



## 荣昌生物 (9995.HK): 1Q22 净亏损少于预期, 股价已反映主要风险, 重申“买入”评级

1Q22 收入同比大幅增至 1.5 亿人民币, 符合公司此前指引 (1.3-1.7 亿)。我们预计泰它西普和维迪西妥分别贡献 6,000-7,000 万元左右和 8,000 万元以上。归母净亏损扩大至 2.9 亿人民币, 但少于公司年初时预计的 3.29-4.45 亿。考虑到疫情和竞争环境变化, 我们下调公司目标价至 75 港元; 但是, 我们认为主要风险已充分反映在股价中, 诸多催化剂下, 我们坚定看好公司估值修复空间, 重申“买入”评级。

- 1Q22 利润率和主要费用大致符合预期:** 1Q22 的营业成本中包含支付给海外合作伙伴的、与维迪西妥相关的一次性特许权使用费, 扣除该项费用后的产品销售毛利率在 70% 以上。研发费用同比增长 60% 至 2.2 亿, 主因: 1) 研发管线和临床项目扩张; 2) 研发人员增加及工资水平上涨; 3) 抗体大楼转资及新购研发设备导致折旧增加。公司预计全年研发费用 10-15 亿。销售费用同比增长 272% 至 8,078 万, 主因泰它西普及维迪西妥相关的市场开发活动及销售人员增加。截至今年 2 月, 公司泰它西普/维迪西妥单抗销售团队规模在医保覆盖后快速扩张至 250 人/280 人 (2021 年底: 132 人/180 人)。截至 1Q 末, 公司完成 A 股上市后账上共有现金 38 亿, 1Q22 经营和投资活动共净流出 5.3 亿现金。我们预计产品销售+里程碑付款将足以支撑公司后续现金消耗, 而无需再依赖外部融资。
- 国内疫情短期影响产品销售, 但进院依旧顺利:** 根据我们此前和公司的沟通, 本轮国内疫情的反复于 3 月中开始, 对 1Q22 销售影响相对较小。疫情的后续影响取决于主要城市疫情的持续时间; 目前上海的病人治疗受封城和医院影响较大, 其他城市中的影响暂时可控。核心产品进入医保后, 一二线城市依旧是公司的销售主战场, 但尚无法推断上海等单个城市对产品销售的贡献。此外, 由于公司加大了非疫情地区的推广, 医保覆盖后的进院速度没有受影响, 年底计划进院数量达到 400 家 (2 月底: 200 家)。
- 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 75.0 港元, 主因: 1) 考虑近期国内疫情反复对产品销售造成一定影响, 我们下调了 2022 年泰它西普和维迪西妥销售收入预测至 3.0 亿/4.9 亿; 2) 考虑到维迪西妥主要竞品 Enhertu 近期在海外有多项实质进展, 我们下调了未来 Seagen 里程碑付款的成功率假设至 60-80%; 3) 考虑到板块竞争和地缘政治环境变化带来的成长性风险, 将永续增长率从 4.0% 下调至 2.0%。鉴于公司未来一年在国内外有较多临床催化剂, 在面临疫情、监管和竞争变局的创新药行业中确定性也相对较强, 我们重申对公司的“买入”评级。
- 投资风险:** 商业化产品销售未如预期; 海外临床进展和审批延误。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	0	1,424	853	2,375	3,268
同比变动 (%)	NA	NA	-40.1%	178.4%	37.6%
归母净利润 (亏损)	-698	276	-1,168	-103	358
PS (X)	NA	7.8	14.3	5.3	3.8
ROE (%)	-19.4%	8.0%	-24.3%	-2.2%	7.0%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

丁政宇

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 28 日

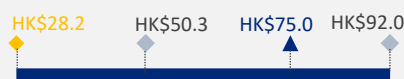
### 评级

买入

目标价 (港元)	75.0
潜在升幅/降幅	166%
目前股价 (港元)	28.2
52 周内股价区间 (港元)	27.1-145.5
总市值 (百万港元)	15,688
近 3 月日均成交额 (百万港元)	76

