



荣昌生物 (9995.HK): ASCO 2022 数据点评: 维迪西妥在尿路上皮癌治疗中的优势明显

公司于 ASCO 2022 大会上公布了三篇摘要, 涉及四项维迪西妥治疗尿路上皮癌 (UC) 的临床试验。其中单药治疗 HER2 低表达 UC 和联合特瑞普利一线治疗 UC 的数据亮眼, 值得重点关注。我们维持对公司 75 港元的目标价和“买入”评级; 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。

- 维迪西妥在 HER2 低表达尿路上皮癌中的疗效超市场预期:** 在一项维迪西妥单药治疗 HER2 低表达/阴性尿路上皮癌的 II 期试验 (RC48-C011) 中, 大部分患者已接受至少两线治疗, 整体 ORR、DCR、mPFS、mOS 仍分别达到 26.3%、94.7%、5.5 个月和 16.4 个月; 其中所有的 HER2 阴性 (IHC0) 患者均取得疾病稳定 (SD)。在维迪西妥联合特瑞普利治疗尿路上皮癌的 Ib/II 期试验 (RC48-C014) 中, HER2 低表达或阴性的人群 (IHC0 或 1+) 中的 ORR 达到 50%。维迪西妥在多个 HER2 高表达癌症中已经展现出较好的疗效, 但 **HER2 低表达/阴性癌症病人群更广阔, 至少是高表达人群的 3-4 倍**。我们认为, 凭借其更高的 HER2 亲和力和强大的旁杀效应、优于主要竞品的安全性特征, 维迪西妥有望在 HER2 低表达的各类癌症中占得先机。
- 主要竞品数据待观察, 但维迪西妥安全性优势明显:** 维迪西妥的主要竞品 Enhertu 的经治 HER2 低表达乳腺癌 III 期试验结果将于会议正式召开时公布 (北京时间 6 月 6 日), 而我们也继续关注维迪西妥治疗 HER2 低表达乳腺癌的国内 III 期试验, 公司预计将于今年年内完成入组。HER2 低表达亚型占乳腺癌病例的 75-80%, 市场空间巨大。如果试验成功, 我们认为维迪西妥不仅能在国内获批, 后续海外开发成功率也较大, 主因: 1) 当前该适应症的标准疗法仍为化疗, 大概率无需开展头对头试验; 2) 维迪西妥有明显好于 Enhertu 的安全性, 在实际临床使用和前线治疗中更有优势。
- 联合 PD-1 疗法初步疗效亮眼, 海外开发待启动:** 在 RC48-014 试验的各个亚组中, 维迪西妥+特瑞普利组合疗法均取得了有潜力的响应率和生存获益 (见图表 2), 其中一线治疗中 82% 的 ORR 远超 PD-1 联合化疗 (约 55%) 或化疗单药 (约 45%), 且相比 2 月在 ASCO GU 上公布的 80% 有略微提升。在海外, 公司的合作伙伴 Seagen 正计划启动维迪西妥联合 PD-1 治疗一线 UC 的 III 期临床试验。
- 重申“买入”评级:** 我们继续基于 DCF 对公司进行估值, 并维持 75.0 港元的目标价。鉴于公司未来一年在国内外有较多临床催化剂 (见图表 3), 在面临疫情、监管和竞争变局的创新药行业中的韧性和确定性也相对较强, 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	7.5	13.6	5.0	3.6
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 5 月 30 日

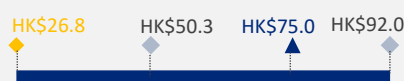
评级

买入

目标价 (港元)	75.0
潜在升幅/降幅	180%
目前股价 (港元)	26.8
52 周内股价区间 (港元)	25.1-145.5
总市值 (百万港元)	15,373
近 3 月日均成交额 (百万港元)	61

注: 截至 2022 年 5 月 27 日收盘价

市场预期区间

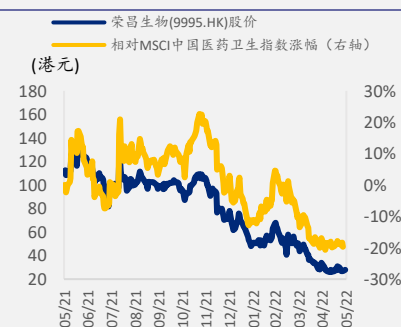


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2022 年 5 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
收益	0	1,424	853	2,375	3,268
销售成本	0	-67	-237	-334	-462
毛利	0	1,357	616	2,041	2,807
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
经营利润	-708	163	-1,162	-88	440
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
除税前亏损	-698	276	-1,168	-103	421
所得税开支	0	0	0	0	-63
净利润	-698	276	-1,168	-103	358

