



再鼎医药 (9688.HK): 1Q22 超预期, 短期波动后继续维持“买入”评级

公司 1Q22 收入和净亏损均好于此前市场预期; 其中则乐销售收入近 3,000 万美元, 现金消耗同比收窄。公司股价年初至今下跌 49% 且近期波动较大, 我们认为主要和市场情绪有关, 大股东持股稳定。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 48 港元。

- 1Q22 业绩超预期, 现金消耗收窄:** 收入同比增长 132% 至 4,672 万美元, 略超预期。分产品看, 则乐®、爱普盾® 和擎乐® 的销售收入分别增长 135%/80%/650% 至 2,960 万/1,280 万/300 万美元, 去年 12 月上市的纽再乐® 录得 70 万美元的销售收入。1Q22 归母净亏损 8,239 万美元, 少于预期且较 1Q21 的 2.3 亿亏损明显减少, 部分因为在没有新授权引进预付款的情况下, 研发费用较 1Q21 显著降低 (5,385 万 vs. 2.0 亿)。1Q22 公司整体现金支出约 9,700 万美元, 同比减少 26%, 且相比 3 月底时公司的 13 亿美元现金储备仍较充裕。我们预计, 在没有大规模 BD 支出的情况下, 全年现金支出将在 4 亿美元左右; 公司现有资金至少可支持其运营到 2024 年。
- 疫情可能对产品销售有 1-2 个月的短期影响:** 近期国内疫情反复对则乐和爱普盾的新患获取产生一定影响, 但总体影响应在 1-2 个月左右。则乐在院内销售渠道中的市场份额约为 1/3; 凭借其超越竞品的院内商业渠道 (覆盖 1,500+ 家医院), 公司目标年内将份额提升至 50% 左右。正在国内进行的注册性临床依旧正常进行中, 并未出现大规模延误或脱落。
- 美股退市风险可控:** 公司于 2022 年 4 月底宣布将聘请美国 KPMG LLP 作为新的审计师对 2022 年年报进行审计, KPMG LLP 位于美国并接受美国 PCAOB 检查。我们认为这将帮助公司符合《外国公司问责法案》的审计要求并维持其纳斯达克上市地位。同时, 公司也在寻求在香港的二次上市转换为双重主要上市。
- 估值修复空间巨大, 维持“买入”评级:** 考虑到近期国内疫情反弹及监管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 10-15%。基于 rNPV 估值模型得出的目标价为 48 港元, 维持买入评级。我们的目标价暗含未来 12 个月 85% 的潜在上升空间, 公司股价在经历近期波动后估值已极具吸引力, 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	246	513	948
收入同比增速 (%)	277%	195%	71%	108%	85%
归母净利润 (亏损)	-269	-704	-435	-358	-142
PS (X)	77	31	192	93	50

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 5 月 17 日

评级

买入

目标价 (港元)	48.0
潜在升幅/降幅	+85%
目前股价 (港元)	26.0
52 周内股价区间 (港元)	9.9-142.0
总市值 (百万港元)	25,456
近 3 月日均成交额 (百万港元)	21.4

注: 截至 2022 年 5 月 16 日收盘价

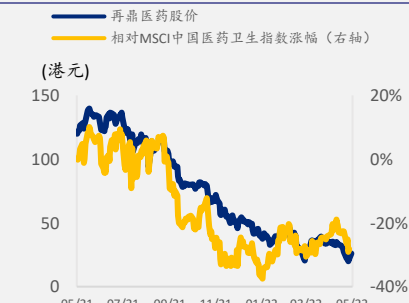
市场预期区间



▲ SPDB 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
收入	48,958	144,312	246,363	512,914	948,072
销售成本	-16,736	-52,239	-73,909	-138,487	-237,018
研发	-222,711	-573,306	-372,649	-447,179	-514,255
销售、一般及行政	-111,312	-218,831	-373,578	-282,103	-331,825
经营亏损	-301,801	-700,064	-573,773	-354,854	-135,027
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	-2,464	-5,129	-9,481
所得税费用	0	0	0	0	0
分占权益法投资亏损	-1,119	-1,057	-1,232	-2,565	-4,740
亏损净额	-268,905	-704,471	-574,184	-357,620	-141,857
少数股东权益	0	0	0	0	0
普通股股东应占亏损净额	-268,905	-704,471	-574,184	-357,620	-141,857

