



荣昌生物 (9995.HK): 医保覆盖后销售放量和商业化布局提速, 泰它西普美国 III 期启动

随着医保正式覆盖、商业化团队扩大, 公司预计 2022 年泰它西普和维迪西妥的销售将分别从 2021 年的 4,730 万/8,400 万元增至 3-5 亿/4-6 亿元。另外, 泰它西普的美国 III 期试验已启动, 预计近期将实现首例患者入组。在公司短期催化剂丰富、长期基本面向好的情况下, 我们认为公司估值存在巨大的修复空间, 重申对公司的“买入”评级。

- 公司 2021 年收入 14.2 亿人民币 (包括 12.9 亿 Seagen 首付款和 1.3 亿产品销售收入), 研发开支 7.1 亿, 同比增长 53%, 经调整净利润 3.0 亿 (2020 年亏损 6.8 亿)。公司预计 1Q22 两款产品销售收入 1.28-1.73 亿元 (泰它西普 0.6-0.7 亿上下, 维迪西妥 0.8 亿上下), 全年指引 8-10 亿元, 2023 年有望再增 50-60%, 此后每年增长 20-30%。截至 2021 年底, 公司账上现金 17.6 亿, 科创板计划募资净额约 25.1 亿, 加上产品销售收入和 Seagen 里程碑付款, 后续仍有较充裕的现金支持研发支出及商业化团队建设。2022 年研发费用指引 10-15 亿, 增加部分主要用于开展泰它西普美国 III 期试验。
- 泰它西普美国 III 期已启动: 2021 年产品销售收入 4,730 万, 覆盖患者约 2,400 人。2022 年 3 月, 泰塔西普治疗 SLE 的 III 期临床研究在美国启动, 现正进行患者筛选。管理层预计, 受益于医保覆盖, 泰它西普 2022 年销售将达 3-5 亿元 (我们预计 3.5 亿元), 患者平均使用时长也将达到 6 个月左右。
- 维迪西妥新适应症开发进展顺利: 2021 年收入 8,400 万, 覆盖患者 2,139 人。对于新获批的尿路上皮癌适应症, 考虑到国内发病率较低、后续医保覆盖带来的量增是否能弥补降价影响尚存疑, 公司不一定针对该适应症参与今年的医保谈判, 但将借助“惠民保”渗透更多患者。管理层预计今年销售额 4-6 亿元 (我们预计 5.4 亿元)。此外, 截至 2021 年底, 治疗 HER2 低表达乳腺癌和伴肝转移的 HER2 阳性乳腺癌的两项中国 III 期试验已分别入组 148/18 人 (计划入组 366/301 人), 公司预计两项试验均能于年底前完成病人入组。
- 重申“买入”评级: 我们继续基于 DCF 对公司进行估值, 下调目标价至 105.0 港元, 主因: 1) 根据合作伙伴的临床计划, 我们下调了 2022 年维迪西妥里程碑收款预测; 2) 我们上调了研发费用率的中长期预测, 考虑到公司公布了多款临床前新候选药物、未来国内外临床进展仍将提速; 3) 考虑到板块融资环境变化带来的风险, 将 WACC 从 9.4% 略微上调至 10.0%。我们重申对公司的“买入”评级; 鉴于公司未来一年在临床和商业化方面有较多确定性较强的催化剂, 我们继续将荣昌选为生物科技板块本年首选标的。
- 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	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入	0	1,426	956	2,693	3,951
同比变动 (%)	NA	NA	-32.9%	181.7%	46.7%
归母净利润 (亏损)	-698	276	-1,076	99	802
PS (X)	NA	12.2	19.7	7.2	4.9
ROE (%)	-19.4%	7.1%	-22.1%	2.0%	13.9%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、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 4 月 4 日

评级

买入

目标价 (港元)	105.0
潜在升幅/降幅	140%
目前股价 (港元)	43.7
52 周内股价区间 (港元)	40.0-145.5
总市值 (百万港元)	23,283
近 3 月日均成交额 (百万港元)	85

