

荣昌生物 (9995.HK)

浦银国际启航 2022 企业日纪要

1月13日,我们邀请荣昌生物管理层来参加我们的浦银企业日。管理层指出,2022年公司将继续深耕泰它西普和维迪西妥单抗的临床开发和商业化拓展,并将实现多个重要里程碑事件。同时,BD也将逐渐成为公司的业务重心之一,未来license-in和合作开发可期。我们维持对公司的“买入”评级和145.0港元的目标价,并重申荣昌为我们2022年医疗板块首选标的之一。

- 泰它西普国内外开发齐头并进:**管理层表示,截至2021年底,泰它西普商业化团队约140人,预计随着产品正式进入医保目录,团队和医院覆盖还将继续扩大,并着力拓展有红斑狼疮(SLE)相关诊断和治疗能力的医院。今年,公司除了继续推广该药在SLE中的使用,也会利用已有的临床数据推广IgA肾病、类风湿性关节炎等超适应症使用。公司预计泰它西普2022年销售金额约3亿人民币。海外红斑狼疮III期试验将于1H22分两阶段展开,其中第一阶段将招募约100名病人。如果第一阶段数据优秀,公司可能会考虑在海外寻找授权机会。

- 维迪西妥单抗尿路上皮癌适应症获批,海外开发提上日程:**1月5日,中国药监局正式批准维迪西妥单抗用于二线治疗HER2过表达尿路上皮癌,距离适应症扩展申请获受理仅不到半年,我们认为快于市场此前的预期。管理层表示,到2021年底,维迪西妥的销售队伍约180人,今年还将继续增加。公司预计2022年销售金额约4亿人民币。此外,就维迪西妥尿路上皮癌适应症在美国的临床开发,公司的海外合作伙伴Seagen和FDA进行了沟通,目前计划2022年在美国开展两项治疗HER2表达尿路上皮癌的注册性临床试验:1)单药治疗;2)联合PD-1一线治疗。在HER2高表达乳腺癌领域,Seagen也在考虑将维迪西妥和其已上市的小分子HER2抑制剂tucatinib联用,后者在美国获批用于二线及以上HER2阳性转移性乳腺癌(包括脑转移病人)的治疗。

- BD进程将加速:**管理层表示,公司于1H21开始组建国内BD团队,今年元旦后,美国也到岗了一位重磅级的高管担任公司BD业务总负责人。同时,公司正积极寻找对价合理的license-in或共建合资公司进行共同开发的机会,聚焦管线中现有的三大疾病领域,即自身免疫、肿瘤和眼科,在这些领域中公司已有较成熟的临床和/或销售团队,可和新产品形成协同效应。技术路线方面,剂型改良药和新型ADC等都在考虑范围内。

丁政宁

医疗分析师

ethan_ding@spdbi.com
(852) 2808 6442

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2022年1月17日

评级

买入

目标价(港元)	145.0
潜在升幅/降幅	108%
目前股价(港元)	69.6
52周内股价区间(港元)	108.0-148.0
总市值(百万港元)	34,092
近3月日均成交额(百万港元)	84

注:截至2022年1月14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



扫码关注浦银国际研究

浦银国际

企业日纪要

荣昌生物 (9995.HK)

