-30	-0	0	0	0
投资活动现金净额	-95	-479	-678	-275	-297
银行借款净增加	146	168	-58	1	1
其他	261	3,736	-3	-3	-3
融资活动现金净额	407	3,904	-61	-2	-2
现金及现金等价物增加	29	2,765	-438	1,439	1,871
年初现金及现金等价物	5	35	2,769	2,330	3,769
外汇汇率变动	0	-31	0	0	0
年末现金及现金等价物	35	2,769	2,330	3,769	5,640

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股亏损	-1.2	-1.4	0.5	3.4	4.2
每股净资产	NA	7.5	7.8	11.2	15.4
每股经营现金流	NA	-1.4	0.6	3.5	4.4
每股销售	NA	0.0	3.1	6.9	8.5
估值 (倍)					
P/B	NA	12	12	8	6
P/S	NA	NA	30	13	11
盈利能力指标					
毛利率	NA	NA	98.3%	98.6%	96.8%
经营利润率	NA	NA	16.3%	58.4%	57.9%
净利润率	NA	NA	15.4%	49.2%	48.8%
盈利增长					
营业收入增长率	NA	NA	NA	125.3%	23.5%
经营利润增长率	NA	NA	NA	706.1%	22.4%
净利润增长率	NA	NA	15.4%	49.2%	48.8%
资产收益率指标					
净资产收益率	185.5%	-19.4%	6.0%	30.3%	27.0%
资产回报率	-62.4%	-16.9%	5.2%	27.4%	24.9%
投资资本回报率	185.5%	-19.4%	6.0%	30.3%	27.0%
偿债能力指标					
资产负债率	133.7%	12.7%	13.9%	9.5%	7.9%
流动比率(x)	0.2	6.9	5.6	9.4	12.0
速动比率(x)	0.1	6.7	5.4	9.0	11.5
现金比率(x)	0.3	0.9	0.8	0.9	0.9

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

估值及财务预测

• 估值

由于处于 I 期及之前临床阶段的适应症成功概率较低，我们仅对处于临床 II 期及处于临床前期但成功概率较高的适应症和药物进行估值，并采用经风险调整的 rNPV 估值方法，以反映各临床阶段药物不同的成功上市概率。

我们的 rNPV 估值及核心假设如图表 2 所示：

图表 2：荣昌生物 rNPV 估值

人民币百万	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入	1,500	3,380	4,173	5,005	6,286	7,452	5,971	7,119	8,156	9,189	9,794
泰爱®/RC18/泰它西普	101	157	451	629	954	1,440	2,072	2,551	2,976	3,420	3,691
RC28	-	-	-	55	512	708	926	1,180	1,293	1,536	1,614
爱地希®/RC48/维迪西托单抗	100	259	758	1,357	1,856	2,341	2,973	3,388	3,887	4,232	4,489
RC48 预付款&里程碑付款	1,300	2,964	2,964	2,964	2,964	2,964	-	-	-	-	-
EBIT	245	1,975	2,417	2,886	3,621	4,317	3,142	3,826	4,452	5,084	5,459
EBIT * (1-t)	208	1,679	2,054	2,453	3,078	3,670	2,671	3,252	3,784	4,321	4,640
加：折旧与摊销	178	185	195	206	222	240	245	252	259	265	268
减：营运资金增加/（减少）	(111)	(134)	(62)	(79)	(67)	(73)	(67)	(53)	(45)	(23)	(30)
减：资本开支	(678)	(275)	(297)	(328)	(380)	(412)	(301)	(323)	(329)	(324)	(296)
FCFF	(403)	1,454	1,890	2,252	2,854	3,424	2,548	3,128	3,670	4,238	4,581
YoY		NA	29.9%	19.2%	26.7%	20.0%	-25.6%	22.8%	17.3%	15.5%	8.1%
折现期数	-	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0
现值系数	1.00	0.91	0.84	0.76	0.70	0.64	0.58	0.53	0.49	0.45	0.41
FCFF 现值	(403)	1,329	1,579	1,719	1,991	2,184	1,485	1,667	1,787	1,887	1,864
FCFF 现值合计	17,089										

