

生物科技板块：继续推荐执行力强、催化剂丰富、估值具吸引力的标的

六维选股逻辑，主推四标的：我们重申对于生物科技板块的选股逻辑：**1)** 公司整体执行能力强，反映在自研实力、临床推进速度和商业化成绩；**2)** 未来 12 个月内重磅催化剂丰富；**3)** 在手现金较充足，可支持公司未来至少两年的运营；**4)** 相比同行，股票流动性较好（日均成交额>200 万美元），未来再融资难度较低；**5)** 长期来看，公司管线布局差异化显著；**6)** 从短期和长期看公司估值均被明显低估。基于以上逻辑，我们在已覆盖的生物科技公司中重点推荐康方生物(9926.HK)、和黄医药(HCM.US/13.HK)、诺诚健华(9969.HK)和康诺亚(2162.HK)。

从商业化进展看执行力和催化剂：商业化方面，已有产品获批上市的康方生物、和黄医药和诺诚健华均取得了较优异的成绩：**1)** 诺诚健华 3Q22 奥布替尼销售环比 2Q 增长 64%至 1.83 亿元，我们预计全年收入有望达到 6 亿；**2)** 康方首款双抗产品开坦尼®7 月上市后销售顺利，我们预计 2H22 和 2023 年销售将分别达到 4.6 亿/13.9 亿元；**3)** 和黄核心产品爱优特®和苏泰达®进入医保目录后，借助 800 人以上的自主商业化团队迅速放量，我们预计肿瘤业务综合收入 2022-24E CAGR 将达到 35%。近期医保谈判，可重点关注康方的开坦尼，我们认为最终定价或好于市场预期，但即使未进入医保，强大的销售团队仍将助力产品继续快速放量。

从管线开发看执行力和催化剂：上述四家公司在临床试验推进上的进展同样高效，从年底到 2023 年均存在诸多催化剂：**1)** 康方双抗和非肿瘤资产的大适应症 III 期数据读出；**2)** 诺诚健华 BTK 后续适应症进展(包括自免)和 CD19 国内桥接试验结果及申报；**3)** 和黄咪喹替尼海外 NDA 进展及后续新分子(P13Kδ 和 Syk)注册临床数据；**4)** 康诺亚核心资产 IL-4Rα 两项国内 III 期数据读出。

长期出海潜力可期，维持“买入”评级：考虑到上述四家公司仍拥有各自核心资产的海外权益，我们认为未来 out-licensing 潜力十分可观，我们建议持续关注已在国内外进入注册性临床阶段管线资产的未来出海进展，包括康方的两款核心双抗、诺诚健华 BTK 血液瘤适应症、和黄的咪喹替尼、康诺亚的 CM310 和 CM326。我们继续看好上述四家公司的差异化竞争优势和国际化潜力，重申“买入”评级，并上调康方、诺诚健华和康诺亚的目标价至 45.0 港元/18.8 港元/69.0 港元，维持和黄医药目标价不变。

图表 1：生物科技公司最新目标价及盈利预测调整

公司	股价(交易货币)			收入调整幅度			2022-24E 收入 CAGR	
	目标价	调整幅度	潜在现价	潜在升幅	2022E	2023E		2024E
▲康方生物	45.0	+18%	35.1	28%	+0%	+5%	+4%	+100%
▲诺诚健华	18.8	+9%	11.7	61%	+15%	+21%	+13%	+71%
▲和黄医药-US	25.7	0%	13.2	95%	未调整	未调整	未调整	+24%
▲和黄医药-H	40.0	0%	17.1	134%	未调整	未调整	未调整	+24%
▲康诺亚	69.0	+55%	54.3	27%	+0%	-33%	-51%	+36%

注：▲=买入；●=持有；x=卖出；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 11 月 22 日

相关报告：

《2Q22 业绩持续验证龙头创新药企商业运营能力，国际化/跨境合作全速推进》
(2022-08-11)

《中国肿瘤创新药行业：借十年东风，引百家争鸣》(2022-07-27)

《医疗行业 2022 年中期展望：波动后性价比已显著，静待曙光》(2022-06-01)



