



兆科眼科 (6622.HK): 2021 全年现金支出可控, 环孢素 A 即将报产

2021 年经调整净亏损由去年 9,569 万扩大至 2.3 亿人民币, 主要由于研发费用同比增加 1.4 亿至 2.2 亿; 核心现金支出约 3.6 亿, 整体可控。公司预计将于 2Q22 向 NMPA 提交环孢素 A 眼凝胶上市申请, 首款仿制药也有望年内获批上市。公司股价年初至今跌 40%, 我们认为随着后续情绪恢复、眼科赛道长期潜力重获认可, 公司核心资产的价值仍有巨大重估空间, 维持“买入”评级并下调目标价至 13.5 港元。

- 2021 现金支出可控:** 相比 2020 年, 2021 年研发费用从 0.8 亿增长至 2.2 亿人民币, 主要用于环孢素 A (CsA) 凝胶 III 期临床试验、研发团队扩大和员工股权激励; 经调整净亏损由 9,569 万扩大至 2.3 亿。核心现金支出 (opex 现金部分+capex) 约 3.6 亿, 相对于年底 21 亿元的现金+定期存款来说整体可控。管理层预计随着 NVK002 等产品进入临床后期开发, 2022 年研发费用将大幅增加, 但我们认为现有资金加上即将启动的产品销售 (仿制药 2022 年, CsA 凝胶 2023 年) 可较充裕地支持公司中短期内研发及商业化团队扩建。
- CsA 凝胶预计 2Q22 在国内报产, 海外开发即将启动:** 公司计划于 2Q 向 NMPA 提交核心产品环孢素 A 眼凝胶的上市申请, 预计最早于 2023 年获批并启动商业化。此前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) 已到达主要研究终点。虽然兴齐的环孢素滴眼液以低价 (11 元/天, 较医保前降价 79%) 进入了医保目录, 但考虑到凝胶更低的给药频率和更高的使用舒适度, 兆科的环孢素 A 可通过更高的定价打开市场。此外, 公司也即将启动该产品在美国的开发, 预计于 2Q 和 FDA 开展 IND 前沟通工作, 力争仅通过一项对照安慰剂的 III 期试验获批 (一般来说 FDA 会要求开展 2-3 项 III 期试验)。
- 年内首款仿制药有望上市, 商业化团队扩建中:** 公司预计治疗青光眼的贝美素噻吗洛尔 (潜在国内首仿, 2020 年 10 月提交 ANDA) 有望年内上市, 成为公司首款商业化产品。公司商业化团队目前已有近 30 人, 各地区销售主管已到位, 未来将根据产品商业化进展速度推进销售团队建设, 预计未来 5 年内扩大至 200-300 人规模。
- 维持买入评级, 目标价 13.5 港元:** 我们采用 r-NPV 对公司的创新药和仿制药管线进行估值: 创新药管线价值 53.2 亿人民币, 仿制药管线估值 5.4 亿人民币, 管线整体估值 58.7 亿人民币。考虑到管线中多个产品相继进入后期临床, 我们调高了 2022-23E 研发费用预期, 降目标价至 13.5 港元/股。我们认为随着市场情绪改善, 公司核心眼药资产的价值仍有巨大重估空间, 维持“买入”评级。
- 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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	0	0	4	25	65
收入同比增速 (%)	NA	NA	NA	578%	163%
经调整归母净利润/ (亏损)	-96	-228	-378	-428	-436
PS (X)	NA	NA	418	62	23
ROE (%)	NA	-243%	-23%	-35%	-58%

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 25 日

评级

买入

目标价 (港元)	13.5
潜在升幅/降幅	297%
目前股价 (港元)	3.4
52 周内股价区间 (港元)	3.1-15.6
总市值 (百万港元)	1,864
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1.1