注: 截至 2022 年 4 月 1 日收盘价

市场预期区间

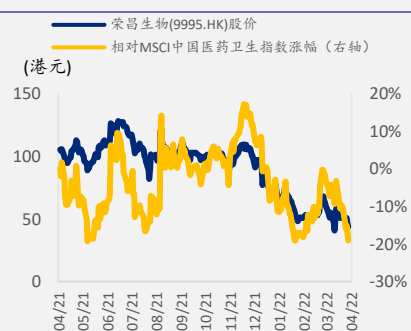


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2022 年 4 月 1 日收盘价

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 - 荣昌生物

利润表

人民币百万	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收益	0	1,424	956	2,693	3,951
销售成本	0	-67	-268	-334	-462
毛利	0	1,357	688	2,360	3,489
销售及分销开支	-24	-263	-272	-632	-848
行政开支	-218	-220	-242	-266	-293
研发成本	-466	-711	-1,243	-1,347	-1,383
经营利润	-708	163	-1,069	115	966
其他收入及收益	75	186	14	40	59
金融资产减值亏损	-0	-0	0	0	0
其他开支	-36	-67	-19	-54	-79
财务成本	-29	-5	-3	-3	-3
除税前亏损	-698	276	-1,076	99	943
所得税开支	0	0	0	0	-142
净利润	-698	276	-1,076	99	802

资产负债表

人民币百万	2020	2021	2022E	2023E	2024E
物业、厂房及设备	803	1,578	1,496	1,535	1,639
使用权资产	138	149	129	112	95
其他无形资产	5	13	11	9	8
按公允价值计入全面收益投资	13	12	12	12	12
其他非流动资产	182	108	113	119	124
非流动资产	1,140	1,859	1,761	1,787	1,878
存货	66	280	420	631	757
应收票据	0	7	7	7	7
预付款项、其他应收款项及其他	102	177	186	195	205
已抵押存款	40	79	83	87	91
现金及现金等价物	2,769	1,757	3,150	3,060	3,582
流动资产	2,977	2,300	3,846	3,979	4,642
贸易应付款项及应付票据	63	159	167	176	184
其他应付款项及应计费用	211	393	398	444	387
计息银行借款	108	0	0	0	0
租赁负债	43	52	58	63	63
递延收入	6	12	12	12	12
流动负债	431	616	634	695	647
租赁负债	47	50	50	50	50
递延收入	45	46	46	46	46
非流动负债	92	96	96	96	96
股本&实收资本	490	490	544	544	544
储备	3,105	3,406	4,781	4,880	5,682
权益	3,595	3,446	4,876	4,975	5,777

现金流量表

人民币百万	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
净利润/(亏损)	-698	276	-1,076	99	802
物业、厂房及设备折旧	49	80	158	150	154
使用权资产折旧	28	23	25	22	19
其他无形资产摊销	1	1	2	2	1
存货增加	-35	-214	-140	-210	-126
预付款项及其他资产减少	-74	-75	-9	-9	-10
其他应付款项增加	29	182	5	47	-57
其他	40	144	6	7	1
经营活动现金净额	-660	418	-1,029	106	784
购买物业、厂房及设备项目	-443	-855	-76	-189	-257
购买土地使用权项目	-35	-43	-5	-5	-3
其他	-0	0	0	0	-0
投资活动现金净额	-479	-899	-81	-194	-259
银行借款净增加	168	-108	0	0	0
其他	3,736	-423	2,503	-3	-3
融资活动现金净额	3,904	-531	2,503	-3	-3
现金及现金等价物增加	2,765	-1,012	1,393	-90	522
年初现金及现金等价物	35	2,769	1,757	3,150	3,060
外汇汇率变动	-31	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	2,769	1,757	3,150	3,060	3,582

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (人民币元)					
每股盈利/(亏损)	-1.7	0.6	-2.0	0.2	1.5
每股净资产	8.8	7.1	9.2	9.1	10.6
每股经营现金流	-1.6	0.9	-1.9	0.2	1.4
每股销售	0.0	2.9	1.8	4.9	7.3
估值 (倍)					
P/B	4	5	4	4	3
P/S	NA	12	20	7	5
盈利能力指标					
毛利率	NA	95.3%	71.9%	87.6%	88.3%
经营利润率	NA	11.4%	-111.8%	4.3%	24.4%
净利润率	NA	19.4%	-112.6%	3.7%	20.3%
盈利增长					
营业收入增长率	NA	NA	-32.9%	181.7%	46.7%
净利润增长率	NA	19.4%	-112.6%	3.7%	20.3%
资产收益率指标					
净资产收益率	-19.4%	8.0%	-22.1%	2.0%	13.9%
资产回报率	-16.9%	6.6%	-19.2%	1.7%	12.3%
投资资本回报率	-19.4%	8.0%	-22.1%	2.0%	13.9%
偿债能力指标					
资产负债率	12.7%	17.1%	13.0%	13.7%	11.4%
流动比率(x)	6.9	3.7	6.1	5.7	7.2
速动比率(x)	6.7	3.3	5.4	4.8	6.0
现金比率(x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