千美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
亏损净额	-268,905	-704,471	-574,184	-357,620	-141,857
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	1,232	2,565	4,740
经营资产及负债变动	18,246	23,110	-21,893	3,981	-6,597
经营活动所用现金净额	-216,055	-549,231	-590,034	-346,245	-138,867
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	569,869	218,623	74,756
受限制现金	743	803	803	803	803
现金、现金等价物	442,116	964,100	569,066	217,820	73,953

资产负债表

千美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	442,116	964,100	569,066	217,820	73,953
短期投资	744,676	445,000	445,000	445,000	445,000
应收账款&票据	5,165	54,809	46,436	60,363	69,510
存货	13,144	18,951	25,597	31,316	40,115
预付款项及其他流动资产	10,935	18,021	18,021	18,021	18,021
流动资产总额	1,216,036	1,500,881	1,104,119	772,519	646,599
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
非流动资产总额	81,602	109,075	108,033	105,639	101,053
资产总额	1,297,638	1,609,956	1,212,152	878,158	747,652
短期借贷	0	0	0	0	0
应付账款	62,641	126,163	102,543	126,169	137,519
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
流动负债	98,043	192,901	169,281	192,907	204,257
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
非流动负债总额	30,250	37,099	37,099	37,099	37,099
夹层权益	0	0	0	0	0
普通股	5	6	6	6	6
额外实收资本	1,897,467	2,825,948	3,025,948	3,025,948	3,025,948
累计亏损	-713,603	-1,418,074	-1,992,258	-2,349,878	-2,491,735
其他	-14,524	-27,924	-27,924	-27,924	-27,924
股东权益总额	1,169,345	1,379,956	1,005,772	648,152	506,295
负债及权益总额	1,297,638	1,609,956	1,212,152	878,158	747,652

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
每股指标 (美元)					
每股亏损	-3.46	-7.58	-0.59	-0.37	-0.14
每股净资产	15.06	14.84	1.03	0.66	0.52
每股经营现金流	-2.78	-5.91	-0.61	-0.35	-0.14
每股销售	0.63	1.55	0.25	0.52	0.97
估值 (倍)					
P/B	3	3	47	73	94
P/S	77	31	192	93	50
盈利能力指标					
毛利率	66%	64%	70%	73%	75%
归母净利润率	-549%	-488%	-233%	-70%	-15%
净资产收益率	-37%	-55%	-48%	-43%	-25%
资产回报率	-33%	-48%	-41%	-34%	-17%
盈利增长					
营业收入增长率	277%	195%	71%	71%	71%
经营效率指标					
存货周转天数	209	112	110	75	55
应收票据周转天数	33	76	75	38	25
应付账款周转天数	930	660	565	301	203
偿债能力指标					
资产负债率	10%	14%	17%	26%	32%
流动比率(x)	12.4	7.8	6.5	4.0	3.2
速动比率(x)	12.2	7.4	6.1	3.6	2.7
现金比率(x)	4.5	5.0	3.4	1.1	0.4

● 1Q22 业绩会议纪要与管理层讨论

商业版图继续扩张，团队效率进一步提升：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 3 月已在 1,500 家医院挂网，相比 2 月底再增加 100 家左右；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 37 个省市的地区医保目录（1Q22 新增 4 个）；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 58 个补充医保计划覆盖（1Q22 新增 6 个）。截至 3 月底，公司商业化团队共有 950 名员工（vs.1 月底 945 名）。1Q22 销售和管理费用显著上升 59%至 5,699 万美元，但环比下降 18%；公司预计销售团队的快速扩张已接近尾声，今后将着力提升团队的运营效率和单人产值，因此**后续季度的销售费用或将保持相对稳定。**