注: 截至 2022 年 3 月 24 日收盘价

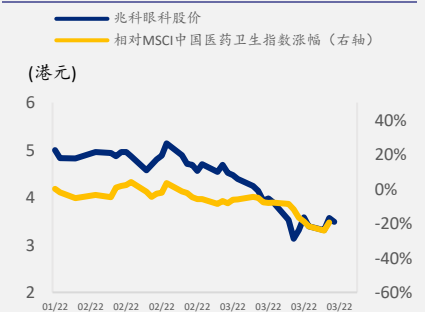
市场预期区间



▲ 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

财务报表分析与预测 - 北科眼科

利润表

(千人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收益	0	0	3,624	24,579	64,603
同比变动	NA	NA	NA	578%	163%
销售成本	0	0	-362	-2,458	-6,460
毛利	0	0	3,262	22,121	58,143
毛利率	NA	NA	90%	90%	90%
其他收入	68,462	21,133	23,246	25,571	28,128
其他收益/(亏损)净额	-5,487	13,409	14,750	16,225	17,847
研发开支	-81,779	-220,058	-352,093	-422,511	-464,762
一般及行政费用	-35,002	-162,080	-178,288	-196,117	-215,728
销售及分销开支	-1,542	-16,736	-18,410	-29,455	-47,129
财务成本	-671,633	-1,765,448	-1,938	-1,938	-1,938
除税前亏损	-726,981	-2,129,780	-509,470	-586,105	-625,439
同比变动	NA	NA	NA	NA	NA
税前利润率	NA	NA	-14058%	-2385%	-968%
所得税	0	0	0	0	0
年内亏损	-726,981	-2,129,780	-509,470	-586,105	-625,439
同比变动	NA	NA	NA	NA	NA
归母净利率	NA	NA	-14058%	-2385%	-968%
经调整净亏损	-95,693	-228,311	-377,641	-427,909	-435,605

资产负债表

(千人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
物业、厂房及设备	138,458	184,318	196,084	208,602	221,918
无形资产	138,691	162,383	190,122	222,600	260,626
购买物业、厂房及设备预付款	35,814	49,812	49,812	49,812	49,812
非流动资产	312,963	396,513	436,018	481,014	532,356
其他应收款项及预付款项	18,146	46,800	51,480	56,628	62,291
应收一名股东款项	0	0	0	0	0
应收一间关联公司款项	13,051	0	0	0	0
已抵押银行结余	11,083	25,508	25,508	25,508	25,508
原到期日超过三个月的定期存款	806,247	8,157	8,157	8,157	8,157
现金及现金等价物	65,096	2,128,429	1,580,688	950,947	275,661
流动资产	913,623	2,208,894	1,665,833	1,041,240	371,616
其他应付款项及应计费用	38,731	59,153	65,068	71,575	78,733
应付同系附属公司款项	0	0	0	0	0
应付一间关联公司款项	186	13,684	13,684	13,684	13,684
银行贷款	10,000	10,289	10,289	10,289	10,289
租赁负债	4,749	5,882	5,882	5,882	5,882
流动负债	53,666	89,008	94,923	101,430	108,588
租赁负债	22,778	20,861	20,861	20,861	20,861
递延收入	94	51	51	51	51
可转换可赎回优先股	1,896,016	0	0	0	0
非流动负债	1,918,888	20,912	20,912	20,912	20,912
股本	0	0	0	0	0
储备	-745,968	2,495,487	1,986,017	1,399,912	774,473
权益	-745,968	2,495,487	1,986,017	1,399,912	774,473