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

行业点评

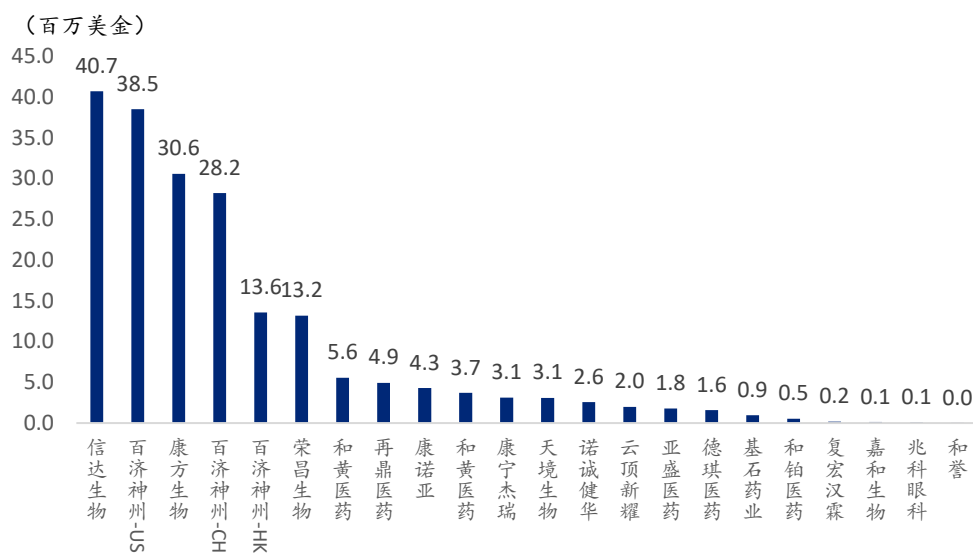
生物科技板块：继续推荐执行力强、催化剂丰富、估值具吸引力的标的

图表 2：浦银国际覆盖生物科技公司现金储备和现金情况

	1H22 现金 (百万美金)	2021 年经营性现金 流 (百万美金)	现金/年度经营性现 金流
和誉	373	-23	16.0
康诺亚	511	-32	15.8
兆科眼科	278	-38	7.4
康宁杰瑞	255	-43	5.9
百济神州	5710	-1306	4.4
和黄医药	826	-204	4.0
信达生物	1172	-303	3.9
天境生物	585	-151	3.9
德琪医药	321	-86	3.7
嘉和生物	277	-97	2.9
亚盛医药	254	-96	2.6
云顶新耀	292	-113	2.6
再鼎医药	1256	-549	2.3
康方生物	333	-156	2.1
和铂医药	203	-126	1.6
基石药业	179	-229	0.8
诺诚健华	927	26	NA
荣昌生物	387	40	NA
复宏汉霖	119	1	NA

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：浦银国际覆盖生物科技公司过去三月日均成交额



资料来源：Bloomberg、浦银国际

康方生物 (9926.HK, 买入, 上调目标价至 HKD45.0)

商业化进展顺利, 即将进入催化剂爆发期

未来两年将迎催化剂集中爆发期, 包括至少三个新产品报产和上市:

- **开坦尼® (PD-1/CTLA-4 双抗):** 1) 首个半年商业化业绩, 预计将于 2023 年 3 月公布; 2) 一线宫颈癌、一线胃癌 III 期数据读出 (2023 年底/2024 年初); 3) PD-(L)1 耐药适应症早期数据读出 (2023 年)。我们预计产品国内峰值销售将达到 49 亿元。
- **AK112 (PD-1/VEGF 双抗):** 1) 首个 III 期试验 (EGFR-TKI 耐药的 NSCLC, 入组已完成) 数据读出及上市申报 (2023 年)、正式获批 (2024 年); 2) 头对头 Keytruda 单药治疗 PD-L1+ NSCLC 的 III 期试验数据读出 (2024 年)。该两项适应症已获得 CDE 突破性疗法认证。我们预计产品国内峰值销售将达到 38 亿元。
- **AK117 (CD47):** 2023 年将有多项血液瘤/实体瘤早期临床数据公布。最新跨试验对比数据显示, AK117 在 MDS、AML 等适应症中的缓解率明显优于竞品。
- **非肿瘤管线:** AK101 (IL-12/IL-23 单抗) 和 AK102 (PCSK9, III 期试验已达到主要终点) 有望于 2023 年进行上市申报。
- **海外权益 license-out:** 随着国内 III 期临床数据陆续读出, 我们认为公司产品优秀的治疗潜力和差异化特性将被潜在合作伙伴进一步认可, license-out 机会将明显提升, 建议重点关注 AK112 和 AK104 的 license-out 进展。

5 亿新融资进一步夯实现金储备: 公司孙公司康方药业于近期获得广州高新区集团 5 亿资金投资, 加速推动开坦尼商业化及大适应症的上市进程。康方药业由康方生物和高新区集团分别持股 95%/5%, 主要拥有开坦尼的相关权益, 本次 5 亿投资将以超低息债权+股权混合的形式进行。公司截至 6 月末共有账上现金 22 亿元, 2H22 截至目前已融资约 10 亿元 (7 月股份配售 5 亿+本次融资), 我们预计 2023-24 年公司无外部融资需求。

财务预测与估值

鉴于开坦尼上市后强劲的初始销售表现, 我们调高了公司 2023-24E 收入预测 4-5%。近期临床进展和数据增强了我们对于主要产品研发成功率和长期销售峰值的信心, 因此我们将开坦尼、AK112 和 AK117 的销售峰值分别上调至 49 亿/38 亿/8 亿元以上。

根据调整后的财务预测, 我们得出康方生物目标价 HKD45.0/股, 对应 379 亿港元目标市值。对比信达生物、君实生物、荣昌生物等 1-1.5 线生物科技公司的当前市值, 我们认为该目标估值合理。

图表 4: 2022E-2024E 财务预测变动

百万人民币	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	757	757	0%	1,940	1,847	5%	3,032	2,928	4%
毛利润	654	654	0%	1,684	1,603	5%	2,641	2,550	4%
归母净利润(亏损)	-1,029	-1,077	NA	-733	-808	NA	-269	-366	NA

资料来源: 浦银国际预测

图表 5: 康方生物财务预测及估值

人民币百万	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入	757	1,940	3,032	4,480	6,402	7,960	9,467	10,318	11,728	12,779	13,362
同比变动	235%	156%	56%	48%	43%	24%	19%	9%	14%	9%	5%
EBIT	(1,257)	(991)	(550)	287	1,453	2,348	3,266	3,890	4,808	5,533	5,946
EBIT * (1-所得税率)	(1,069)	(842)	(467)	244	1,235	1,996	2,776	3,306	4,087	4,703	5,054
加: 折旧与摊销	115	148	181	216	233	245	259	273	288	304	320
减: 营运资金增加/(减少)	180	298	28	3	2	1	0	(19)	(25)	3	15
减: 资本开支	(530)	(580)	(630)	(430)	(390)	(426)	(446)	(467)	(488)	(511)	(521)
FCFF	(1,304)	(976)	(888)	33	1,080	1,816	2,590	3,094	3,862	4,498	4,868