WACC&永续增长率核心假设	
长期资本结构	
% 债权	20.0%
% 股权	80.0%
债权成本	
债权成本	5.0%
税率	15.0%
税后债权成本	4.3%
股权成本	
无风险收益率	3.0%
Beta	1.10
市场风险溢价	7.0%
股权成本	10.7%
WACC	9.4%
永续增长率	4.0%

rNPV 估值	
FCFF 现值合计	17,089
终值	88,065
终值现值	35,829
企业价值 (EV)	52,918
(-) 负债	(50)
(+) 现金及等价物	2,443
(-) 少数股东权益	-
股权价值	55,311
加权平均股数(百万股)	490
每股价值 (人民币元, 2021 年 12 月 31 日)	112.9
RMB/HKD	1.20
时间价值调整系数	1.07
每股价值 (港币元, 2022 年 8 月 31 日)	145.0

资料来源：浦银国际预测

• 潜在催化剂、核心预测及假设

RC18 及 RC48 均已在国内上市，建议后续关注的 2021-22E 潜在催化剂包括：

- 新药及适应症获批：
 - 1) RC48 治疗 HER2 表达尿路上皮癌在国内获批（4Q22E）
- 临床数据：
 - 1) RC18 治疗 SS 中国 II 期取得初步数据（4Q21E）
 - 2) RC28 治疗 wAMD 中国 Ib 期获得初步数据（2022 年初）
- 临床进展：
 - 1) RC18 治疗 SLE 美国 III 期临床开始入组（4Q21-1Q22E）
 - 2) RC18 治疗 IgA 肾病美国 II 期临床开始入组（4Q21E）
 - 3) RC48 治疗 HER2 表达尿路上皮癌美国 II 期临床启动（2021 年内）
 - 4) RC18 治疗类风湿关节炎 III 期入组完成（2022 年初）
- 对外合作及其他：
 - 1) 由 Seagen 获得 2 亿美元首付款
 - 2) 由 Seagen 获得后续里程碑付款

我们的核心预测及假设如下所示（图表 3 - [图表 6](#)）：

图表 3：荣昌生物核心管线临床进展

泰爱® (RC18/泰它西普)	临床试验	临床阶段	SPDBI 预期获批概率(POS)	SPDBI 预期上市时间
系统性红斑狼疮 SLE	中国	已获批 (2021 年 3 月)	100%	2021.04 已上市
系统性红斑狼疮 SLE	美国	III 期, 预计 4Q21-1Q22 开始入组	90%	1Q25E
神经脊髓炎频谱系疾病 NMOSD	中国	III 期, 入组中	60%	2Q24E
类风湿关节炎	中国	III 期, 入组中, 预计 2022 年初完成入组	65%	1Q26E
IgA 肾病	中国	II 期, 2021 年 8 月已获得初步数据	30%	1Q26E
IgA 肾病	美国	II 期, 预计 4Q21 开始入组	30%	4Q26E
干燥综合征 SS	中国	II 期, 预计 4Q21 取得初步数据	30%	1Q26E
多发性硬化症 MS	中国	II 期, 入组中	30%	4Q26E
重症肌无力 MG	中国	II 期, 入组中	30%	4Q26E

爱地希® (RC48/维迪西托单抗)	临床试验	临床阶段	SPDBI 预期获批概率(POS)	SPDBI 预期上市时间
HER2 表达胃癌 GC	中国	已获批 (2021 年 6 月)	100%	2021.07 已上市
HER2 表达胃癌 GC*	美国	IND	50%	1Q26E
HER2 表达尿路上皮癌 UC	中国	NDA, 2021 年 7 月获受理	90%	4Q22E
HER2 表达尿路上皮癌 UC	美国	II 期, 预计 2021 年内与 Seagen 一起启动	55%	4Q25E
HER2 低表达乳腺癌 BC	中国	III 期, 入组中	70%	4Q23E
HER2 低及不表达尿路上皮 癌 UC	中国	II 期	30%	4Q25E
HER2 阳性乳腺癌伴肝转移	中国	III 期	60%	1Q25E
HER2 表达胆道癌 BTC	中国	II 期, 入组中	30%	4Q25E