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(千人民币)	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
除税前亏损	-726,981	-2,129,780	-509,470	-586,105	-625,439
折旧	17,787	18,853	25,097	26,699	28,404
无形资产摊销	2,066	7,765	9,091	10,644	12,463
财务成本	671,633	1,765,448	1,938	1,938	1,938
其他应收款项及预付款项增加	-3,434	-28,654	-4,680	-5,148	-5,663
应收一间关联公司款项增加	-13,051	13,051	0	0	0
其他应付款项及应计费用增加	26,561	20,422	5,915	6,507	7,158
应付同系附属公司款项增加/(减少)	-29,225	0	0	0	0
应付一间关联公司款项增加	186	13,498	0	0	0
递延收入减少	-44	-43	0	0	0
其他	-48,923	0	0	0	0
经营活动所用现金净额	-103,425	-319,440	-472,108	-545,464	-581,140
已抵押存款增加	-11,732	-14,425	0	0	0
原到期日超过三个月的定期存款增加	-770,378	798,090	0	0	0
购买物业、厂房及设备的预付款项增加	-41,066	0	0	0	0
购买物业、厂房及设备的付款	-25,294	-64,713	-36,864	-39,217	-41,720
购买无形资产的付款	-109,595	-31,457	-36,831	-43,122	-50,489
其他	2,582	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	-955,483	687,495	-73,694	-82,339	-92,209
上市开支付款	-1,371	-109,215	0	0	0
银行贷款所得款项	10,000	289	0	0	0
发行普通股所得款项	0	1,687,751	0	0	0
发行可转换可赎回优先股所得款项净额	970,113	0	0	0	0
已付租金的本金部分	-3,400	0	0	0	0
已付租金的利息部分	-1,458	-1,352	-1,332	-1,332	-1,332
应付一名股东款项减少	0	0	0	0	0
其他	-197	117,804	-606	-606	-606
融资活动所得现金净额	973,687	1,695,278	-1,938	-1,938	-1,938
现金及现金等价物增加/(减少)净额	-85,221	2,063,333	-547,741	-629,741	-675,287
年初现金及现金等价物	154,769	65,096	2,128,429	1,580,688	950,947
外汇汇率变动影响	-4,452	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	65,096	2,128,429	1,580,688	950,947	275,661

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	-4.8	-5.2	-0.9	-1.1	-1.2
每股销售额	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
每股股息	0	0	0	0	1
同比变动					
收入	NA	NA	NA	578%	163%
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	90%	90%	90%
税前利润率	NA	NA	-14058%	-2385%	-968%
归母净利率	NA	NA	-14058%	-2385%	-968%
回报率					
平均股本回报率	NA	-243%	-23%	-35%	-58%
平均资产回报率	-82%	-111%	-22%	-32%	-52%
财务杠杆					
流动比率(x)	17.0	24.8	17.5	10.3	3.4
速动比率(x)	1.6	24.4	17.2	9.9	3.1
现金比率(x)	1.2	23.9	16.7	9.4	2.5
负债/权益(%)	NA	0%	1%	1%	1%
估值					
市盈率(x)	NA	NA	NA	NA	NA
市销率(x)	NA	NA	418.2	61.7	23.5
股息率	0%	0%	0%	0%	29%