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
非流动资产	1,140	1,859	1,753	1,757	1,807
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
流动资产	2,977	2,300	3,779	3,741	4,030
贸易应付款项及应付票据	63	159	167	176	184
其他应付款项及应付费用	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
流动负债	431	616	632	682	644
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	4,708	4,625	5,002
权益	3,595	3,446	4,803	4,720	5,097

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

人民币百万	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润/(亏损)	-698	276	-1,168	-103	358
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
经营活动现金净额	-660	264	-1,104	-88	366
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
投资活动现金净额	-479	-638	-73	-171	-215
银行借款净增加	168	0	0	0	0
其他	3,736	-627	2,503	-3	-3
融资活动现金净额	3,904	-627	2,503	-3	-3
现金及现金等价物增加	2,765	-1,001	1,326	-262	149
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
每股指标 (人民币元)					
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
估值 (倍)					
P/B	2	3	2	3	2
P/S	NA	7	14	5	4
盈利能力指标					
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%
盈利增长					
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%
资产收益率指标					
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%
偿债能力指标					
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

• 维迪西妥继续在 HER2 阳性尿路上皮癌中展现优于 Enhertu 的疗效

RC48-005 和 RC48-009 两项国内 II 期试验评估了维迪西妥单药在经治 HER2 过表达尿路上皮癌患者中的疗效和安全性。在入组的 107 名患者中，大部分 (64.5%) 为三线及以上患者。

截至 2021 年 9 月，确证 ORR 为 50.5% (54/107)，其中 HER2 高表达 (IHC 3+ 或 IHC 2+/FISH+) 和中等/未知表达 (IHC 2+/FISH- 或 IHC 2+/FISH 未知) 中的 ORR 分别为 62.2% (28/45) 和 41.9% (26/62)。

在去年的 ASCO 2021 上，RC48-009 截至 2020 年 11 月的数据显示，整体、HER 高表达和中等/未知表达的 ORR 分别为 46.9%(30/64)、60.0%(15/25) 和 38.5% (15/39)，本次会议上的更新数据又有明显改善。

值得注意的是，在 Enhertu 联合 PD-1 纳武利尤单抗治疗同适应症的 Ib 期临床试验 (DS8201-A-U105, cohort 3) 中，ORR 仅为 36.7% (11/30, 数据来自 ASCO GU 2022)，再一次印证维迪西妥的差异化竞争优势。

• 其他重要临床进展更新

维迪西妥：

合作伙伴 Seagen 已启动二/三线治疗 HER2 表达尿路上皮癌的 II 期试验患者入组工作。该试验将包含三个队列，分别为单药治疗 HER2 高表达、单药治疗 HER2 低表达和联合 PD-1 治疗，推进时间将有所差别。在未来申报时，公司有可能同时申报单药高表达和低表达队列数据，或仅申报高表达队列，去决定于后续 Seagen 和 FDA 的沟通。在乳腺癌方面，Seagen 也有可能探索联合 tucatinib 联用的方案；tucatinib 为 Seagen 开发的一款小分子 HER2 靶向药，目前已获批用于 HER2 阳性乳腺癌的二线治疗。两项国内乳腺癌 III 期 (HER2 低表达和 HER2 高表达伴肝转移) 有望年内完成入组，明年可能会有 PFS 数据读出。

泰它西普：

海外 SLE III 期临床美国已正式启动入组，目前已有 2 家医院启动，下个月将在更多医院启动入组。公司预计 1H23 结束第一阶段入组，到 2023 年底有初步数据分析。因年初临床申报要求变更，该试验欧洲进度会略慢于美国，目前公司正根据新要求推进临床申报。

国内临床方面，治疗中重度类风湿关节炎的 III 期已完成入组，今年将进行锁库及揭盲，公司正和 CDE 沟通具体时间表，预计明年初对该适应症项 NMPA 提交上市申请。此外公司正推进启动治疗 IgA 肾病、干燥综合征、重症肌无力的国内国际多中心 III 期临床。

