



## 再鼎医药 (9688.HK): 2021 年收入符合预期, 研发、BD、商业化多点发力

公司 2021 年录得 1.44 亿美元收入, 符合市场预期; 其中则乐销售收入近 1 亿, 全年现金消耗可控。公司股价年初至今下跌 25%, 我们认为主要和生物科技板块整体情绪波动有关, 随着情绪企稳, 公司未来 12 个月丰富的催化剂和管线蕴含的巨大中长期价值仍将推动股价回归合理水平。维持“买入”评级并调整目标价至 890 港元。

- 产品销售快速放量, 商业化能力开始验证:** 2021 年收入 1.443 亿美元, 较 2020 年同期收入 4,896 万美元增长 195%, 符合市场预期。分产品看: 1) 则乐®销售收入 9,360 万美元 (+191% YoY), 考虑到医保再谈判后 4Q21 给予分销商 750 万美元的价格调整补偿, 实际票面销售超 1 亿美元; 2) 爱普盾®销售收入 3,890 万美元 (+137% YoY); 3) 去年 3 月获批的擎乐®销售收入 1,160 万美元。三款产品 4Q21 销售分别达 2,951 万 (+200% YoY) / 1,154 万 (+131% YoY) / 292 万美元。我们认为这些销售表现 (尤其是则乐®上市仅两年便录得 6 亿人民币以上的年销售额) 反映了公司强大的商业化能力 (详见内页), 公司仍是海外药企进行中国 BD 的首选合作伙伴之一。
- 费用受新 BD 交易影响上升较快, 但整体现金支出可控:** 2021 年归母净亏损 7.045 亿美元, 亏损略大于市场预期、且较 2020 年同期亏损 2.689 亿美元扩大, 主因: 1) 研发支出 5.733 亿美元, 同比增长 157%, 主因年内发生八项新签的许可协议的首付款、正在进行及新启动的后期临床研究的相关费用、增聘研发人员的工资增加, 剔除首付款后的核心研发费用为 2.52 亿美元 (+81% YoY); 2) 销售、一般及行政开支 2.188 亿美元 (+97% YoY), 主要由于商业化团队扩大以及再鼎医药持续在中国扩展和投资商业经营的相关开支所致。毛利率大致维持稳定在 64% (2020: 66%)。核心现金支出为 3.1 亿美元 (+116% YoY), 相比 14.1 亿美元的现金储备相对可控。
- 估值修复空间巨大, 维持“买入”评级:** 考虑到近期国内监管和定价环境不确定性升高, 我们对产品放量速度进行更谨慎的预测, 下调 2022-24E 收入预测约 7-8%。基于 rNPV 估值模型得出的目标价为 890 港元, 维持买入评级。我们的目标价暗含未来 12 个月 133% 的潜在上升空间, 主要由以下因素驱动: 1) 围绕中国生物科技板块的负面情绪正逐渐消散, 短期内企稳后估值修复空间巨大; 2) 公司未来一年内将迎来众多临床和监管催化剂 (详见内页)。
- 投资风险:** 研发失败或滞后、BD 进展受挫、产品销售不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	49	144	288	577	1,056
收入同比增速 (%)	277%	195%	100%	100%	83%
归母净利润 (亏损)	-269	-704	-517	-376	-88
PS (X)	78	32	16	8	4

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

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 3 月 3 日

### 评级

买入

目标价 (港元)	890.0
潜在升幅/降幅	+133%
目前股价 (港元)	381.4
52 周内股价区间 (港元)	321-1420
总市值 (百万港元)	36,770
近 3 月日均成交额 (百万港元)	28.9