FCFF 现值合计(2023-2032E 加总) 8,895

WACC&永续增长率核心假设	
长期资本结构	
% 债权	20.0%
% 股权	80.0%
债权成本	
债权成本	5.0%
税率	15.0%
税后债权成本	4.3%
股权成本	
无风险收益率	3.0%
Beta	1.2
市场风险溢价	7.0%
股权成本	11.4%
WACC	
永续增长率	2.0%

rNPV 估值	
FCFF 现值合计	8,895
终值	62,302
终值现值	23,579
企业价值(EV)	32,474
(-) 负债	(1,649)
(+) 现金及等价物	2,085
(-) 少数股东权益	(16)
股权价值	32,895
发行在外总股数(百万股)	841
每股价值(人民币元)	39.1
RMB/HKD	1.15
每股价值(港币元)	45.0

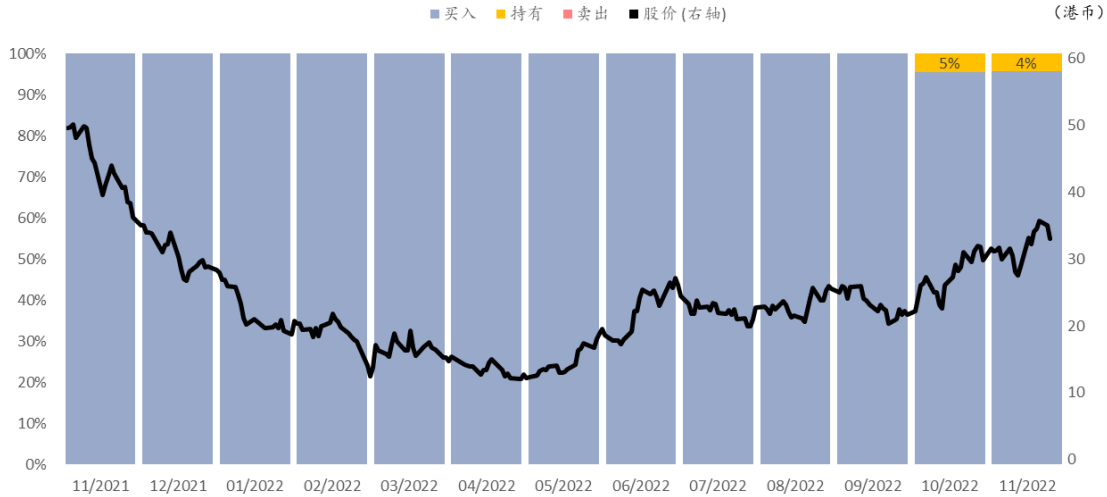
资料来源: 浦银国际

图表 6: 浦银国际目标价: 康方生物 (9926.HK)



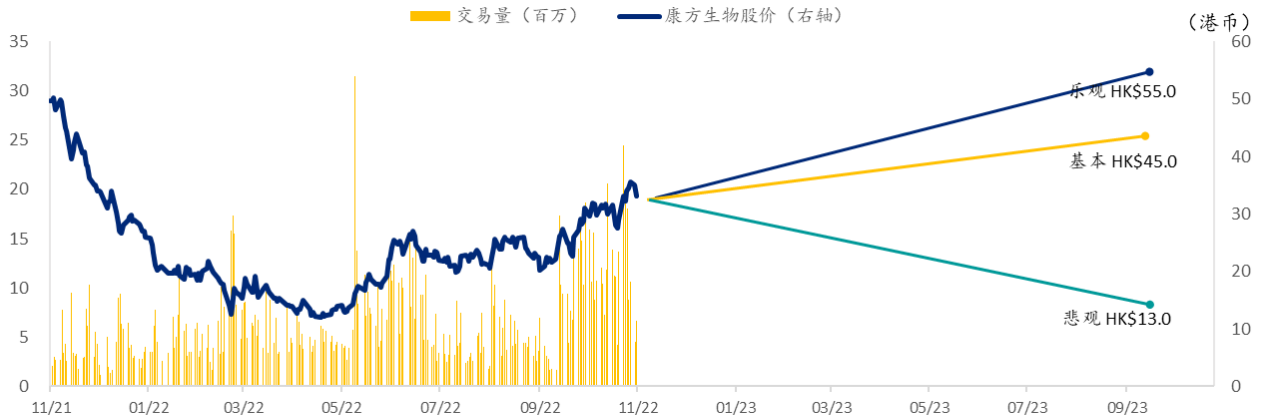
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7：康方生物市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：康方生物 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：55.0 港元

概率：30%

- 管线药物研发及获批进度快于预期；
- 派安普利单抗医保谈判降价幅度好于预期，2021-24E 国内销售额 CAGR 高于 140%，国内销售峰值超过 40 亿人民币；
- 卡度尼利单抗 2024E 销售额超过 25 亿人民币；销售峰值超 60 亿人民币；
- 长期稳态下营业利润高于 50%。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：13.0 港元

概率：20%

- 管线药物研发及获批进度慢于预期；
- 派安普利单抗医保谈判降价幅度差于预期，2021-24E 国内销售额 CAGR 低于 80%，国内销售峰值低于 25 亿人民币；
- 卡度尼利单抗 2024E 销售额低于 12 亿人民币；销售峰低于 30 亿人民币；
- 长期稳态下营业利润低于 30%。

资料来源：浦银国际

诺诚健华 (9969.HK, 买入, 上调目标价至 HKD18.8)

3Q22 宜诺凯®销售超预期

医保覆盖后快速放量: 宜诺凯 3Q22 产品销售额达 1.83 亿元, 环比 2Q 大幅增长 64%, 1-3Q22 整体销售同比增长 129%至 4.0 亿元, 超越我们此前的预期, 主要受益于国内疫情防控放缓和医保覆盖后进院稳步推进。截至 3Q22 末, 宜诺凯已快速覆盖国内血液瘤市场, 包括 260 多个城市中的 1,000 多家医院。鉴于这一出色的销售表现, 我们上调 2022E/23E/24E 产品销售预测至 6.0 亿/10.0 亿/13.8 亿元, 并将国内销售峰值预测略微上调至 45 亿元。