图表 2: 维迪西妥单抗 2022 ASCO 临床数据更新

试验代号	分期	疗法, 适应症	数据截止日期	分组	疗效数据	安全性数据
RC48-C014	Ib/II	+特瑞普利, 局晚期/转移性尿路上皮癌	17/01/2022	整体 (N=36)	ORR = 83.3%, mPFS = 9.2m, mOS = NR	三级及以上 TRAE: γ -谷氨酰转移酶升高 (12.2%)、ALT/AST 升高 (7.3%)、衰弱 (7.3%)、高甘油三脂血症 (4.9%)、中性粒细胞减少 (4.9%)
				经两次评估 (N=30)	cORR = 76.7% (包括 10% CR)	
				1L (N=17)	cORR = 82.4%	
				$\geq 2L$ (N=13)	cORR = 69.2%	
				HER2 IHC 2+/3+ & PD-L1+ (N=5)	cORR = 100.0%	
				HER2 IHC 2+/3+ & PD-L1- (N=13)	cORR = 92.3%	
				HER2 IHC 1+ & PD-L1+ (N=4)	cORR = 50.0%	
				HER2 IHC 1+ & PD-L1- (N=6)	cORR = 50.0%	
RC48-C011	II	单药, HER2 阴性局晚期/转移性尿路上皮癌	02/2022	整体 (N=19)	ORR = 26.3%, DCR = 94.7%, mPFS = 5.5m, mOS = 16.4m	三级 AE: 嗜中性白血球低下 (10.5%) SAE: 肌酸激酶增高 (5.3%)
				HER2 IHC 0 (N=6)	SD = 100%	
				HER2 IHC 1+ (N=13)	ORR = 38%	
				内脏转移 (N=13)	ORR = 31%	
				肝转移 (N=6)	ORR = 17%	
$\geq 2L$ (N=15)	ORR = 27%					
RC48-C005 RC48-C009 合并分析	II	单药, HER2 阳性转移性尿路上皮癌	04/09/2021	整体 (N=107)	cORR = 50.5%, DCR = 82.2%, mPFS = 5.9m, mOS = 14.2 (中位 OS 随访时间 19.1m)	三级及以上 TRAE ($\geq 5\%$): 感觉减退 (15.0%), 嗜中性白血球低下 (12.1%), 胆道酶素 r-GT 增加 (5.6%)
				肝转移 (N=48)	cORR = 52.1%	
				经 PD-1/L1 治疗 (N=27)	cORR = 55.6%	
				HER2 IHC2+&FISH+ / IHC3+ (N=45)	cORR = 62.2%	
				HER2 IHC2+&FISH 未知 (N=9)	cORR = 55.6%	
HER2 IHC2+&FISH- (N=53)	cORR = 39.6%					

注: ORR: 客观缓解率, cORR: 确证 ORR, mPFS: 中位无进展生存期, mOS: 中位总生存期, CR: 完全缓解率, TRAE: 治疗相关不良事件, SD: 疾病稳定, AE: 不良事件, SAE: 严重不良事件