注: 截至 2022 年 4 月 27 日收盘价

市场预期区间

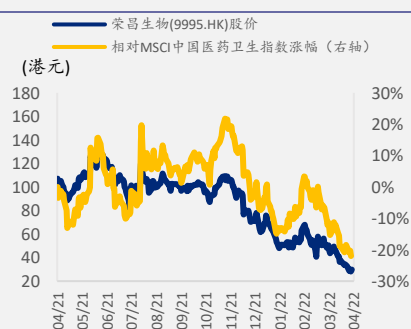


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2022 年 4 月 27 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



扫码关注浦银国际研究

## 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
<b>收益</b>	<b>0</b>	<b>1,424</b>	<b>853</b>	<b>2,375</b>	<b>3,268</b>
销售成本	0	-67	-237	-334	-462
<b>毛利</b>	<b>0</b>	<b>1,357</b>	<b>616</b>	<b>2,041</b>	<b>2,807</b>
销售及分销开支	-24	-263	-299	-557	-702
行政开支	-218	-220	-242	-266	-293
研发成本	-466	-711	-1,237	-1,306	-1,373
<b>经营利润</b>	<b>-708</b>	<b>163</b>	<b>-1,162</b>	<b>-88</b>	<b>440</b>
其他收入及收益	75	186	13	36	49
金融资产减值亏损	-0	-0	0	0	0
其他开支	-36	-67	-17	-47	-65
财务成本	-29	-5	-3	-3	-3
<b>除税前亏损</b>	<b>-698</b>	<b>276</b>	<b>-1,168</b>	<b>-103</b>	<b>421</b>
所得税开支	0	0	0	0	-63
<b>净利润</b>	<b>-698</b>	<b>276</b>	<b>-1,168</b>	<b>-103</b>	<b>358</b>

### 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	1,488	1,506	1,567
使用权资产	138	149	129	112	95
其他无形资产	5	13	11	9	8
按公允价值计入其他全面收益的股权投资	13	12	12	12	12
其他非流动资产	182	108	113	119	124
<b>非流动资产</b>	<b>1,140</b>	<b>1,859</b>	<b>1,753</b>	<b>1,757</b>	<b>1,807</b>
存货	66	280	420	631	757
应收票据	0	7	7	7	7
预付款项及其他	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	3,083	2,821	2,970
<b>流动资产</b>	<b>2,977</b>	<b>2,300</b>	<b>3,779</b>	<b>3,741</b>	<b>4,030</b>
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	396	431	384
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
<b>流动负债</b>	<b>431</b>	<b>616</b>	<b>632</b>	<b>682</b>	<b>644</b>
租赁负债	47	50	50	50	50
递延收入	45	46	46	46	46
<b>非流动负债</b>	<b>92</b>	<b>96</b>	<b>96</b>	<b>96</b>	<b>96</b>
股本&实收资本	490	490	544	544	544
储备	3,105	3,406	4,708	4,625	5,002
<b>权益</b>	<b>3,595</b>	<b>3,446</b>	<b>4,803</b>	<b>4,720</b>	<b>5,097</b>