- **催化剂方面，2022 将是多点开花的一年（见图表 1）：**根据管理层的梳理，今年公司有机会在临床和资本市场达成多个里程碑事件：1) 科创板 IPO 注册申请近期获中国证监会批准，预计 1H22 完成上市；2) 泰它西普 国内外多项 III 期试验将启动，同时有多个正在进行的 II 期/III 期试验将进行数据读出；3) 维迪西妥 与 PD-1/PD-L1 联合疗法将开展多项国内临床，包括与君实生物的 PD-1 特瑞普利单抗和公司自研的 PD-L1 RC98；4) RC28 (VEGF/FGF 融合蛋白) 和 RC88 (c-MET ADC) 临床数据读出、此后将开展 RC28 的 III 期和 RC88 的 II 期临床试验。
- **荣昌生物是我们 2022 年生物科技板块首选标的：**我们维持对公司的“买入”评级和 145 港元的目标价，并重申荣昌生物为我们 2022 年医疗行业的首选标的之一，看好其：1) 强大的自主研发能力、差异化的 ADC 管线和开发平台；2) 极具吸引力的估值水平 (341 亿港元市值，远低于可比公司和历史平均)；3) 医保覆盖后主要产品放量确定性较强、后续管线开发风险可控；4) 丰富的短期催化剂。
- **投资风险：**泰它西普和维迪西妥销售不及预期；国内外临床延误。

图表 1: 公司 2022 年潜在里程碑事件

产品 / 类别	预期达成时间	事件
泰它西普	1H22	重症肌无力 (MG) 国内 II 期数据读出 SLE 美国 III 期临床试验启动 SLE 国内确证性 III 期数据读出
	2H22	IgA 肾病美国 II 期美国中期结果读出 (1H22 或 2H22) 国内 BLA 申报: SLE (正式批准) 国内数据读出: 类风湿关节炎 III 期 国内启动临床: 儿童 SLE 注册性试验、狼疮肾炎 III 期、IgA 肾病 III 期、干燥综合征 III 期、MG III 期 海外启动临床: MG III 期试验
维迪西妥单抗	1H22	Seagen 开展针对 HER2 表达尿路上皮癌单药治疗的美国 II 期试验
	2H22	国内启动临床 (+特瑞普利单抗): 围手术期尿路上皮癌 II 期、一线尿路上皮癌 III 期、胃癌新辅助治疗 国内启动临床 (+RC98): 末线胃癌 I 期 海外启动临床 (+PD-1): 一线尿路上皮癌 III 期
其他	2022	科创板 IPO (1H22) RC28: 完成糖尿病性黄斑水肿 (DME) II 期试验 (2H)、启动湿性年龄相关性黄斑病变 (wAMD) III 期试验 (2H22) RC88: 启动治疗实体瘤的全球 II 期试验