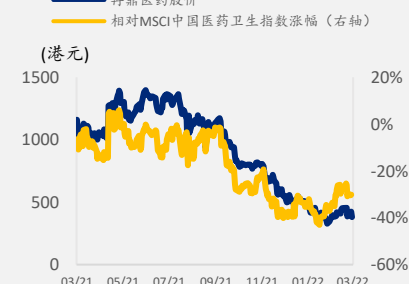
注: 截至 2022 年 3 月 2 日收盘价

### 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

## 财务报表分析与预测 - 再鼎医药

千美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>	<b>48,958</b>	<b>144,312</b>	<b>288,257</b>	<b>577,050</b>	<b>1,055,799</b>
销售成本	-16,736	-52,239	-86,477	-155,803	-263,950
研发	-222,711	-573,306	-458,645	-504,509	-554,960
销售、一般及行政	-111,312	-218,831	-259,431	-288,525	-316,740
<b>经营亏损</b>	<b>-301,801</b>	<b>-700,064</b>	<b>-516,296</b>	<b>-371,788</b>	<b>-79,850</b>
利息收入	5,120	2,190	3,285	4,928	7,391
利息开支	-181	0	0	0	0
其他收入(开支), 净额	29,076	-5,540	-2,883	-5,770	-10,558
所得税费用	0	0	0	0	0
分占权益法投资亏损	-1,119	-1,057	-1,441	-2,885	-5,279
<b>亏损净额</b>	<b>-268,905</b>	<b>-704,471</b>	<b>-517,335</b>	<b>-375,516</b>	<b>-88,296</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>普通股股东应占亏损净额</b>	<b>-268,905</b>	<b>-704,471</b>	<b>-517,335</b>	<b>-375,516</b>	<b>-88,296</b>

千美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
亏损净额	-268,905	-704,471	-517,335	-375,516	-88,296
折旧及摊销开支	4,640	6,487	4,810	4,829	4,846
分占权益法投资亏损	1,119	1,057	1,441	2,885	5,279
经营资产及负债变动	18,246	23,110	-84,466	-133,516	-73,806
经营活动所用现金净额	-216,055	-549,231	-595,549	-501,318	-151,977
购买物业及设备	-10,130	-18,295	-5,000	-5,000	-5,000
购买土地使用权	0	0	0	0	0
购买无形资产	-539	-653	0	0	0
其他	-544,161	268,905	0	0	0
投资活动所用现金净额	-554,830	249,957	-5,000	-5,000	-5,000
短期借贷所得款项净额	-6,527	0	0	0	0
公开发售时发行普通股所得款项	1,137,683	818,875	200,000	0	0
其他	1,284	1,327	0	0	0
融资活动所得现金净额	1,132,440	820,202	200,000	0	0
期末现金及受限制现金	442,859	964,903	564,354	58,036	-98,941
受限制现金	743	803	803	803	803
现金、现金等价物	442,116	964,100	563,551	57,233	99,744

### 资产负债表

千美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>资产及现金等价物</b>	<b>442,116</b>	<b>964,100</b>	<b>563,551</b>	<b>57,233</b>	<b>-99,744</b>
短期投资	744,676	445,000	445,000	445,000	445,000
应收账款&票据	5,165	54,809	55,755	165,579	239,385
存货	13,144	18,951	75,818	94,925	194,335
预付款项及其他流动资产	10,935	18,021	18,021	18,021	18,021
<b>流动资产总额</b>	<b>1,216,036</b>	<b>1,500,881</b>	<b>1,158,145</b>	<b>780,758</b>	<b>796,997</b>
非流动受限制现金	743	803	803	803	803
物业及设备, 净额	29,162	43,102	43,292	43,463	43,616
经营租赁使用权资产	17,701	14,189	14,189	14,189	14,189
土地使用权	7,908	7,811	7,811	7,811	7,811
无形资产, 净额	1,532	1,848	1,848	1,848	1,848
长期押金	862	870	870	870	870
可收回增值税	22,141	23,858	23,858	23,858	23,858
<b>非流动资产总额</b>	<b>81,602</b>	<b>109,075</b>	<b>107,824</b>	<b>105,109</b>	<b>99,984</b>
<b>资产总额</b>	<b>1,297,638</b>	<b>1,609,956</b>	<b>1,265,969</b>	<b>885,867</b>	<b>896,981</b>
短期借贷	0	0	0	0	0
应付账款	62,641	126,163	99,511	94,925	194,335
流动经营租赁负债	5,206	5,927	5,927	5,927	5,927
其他流动负债	30,196	60,811	60,811	60,811	60,811
<b>流动负债</b>	<b>98,043</b>	<b>192,901</b>	<b>166,249</b>	<b>161,663</b>	<b>261,073</b>
递延收入	16,858	27,486	27,486	27,486	27,486
非流动经营租赁负债	13,392	9,613	9,613	9,613	9,613
<b>非流动负债总额</b>	<b>30,250</b>	<b>37,099</b>	<b>37,099</b>	<b>37,099</b>	<b>37,099</b>
夹层权益	0	0	0	0	0
普通股	5	6	6	6	6
额外实缴资本	1,897,467	2,825,948	3,025,948	3,025,948	3,025,948
累计亏损	-713,603	-1,418,074	-1,935,409	-2,310,925	-2,399,221
其他	-14,524	-27,924	-27,924	-27,924	-27,924
<b>股东权益总额</b>	<b>1,169,345</b>	<b>1,379,956</b>	<b>1,062,621</b>	<b>687,105</b>	<b>598,809</b>
<b>负债及权益总额</b>	<b>1,297,638</b>	<b>1,609,956</b>	<b>1,265,969</b>	<b>885,867</b>	<b>896,981</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