RC28	临床试验	临床阶段	SPDBI 预期获批概率(POS)	SPDBI 预期上市时间
湿性老年性黄斑病变 wAMD	中国	Ib 期, 预计 2022 年初获得初步数据	25%	4Q24E
糖尿病黄斑水肿 DME	中国	II 期, 入组中	30%	4Q24E
糖尿病视网膜病变 DR	中国	II 期, 入组中	30%	4Q24E

*RC48 治疗 HER2 表达胃癌已在中国获批, 预计在美国获批的可能性较大, 因此和其他临床 II 期及之后的适应症一同纳入估值范围。

资料来源: 公司资料、浦银国际预测

图表 4: 泰爱® (RC18/泰它西普) 销售收入预测

系统性红斑狼疮 SLE (中国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
中国 SLE 患者人数(万人)	104.0	104.3	104.6	104.8	105.0	105.1	105.3	105.4	105.4	105.4	105.5
适用泰它西普治疗的 SLE 患者比例	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
适用患者人数 (万人)	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0
市场份额 %	0.5%	0.6%	2.2%	3.1%	4.1%	4.8%	6.0%	6.6%	7.2%	7.7%	8.0%
使用该药患者人数 (万人)	0.17	0.20	0.82	1.13	1.52	1.76	2.20	2.43	2.67	2.85	2.95
年治疗费用(人民币万元)	11.3	11.3	8.1	8.1	7.7	7.7	7.3	7.3	6.9	6.9	6.6
依从率 %	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%	68%
季度调整	75%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS, %)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)	101	157	451	621	793	915	1,088	1,204	1,254	1,340	1,320
系统性红斑狼疮 SLE (美国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
美国 SLE 患者人数(万人)					28.6	28.8	28.9	29.1	29.3	29.4	29.6
适用泰它西普治疗的 SLE 患者比例					35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
适用患者人数 (万人)					9.9	9.9	10.0	10.0	10.1	10.1	10.2
市场份额 %					0.4%	0.9%	1.3%	1.8%	2.5%	2.8%	3.5%
使用该药患者人数 (万人)					0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
年治疗费用(人民币万元)					54	51	49	46	44	42	40
依从率%					70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
季度调整					100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS, %)					90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)					126	294	408	536	686	755	902
神经脊髓炎频谱系疾病 NMOSD (中国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
中国 NMOSD 患者人数(万人)				5.04	5.05	5.05	5.06	5.07	5.07	5.07	5.07
治疗患者比例 %				70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
市场份额 %				1.3%	3.1%	4.5%	6.3%	8.4%	9.7%	12.1%	13.4%
使用该药患者人数 (万人)				0.05	0.11	0.16	0.22	0.30	0.34	0.43	0.47
年治疗费用(人民币万元)				8.1	7.7	7.7	7.3	7.3	6.9	6.9	6.6
依从率%				70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
季度调整				50%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS)				60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)				8	36	52	68	91	100	125	131
类风湿关节炎 (中国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
中国类风湿性关节炎患者人数(万人)						606.60	607.30	607.83	608.17	608.36	608.39
适用患者比例						5%	5%	5%	5%	5%	5%
适用患者人数 (万人)						30.33	30.37	30.39	30.41	30.42	30.42
市场份额 %						0.7%	1.6%	2.3%	3.2%	4.3%	5.0%
使用该药患者人数 (万人)						0.20	0.49	0.71	0.98	1.31	1.51
年治疗费用(人民币万元)						7.7	7.3	7.3	6.9	6.9	6.6
依从率%						60%	60%	60%	60%	60%	60%
季度调整						100%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS)						65%	65%	65%	65%	65%	65%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)						60	138	202	263	353	387

(接下页...)