### 现金流量表

人民币百万	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>净利润/(亏损)</b>	<b>-698</b>	<b>276</b>	<b>-1,168</b>	<b>-103</b>	<b>358</b>
物业、厂房及设备折旧	49	65	158	149	151
使用权资产折旧	28	53	25	22	19
其他无形资产摊销	1	2	2	2	1
存货增加	-35	-214	-140	-210	-126
预付款项及其他资产减少	-74	-58	-9	-9	-10
其他应付款项增加	29	135	3	35	-47
其他	40	5	26	26	20
<b>经营活动现金净额</b>	<b>-660</b>	<b>264</b>	<b>-1,104</b>	<b>-88</b>	<b>366</b>
购买物业、厂房及设备项目	-443	-615	-68	-166	-212
购买土地使用权项目	-35	0	-5	-5	-3
其他	-0	-23	0	0	-0
<b>投资活动现金净额</b>	<b>-479</b>	<b>-638</b>	<b>-73</b>	<b>-171</b>	<b>-215</b>
银行借款净增加	168	0	0	0	0
其他	3,736	-627	2,503	-3	-3
<b>融资活动现金净额</b>	<b>3,904</b>	<b>-627</b>	<b>2,503</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
<b>现金及现金等价物增加</b>	<b>2,765</b>	<b>-1,001</b>	<b>1,326</b>	<b>-262</b>	<b>149</b>
年初现金及现金等价物	35	2,769	1,757	3,083	2,821
外汇汇率变动	-31	-10	0	0	0
年末现金及现金等价物	2,769	1,757	3,083	2,821	2,970

### 主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (人民币元)</b>					
每股盈利/(亏损)	-1.7	0.6	-2.2	-0.2	0.7
每股净资产	8.8	7.1	9.1	8.7	9.4
每股经营现金流	-1.6	0.5	-2.1	-0.2	0.7
每股销售	0.0	2.9	1.6	4.4	6.0
<b>估值 (倍)</b>					
P/B	3	3	3	3	2
P/S	NA	8	14	5	4
<b>盈利能力指标</b>					
毛利率	NA	95.3%	72.2%	85.9%	85.9%
经营利润率	NA	11.4%	-136.2%	-3.7%	13.5%
净利润率	NA	19.4%	-137.0%	-4.3%	10.9%
<b>盈利增长</b>					
营业收入增长率	NA	NA	-40.1%	178.4%	37.6%
净利润增长率	NA	19.4%	-137.0%	-4.3%	10.9%
<b>资产收益率指标</b>					
净资产收益率	-19.4%	8.0%	-24.3%	-2.2%	7.0%
资产回报率	-16.9%	6.6%	-21.1%	-1.9%	6.1%
投资资本回报率	-19.4%	8.0%	-24.3%	-2.2%	7.0%
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率	12.7%	17.1%	13.2%	14.2%	12.7%
流动比率(x)	6.9	3.7	6.0	5.5	6.3
速动比率(x)	6.7	3.3	5.3	4.6	5.1
现金比率(x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

## • 维迪西妥国内竞争压力可控

近期第一三共在国内提交 Enhertu 的上市申请，用于治疗二线及以上 HER2 阳性乳腺癌。我们预计今年维迪西妥销售仍会有较大比例来自乳腺癌中的超适应症使用，但我们并不认为这会对维迪西妥造成过大竞争压力，主因：

- 荣昌主要面向二线以后病人，而 Enhertu 主攻二线，其主要竞争对手是恒瑞医药的吡咯替尼；
- Enhertu 的安全性问题较大，未来往前线推进比较困难，目前，维迪西妥在胃癌、尿路上皮癌和乳腺癌上都在尝试往前线推进，其中，乳腺癌方面今年有计划往一线甚至辅助/新辅助去推进；
- Enhertu 有可能是全球定价，在国内主要针对高支付能力病人，因此维迪西妥有可能有价格优势。

## • 估值与短期催化剂

我们 75 港元的目标价对应约 408 亿港元目标市值。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），公司较信达等龙头生物科技公司的估值溢价主要由以下因素驱动：

- 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 美国上市遇阻，对行业影响几何？](#)》）；
- 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：
  - 1) 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；
  - 2) 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；
  - 3) 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/Ila 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	853	956	-10.8%	2,375	2,693	-11.8%	3,268	3,951	-17.3%
毛利润	616	688	-10.5%	2,041	2,360	-13.5%	2,807	3,489	-19.6%
毛利率 (%)	72.2%	71.9%	0.3pcts	85.9%	87.6%	-1.7 pcts	85.9%	88.3%	-2.4 pcts
归母净利润 (亏损)	-1,168	-1,076	8.6%	-103	99	-203.8%	358	802	-55.4%
归母净利率 (%)	-137.0%	-112.6%	-24.4 pcts	-4.3%	3.7%	-8.0 pcts	10.9%	20.3%	-9.4 pcts