管线价值持续兑现，自研能力逐渐验证：最近两个月，公司或其合作伙伴公布了数项引进产品的注册性临床试验结果：

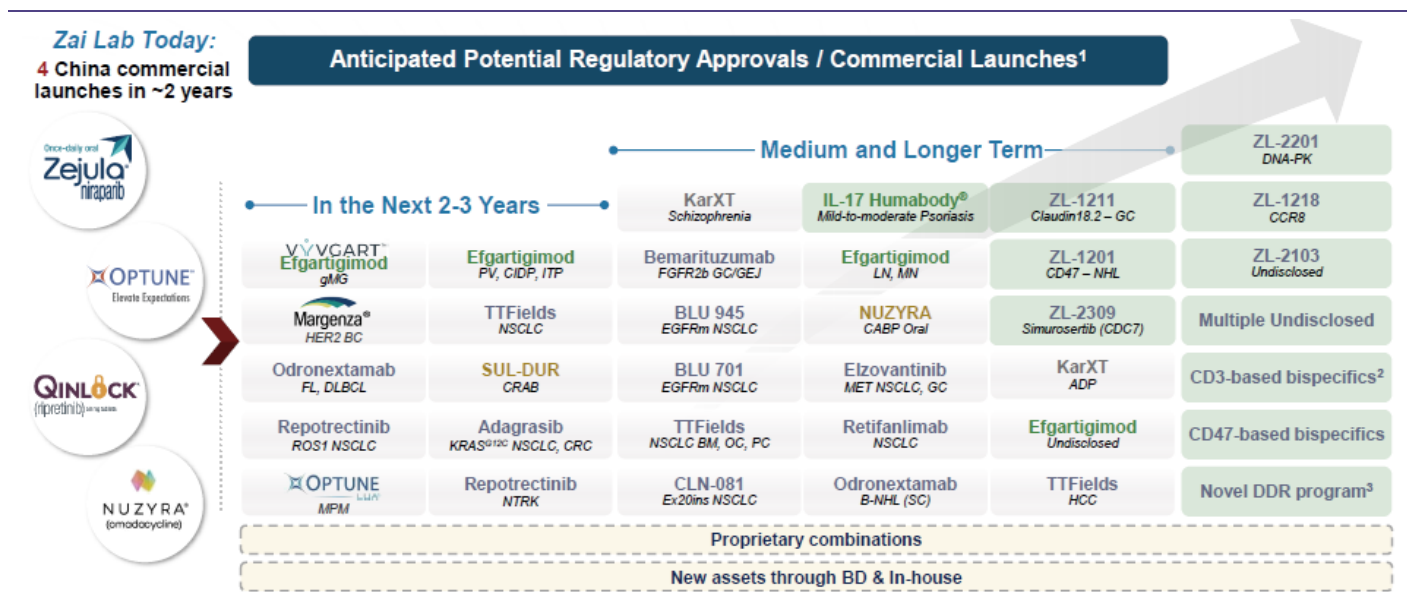
- **尼拉帕利：PRIME 研究**（则乐用于中国卵巢癌病人一线维持治疗的 III 期临床；2022 年 3 月公布）：与安慰剂相比，接受尼拉帕利治疗显著延长了患者的中位无进展生存期（mPFS）：24.8 个月对 8.3 个月，风险比（HR）为 0.45； $p < 0.001$ 。总体生存（OS）数据尚未成熟，在数据截止时，尼拉帕利治疗组显示出更优的趋势。总体疗效和安全性结果和海外 III 期 PRIMA 试验相近。亚组分析显示：
 - 对于 gBRCA 突变患者，尼拉帕利 mPFS 尚未达到，对比安慰剂组 10.8 个月，HR 为 0.40（PRIMA 试验：HR 0.40）；
 - 对于无 gBRCA 突变但存在 HRD 的患者，尼拉帕利 mPFS 24.8 个月，对比安慰剂组 11.1 个月；HR 为 0.58（PRIMA 试验：HR 0.50）；
 - 对于 HRP 患者，尼拉帕利 mPFS 14.0 个月，对比安慰剂组 5.5 个月；HR 为 0.41（PRIMA 试验：HR 0.68）。
- **Efgartigimod**
 - **ADVANCE 研究**（efgartigimod 用于治疗原发性免疫性血小板减少症（ITP）的 III 期临床；2022 年 5 月公布）：研究达到了其主要终点，与安慰剂（2/40；5%）相比，接受 efgartigimod 治疗的患者血小板持续应答的比例更高（17/78；21.8%），实现了血小板的持续反应（ $p = 0.0316$ ）。血小板衍生关键次要终点也显示出统计学意义；
 - **ADAPT+研究**（efgartigimod 用于治疗全身型重症肌无力（gMG）成人患者的 III 期开放标签拓展研究；2022 年 4 月公布）：中期数据显示的 efgartigimod 在多个治疗周期带来的持续改善和安全性，