### 主要财务比率

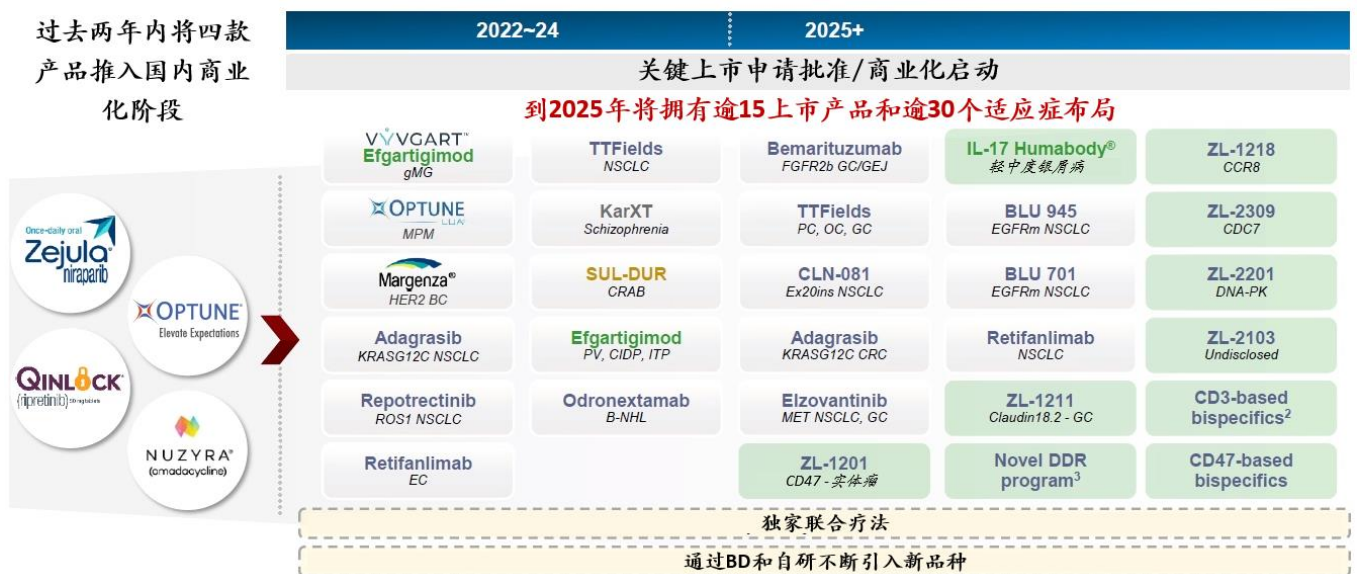
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (美元)</b>					
每股亏损	-3.46	-7.58	-5.56	-4.04	-0.95
每股净资产	15.06	14.84	11.43	7.39	6.44
每股经营现金流	-2.78	-5.91	-6.40	-5.39	-1.63
每股销售	0.63	1.55	3.10	6.21	11.35
<b>估值 (倍)</b>					
P/B	3	3	4	7	8
P/S	78	32	16	8	4
<b>盈利能力指标</b>					
毛利率	66%	64%	70%	73%	75%
归母净利润率	-549%	-488%	-179%	-65%	-8%
净资产收益率	-37%	-55%	-42%	-43%	-14%
资产回报率	-33%	-48%	-36%	-35%	-10%
<b>盈利增长</b>					
营业收入增长率	277%	195%	100%	100%	100%
<b>经营效率指标</b>					
存货周转天数	209	112	200	200	200
应收票据周转天数	33	76	70	70	70
应付账款周转天数	930	660	476	228	200
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率	10%	14%	16%	22%	33%
流动比率(x)	12.4	7.8	7.0	4.8	3.1
速动比率(x)	12.2	7.4	6.5	3.7	2.1
现金比率(x)	4.5	5.0	3.4	0.4	0.4