• 医保覆盖带动商业化布局提速

公司在两款商业化产品于年初正式进入医保目录后迅速扩大了销售团队和医院覆盖。负责泰它西普和维迪西妥的销售团队已分别从去年年底的 132 人/180 人扩大至今年 2 月底的 250 人/280 人。公司目标年底医保准入医院数 300-400 家，全面覆盖核心城市的三甲医院。在新患渗透方面，今年 1-2 月泰它西普的总使用量已超去年全年水平，而维迪西妥的新患数量也有 1,700 人（去年全年使用患者数量 2,100 人）。近期国内疫情反复可能一定程度上影响泰它西普在个别城市的新患治疗（一些患者需要去医院接受注射），但对维迪西妥的影响较小（主要是住院患者接受治疗）。

对于刚于国内提交上市申请的竞品 Enhertu (DS-8201)，我们认为维迪西妥在适应症差异化布局（在 HER2 阳性乳腺癌中选择肝转移的细分病人群）、安全性（Enhertu 可能导致间质性肺病）和产品定价上有明显优势。

• 估值与短期催化剂

我们 105 港元的目标价对应约 572 亿港元的目标市值。我们认为，相比于行业内可比公司目前的估值水平（见图表 5），公司的估值溢价主要由以下因素驱动：1) FDA 对中国创新药赴美上市提出了更严格的要求，对信达等 PD-1/PD-L1 开发企业可能有一定影响，但荣昌的海外临床计划始终符合 FDA 的审批要求，边际影响可控（详见报告《[信达生物 PD-1 美国上市受阻，对行业影响几何？](#)》）；2) 荣昌的商业化产品和后续管线有较明显的差异化，其所处的整体竞争环境也好于大多数龙头生物科技公司。公司在未来一年内也拥有多个短期催化剂，包括：

- 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；
- 维迪西妥在美国开展注册性临床研究（二线及以上 HER2 表达 UC），并与 PD-1/PD-L1 联合疗法将开展多项国内与海外临床；
- RC28（VEGF/FGF 融合蛋白）、RC88（间皮素 ADC）和 RC108（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。

图表 2: 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 (已于 2022 年 3 月启动) 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 国内完成入组: HER2 高表达伴有肝转移乳腺癌、HER2 低表达乳腺癌
其他	2022	科创板 IPO (已于 3 月 31 日在科创板上市交易) RC28: 完成糖尿病性黄斑水肿 (DME) II 期试验并启动 III 期 (2H22)、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 RC108: 完成 I 期剂量爬坡试验 RC118: 国内启动 I 期临床