● 预计年内主要里程碑及催化剂：

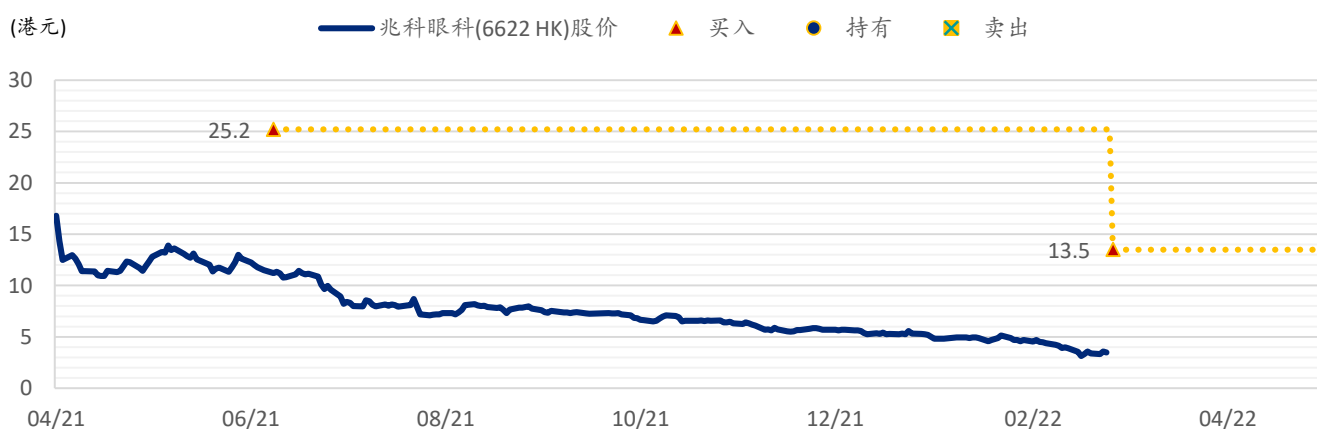
- **CsA 眼凝胶**向 NMPA 提交 NDA (2Q22)，并与 FDA 开展 IND 前沟通 (2Q22)。
- **NVK002 (低浓度阿托品滴眼液)** 完成 III 期临床 (中国 CHAMP) 及桥接试验 (小型 CHAMP) 中国病人入组；其中中国 CHAMP 首位患者已于 2022 年 3 月入组，小型 CHAMP 也即将启动入组。
- **ZKY001 (胸腺 $\beta 4$ 功能片段)** 治疗角膜上皮缺损 (CED) 的 II 期临床数据读出、完成用于治疗神经营养性角膜炎的研究者发起试验、完成翼状胬肉 II 期试验入组。
- **TAB014 (贝伐珠单抗)** 启动 III 期临床病人入组。
- 首款眼科仿制药**贝美素噻吗洛尔滴眼液**获批上市，公司正式步入商业化阶段。

图表 2：兆科眼科财务预测

千人民币	2022E			2023E			2024E		
	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	3,624	6,362	-43%	24,579	55,486	-56%	64,603	NA	NA
毛利润	3,262	5,726	-43%	22,121	49,938	-56%	58,143	NA	NA
净亏损	-509,470	-260,921	NA	-586,105	-244,130	NA	-625,439	NA	NA
经调整净亏损	-377,641	NA	NA	-427,909	NA	NA	-435,605	NA	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