## ● 2021 全年业绩会议纪要

**商业版图继续扩张：**再鼎的销售网络目前覆盖全国约 300 个主要城市中的 2,500 家医院，这些医院代表医保覆盖下潜在市场的 90%。具体来看：1) 则乐®纳入国家医保目录后进院进展十分顺利，截至 2022 年 2 月已在 1,400 家医院挂网；2) 对于爱普盾®，公司持续通过商保等补充医疗保险计划提升市场可及性，目前已纳入 33 个省市的地区医保目录，在未被国家医保正式覆盖的创新产品中，爱普盾的补充医保覆盖范围仅次于 Keytruda 和 Ibrance；3) 对于擎乐®，目前公司聚焦于市场教育和可及性提升，目前被 52 个补充医保计划覆盖。

**管线价值持续兑现，自研能力逐渐验证：**公司于 2021 年引进八个新药物分子，目前管线资产总数接近 30 个。管理层预计，到 2025 年，公司将拥有至少 15 个商业化产品(即 2022-25 再上市至少 11 个产品，其中 2022 年将提交两个国内上市申请)、布局至少 30 个适应症。自研能力也正逐步得到验证，IL-17A 纳米抗体 ZL-1102 已获得概念验证 (PoC) 数据，预计 2H22 将开展治疗银屑病的全球 II 期。公司目标每年至少提交一个自研产品的全球临床申请；2022 年有两个计划中的抗肿瘤创新药临床申请，分别为 DNA 依赖性蛋白激酶(DNA-PK) ZL-2201 和 CCR8 抑制剂 ZL-1218。未来，公司将继续将肺癌和胃肠道肿瘤作为重点开发的适应症领域；管理层预计，公司现有管线中，仅治疗肺癌和胃肠道肿瘤的药物就将贡献 25-30 亿美元的峰值销售额。

图表 2：再鼎医药主要管线布局和上市时间表



注：1) 不考虑自研或引进新品种；2) 对于先导分子，再鼎可在达到某一指定的临床里程碑时选择将地区合作安排转为全球 50/50 利润分成安排；3) 与 Schrödinger 公司在肿瘤领域展开靶向 DNA 损伤应答机制的合作。绿色框代表潜在全球首创/最佳候选药物

资料来源：公司数据、浦银国际

## ● 2022 年潜在里程碑事项

### ● 则乐®（尼拉帕利，PARP1/2）

在 2022 年美国妇科肿瘤学会（SGO）年会上公布 III 期 PRIME 研究（一线铂类化疗后完全或部分缓解卵巢癌的维持治疗）的临床数据。

### ● 爱普盾®（肿瘤电场治疗）

- 合作伙伴 Novocure 将于 2022 年底前公布 III 期 LUNAR 研究（非小细胞肺癌）的顶线数据；
- 独立数据监测委员会将于 2Q22 对 III 期 INNOVATE-3 研究（铂耐药卵巢癌）进行中期分析；
- 再鼎与 Novocure 共同公布胃癌 II 期先导研究的数据。

### ● Efgartigimod（FcRn）

- 于 2022 年年中向国家药品监督管理局（NMPA）提交 gMG 的新药上市申请；
- 于 2022 年启动针对两种自身免疫肾病的概念验证（PoC）研究；
- 合作伙伴 argenx 于 1Q22 启动 efgartigimod 皮下注射剂型治疗特发性炎性肌病（肌炎）的注册性研究；
- argenx 将于 1Q22 报告皮下 efgartigimod 治疗 gMG 的顶线数据；
- argenx 将于 2Q22 报告 IV efgartigimod 治疗 ITP 的主要数据；
- argenx 将于 4Q22 报告皮下注射 efgartigimod 治疗 PV/PF 的主要数据；
- argenx 将启动针对两种新的自身免疫性疾病的 PoC 研究：原发性干燥综合征（2H22）和新冠病毒介导的体位性直立性心动过速综合征（2022 年中）。