和 III 期 ADAPT 研究一致；

- **ADAPT-SC 研究** (efgartigimod 皮下注射治疗 gMG 的 III 期临床；2022 年 3 月公布)：达到了主要研究终点，在第 29 天总 IgG 从基线水平降低，证实了与 efgartigimod 静脉注射制剂在 gMG 患者中相比具有统计学上的非劣效性。
- **Repotrectinib: TRIDENT-1 研究** (repotrectinib 治疗 ROS1 阳性晚期 NSCLC 患者和 NTRK 阳性晚期实体瘤患者的 1/2 期注册性临床)：
 - 在 TKI 初治的患者人群中 (EXP-1: n=71)，cORR 为 79%，其中中国患者队列 (EXP-1: n=11) 的 cORR 为 91%；
 - 在接受 1 次 TKI 和含铂化疗的患者中 (EXP-2: n=26)，cORR 为 42%，其中中国患者队列 (EXP-2: n=3) 的 cORR 为 67%；
 - 在接受 2 次 TKI 但未接受化疗的患者中 (EXP-3: n=18)，cORR 为 28%；其中中国患者队列 (EXP-3: n=4) 的 cORR 为 50%；
 - 在接受 1 次 TKI 但未接受化疗的患者中 (EXP-4: n=56)，cORR 为 36%，其中中国患者队列 (EXP-4: n=11) 的 cORR 为 36%；
 - 在 TKI 经治且已确定 ROS1 G2032R 溶剂前沿突变的患者中，cORR 为 59% (n=10/17)。

公司的自研能力也正逐步得到验证，目标今年提交两个自研候选药物的 IND，分别为 DNA 依赖性蛋白激酶 (DNA-PK) ZL-2201 和 CCR8 抑制剂 ZL-1218；未来每年至少提交一个 IND。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

● 爱普盾® (肿瘤电场治疗)

- 合作伙伴 Novocure 将于 2022 年底公布 III 期 LUNAR 研究 (非小细胞肺癌) 主要数据;
- Novocure 完成 III 期临床 METIS 研究 (非小细胞肺癌脑转移) 的患者入组;
- 再鼎与 Novocure 共同公布胃癌 II 期先导研究 (EF-31) 的数据。

● Adagrasib (KRAS G12C)

- 完成针对 NSCLC 和 CRC 的全球潜在注册性研究的大中华区首例患者入组;
- 合作伙伴 Mirati 在 2022 ASCO 上进行 2 项口头报告, 包括 II 期注册性研究 KRYSTAL-1 (KRAS G12C 突变的 NSCLC) 的完整结果以及 adagrasib 用于具有 KRASG12C 突变且伴有活动性未经治疗的中枢神经系统转移的 NSCLC 患者的数据;
- Mirati 预计 2H22 更新 adagrasib 与帕博利珠单抗联合用于一线 KRASG12C 突变的 NSCLC 治疗的 2 期研究 KRYSTAL-7 的耐受性和 ORR 数据;
- Mirati 预计 2H22 进一步明确 adagrasib 单药一线治疗 KRASG12C 突变的 NSCLC 的注册路径, 以及针对 NSCLC 以外的瘤种的下一步计划;
- Adagrasib 有望获得 FDA 批准并商业化上市, 用于治疗曾经接受过至少一次系统性治疗的 KRASG12C 突变的非小细胞肺癌患者; PDUFA 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 正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 公布治疗 B-NHL 的关键性 II 期研究的进一步结果, 并向 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)**

- 完成 1/2 期注册性临床研究 TRIDENT-1 的患者入组；
- 在 4Q22 提交上市申请前的会议上与 NMPA 进行注册方面的讨论；
- 合作伙伴 Turning Point 于 2Q22 的 NDA 递交前会议上与 FDA 讨论基于 BICR 的主要数据；
- Turning Point 预计在 2H22 的医学会议上详细更新经 BICR 分析的 TRIDENT-1 包括颅内活动的研究结果；
- Turning Point 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 在 2022 ASCO 上口头报告 CLN-081 更新数据；
- Cullinan 在 2H22 完成 PK 研究后启动关键临床。