(...接上页)

IgA 肾病 (中国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
中国 IgA 肾病患者人数(万人)						212.31	212.56	212.74	212.86	212.93	212.94
适用患者比例						50%	50%	50%	50%	50%	50%
适用患者人数 (万人)						106.15	106.28	106.37	106.43	106.46	106.47
市场份额 %						0.4%	1.0%	1.4%	1.9%	2.6%	3.0%
年治疗费用(人民币万元)						7.7	7.3	7.3	6.9	6.9	6.6
依从率%						65%	65%	65%	65%	65%	65%
季度调整						100%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS)						30%	30%	30%	30%	30%	30%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)						63	146	212	277	372	407
IgA 肾病 (美国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
美国 IgA 患者人数(万人)						51.40	51.68	51.96	52.23	52.51	52.79
适用患者比例						50%	50%	50%	50%	50%	50%
适用患者人数 (万人)						25.70	25.84	25.98	26.12	26.26	26.39
市场份额 %						0.4%	1.0%	1.4%	1.9%	2.6%	3.0%
年治疗费用(人民币万元)						51.1	48.5	46.1	43.8	41.6	39.5
依从率%						70%	70%	70%	70%	70%	70%
季度调整						25%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS, %)						30%	30%	30%	30%	30%	30%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)						24	136	179	229	252	301
干燥综合征 SS (中国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
中国 SS 患者人数(万人)						60.66	60.73	60.78	60.82	60.84	60.84
复发患者比例						50%	50%	50%	50%	50%	50%
适用患者人数 (万人)						30.33	30.37	30.39	30.41	30.42	30.42
市场份额 %						0.7%	1.6%	2.4%	3.3%	4.4%	5.1%
使用该药患者人数 (万人)						0.20	0.50	0.73	1.00	1.34	1.54
年治疗费用(人民币万元)						7.7	7.3	7.3	6.9	6.9	6.6
依从率%						65%	65%	65%	65%	65%	65%
季度调整						100%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS)						30%	30%	30%	30%	30%	30%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)						30	71	103	135	181	198
多发性硬化症 MS (中国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
中国 MS 患者人数(万人)						4.75	4.76	4.76	4.76	4.77	4.77
适用患者比例 %						30%	30%	30%	30%	30%	30%
适用患者人数 (万人)						1.43	1.43	1.43	1.43	1.43	1.43
市场份额 %						0.6%	1.5%	2.2%	3.1%	4.1%	4.8%
使用该药患者人数 (万人)						0.01	0.02	0.03	0.04	0.06	0.07
年治疗费用(人民币万元)						7.7	7.3	7.3	6.9	6.9	6.6
依从率%						70%	70%	70%	70%	70%	70%
季度调整						25%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS)						30%	30%	30%	30%	30%	30%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)						0	3	5	6	9	9
重症肌无力 MG (中国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
中国 MG 患者人数(万人)						20.22	20.24	20.26	20.27	20.28	20.28
适用患者比例 %						30%	30%	30%	30%	30%	30%
适用患者人数 (万人)						6.07	6.07	6.08	6.08	6.08	6.08
市场份额 %						0.6%	1.4%	2.1%	2.9%	3.9%	4.5%
使用该药患者人数 (万人)						0.04	0.09	0.13	0.18	0.24	0.27
年治疗费用(人民币万元)						7.7	7.3	7.3	6.9	6.9	6.6
依从率%						70%	70%	70%	70%	70%	70%
季度调整						25%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS)						30%	30%	30%	30%	30%	30%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)						1	13	20	26	34	38
RC18 经 POS 调整销售收入 (RMB m)	101	157	451	629	954	1,440	2,072	2,551	2,976	3,420	3,691
YoY		56.0%	187.0%	39.5%	51.7%	50.9%	43.9%	23.1%	16.7%	14.9%	7.9%