### ● Adagrasib（KRAS G12C）

- 启动针对非小细胞肺癌和结直肠癌的全球潜在注册性研究的大中华区患者入组；
- 合作伙伴 Mirati 将于 1H22 的医学会议上提供 II 期注册性研究 KRYSTAL-1（针对 KRAS G12C 突变晚期实体瘤）中非小细胞肺癌队列的数据更新；
- Mirati 有望获得 FDA 的产品上市许可，PDUFA 目标行动日期为 2022 年 12 月 14 日。



- **Bemarituzumab (FGFR2b)**

- 于 4Q22 在中国启动一项评估 bemarituzumab 用于一线晚期胃癌/胃-食管交界部癌的注册性研究；
- 合作伙伴 Five Prime 将于 1Q22 启动 bemarituzumab 单药或联合化疗治疗晚期难治性鳞状非小细胞肺癌的 Ib 期探索研究，并计划针对其他实体瘤开展探索研究。

- **Odronextamab (CD20xCD3)**

- 完成治疗 B-NHL 潜在关键 II 期研究的入组；
- 合作伙伴 Regeneron 计划于 2H22 向 FDA 提交治疗 B-NHL 的 BLA；
- Regeneron 计划于 2022 年启动皮下给药剂型研究、OLYMPIA III 期研究（针对 FL 和 DLBCL），以及与其他药物联用的研究。

- **Repotrectinib (ROS1/TRK)**

- 合作伙伴 Turning Point 计划于 2Q22 报告 TRIDENT-1 研究（针对 ROS1 阳性晚期非小细胞肺癌和 NTRK 阳性晚期实体瘤）中所有 ROS1 阳性非小细胞肺癌队列的顶线数据，并在 2Q22 进行的 NDA 递交前会议上与 FDA 讨论该数据；
- Turning Point 计划于 2H22 提供 TRIDENT-1 研究中 NTRK 阳性晚期实体瘤队列的临床数据更新。

- **CLN-081 (EGFR Ex20ins)**

- 非小细胞肺癌 IIa 期潜在关键研究完成大中华区首例患者入组；
- 合作伙伴 Cullinan 预计于 1Q22 提供监管方面的更新。

- **Elzovantinib (MET)**

- 合作伙伴 Turning Point 计划于 2H22 提供 I 期 SHIELD-1 研究（针对 MET 基因异常的 MET TKI 初治非小细胞肺癌和胃及胃食管交界部癌）的临床数据更新；
- Turning Point 计划根据 FDA 对中等剂量水平数据的反馈，于 2H22 启动 SHIELD-1 研究的 II 期部分；
- Turning Point 计划于 2022 年中启动 elzovantinib 和阿美替尼联合用药的 Ib/II 期 SHIELD-2 研究。

- **BLU-945 (EGFR 三重突变):** 合作伙伴 Blueprint 计划于 2Q22 公布 BLU-945 用于治疗 EGFR 突变非小细胞肺癌的 I/II 期 SYMPHONY 研究的初步数据。

- **BLU-701 (EGFR 双重突变):** 合作伙伴 Blueprint 计划于 2H22 公布 BLU-701 治疗 EGFR 突变非小细胞肺癌 I/II 期 HARMONY 研究初步的数据。
- **Simurosertib (CDC7):** 计划于 2Q22 启动生物标志物驱动的 II 期概念验证研究。
- **ZL-1201 (CD47)**
  - 正在进行的 I 期临床研究将于 2022 年中确定 II 期推荐剂量；
  - 在 2022 年 AACR 年会上，公布 ZL-1201 联合标准抗体治疗方案治疗血液肿瘤和实体瘤的临床前研究数据。
- **ZL-1102 (IL-17):** 于 2H22 启动慢性斑块状银屑病 (CPP) 的全球 II 期研究。
- **纽再乐 (奥马环素):** 争取将 CABP 和 ABSSSI 适应症纳入 NRDL。
- **舒巴坦-Durlobactam 抗生素**
  - 于 4Q22 向 NMPA 提交治疗 CRAB 的 NDA；
  - 合作伙伴 Entasis 计划于 2022 年中向 FDA 提交治疗 CRAB 的 NDA。
- **KarXT**
  - 2022 年启动桥接研究；
  - 与 NMPA 就所需的精神分裂症中国研究进行注册方面的讨论；
  - 合作伙伴 Karuna 计划于 1H22 公布针对阿尔茨海默病精神病性障碍的 III 期计划的详情，并于 2022 年中启动相关研究；
  - Karuna 计划于 2022 年中报告 III 期 EMERGENT-2 研究（针对精神分裂症）的主要数据。
- **其他**