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 荣昌临床阶段管线及主要临床试验进展

药物	适应症	地区	阶段	招募进度 (已招募/计划招募人数)
泰它西普	系统性红斑狼疮	中国	已获批	已获批
	系统性红斑狼疮	美国	III 期	未披露/335
	视神经脊髓炎频谱系疾病	中国	III 期	125/166
	类风湿关节炎	中国	III 期	已完成招募, 共 480 人
	IgA 肾炎	中国	II 期 (非注册性)	未披露/44
	IgA 肾炎	美国	II 期 (非注册性)	3/30
	干燥综合症	中国	II 期 (非注册性)	未披露/42
	多发性硬化症	中国	II 期 (非注册性)	未披露/18
	重症肌无力	中国	II 期 (非注册性)	已完成招募, 共 29 人
维迪西妥单抗	HER2 表达胃癌	中国	已获批	已获批
	HER2 表达胃癌	美国	II 期 (非注册性)	未开始
	经治 HER2 表达尿路上皮癌	中国	已获批	已获批
	经治 HER2 表达尿路上皮癌	美国	II 期 (注册性)	未开始
	联合 PD-1 治疗一线尿路上皮癌	中国	III 期	未开始
	联合 PD-1 治疗一线尿路上皮癌	美国	III 期 (计划中)	未开始
	HER2 低及不表达尿路上皮癌	中国	II 期 (非注册性)	未披露/43
	HER2 低表达乳腺癌	中国	III 期	148/366
	HER2 阳性存在肝转移乳腺癌	中国	III 期	18/301
	联合 PD-1 治疗一线乳腺癌	美国	III 期 (计划中)	未开始
	HER2 表达非小细胞肺癌	中国	II 期	37/未披露
	HER2 表达胆道癌	中国	II 期 (非注册性)	24/57
	HER2 表达黑色素瘤	中国	II 期 (非注册性)	未披露/50
	妇科肿瘤	中国	II 期 (非注册性)	未披露/129
联合特瑞普利单抗治疗围手术期肌层浸润性膀胱癌	中国	II 期 (非注册性)	未披露/40	
RC88 (间皮素 ADC)	实体瘤	中国	I 期	17/31
RC98 (PD-L1)	实体瘤	中国	I 期	22/25
RC108 (c-MET ADC)	实体瘤	中国	I 期	12/32
RC118 (Claudin 18.2 ADC)	实体瘤	澳洲	I 期	2/33
	实体瘤	中国	I 期	未披露/135
RC28 (VEGF/FGF 融合蛋白)	湿性老年性黄斑病变	中国	Ib/IIa 期 (非注册性)	37/未披露
	糖尿病黄斑水肿	中国	II 期 (非注册性)	74/150
	糖尿病视网膜病变	中国	II 期 (非注册性)	26/120

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 4：荣昌财务预测变动

人民币百万	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	956	1,388	-31.1%	2,693	2,570	4.8%	3,951	3,951	0.0%
毛利润	688	1,284	-46.4%	2,360	2,424	-2.7%	3,489	3,726	-6.4%
毛利率 (%)	71.9%	92.5%	-20.5	87.6%	94.3%	-6.7	88.3%	94.3%	-6.0
归母净利润 (亏损)	-1,076	-651	NA	99	-138	NA	802	790	1.5%
归母净利率 (%)	-112.6%	-46.9%	-65.7	3.7%	-5.4%	9.1	20.3%	20.0%	0.3