后续催化剂主要来自宜诺凯新适应症机会和出海

我们认为未来 12 个月公司有以下重磅催化剂值得关注:

- **宜诺凯 (BTK 抑制剂):** 1) 边缘区淋巴瘤 (MZL) 和华氏巨球蛋白血症 (WM) 两项新增适应症获批; 2) 治疗原发性血小板减少症 (ITP) 的国内 II 期数据读出。
- **其他产品:** 1) 从 Incyte 引进的 tafasitamab (CD19) 在港澳地区获批上市、在大湾区现行使用, 以及完成国内治疗 r/r DLBCL 的桥接试验; 2) 启动 ICP-192 (FGFR) 和 ICP-723 (pan-TRK) 的注册性研究; 3) ICP-332 (TYK2-JH1) 治疗特异性皮炎 II 期数据读出。
- **出海进展:** 短期催化剂主要集中在宜诺凯, 包括: 1) 治疗 r/r MCL 的注册性研究在美国完成患者入组; 2) 若该注册性试验成功, 可重点关注血液瘤相关权益的后续 license-out 进展; 3) 血液瘤适应症在新加坡获批上市; 4) 治疗多发性硬化症 (MS) 的全球 II 期数据读出, 后续可关注来自合作伙伴渤健的里程碑付款。

此外, 在今年 ASH 大会上, 宜诺凯有十项研究入选口头报告、海报展示或在线发布, 侧面反映其血液瘤适应症拓展机会巨大。

财务预测与估值

考虑到宜诺凯 1-3Q22 销售表现大幅超预期, 我们上调了公司 2022-24E 收入预测 13-21%, 并将国内销售峰值预测从 43 亿略微上调至 45 亿。此外, 公司在研发开支使用效率上有明显提升, 1-3Q 研发费用低于我们预期, 因此我们也下调 2022-24E 研发费用预测约 10-20%。

根据调整后的财务预测, 我们得出诺诚健华目标价 HKD18.8/股, 对应 283 亿港元目标市值。对比荣昌生物、康方生物等 1.5 线生物科技公司的当前市值, 我们认为该目标估值合理。

图表 9: 2022E-2024E 财务预测变动

百万人民币	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	664	576	15.2%	1,309	1,082	21.0%	1,941	1,726	12.5%
毛利润	504	432	16.8%	1,099	918	19.8%	1,597	1,422	12.3%
归母净利润(亏损)	-759	-935	NA	-457	-742	NA	-293	-566	NA

资料来源: 浦银国际预测

图表 10: 诺诚健华财务预测及估值

人民币百万	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入	664	1,309	1,941	3,257	4,063	5,112	5,783	6,979	7,695	8,085	8,217
同比变动	-36.4%	97.3%	48.2%	67.8%	24.8%	25.8%	13.1%	20.7%	10.3%	5.1%	1.6%
EBIT	(770)	(681)	(538)	79	654	1,387	1,817	2,600	3,025	3,222	3,321
EBIT * (1-所得税率)	(655)	(579)	(457)	67	556	1,179	1,545	2,210	2,572	2,738	2,823
加: 折旧与摊销	33	48	55	58	61	65	68	71	74	77	81
减: 营运资金增加/(减少)	91	(36)	(56)	(103)	(71)	(118)	(42)	(132)	(32)	43	42
减: 资本开支	(370)	(220)	(120)	(125)	(130)	(136)	(139)	(143)	(146)	(150)	(154)
FCFF	(901)	(787)	(578)	(102)	416	990	1,431	2,007	2,467	2,708	2,791
FCFF 现值合计(2023-2032E 加总)	6,125										

WACC&永续增长率核心假设	
长期资本结构	
% 债权	20.0%
% 股权	80.0%
债权成本	
债权成本	5.0%
税率	15.0%
税后债权成本	4.3%
股权成本	
无风险收益率	3.0%
Beta	1.1
市场风险溢价	8.0%
股权成本	11.4%
WACC	
永续增长率	2.0%

rNPV 估值	
FCFF 现值合计	6,125
终值	35,722
终值现值	15,187
企业价值(EV)	21,312
(-) 负债	(1,201)
(+) 现金及等价物	4,470
(-) 少数股东权益	(14)
股权价值	24,567
发行在外总股数(百万股)	1,500
每股价值(人民币元)	16.4
RMB/HKD	1.15
每股价值(港币元)	18.8

资料来源: 浦银国际

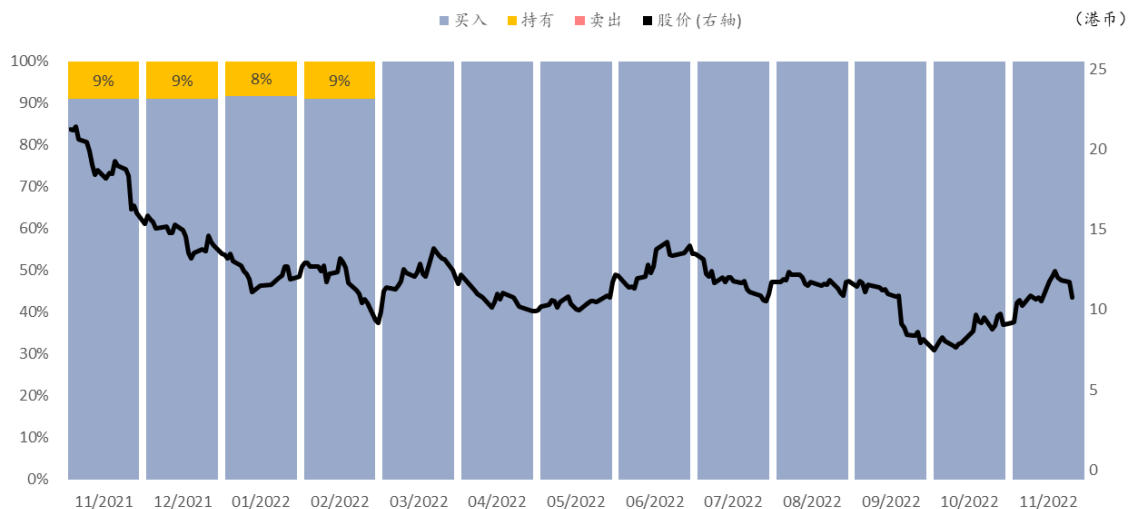
图表 11: 浦银国际目标价: 诺诚健华 (9969.HK)