在 2022 年 AACR 年会上公布 ZL-1211 (Claudin18.2)、ZL-2201 (DNA-PK) 和 ZL-1218 (CCR8) 的临床前数据。

图表 3: 2022E-2024E 财务预测变动

千美元	2022E			2023E			2024E		
	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	288,257	309,542	-7%	577,050	624,510	-8%	1,055,799	-	NA
毛利润	201,780	216,679	-7%	421,246	455,892	-8%	791,850	-	NA
归母净利润(亏损)	-517,335	-433,546	NA	-375,516	-256,109	NA	-88,296	-	NA

资料来源: 浦银国际预测

图表 4: 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 (%)	2021 年 7 12 个月滚动远期			市销率 (x)			收入同比变动 (%)		
						月 1 日至 今股价变 动 (%)	市销率 (x) 现值	3 年均值	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
6160 HK	百济神州	129	189,892	0.8	-19.5	-38.9	14.4	25.3	19.9	16.8	8.5	281	23.1	99.1
1877 HK	君实生物	50.6	72,419	26.4	-5.8	-21.6	20.7	19.5	17.7	21.6	17.1	127.1	-17.9	26
6185 HK	康希诺	131.8	52,606	-2	-29.3	-68.1	4.3	19.2	7.6	4.1	6.1	29,357.00	86.7	-33
1801 HK	信达生物	33.6	49,194	3.2	-30.1	-62.9	6.6	18.5	9.9	7	5.1	5.1	42.2	36.1
9688 HK	再鼎医药	381.4	36,770	15.2	-21.5	-72	14.2	58.5	31.4	16.4	8.7	NA	106.8	88.4
9995 HK	荣昌生物	63.8	31,227	23.1	-19.3	-46.2	17.8	84.6	25.3	20.8	10.5	NA	21.7	98.1
9969 HK	诺诚健华	13	19,466	11	-16.7	-54.5	22.6	79.2	15.1	30.4	10.1	74,680.10	-50.2	200.8
9926 HK	康方生物	21	17,117	-2.9	-40	-66.6	8.6	47.5	33.4	10.2	4.8	NA	227.5	110.6
2696 HK	复宏汉霖	22.3	12,120	-3.6	2.5	-41.5	3.6	14.7	6.6	3.9	2.5	154.3	69.2	57.7
6606 HK	诺辉健康	27.6	11,839	15.6	19	-65.2	18.5	55.7	50.4	21.9	10.6	NA	130.8	105.7
9966 HK	康宁杰瑞	9	8,386	-9.9	-33.9	-64	18.5	1,241.90	63.3	22.9	9.6	NA	176	139
2616 HK	基石药业	6.4	7,569	2.5	-25.3	-62.7	6	60.6	23.4	6.9	3.7	-75.5	238.5	86.9
1952 HK	云顶新耀	24.4	7,288	-5	-29.3	-68.4	12.4	263.9	810.8	35.3	3	NA	2,199.9	1,066.9
1167 HK	加科思	8.2	6,326	-12.6	-44.1	-62.3	13.6	24.6	18.9	12.6	22	-44.9	50	-42.8
1477 HK	欧康维视	9.5	6,307	-18.2	-46.7	-65.3	14.6	105	70.4	18.3	7.4	444.9	284.8	147.2
9939 HK	开拓药业	12.8	4,977	66.6	5.4	-79.6	0.5	97.2	67.7	0.4	1.5	NA	16,312.1	-71.6
1672 HK	歌礼制药	4.5	4,912	16.7	40.4	28	47.1	13.7	59.7	52.1	32.1	94.3	14.6	62.5
6855 HK	亚盛医药	17.9	4,716	-12.7	-37.8	-61.8	8.8	459.2	27.8	15.7	2.8	977.5	77	452.2
6996 HK	德琪医药	6.4	4,259	3.1	-36	-66.5	19.2	144.6	337.4	27.4	7.9	NA	1,130.0	247.6
2126 HK	药明巨诺	10.2	4,150	10.4	-26	-59.2	8.7	31.5	38.1	11.8	3.8	NA	223.1	208.7
2552 HK	华领医药	3.7	3,925	1.1	-1.8	-20.5	8.9	21.1	NA	12	4	NA	NA	199.6
2181 HK	迈博药业	0.9	3,753	-6.2	-9	-27.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2142 HK	和铂医药	4.5	3,463	-17.9	-42.5	-54.4	11.1	45.6	50.2	13.7	5.8	-38.1	267.2	137.2
6978 HK	永泰生物	6.3	3,216	-15.3	-63.1	-67.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6998 HK	嘉和生物	5.7	2,895	-3.1	-21.8	-69.5	5.9	34.1	42.1	6.9	3.5	420.5	507.9	97.2
3681 HK	中国抗体	2.6	2,646	-	-8	-24.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6622 HK	兆科眼科	4.5	2,450	-5.8	-20.4	-61.6	20.1	70.8	50.2	29.1	8.1	NA	72.2	258.4
1875 HK	东曜药业	3.5	2,172	-2.5	-17.3	-21	4.7	8.1	21.1	5.4	2.9	270.4	288.2	84.3
市值加权平均				6.3	(19.7)	(48.0)	13.4	58.6	33.7	15.7	8.9			