资料来源: ASCO 2022、浦银国际

图表 3: 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 4：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)	未披露/100
	联合 PD-1 治疗一线尿路上皮癌	中国	III 期	未披露/452
	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 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	78.3	115,941	(18.0)	(51.4)	8.7	24.5	10.1	7.1	5.7	NA	42.2	24.9
1877 HK	君实生物	49.5	80,842	(6.5)	(14.7)	30.4	18.6	36.6	23.7	18.4	-36.0	54.5	29.0
9688 HK	再鼎医药	24.1	23,547	(29.3)	(52.5)	10.7	53.1	13.8	7.7	4.2	63.0	79.0	83.0
6185 HK	康希诺	78.6	34,445	(3.3)	(56.4)	8.6	17.8	8.2	9.3	7.1	-26.3	-12.1	30.6
1801 HK	信达生物	21.8	31,967	(10.3)	(54.8)	3.9	16.4	4.4	3.2	2.5	33.6	35.0	29.1
9969 HK	诺诚健华	10.0	14,922	(9.2)	(35.0)	14.6	73.5	23.6	8.8	5.8	-45.7	167.4	53.0
9995 HK	荣昌生物	26.8	15,373	(5.0)	(65.6)	9.1	74.9	12.9	6.0	4.3	-28.6	115.7	40.0
9926 HK	康方生物	13.6	11,096	0.9	(60.1)	6.6	43.6	8.9	4.5	2.8	340.7	97.6	62.6
2696 HK	复宏汉霖	16.0	8,696	(16.4)	(27.4)	2.3	13.8	2.5	2.0	1.6	70.5	28.5	25.3
9939 HK	开拓药业	22.7	8,779	(5.2)	84.1	3.9	107.8	6.0	2.5	2.0	3,113.3	142.1	21.3
1477 HK	欧康维视	11.8	7,868	21.4	(32.6)	20.5	95.5	34.8	12.1	5.5	206.8	187.4	121.3
6606 HK	诺辉健康	16.2	6,962	(4.4)	(26.7)	9.0	48.4	11.6	6.5	3.8	134.6	79.0	71.9
9966 HK	康宁杰瑞	6.7	6,238	(3.1)	(51.1)	12.8	1,141.2	19.8	8.0	4.2	88.1	146.3	90.5
1167 HK	加科思	7.5	5,801	(5.9)	(48.1)	16.5	21.6	15.1	19.8	14.1	127.7	-23.7	40.4
2171 HK	科济药业	11.1	6,351	8.4	(59.5)	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	22.8	6,378	(4.6)	(33.9)	44.6	86.9	45.2	43.8	26.1	3.1	3.2	67.4
2137 HK	腾盛博药	8.0	5,771	(7.7)	(75.7)	6.6	5.3	5.6	9.6	8.5	NA	-41.7	13.4
1952 HK	云顶新耀	20.2	6,070	1.9	(42.1)	6.5	228.1	22.2	2.9	1.9	NM	657.2	55.1
6996 HK	德琪医药	7.2	4,797	18.2	(26.4)	12.9	125.8	20.8	7.9	3.8	537.0	163.6	107.9
1672 HK	歌礼制药	3.8	4,109	(3.8)	14.9	17.4	14.9	24.2	11.8	11.4	94.5	104.3	4.1
2552 HK	华领医药	3.9	4,116	27.0	2.9	6.9	19.1	6.2	8.7	2.7	NA	-28.4	227.1
6855 HK	亚盛医药	15.1	3,971	12.5	(46.5)	8.3	416.5	12.5	5.2	2.0	675.1	138.8	158.6
2181 HK	迈博药业	0.6	2,516	(29.9)	(39.0)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2126 HK	药明巨诺	7.0	2,858	(7.2)	(48.2)	8.1	28.5	13.8	4.7	2.2	452.7	191.1	118.3
2142 HK	和铂医药	3.7	2,818	(8.9)	(52.6)	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	2,653	(7.8)	(58.5)	42.6	543.3	113.9	20.7	NA	-11.8	450.0	NA
6978 HK	永泰生物	5.1	2,635	(2.1)	(69.6)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6622 HK	兆科眼科	4.3	2,330	0.5	(24.6)	33.3	52.7	57.5	19.4	8.7	NA	196.1	122.3
3681 HK	中国抗体	2.1	2,063	(2.8)	(28.3)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1875 HK	东曜药业	3.0	1,821	(3.0)	(30.7)	4.0	7.7	4.9	3.0	2.3	332.4	60.9	32.0
6998 HK	嘉和生物	3.0	1,500	(18.0)	(58.2)	4.4	30.5	7.7	2.6	1.4	NA	196.9	83.2
市值加权平均						16.1	60.9	16.9	11.5	7.7			

E=Bloomberg 一致预期；资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2022 年 5 月 27 日

图表 6: 浦银国际目标价: 荣昌生物



注: 截至 2022 年 5 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	91.4	买入	176.0	2022 年 4 月 26 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	92.5	买入	155.0	2022 年 4 月 26 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	85.5	买入	143.0	2022 年 5 月 3 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	111.9	买入	154.3	2022 年 5 月 3 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	54.3	买入	110.0	2022 年 3 月 23 日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	3.7	持有	4.3	2022 年 5 月 26 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	19.2	持有	20.0	2022 年 3 月 16 日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	20.2	买入	54.5	2022 年 3 月 29 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	26.8	买入	75.0	2022 年 4 月 28 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	24.1	买入	48.0	2022 年 5 月 17 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	4.3	买入	6.9	2022 年 4 月 1 日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗	294.9	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 27 日收盘价

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