截至 2022 年 11 月 21 日收盘价; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

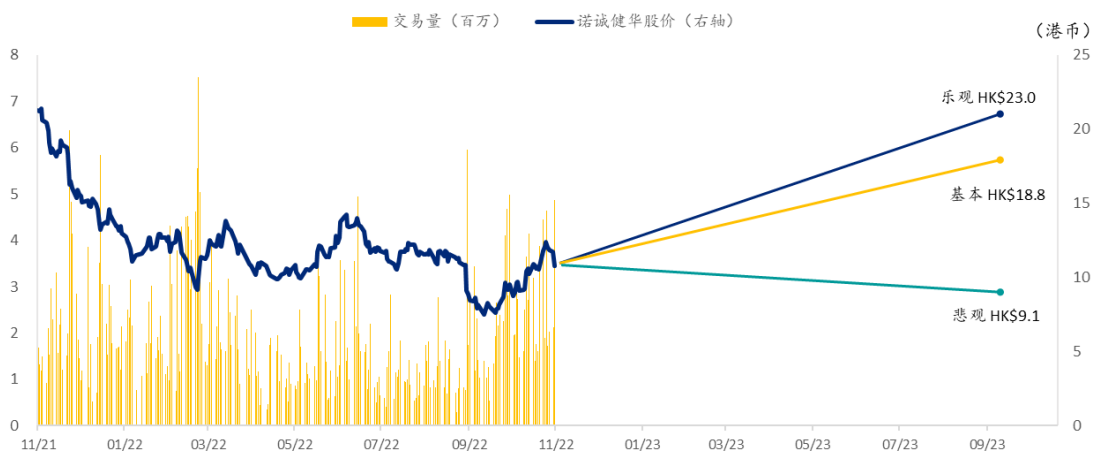
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 12: 诺诚健华市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 13: 诺诚健华 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 23.0 港元

概率: 30%

- 管线药物研发及获批进度快于预期;
- 奥布替尼销售额 2021-24E CAGR 高于 95%; 国内销售峰值超过 60 亿人民币;
- Tafasitamab 2032 年销售额超 20 亿人民币;
- Gunagratinib 2032 年销售额超 15 亿人民币;
- 长期稳态下营业利润高于 45%;

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 9.1 港元

概率: 20%

- 管线药物研发及获批进度慢于预期;
- 奥布替尼销售额 2021-24E CAGR 低于 60%; 国内销售峰值低于 25 亿人民币;
- Tafasitamab 2032 年销售额低于 10 亿人民币;
- Gunagratinib 2032 年销售额低于 5 亿人民币;
- 长期稳态下营业利润低于 30%

资料来源: 浦银国际

和黄医药 (HCM.US/13.HK, 买入, 维持目标价 USD25.7 /HKD40.0)

注册性临床结果验证产品差异化竞争优势

近期公司公布了爱优特®在两项大适应症中的 III 期研究结果，均为患病人群较大、标准治疗方案较有限、竞争格局较好的适应症。我们认为，这些结果再次验证爱优特在靶点抑制选择性和临床疗效上的差异化特性。

- **单药治疗三线以上结直肠癌的全球多中心 III 期试验 FRESCO-2:** 公司此前宣布该试验达到 OS 主要终点，并于九月 ESMO 年会上正式公布了具体数据：试验组 vs. 对照组，中位随访 = 11 个月，主要终点 mOS = 7.4 vs. 4.8 个月 (HR = 0.66, p < 0.001)，关键次要终点 mPFS = 3.7 vs. 1.8 个月 (HR = 0.32, p < 0.001)，DCR = 55.5% vs. 16.1%。我们预计公司将于 1H23 完成向欧美机构提交 NDA，并于 2024 年获批。
- **单药治疗二线胃癌的中国 III 期试验 FRUTIGA:** 该双终点试验达到了其中一个主要终点，即 PFS 取得有统计学和临床意义的获益。另一主要终点 OS 未取得统计学显著性，但 mOS 仍有数值改善。值得注意的是，目前国内获批用于二线胃癌治疗的雷莫西尤单抗在中国桥接试验 (RAINBOW-Asia) 中同样未在 OS 上获得统计学优效。ORR、DCR、DoR 等关键次要终点均获得具有统计学意义的改善。试验数据将于明年的一项学术会议上发布，我们建议持续关注 PFS 和 OS 的具体数值和 HR 值。