资料来源: 浦银国际预测

图表 5: 爱地希® (RC48/维迪西托单抗) 销售收入预测

HER2 过度表达胃癌 (中国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
中国胃癌新发人数(万人)	52.50	52.65	52.79	52.90	53.00	53.08	53.14	53.18	53.22	53.23	53.23
中国 GC 患者中 HER2 高表达比例	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
局部晚期或转移性 GC 比例	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
3L 治疗比例	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
适用患者人数 (万人)	2.31	2.32	2.32	2.33	2.33	2.34	2.34	2.34	2.34	2.34	2.34
市场份额 %	1.9%	2.4%	6.6%	9.1%	12.2%	14.0%	17.5%	19.4%	21.2%	22.7%	23.5%
使用该药患者人数 (万人)	0.04	0.05	0.15	0.21	0.28	0.33	0.41	0.45	0.50	0.53	0.55
年治疗费用(人民币万元)	55	55	52	52	51	51	51	51	50	50	50
依从率%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
季度调整	50%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)	100	253	672	926	1,231	1,421	1,760	1,948	2,114	2,259	2,318
HER2 过度表达胃癌 (美国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
美国胃癌新发人数(万人)						2.88	2.89	2.91	2.93	2.94	2.96
美国 GC 患者中 HER2 高表达比例						22%	22%	22%	22%	22%	22%
局部晚期或转移性 GC 比例						35%	35%	35%	35%	35%	35%
适用患者人数 (万人)						0.22	0.22	0.22	0.23	0.23	0.23
市场份额 %						2.0%	4.8%	7.0%	9.6%	12.9%	14.9%
使用该药患者人数 (万人)						0.00	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03
年治疗费用(人民币万元)						253	253	248	248	243	243
依从率%						85%	85%	85%	85%	85%	85%
季度调整						100%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS)						50%	50%	50%	50%	50%	50%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)						47	116	166	229	302	350
收取特许权使用费比例						15%	15%	15%	15%	15%	15%
收取特许权使用费						7	17	25	34	45	53
HER2 过度表达尿路上皮癌 (中国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
中国尿路上皮癌新发人数(万人)		7.82	7.84	7.86	7.87	7.89	7.89	7.90	7.91	7.91	7.91
UC 患者中 HER2 高表达比例 %		28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
局部晚期或转移性 UC 比例 %		25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
3L 治疗比例 %		50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
适用患者人数 (万人)		0.27	0.27	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28	0.28
市场份额 %		2.0%	4.9%	7.1%	9.8%	13.1%	15.1%	18.9%	20.9%	22.9%	24.4%
年治疗费用(人民币万元)		54.8	51.6	51.6	51.1	51.1	50.5	50.5	50.0	50.0	49.5
依从率%		80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
季度调整		25%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS)		90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)		5	50	73	99	133	152	190	208	228	241
HER2 过度表达尿路上皮癌 (美国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
美国尿路上皮癌新发人数(万人)					7.46	7.50	7.55	7.59	7.63	7.67	7.71
美国 UC 患者中 HER2 高表达比例 %					28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
局部晚期或转移性 GC 比例 %					15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
适用患者人数 (万人)					0.31	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32
市场份额 %					1.4%	3.5%	5.1%	6.9%	9.3%	10.7%	13.4%
使用该药患者人数 (万人)					0.00	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04
年治疗费用(人民币万元)					258	253	253	248	248	243	243
依从率%					80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
季度调整					25%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS)					55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)					13	122	178	241	325	369	464
收取特许权使用费比例					15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
收取特许权使用费					2	18	27	36	49	55	70

(接下页...)