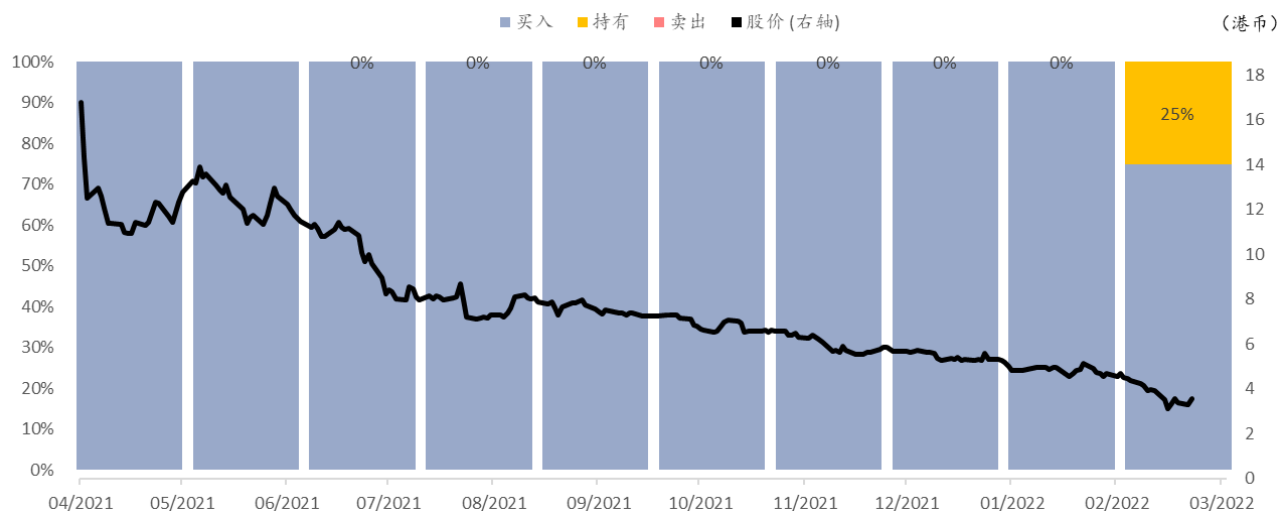
图表 4: SPDBI 医疗行业覆盖公司

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	130.1	买入	224.0	2022年2月16日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	117.0	买入	198.0	2022年2月16日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	97.9	买入	202.6	2021年8月30日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	118.1	买入	208.5	2021年8月30日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	69.4	买入	110.0	2022年3月23日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	5.0	持有	7.7	2021年12月22日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	22.2	持有	20.0	2022年3月16日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	23.3	买入	84.4	2021年12月17日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	56.3	买入	135.0	2022年2月21日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	361.4	买入	890.0	2022年3月3日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.4	买入	13.5	2022年3月25日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	5.1	买入	9.1	2021年12月30日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗	315.0	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 24 日收盘价

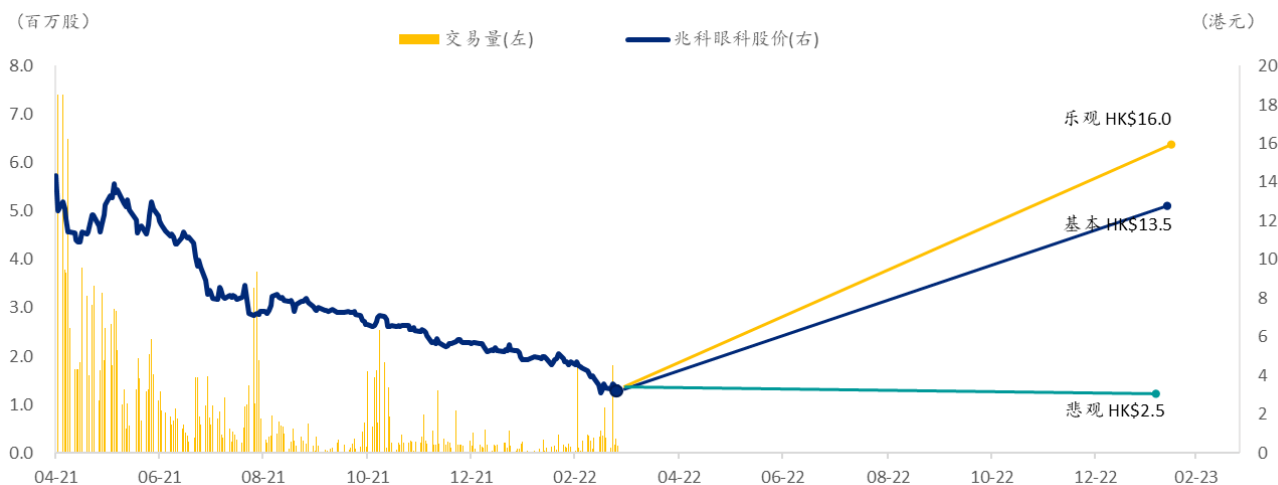
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 兆科眼科市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 兆科眼科 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期	悲观情景: 公司收入增长不及预期
<p>目标价: 16.0 港元</p> <p>概率: 30%</p> <ul style="list-style-type: none"> 新药研发进度快于预期; 环孢素 A、NVK-002、PAN-90806 等核心药物上市后销售好于预期, 环孢素 A 和 NVK-002 峰值销售分别超 10 亿和 30 亿; 管线中引入重磅产品。 	<p>目标价: 2.5 港元</p> <p>概率: 20%</p> <ul style="list-style-type: none"> 研发进度延误, 环孢素 A 获批晚于 2024 年; 环孢素 A、NVK-002 等重磅药物研发失败; 核心药物销售不及预期, 环孢素 A 和 NVK-002 峰值销售分别低于 3 亿和 15 亿。

资料来源: Bloomberg、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