战略调整或加速盈亏平衡

公司近期宣布调整其研发策略，未来将专注于取得后期管线监管批准，特别是爱优特的全球注册，而某些早期研究不会再被优先考虑内部开发、某些其他项目将会考虑外部合作机会。具体来看，有望于 2023-25 年完成注册临床试验、提交上市申请的临床项目 (包括 6 个创新药的 13 项注册性研究) 将成为这一新战略下的重心。我们认为：**1)** 考虑到公司管线资产较丰富，该战略调整对整体管线开发负面影响有限，且能在长期内帮助公司聚焦成功率最高、商业化潜力最大的临床项目，**提升研发投入回报率；2)** 未来研发开支或低于我们和市场的预期，**公司有望于 2-3 年内达到盈亏平衡。**

催化剂丰富，维持“买入”评级和目标价

对标其他头部生物科技公司，我们认为和黄仍被明显低估，且 2023 年有诸多重磅催化剂，包括：**1)** 三大已上市产品的后续销售放量；**2)** 在欧美提交 咪唑替尼首个 NDA；**3)** 咪唑替尼和索凡替尼更多 PD-1 联用数据公布；**4)** PI3Kδ 抑制剂和 Syk 抑制剂在国内提交首个 NDA。因此，我们对和黄美股和港股维持“买入”评级和 USD25.7/HKD40.0 的目标价。

图表 14: SPDBI 目标价: 和黄医药 (HCM.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 15: SPDBI 目标价: 和黄医药 (13.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

康诺亚 (2162.HK, 买入, 上调目标价至 HKD69.0)

自研实力突出, 主打产品即将进入国内注册阶段

我们继续看好公司强大的自研实力和差异化明显的产品管线对公司长期成长潜力的贡献。根据我们的调研, 近期在国内上市的自免领域创新药销售表现优异, 如康诺亚 CM310 的主要竞品达必妥的 2022 全年 (上市后第二个完整年度) 销售有望达到 20 亿元, 而 CM310 有望成为达必妥之后的第二款上市且疗效更优的 IL-4R α 单抗。因此, 我们对公司管线资产的长期销售表现有更强的信心。

公司在 2023 年有以下催化剂值得重点关注, 涉及核心产品 CM310 的多项注册性研究进展:

- **CM310 (IL-4R α):** 1) 治疗特应性皮炎 (AD) 的国内 III 期临床有望近期完成入组, 1H23 完成试验后提交上市申请; 2) 慢性鼻窦炎伴鼻息肉 (CRSwNP) 完成国内 III 期临床 (2H23); 3) 哮喘适应症进入 III 期 (1H23), 并有望获得合作伙伴石药集团支付的里程碑付款; 4) 继续寻找海外合作伙伴, 在重度 AD、过敏性鼻炎 (达必妥在该适应症上开发失败) 等适应症的全球开发上进行探索。达必妥将在今年医保谈判中争取续约, 考虑到新增儿童 AD 适应症竞争格局较好, 我们预计降价幅度或将有限; 而此次谈判价格也可能成为 CM310 上市定价和后续医保谈判的参考标准。
- **CM326 (TSLP):** 治疗 AD 的 Ib/IIa 期临床于 7 月末完成入组, 观察 24 周后有望于 1Q23 完成。值得注意的是, 由阿斯利康和安进联合开发的全球首创 TSLP 单抗 tezepelumab 在 AD 上研发失败, 如果 CM326 成功, 有望成为这一适应症上的同类首创。治疗 CRSwNP 的 Ib/IIa 期试验也已启动入组。

其他产品和产能建设: 1) CMG901 (Claudin 18.2 ADC) 剂量爬坡和剂量扩展阶段数据读出 (包括胃癌和胰腺癌, 1H23); 2) CM338 (MASP-2) 启动针对 IgA 肾病的剂量拓展阶段研究 (2022 年底); 3) 16,000L 新产能投入运营 (2022 年底)。

财务预测与估值

我们下调了 2023-24E 公司收入预测, 主要反映了更新后的 CM310 上市时间预测 (2024 年 vs. 原先预测 2023 年)。但由于初始销售体量较小, 短期内收入预测下调对整体公司估值影响有限。根据近期临床进展和更新后的数据读出时间线, 我们上调了 CM310、CM326 的 PoS、上调了 PoS 调整销售峰值预测约 30% 至 49 亿/15 亿元。此外, 考虑到公司 16,000L 产能即将于 2022 年底正式投产, 后续投资节奏或将放缓, 我们下调了短期内资本开支预测。

根据调整后的财务预测，我们得出康诺亚目标价 HKD69.0/股，对应 193 亿港元目标市值。对比荣昌生物、康方生物、诺诚健华等 1.5 线生物科技公司的当前市值，我们认为该目标估值合理。

图表 16: 2022E-2024E 财务预测变动

百万人民币	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	133	133	0%	100	150	-33%	245	500	-51%
毛利润	113	113	0%	84	127	-33%	196	422	-54%
归母净利润(亏损)	-364	-394	NA	-531	-506	NA	-695	-614	NA

资料来源: 浦银国际预测

图表 17: 康诺亚财务预测及估值

人民币百万	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入	100	245	720	1,366	2,315	3,404	4,617	5,702	6,669	7,459	7,741
同比变动	-25%	145%	194%	90%	69%	47%	36%	23%	17%	12%	4%
EBIT	(559)	(700)	(648)	(439)	(39)	698	1,506	2,205	2,848	3,410	3,632
EBIT * (1-所得税率)	(475)	(595)	(551)	(373)	(33)	593	1,280	1,875	2,421	2,899	3,087
加: 折旧与摊销	41	62	81	93	99	99	99	100	101	103	105
减: 营运资金增加/(减少)	(37)	15	(222)	179	148	144	16	(39)	(19)	31	10
减: 资本开支	(250)	(250)	(200)	(160)	(96)	(101)	(106)	(111)	(117)	(123)	(129)
FCFF	(721)	(768)	(891)	(262)	118	735	1,290	1,824	2,386	2,910	3,074