(... 接上页)

HER2 低表达晚期乳腺癌 (中国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
中国乳腺癌新发人数(万人)			32.18	32.24	32.30	32.35	32.39	32.42	32.44	32.45	32.45
BC 患者中 HER2 低表达比例 %			50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
局部晚期或转移性 BC 比例 %			40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
3L 治疗比例 %			30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
适用患者人数 (万人)			1.93	1.93	1.94	1.94	1.94	1.95	1.95	1.95	1.95
市场份额 %			2.5%	6.0%	8.8%	12.1%	16.2%	18.7%	23.3%	25.8%	28.3%
使用该药患者人数 (万人)			0.05	0.12	0.17	0.23	0.31	0.36	0.45	0.50	0.55
年治疗费用(人民币万元)			51.6	51.6	51.1	51.1	50.5	50.5	50.0	50.0	49.5
依从率%			85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
季度调整			25%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS)			70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)			37	359	517	712	947	1,092	1,352	1,496	1,623
HER2 阳性乳腺癌伴肝转移 (中国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
中国乳腺癌新发人数(万人)					32.30	32.35	32.39	32.42	32.44	32.45	32.45
HER2 阳性比例 %					25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
乳腺癌肝转移比例 %					5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
3L 治疗比例 %					30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
适用患者人数(万人)					0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
市场份额 %					0.9%	2.3%	3.4%	4.6%	6.2%	7.2%	8.9%
使用该药患者人数(万人)					0.001	0.003	0.004	0.006	0.008	0.009	0.011
年治疗费用(人民币万元)					51.1	51.1	50.5	50.5	50.0	50.0	49.5
依从率%					70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
季度调整					100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS)					60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)					2	6	9	12	16	18	23
HER2 低及不表达尿路上皮癌 (中国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
中国尿路上皮癌新发人数(万人)					7.87	7.89	7.89	7.90	7.91	7.91	7.91
HER2 低及不表达比例 %					72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%
局部晚期或转移性 UC 比例 %					25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
3L 治疗比例 %					50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
适用患者人数(万人)					0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71	0.71
市场份额 %					1.6%	3.9%	5.6%	7.7%	10.4%	11.9%	14.9%
使用该药患者人数(万人)					0.01	0.03	0.04	0.05	0.07	0.08	0.11
年治疗费用(人民币万元)					51.1	51.1	50.5	50.5	50.0	50.0	49.5
依从率%					70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
季度调整					25%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS)					30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)					3	29	42	58	77	89	110
HER2 表达胆道癌 BTC (中国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
中国胆道癌新发人数(万人)					6.86	6.87	6.88	6.89	6.89	6.89	6.90
HER2 表达比例 %					10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
2L 治疗比例 %					60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
适用患者人数(万人)					0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41
市场份额 %					1.2%	2.9%	4.2%	5.8%	7.8%	8.9%	11.2%
使用该药患者人数(万人)					0.00	0.01	0.02	0.02	0.03	0.04	0.05
年治疗费用(人民币万元)					51.1	51.1	50.5	50.5	50.0	50.0	49.5
依从率%					75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
季度调整					25%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS)					30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)					1	14	20	27	36	42	52

(... 接下页)

(...接上页)

Licensed-out 给 Seagen (2021 年 8 月)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
预付款	1,300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
里程碑付款	0	3,120	3,120	3,120	3,120	3,120	0	0	0	0	0
获得概率	0%	95%	95%	95%	95%	95%	0%	0%	0%	0%	0%
经风险调整里程碑付款	0	2,964	2,964	2,964	2,964	2,964	0	0	0	0	0
经 POS 调整销售收入 (RMB m, 不含预付款&里程碑)	100	259	758	1,357	1,856	2,341	2,973	3,388	3,887	4,232	4,489
YoY	0.0%	159.5%	193.0%	79.0%	36.7%	26.1%	27.0%	14.0%	14.7%	8.9%	6.1%
预付款&里程碑付款	1,300	2,964	2,964	2,964	2,964	2,964	0	0	0	0	0
经 POS 调整销售收入(RMB m, 含预付款&里程碑)	1,400	3,223	3,722	4,321	4,820	5,305	2,973	3,388	3,887	4,232	4,489
YoY	0.0%	130.2%	15.5%	16.1%	11.5%	10.1%	-44.0%	14.0%	14.7%	8.9%	6.1%