- **Elzovantinib (MET)**

- 全球 1/2 期临床研究 SHIELD-1 (针对 MET 基因异常的 METTKI 初治非小细胞肺癌和胃及胃食管交界部癌) 的一阶段扩展部分完成大中华区首位患者入组；
- 合作伙伴 Turning Point 计划于 2H22 提供 SHIELD-1 研究的临床数据更新；
- 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。

- **Retifanlimab (PD-1)**

- 完成全球 3 期 POD1UM-304 研究的患者入组, 以评估 retifanlimab 联合含铂化疗治疗一线转移性 NSCLC 患者。

- **BLU-945 (EGFR 三重突变):**

- 合作伙伴 Blueprint 计划于 2H22 公布 BLU-945 用于治疗 EGFR 突变非小细胞肺癌的 I/II 期 SYMPHONY 研究中 BLU-945 与奥希替尼联用的剂量递增队列的初步临床数据；
- Blueprint 计划在 SYMPHONY 研究中启动更多队列, 包括在前线治疗等多个患者人群中与其他药物的联合治疗。

- **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。
- **Efgartigimod (FcRn)**
 - 于 2022 年年中向 NMPA 提交用于 gMG 的新药上市申请 (为 IV 剂型, 此后将开展皮下注射剂型的桥接试验);
 - 于 2022 年启动针对两种自身免疫肾病的概念验证 (PoC) 研究;
 - 与合作伙伴 argenx 合作探索和推进其他适应证的研究;
 - argenx 于 2Q22 启动针对特发性炎性肌病 (肌炎) 的三种亚型, 包括免疫介导坏死性肌病、抗合成酶综合征和皮肌炎的注册性研究 ALKIVIA; 计划针对每种亚型的前 30 名患者的数据进行中期分析;
 - argenx 计划于 2022 年年底向 FDA 递交 efgartigimod 皮下注射剂型治疗 gMG 的新药上市申请。
- **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;
 - 计划于 2H22 提交上市后研究计划。
- **KarXT**
 - 2022 年中与 NMPA 就精神分裂症在中国注册相关事项进行沟通;
 - 2022 年启动桥接研究;
 - 合作伙伴 Karuna 计划于 2Q22 完成 III 期 EMERGENT-2 研究 (针对精神分裂症) 的入组, 并于 3Q22 年报告该研究的主要数据;
 - Karuna 于 2022 年年中启动针对评估 KarXT 治疗阿尔茨海默症精神病性障碍的 III 期研究, 并于 1H22 公布详情。