FCFF 现值合计(2023-2032E 加总) 2,977

WACC&永续增长率核心假设		rNPV 估值	
长期资本结构		FCFF 现值合计	2,977
% 债权	20.0%	终值	39,133
% 股权	80.0%	终值现值	13,671
债权成本		企业价值(EV)	16,648
债权成本	5.0%	(-) 负债	-
税率	15.0%	(+) 现金及等价物	130
税后债权成本	4.3%	(-) 少数股东权益	-
股权成本		股权价值	16,779
无风险收益率	3.0%	发行在外总股数(百万股)	280
Beta	1.4	每股价值(人民币元)	60.0
市场风险溢价	7.0%	RMB/HKD	1.15
股权成本	12.8%	每股价值(港币元)	69.0
WACC	11.1%		
永续增长率	3.0%		

资料来源: 浦银国际

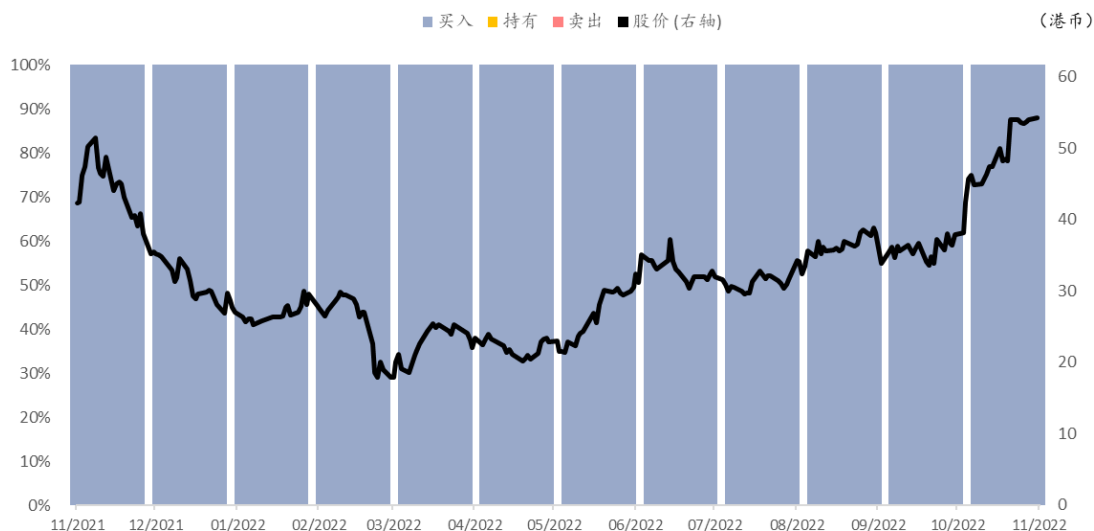
图表 18: SPDBI 目标价: 康诺亚



资料来源: Bloomberg、浦银国际

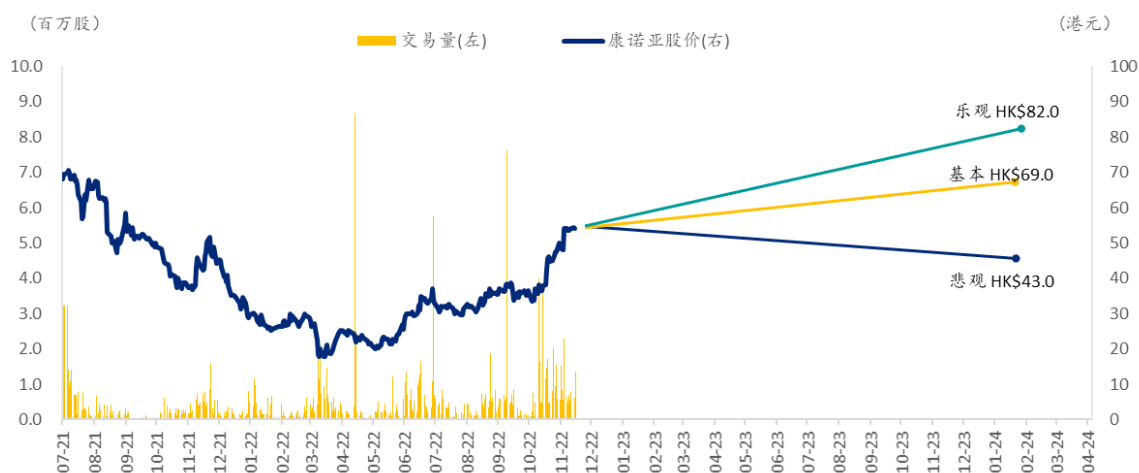
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 19: 康诺亚市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 20: 康诺亚 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 82.0 港元 (概率; 30%)

- 2021-24E 收入 CAGR 高于 75%;
- CM310 峰值销售额超过 45 亿人民币;
- CM326 峰值销售超过 15 亿人民币;
- 2021-24E 毛利率均高于 90%;
- 管线药物研发进度快于预期。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 43.0 港元 (概率; 20%)

- 2021-24E 收入 CAGR 低于 60%;
- CM310 峰值销售额低于 32 亿人民币;
- CM326 峰值销售低于 7 亿人民币;
- 2021-24E 毛利率均低于 80%;
- 管线药物研发进度慢于预期
- 在研管线研发失败。