资料来源: 浦银国际预测

图表 6: RC28 销售收入预测

湿性老年性黄斑病变 wAMD (中国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
中国 wAMD 人数(万人)				377.9	378.6	379.1	379.6	379.9	380.1	380.2	380.2
市场份额 %				0.2%	0.5%	0.7%	1.0%	1.3%	1.5%	1.9%	2.1%
使用该药患者人数 (万人)				0.8	1.9	2.7	3.8	5.0	5.8	7.3	8.0
年治疗费用(人民币万元)				3.0	2.9	2.7	2.6	2.4	2.3	2.2	2.1
依从率 %				60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
季度调整				25%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS)				25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)				9	80	111	145	184	202	240	252
糖尿病视网膜病变 DME (中国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
中国 DME 人数(万人)				692.3	693.5	694.6	695.4	696.0	696.4	696.6	696.6
市场份额 %				0.2%	0.5%	0.7%	1.0%	1.3%	1.5%	1.9%	2.1%
使用该药患者人数 (万人)				1.4	3.4	5.0	6.9	9.2	10.6	13.3	14.7
年治疗费用(人民币万元)				3.0	2.9	2.7	2.6	2.4	2.3	2.2	2.1
依从率 %				60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
季度调整				25%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS)				30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)				19	176	243	318	406	444	528	555
糖尿病视网膜病变 DR (中国)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
中国 DR 人数(万人)				1,007.6	1,009.5	1,011.0	1,012.2	1,013.0	1,013.6	1,013.9	1,014.0
市场份额 %				0.2%	0.5%	0.7%	1.0%	1.3%	1.5%	1.9%	2.1%
使用该药患者人数 (万人)				2.0	5.0	7.3	10.0	13.4	15.5	19.4	21.4
年治疗费用(人民币万元)				3.0	2.9	2.7	2.6	2.4	2.3	2.2	2.1
依从率 %				60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
季度调整				25%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
获批概率(POS)				30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
经 POS 调整销售收入 (RMB m)				27	256	354	463	590	647	768	807
RC28 经 POS 调整销售收入 (RMB m)	0	0	0	55	512	708	926	1,180	1,293	1,536	1,614
YoY	NA	NA	NA	NA	830.6%	38.4%	30.8%	27.5%	9.6%	18.8%	5.1%

资料来源: 浦银国际预测

图表 7: 2021E-2023E 财务预测变动

人民币百万	2021E			2022E			2023E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	1,500	1,422	5.5%	3,380	2,991	13.0%	4,173	3,611	15.6%
毛利润	1,475	1,280	15.3%	3,331	2,692	23.8%	4,041	3,250	24.4%
毛利率 (%)	98.3%	90.0%	8.3pcts	98.6%	90.0%	8.6 pcts	96.8%	90.0%	6.8 pcts
归母净利润	231	194	19.0%	1,662	1,173	41.7%	2,034	1,472	38.3%
归母净利率 (%)	15.4%	13.7%	1.7 pcts	49.2%	39.2%	10.0 pcts	48.8%	40.8%	8.0 pcts

资料来源: 浦银国际预测

图表 8: 浦银国际预测 vs Bloomberg 一致预期

	2021E	2022E	2023E
营业收入 (人民币百万)			
- SPDBI 预测	1,500	3,380	4,173
- Bloomberg 一致预期	570	1,429	2,765
- SPDBI 预测 vs. Bloomberg 一致预期 (%)	163.2	136.6	51.0
毛利率 (%)			
- SPDBI 预测	98.3	98.6	96.8
- Bloomberg 一致预期	84.6	87.0	87.9
- SPDBI 预测 vs. Bloomberg 一致预期 (pcts)	13.7	11.6	8.9
EBIT (人民币百万)			
- SPDBI 预测	245	1,975	2,417
- Bloomberg 一致预期	-278	-279	689
- SPDBI 预测 vs. Bloomberg 一致预期 (%)	NA	NA	250.6
归母净利润(人民币百万)			
- SPDBI 预测	231	1,662	2,034
- Bloomberg 一致预期	-239	-102	585
- SPDBI 预测 vs. Bloomberg 一致预期 (%)	NA	NA	247.9
EPS (人民币万元)			
- SPDBI 预测	0.47	3.39	4.15
- Bloomberg 一致预期	(0.97)	(0.59)	0.87
- SPDBI 预测 vs. Bloomberg 一致预期 (%)	NA	NA	378.5