资料来源：浦银国际预测

图表 5：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 (x)		市销率 (x)			收入同比变动 (%)		
						现值	3 年均值	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
6160 HK	百济神州	117.9	172,511	8.9	(25.5)	13.9	24.9	15.5	10.8	8.5	22.4	44.2	26.3
1877 HK	君实生物	55.0	84,436	3.3	(3.7)	21.8	19.1	23.5	17.9	12.5	-27.4	31.4	43.3
6185 HK	康希诺	125.5	50,002	15.2	(23.3)	13.1	18.7	12.3	16.2	14.0	-20.5	-24.2	16.0
1801 HK	信达生物	27.2	39,809	(14.1)	(43.0)	5.2	17.3	5.6	4.2	3.1	36.3	35.5	33.6
2925 HK	再鼎医药	36.0	34,707	9.4	(30.8)	15.0	55.8	17.6	10.4	5.7	69.6	68.5	82.0
9995 HK	荣昌生物	43.7	23,283	(26.3)	(43.3)	13.6	79.9	16.7	8.9	5.3	-20.1	88.2	65.9
9969 HK	诺诚健华	12.1	18,116	3.6	(21.0)	18.1	76.5	25.9	9.7	6.3	-45.6	167.7	54.7
9926 HK	康方生物	15.5	12,697	(20.2)	(53.5)	6.5	45.6	8.5	4.0	2.6	449.1	114.0	50.7
2696 HK	复宏汉霖	19.9	10,837	(8.7)	(9.6)	2.9	14.3	3.1	2.4	1.9	70.5	28.5	25.3
6606 HK	诺辉健康	22.8	9,777	(6.7)	3.4	13.3	52.1	16.1	8.9	5.1	133.1	80.7	72.8
2171 HK	科济药业	14.2	8,058	(24.5)	(49.5)	NA	NA	NA	57.1	14.4	NA	NA	295.2
2137 HK	腾盛博药	11.0	7,930	(16.3)	(66.4)	8.5	5.0	7.6	12.9	7.7	NA	-41.3	66.3
9966 HK	康宁杰瑞	7.7	7,260	(5.4)	(43.1)	15.5	1,192.7	20.9	8.9	3.6	93.3	135.9	143.3
1952 HK	云顶新耀	22.9	6,882	3.3	(31.6)	12.0	245.0	31.9	4.3	2.3	NA	646.6	85.9
1477 HK	欧康维视	9.8	6,534	12.7	(43.7)	22.9	100.3	32.7	12.2	4.9	191.0	167.2	151.0
2162 HK	康诺亚	22.6	6,308	(27.9)	(38.6)	67.4	95.1	55.0	192.7	18.0	-20.6	-71.4	968.0
2616 HK	基石药业	5.0	5,989	(15.9)	(39.1)	4.3	57.8	5.0	3.0	NA	278.8	64.0	NA
1167 HK	加科思	7.7	5,963	8.0	(46.7)	14.8	22.8	13.9	18.2	13.0	127.7	-23.7	40.4
1672 HK	歌礼制药	5.1	5,531	17.4	64.1	27.7	14.6	36.2	16.4	NA	71.1	120.5	NA
6996 HK	德琪医药	6.7	4,478	19.3	(27.6)	14.7	134.9	20.9	7.9	3.8	537.0	163.6	107.9
6855 HK	亚盛医药	16.0	4,217	(1.0)	(42.3)	7.7	437.4	14.9	3.2	2.6	738.4	363.7	23.1
2552 HK	华领医药	4.0	4,168	8.1	5.5	7.0	20.1	6.5	9.1	2.8	NA	-28.4	227.1
9939 HK	开拓药业	10.2	3,961	(13.7)	(13.7)	0.4	84.7	0.3	1.2	2.6	NA	-72.7	-51.6
2126 HK	药明巨诺	8.2	3,339	(12.5)	(37.7)	10.6	29.9	15.7	5.4	2.6	478.0	189.2	106.4
2181 HK	迈博药业	0.8	3,134	(10.6)	(24.0)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2256 HK	和誉开曼	4.2	2,961	(12.1)	(53.6)	55.8	699.2	120.3	21.9	NA	-11.8	450.0	NA
2142 HK	和铂医药	3.5	2,680	(17.1)	(55.0)	15.2	43.3	20.9	8.5	2.5	279.2	145.4	237.8
6978 HK	永泰生物	5.2	2,676	(11.6)	(69.1)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
3681 HK	中国抗体	2.3	2,294	(8.8)	(20.3)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6998 HK	嘉和生物	4.4	2,224	(14.8)	(37.6)	6.6	32.3	10.0	3.4	1.8	NA	196.9	83.2
1875 HK	东曜药业	3.2	1,963	(8.9)	(25.3)	4.1	8.0	4.9	2.7	NA	323.6	84.3	NA
6622 HK	兆科眼科	3.5	1,897	(20.3)	(38.6)	19.1	63.2	46.4	7.0	2.2	NA	559.7	219.3
市值加权平均						14.5	56.6	16.8	13.7	7.9			

E=Bloomberg 一致预期；资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2022 年 4 月 1 日