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 2：港股生物科技企业估值表

代码	公司名称	股价 (港币)	市值 (港币百万)	过去 1 个月 股价变动 (%)	年初至 今股价 变动 (%)	12 个月滚动远 期市销率		市销率			收入同比变动		
						现值	3 年均 值	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
6160 HK	百济神州	144.5	211,165	(9.2)	(11.5)	17.6	25.8	21.7	18.7	7.7	300.7	15.7	143.3
1877 HK	君实生物	51.5	76,100	45.9	1.7	23.3	19.8	19.1	23.6	18.8	127.3	-18.9	25.6
6185 HK	康希诺	173.9	65,732	(1.2)	(2.4)	4.7	20.1	8.3	4.8	3.8	34,419.7	74.2	27.7
1801 HK	信达生物	44.3	64,698	(22.9)	(13.8)	7.4	19.9	11.7	7.5	5.6	10.4	54.9	34.0
9688 HK	再鼎医药	402.0	38,756	(24.5)	(24.0)	13.4	62.7	29.5	14.0	7.4	229.1	111.2	88.7
9995 HK	荣昌生物	69.6	34,093	(16.2)	(13.6)	21.4	92.2	28.3	22.5	10.6	NA	25.5	112.9
9926 HK	康方生物	28.9	23,572	(21.9)	(16.8)	13.5	50.3	46.8	14.2	6.8	NA	229.8	109.0
9969 HK	诺诚健华	14.0	20,965	(16.1)	(12.0)	29.9	83.1	16.1	32.7	10.7	74,794.1	-50.7	204.3
9966 HK	康宁杰瑞	13.1	12,293	(4.6)	(3.4)	31.8	1,315.6	93.2	33.8	14.1	NA	176.0	139.0
2696 HK	复宏汉霖	22.6	12,256	(21.4)	4.8	3.5	15.3	6.8	3.6	2.4	156.6	88.0	52.0
1952 HK	云顶新耀	36.3	10,836	4.9	22.1	40.8	292.3	1,400.0	60.9	5.2	NA	2,199.9	1,066.9
1477 HK	欧康维视	16.1	10,721	(10.5)	(11.9)	28.6	112.3	117.4	30.5	12.3	444.9	284.8	147.2
1167 HK	加科思	12.3	9,489	(8.4)	(14.8)	19.7	27.6	29.0	19.3	33.8	-44.9	50.0	-42.8
6606 HK	诺辉健康	21.0	9,025	8.7	27.1	23.5	61.0	55.4	24.7	11.7	NA	124.2	110.5
2616 HK	基石药业	7.6	8,987	(5.5)	(4.2)	7.2	63.0	28.3	7.6	3.8	-73.9	274.4	97.9
6855 HK	亚盛医药	27.1	7,111	4.1	(4.6)	20.1	491.5	43.0	24.3	4.4	977.5	77.0	452.2
6996 HK	德琪医药	9.3	6,211	(10.7)	(8.1)	35.7	158.7	489.3	39.8	11.4	NA	1,130.0	247.6
2142 HK	和铂医药	6.6	5,083	(24.8)	(16.4)	18.7	49.5	73.2	19.9	8.4	-38.1	267.2	137.2
2126 HK	药明巨诺	11.5	4,688	(1.0)	(15.5)	12.4	33.9	43.9	13.6	4.4	NA	223.1	208.7
1672 HK	歌礼制药	4.2	4,608	91.8	62.6	38.7	12.2	60.4	39.5	27.3	125.9	52.9	44.8
9939 HK	开拓药业	11.7	4,519	(75.8)	(5.7)	0.4	121.8	61.1	0.4	1.3	NA	16,312.1	-71.6
6978 HK	永泰生物	8.2	4,220	(41.0)	(47.2)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2552 HK	华领医药	3.8	3,957	(1.3)	(1.1)	11.1	22.4	NA	12.2	4.1	NA	NA	199.6
2181 HK	迈博药业	0.9	3,753	(7.1)	(9.0)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6998 HK	嘉和生物	6.7	3,382	(9.7)	(5.5)	8.0	36.9	51.1	8.4	4.3	420.5	507.9	97.2
6622 HK	兆科眼科	5.3	2,872	(7.1)	(7.9)	30.3	84.2	58.5	33.9	9.5	NA	72.2	258.4
3681 HK	中国抗体	2.6	2,646	(9.8)	(6.3)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1875 HK	东曜药业	4.1	2,522	3.0	(4.0)	6.0	8.3	20.9	6.2	3.2	337.8	235.9	93.5
市值加权平均						16.5	69.5	51.8	17.7	8.9			

E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2022 年 1 月 14 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际；

图表 3：浦银国际目标价：荣昌生物



注：截至 2022 年 1 月 14 日收盘。
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	133.6	买入	240.0	2021 年 1 月 27 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	114.0	买入	210.0	2021 年 5 月 3 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	120.0	买入	202.6	2021 年 8 月 30 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	133.1	买入	208.5	2021 年 8 月 30 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	92.3	买入	155.0	2021 年 8 月 24 日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	6.9	持有	7.7	2021 年 12 月 22 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	27.7	买入	40.7	2021 年 11 月 17 日	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.1	买入	9.5	2021 年 5 月 13 日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	36.3	买入	84.4	2021 年 12 月 17 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	69.6	买入	145.0	2021 年 8 月 27 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	402.0	买入	974.0	2021 年 12 月 10 日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	5.3	买入	25.2	2021 年 6 月 28 日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	6.2	买入	9.1	2021 年 12 月 30 日	制药

资料来源：Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 1 月 14 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人士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