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	246,363	288,257	-15%	512,914	577,050	-11%	948,072	1,055,799	-10%
毛利润	172,454	201,780	-15%	374,427	421,246	-11%	711,054	791,850	-10%
归母净利润 (亏损)	-434,650	-517,335	NA	-357,620	-375,516	NA	-141,857	-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 (%)	12 个月滚动远期		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	80.2	118,174	(29.4)	(50.2)	8.7	24.5	10.1	7.1	5.7	NA	42.2	24.9
1877 HK	君实生物	59.0	109,035	16.9	1.7	30.4	18.6	36.6	23.7	18.4	-36.0	54.5	29.0
9688 HK	再鼎医药	26.0	25,456	(27.2)	(48.6)	10.7	53.1	13.8	7.7	4.2	63.0	79.0	83.0
6185 HK	康希诺	72.9	30,007	(29.8)	(59.5)	8.6	17.8	8.2	9.3	7.1	-26.3	-12.1	30.6
1801 HK	信达生物	19.6	28,741	(29.4)	(59.4)	3.9	16.4	4.4	3.2	2.5	33.6	35.0	29.1
9969 HK	诺诚健华	10.3	15,447	(15.6)	(32.7)	14.6	73.5	23.6	8.8	5.8	-45.7	167.4	53.0
9995 HK	荣昌生物	26.9	15,202	(28.3)	(65.5)	9.1	74.9	12.9	6.0	4.3	-28.6	115.7	40.0
9926 HK	康方生物	12.6	10,262	(18.5)	(63.1)	6.6	43.6	8.9	4.5	2.8	340.7	97.6	62.6
2696 HK	复宏汉霖	15.5	8,424	(21.2)	(29.7)	2.3	13.8	2.5	2.0	1.6	70.5	28.5	25.3
9939 HK	开拓药业	19.5	7,574	(28.9)	58.9	3.9	107.8	6.0	2.5	2.0	3,113.3	142.1	21.3
1477 HK	欧康维视	10.4	6,934	13.2	(40.6)	20.5	95.5	34.8	12.1	5.5	206.8	187.4	121.3
6606 HK	诺辉健康	15.6	6,687	(25.9)	(29.6)	9.0	48.4	11.6	6.5	3.8	134.6	79.0	71.9
9966 HK	康宁杰瑞	6.7	6,285	(8.7)	(50.7)	12.8	1,141.2	19.8	8.0	4.2	88.1	146.3	90.5
1167 HK	加科思	7.9	6,064	(0.3)	(45.8)	16.5	21.6	15.1	19.8	14.1	127.7	-23.7	40.4
2171 HK	科济药业	10.6	6,043	(21.4)	(61.5)	197.3	236.1	NA	73.3	11.0	-100.0	NA	564.6
2616 HK	基石药业	5.0	5,989	-	(39.1)	4.3	48.8	5.3	3.2	NA	278.8	64.0	NA
2162 HK	康诺亚	21.2	5,930	(16.2)	(38.6)	44.6	86.9	45.2	43.8	26.1	3.1	3.2	67.4
2137 HK	腾盛博药	8.0	5,764	(29.8)	(75.7)	6.6	5.3	5.6	9.6	8.5	NA	-41.7	13.4
1952 HK	云顶新耀	17.7	5,332	(31.1)	(49.1)	6.5	228.1	22.2	2.9	1.9	NM	657.2	55.1
6996 HK	德琪医药	6.6	4,398	(13.5)	(32.5)	12.9	125.8	20.8	7.9	3.8	537.0	163.6	107.9
1672 HK	歌礼制药	3.8	4,175	(20.7)	16.7	17.4	14.9	24.2	11.8	11.4	94.5	104.3	4.1
2552 HK	华领医药	3.6	3,767	(10.8)	(5.8)	6.9	19.1	6.2	8.7	2.7	NA	-28.4	227.1
6855 HK	亚盛医药	11.9	3,129	(20.3)	(57.8)	8.3	416.5	12.5	5.2	2.0	675.1	138.8	158.6
2181 HK	迈博药业	0.7	2,804	(13.9)	(32.0)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2126 HK	药明巨诺	6.6	2,718	(21.4)	(50.7)	8.1	28.5	13.8	4.7	2.2	452.7	191.1	118.3
2142 HK	和铂医药	3.5	2,657	(5.2)	(55.4)	4.4	40.7	5.0	3.5	1.9	1,461.6	42.1	81.6
2256 HK	和誉开曼	3.8	2,632	(17.8)	(58.8)	42.6	543.3	113.9	20.7	NA	-11.8	450.0	NA
6978 HK	永泰生物	4.8	2,485	(11.2)	(71.3)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6622 HK	兆科眼科	4.5	2,428	21.4	(21.4)	33.3	52.7	57.5	19.4	8.7	NA	196.1	122.3
3681 HK	中国抗体	2.3	2,314	9.5	(19.6)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1875 HK	东曜药业	3.0	1,864	(2.3)	(29.0)	4.0	7.7	4.9	3.0	2.3	332.4	60.9	32.0
6998 HK	嘉和生物	3.2	1,621	(25.2)	(54.8)	4.4	30.5	7.7	2.6	1.4	NA	196.9	83.2
市值加权平均				(13.9)	(35.3)	17.0	57.6	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 5 月 16 日