*正数代表浦银国际预测高于 BBG 一致预期比例, 负数代表浦银国际预测低于 BBG 一致预期比例; 数据截至 2021 年 8 月 24 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 9: 浦银国际目标价: 荣昌生物



注: 截至 2021 年 8 月 24 日收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

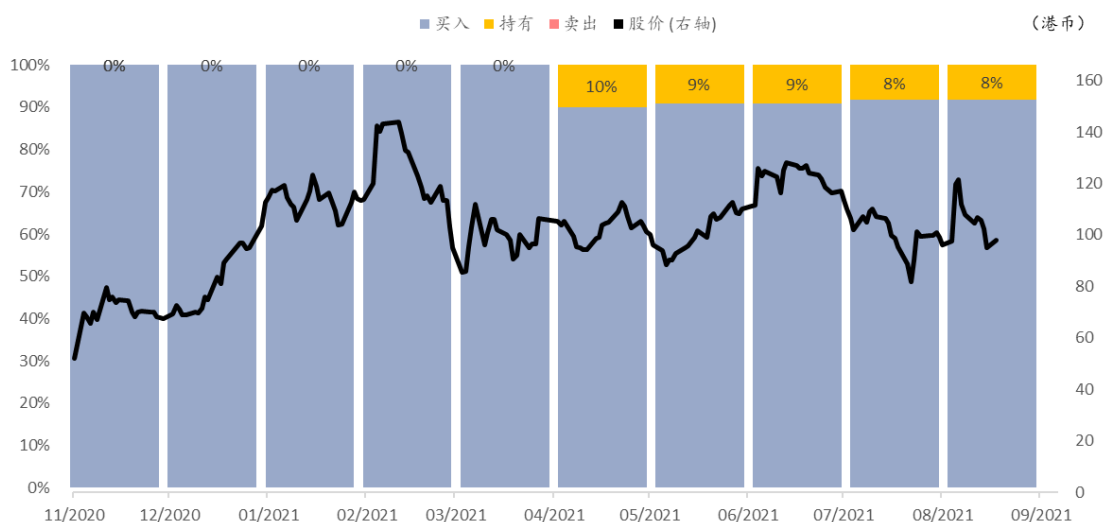
图表 10: SPDBI 医疗行业覆盖公司

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	151.3	买入	240.0	2021年1月27日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	130.9	买入	210.0	2021年5月3日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	164.0	买入	200.0	2021年5月3日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	196.0	买入	200.0	2021年5月3日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	121.7	买入	155.0	2021年8月24日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	11.3	持有	21.0	2021年6月1日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	61.8	买入	91.0	2021年8月26日	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.2	买入	9.5	2021年5月13日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	49.2	买入	99.5	2021年5月18日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	104.7	买入	145.0	2021年8月27日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1141.0	持有	1334.0	2021年1月26日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	7.2	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 24 日收盘价

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 11: 荣昌生物市场普遍预期



注: 股价截至 2021 年 8 月 24 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 12: 荣昌生物 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司增长好于预期

目标价: 174.0 港元
概率: 30%

- 管线药物研发及获批进度快于预期;
- RC18 在美国顺利进行临床并获批;
- 新药上市后销售情况优于预期;
- 将管线内药品 License out 于其他地区获得收入。

悲观情景: 公司增长不及预期

目标价: 116.0 港元
概率: 20%

- 药物管线的开发和上市申请未如预期;
- RC18 在美国进行的临床和商业计划受到中美关系的影响而搁置;
- 药品销售不及预期。

资料来源: 浦银国际

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团—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