E=Bloomberg 一致预期; 资料来源: Bloomberg、浦银国际; 数据截至 2022 年 3 月 2 日

图表 5: 浦银国际目标价: 再鼎医药



注: 截至 2022 年 3 月 2 日收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 医疗行业覆盖公司

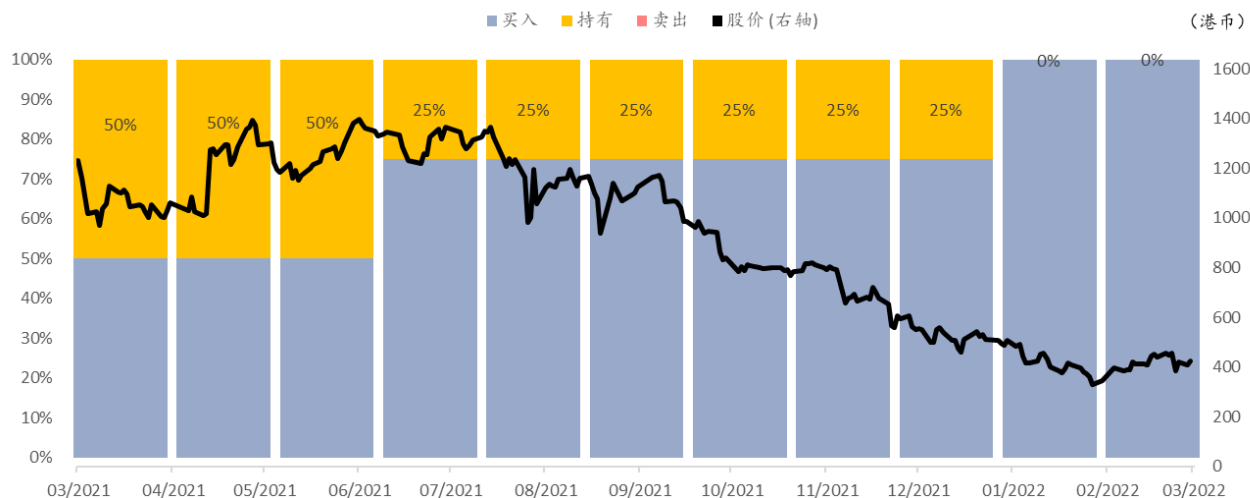
股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	111.3	买入	224.0	2022 年 2 月 16 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	103.7	买入	198.0	2022 年 2 月 16 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	93.1	买入	202.6	2021 年 8 月 30 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	117.4	买入	208.5	2021 年 8 月 30 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	66.1	买入	155.0	2021 年 8 月 24 日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	5.3	持有	7.7	2021 年 12 月 22 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	24.5	持有	28.5	2022 年 1 月 27 日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	24.4	买入	84.4	2021 年 12 月 17 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	63.8	买入	135.0	2022 年 2 月 21 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	381.4	买入	890.0	2022 年 3 月 3 日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.5	买入	25.2	2021 年 6 月 28 日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.8	买入	9.1	2021 年 12 月 30 日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗	322.2	买入	390.0	2022 年 2 月 22 日	医疗器械