图表 6: 浦银国际目标价: 荣昌生物



注: 截至 2022 年 4 月 1 日收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

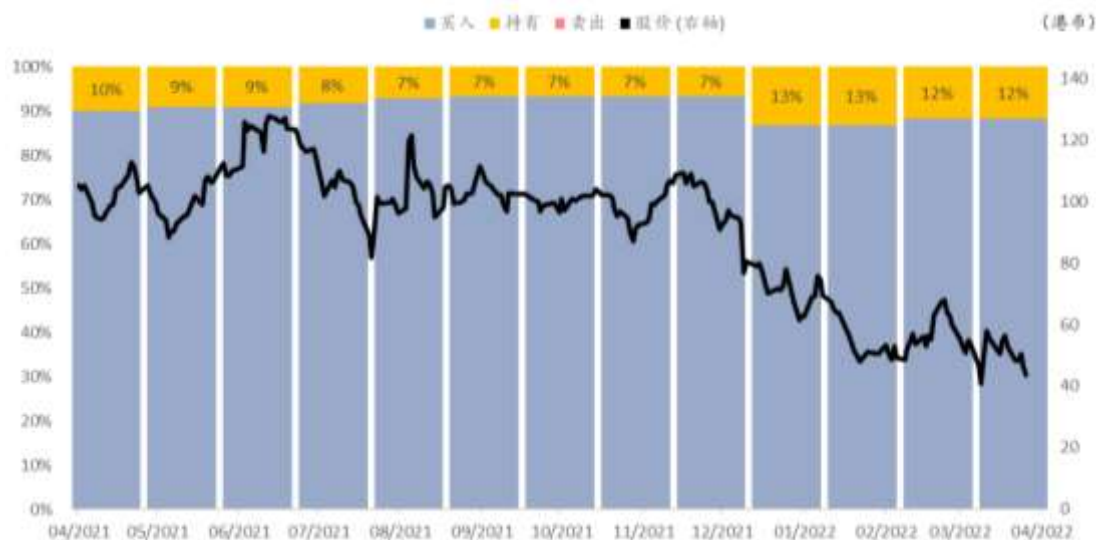
图表 7: SPDBI 医疗行业覆盖公司

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	124.2	买入	224.0	2022 年 2 月 16 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	109.1	买入	198.0	2022 年 2 月 16 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	99.3	买入	202.6	2022 年 3 月 28 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	117.4	买入	208.5	2022 年 3 月 28 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	65.9	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	19.9	持有	20.0	2022 年 3 月 16 日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	22.9	买入	54.5	2022 年 3 月 29 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	43.7	买入	105.0	2022 年 4 月 4 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	36.0	买入	890.0	2022 年 3 月 3 日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	3.5	买入	13.5	2022 年 3 月 25 日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.5	买入	6.9	2022 年 4 月 4 日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗	306.0	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 4 月 1 日收盘价

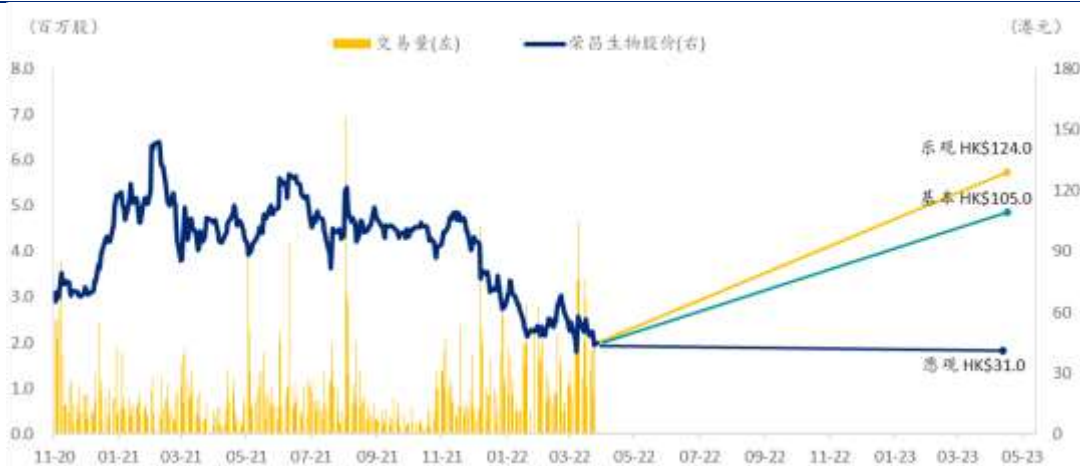
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8：荣昌生物市场普遍预期



注：股价截至 2022 年 4 月 1 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：荣昌生物 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司增长好于预期

目标价：124.0 港元
概率：30%

- 管线药物研发及获批进度快于预期；
- 维迪西妥和泰它西普在美国顺利进行临床并获批；
- 泰它西普和维迪西妥峰值销售分别超 60 亿和 50 亿元；
- 泰它西普于一年内成功 license-out。

悲观情景：公司增长不及预期

目标价：31.0 港元
概率：20%

- 药物管线的开发和上市申请未如预期；
- 维迪西妥和泰它西普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；
- 泰它西普和维迪西妥峰值销售分别不及 30 亿和 25 亿元；
- 泰它西普 license-out 计划受阻，或对价较低。

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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