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	95.5	139,252	(14.2)	(40.7)	10.7	24.7	12.3	8.5	6.9	25.0	44.8	23.4
1877 HK	君实生物	53.0	79,139	(7.1)	(8.7)	20.9	18.8	24.0	16.6	12.7	-30.6	44.6	30.3
1801 HK	信达生物	24.3	35,630	(9.0)	(49.6)	4.8	16.8	5.3	3.9	3.0	36.9	35.2	33.1
6185 HK	康希诺	81.3	31,702	(38.0)	(54.9)	8.1	18.4	7.7	9.1	7.3	-20.9	-15.7	25.1
9969 HK	诺诚健华	11.0	16,436	(9.3)	(28.4)	15.4	74.7	23.8	8.9	5.8	-45.7	167.4	53.0
9995 HK	荣昌生物	28.2	15,688	(41.7)	(63.8)	9.5	76.8	13.0	6.1	4.2	-26.4	114.9	44.9
9926 HK	康方生物	13.5	10,998	(17.4)	(60.4)	6.4	44.3	8.6	4.2	3.0	421.1	104.2	42.8
2696 HK	复宏汉霖	19.1	10,402	(14.7)	(13.2)	2.8	14.0	3.1	2.4	1.9	70.5	28.5	25.3
9939 HK	开拓药业	23.9	9,263	123.8	94.3	4.6	116.1	6.7	2.8	2.3	NM	142.1	21.3
6606 HK	诺辉健康	16.9	7,280	(18.9)	(23.3)	9.6	49.8	12.1	6.8	3.9	134.6	79.0	71.9
2162 HK	康诺亚	23.9	6,686	29.0	(30.7)	45.6	89.9	44.9	47.0	23.5	11.3	-4.4	100.1
1477 HK	欧康维视	9.7	6,481	(4.1)	(44.5)	19.3	97.3	31.1	10.8	4.9	206.8	187.4	121.3
9966 HK	康宁杰瑞	6.9	6,435	(11.9)	(49.6)	14.6	1,161.3	21.5	8.7	4.6	88.1	146.3	90.5
2137 HK	腾盛博药	8.7	6,255	(5.4)	(73.7)	6.6	5.3	5.7	9.8	8.6	NA	-41.7	13.4
1167 HK	加科思	8.0	6,164	8.1	(44.9)	16.0	22.0	14.8	19.4	13.8	127.7	-23.7	40.4
2616 HK	基石药业	5.0	5,989	(3.1)	(39.1)	4.3	52.1	5.1	3.1	NA	278.8	64.0	NA
1952 HK	云顶新耀	19.8	5,958	(6.0)	(43.2)	7.7	234.9	24.2	3.2	2.1	NM	657.2	55.1
2171 HK	科济药业	10.3	5,855	(32.4)	(62.6)	214.7	260.5	NA	69.9	10.5	-100.0	NA	564.6
1672 HK	歌礼制药	3.9	4,271	(30.7)	19.5	19.0	14.8	25.4	12.4	12.0	94.5	104.3	4.1
6996 HK	德琪医药	6.1	4,059	(13.1)	(37.7)	12.0	129.3	18.4	7.0	3.4	537.0	163.6	107.9
2181 HK	迈博药业	0.9	3,588	(6.5)	(13.0)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6855 HK	亚盛医药	13.4	3,529	(9.4)	(52.4)	9.5	425.0	13.8	5.8	2.2	675.1	138.8	158.6
2552 HK	华领医药	3.1	3,240	(11.3)	(19.0)	5.7	19.5	5.2	7.3	2.2	NA	-28.4	227.1
2925 HK	再鼎医药	33.6	3,239	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2142 HK	和铂医药	4.0	3,095	14.8	(48.0)	9.2	41.8	10.8	7.0	3.9	728.7	54.3	81.3
2126 HK	药明巨诺	7.5	3,079	(5.5)	(44.2)	8.9	29.0	14.4	5.0	2.3	452.7	191.1	118.3
2256 HK	和誉开曼	4.1	2,877	(10.5)	(54.9)	48.8	596.3	120.4	21.9	NA	-11.8	450.0	NA
6978 HK	永泰生物	5.2	2,691	(9.5)	(68.9)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6622 HK	兆科眼科	4.3	2,320	25.1	(24.9)	31.7	53.9	52.0	17.6	7.9	NA	196.1	122.3
3681 HK	中国抗体	2.1	2,123	(7.5)	(26.2)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1875 HK	东曜药业	3.1	1,876	(3.2)	(28.6)	4.0	7.8	4.8	3.0	2.2	332.4	60.9	32.0
6998 HK	嘉和生物	3.6	1,828	(10.6)	(49.0)	5.0	31.2	8.2	2.7	1.5	NA	196.9	83.2
<b>市值加权平均</b>						<b>14.9</b>	<b>60.3</b>	<b>14.9</b>	<b>10.4</b>	<b>7.0</b>			