图表 5: 浦银国际目标价: 再鼎医药



注: 截至 2022 年 5 月 16 日收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

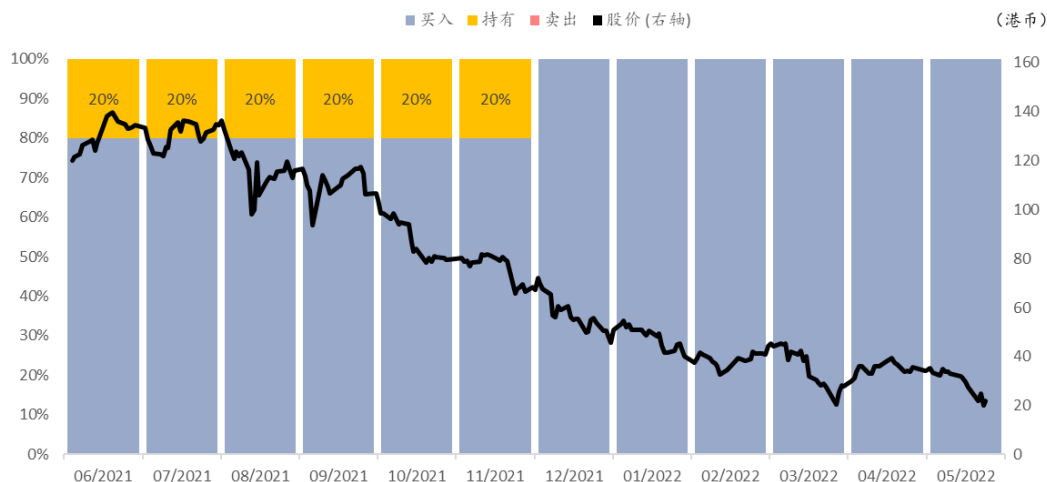
图表 6: SPDBI 医疗行业覆盖公司

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	98.8	买入	176.0	2022 年 4 月 26 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	98.8	买入	155.0	2022 年 4 月 26 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	87.2	买入	143.0	2022 年 5 月 3 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	111.7	买入	154.3	2022 年 5 月 3 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	53.1	买入	110.0	2022 年 3 月 23 日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	4.1	持有	7.7	2021 年 12 月 22 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	17.9	持有	20.0	2022 年 3 月 16 日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	17.7	买入	54.5	2022 年 3 月 29 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	26.9	买入	75.0	2022 年 4 月 28 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	26.0	买入	48.0	2022 年 5 月 17 日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.5	买入	13.5	2022 年 3 月 25 日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.0	买入	6.9	2022 年 4 月 1 日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗	298.1	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 5 月 16 日收盘价

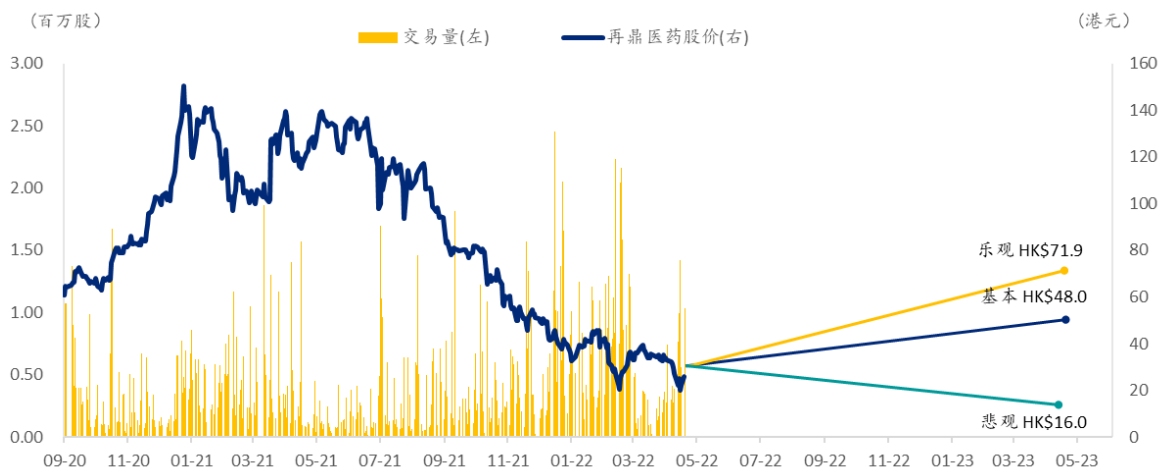
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 再鼎市场普遍预期



注: 股价截至 2022 年 5 月 16 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: 71.9 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: 16.0 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

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