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 3 月 2 日收盘价



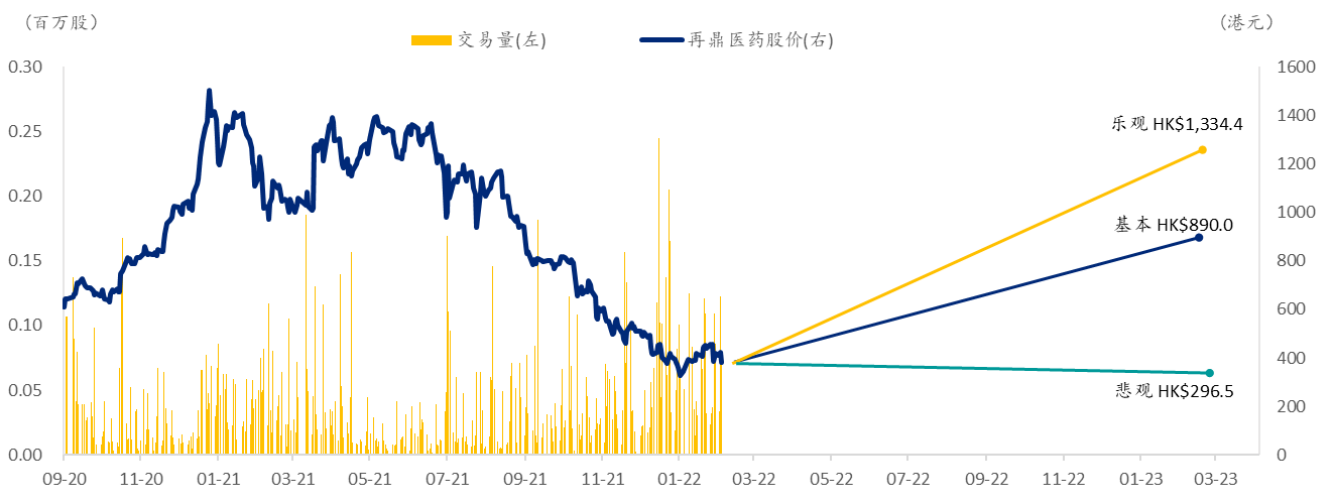
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 再鼎市场普遍预期



注: 股价截至 2022 年 3 月 2 日  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 再鼎 SPDBI 情景假设



**乐观情景: 管线开发快于预期、产品销售高于预期**

目标价: 1334.4 港元

概率: 30%

- 新药上市后销售好于预期, 则乐+爱普盾五年后年销售额突破十亿美元;
- 重要产品获批快于预期; PD-1、爱普盾的胰腺癌和非小细胞肺癌适应症获批于 2023 年或更早;
- 主要产品后续医保降价幅度比预期小, 在 10% 以内;
- BD 进展迅速, 以低廉对价引入更多重磅产品。

**悲观情景: 管线开发慢于预期、产品销售低于预期**

目标价: 296.5 港元

概率: 10%

- 新药上市后销售不及预期, 则乐+爱普盾五年后年销售额仍低于三亿美元;
- 重要产品临床开发失败或延期; PD-1、爱普盾的胰腺癌和非小细胞肺癌适应症获批晚于 2025 年。
- 主要产品后续医保谈判降价幅度远超过预期, 达 50% 以上;
- BD 进展缓慢, 缺乏新交易或交易对价较高。

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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