E=Bloomberg 一致预期；资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2022 年 4 月 27 日

图表 6: 浦银国际目标价: 荣昌生物



注: 截至 2022 年 4 月 27 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	104.3	买入	176.0	2022 年 4 月 26 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	104.1	买入	155.0	2022 年 4 月 26 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	99.0	买入	202.6	2022 年 3 月 28 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	122.4	买入	208.5	2022 年 3 月 28 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	55.1	买入	110.0	2022 年 3 月 23 日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	4.0	持有	7.7	2021 年 12 月 22 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	18.6	持有	20.0	2022 年 3 月 16 日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	19.8	买入	54.5	2022 年 3 月 29 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	28.2	买入	75.0	2022 年 4 月 28 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	33.6	买入	89.0	2022 年 3 月 3 日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.3	买入	13.5	2022 年 3 月 25 日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.9	买入	6.9	2022 年 4 月 1 日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗	319.0	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 27 日收盘价

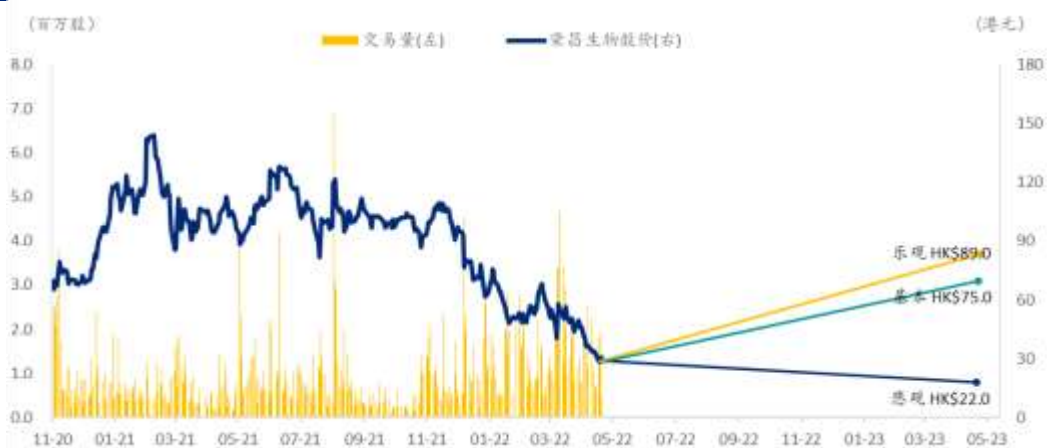
## SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8：荣昌生物市场普遍预期



注：股价截至 2022 年 4 月 27 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：89.0 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：22.0 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

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