资料来源: 浦银国际

图表 21：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	120.9	179,012	22.5	-24.9	10.4	22.9	14.9	10.0	7.8	NA	48.3	28.8
1877 HK	君实生物	36.6	61,731	45.2	-36.9	15.9	17.7	28.3	15.1	10.1	-51.8	87.1	49.6
1801 HK	信达生物	31.4	48,041	3.8	-35	6.2	13.9	8.1	6.0	4.6	20.2	33.5	30.2
6185 HK	康希诺	118	45,683	148.7	-34.5	22.3	14.9	33.9	21.4	13.9	NA	58.2	54.7
9995 HK	荣昌生物	52.5	40,854	12.5	-32.6	22.9	58.7	42.1	21.7	14.3	-40.9	93.8	52.1
9926 HK	康方生物	35.1	29,479	13.1	3.1	14	36.4	27.5	13.2	8.3	314.5	108.9	59.7
9688 HK	再鼎医药	26.4	25,799	22	-47.9	9.1	42.6	14.7	8.7	4.6	51.8	68.7	89.9
9969 HK	诺诚健华	11.7	21,809	23	-23.5	14.8	61.1	32.9	13.9	9.6	-45.1	137.1	45
2162 HK	康诺亚	54.3	15,176	43.1	57.2	159.6	83.4	126.3	164.8	71.7	1	-23.4	129.9
6606 HK	诺辉健康	21.3	9,136	28.3	-3.8	7.5	35.8	13.3	7.1	4.4	166.7	87.4	61.1
2171 HK	科济药业	14.7	8,411	8.5	-46.4	131.1	321.3	437.5	120.9	21.9	-38	261.8	451.3
9966 HK	康宁杰瑞	8.7	8,137	40.1	-36.3	19.9	930.7	34.6	18.9	7.1	41.8	82.7	166.1
2137 HK	腾盛博药	9.2	6,686	60.3	-72	2.5	4.5	6.5	2.4	3.2	NA	177.7	-26.2
2696 HK	复宏汉霖	11.6	6,305	-13.2	-47.4	1.5	11.2	1.9	1.5	1.2	79.3	27.9	20.7
9939 HK	开拓药业	14.6	5,966	16.2	19	3.5	46.1	52.3	3.2	3	171.5	1,549.80	7.4
1477 HK	欧康维视	8.4	5,633	-11.8	-52.1	10.4	77.8	32.1	9.7	3.7	172.5	232.5	158.3
6855 HK	亚盛医药	18.0	4,762	14.2	-36.2	8.8	329.4	18	8.3	3	708.6	116.5	173.3
2616 HK	基石药业	3.7	4,428	-3.6	-55.1	3.6	28.2	7.9	3.4	2.3	97.8	130.7	46.1
1672 HK	歌礼制药	3.4	3,718	47.4	4	15.8	15.8	26.3	15.1	10	56.6	74.4	51.7
1952 HK	云顶新耀	11.7	3,589	75.1	-66.4	4.2	165.3	3.5	4.3	2.3	NA	-18.7	89.2
1167 HK	加科思	4.6	3,572	11.6	-68.1	15.5	18.3	20.2	15	11.8	-1.4	34.1	27
2552 HK	华领医药	3.0	3,135	26.9	-21.6	10	16.3	12.6	9.8	2.5	NA	28.8	294.9
6996 HK	德琪医药	4.2	2,756	19.5	-57.5	4.5	92.6	13.2	4.2	2	532.6	215.1	109.4
6978 HK	永泰生物	5.1	2,614	10	-69.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2256 HK	和誉开曼	3.3	2,316	13	-63.7	69.6	351.9	136.9	65.7	100.5	-31.2	108.3	-34.6
3681 HK	中国抗体	1.9	1,977	4.9	-33.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2126 HK	药明巨诺	4.5	1,841	36.6	-66.7	3.4	22.2	9.1	3.2	1.6	452.7	185.2	103.7
1875 HK	东曜药业	2.3	1,722	-13.5	-47.3	2.9	7	4.2	2.8	2.2	384.8	46.5	29.5
2181 HK	迈博药业	0.4	1,650	-4.8	-60	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6622 HK	兆科眼科	2.5	1,339	7.9	-56.7	9.1	39.6	34.4	8.3	1.8	NA	312.8	372.6
6998 HK	嘉和生物	2.5	1,257	32.4	-64.9	12.2	24.6	104.9	11.1	NA	NA	847.4	NA
2142 HK	和铂医药	1.6	1,244	40.9	-79.1	1.7	30.4	2.4	1.6	1	1,351.30	48	54
市值加权平均						18.5	51.5	31.1	18.0	10.4			

E=Bloomberg 一致预期；资料来源：Bloomberg、浦银国际；数据截至 2022 年 11 月 21 日

图表 22: 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	82.1	买入	86.0	2022年10月27日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	85.5	买入	97.0	2022年10月27日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	44.8	买入	59.0	2022年10月31日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	69.0	买入	67.0	2022年10月31日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	50.8	买入	88.0	2022年9月15日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	5.6	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	19.1	持有	20.0	2022年3月16日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	11.7	买入	25.6	2022年8月17日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	52.5	买入	82.0	2022年8月31日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	26.4	买入	53.0	2022年8月11日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	2.5	买入	13.5	2022年3月25日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	154.3	买入	251.0	2022年8月11日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	120.9	买入	150.0	2022年8月11日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	127.2	买入	148.0	2022年8月11日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	31.4	买入	55.0	2022年8月11日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	35.1	买入	45.0	2022年11月22日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	5.3	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	11.7	买入	18.8	2022年11月22日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	8.7	买入	10.8	2022年7月27日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	17.1	买入	40.0	2022年8月11日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	13.2	买入	25.7	2022年8月11日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	54.3	买入	69.0	2022年11月22日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	11.6	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.7	持有	5.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	18.0	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.3	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.6	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	4.2	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	2.5	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.4	买入	6.15	2022年11月7日	制药
300760 CH Equity	迈瑞医疗	325.0	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	15.3	买入	23.8	2022年11月7日	ICL

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至2022年11月21日港股收盘价。

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(云康集团 2325.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

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

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