



## 兆科眼科 (6622.HK): 低浓度阿托品研发稳步推进, 核心资产重估空间大

公司及其合作伙伴近期在 NVK002 (低浓度阿托品) 上取得关键进展, 包括国内 III 期完成入组、全球 III 期取得积极数据。2022 年国内 6-22 岁青少年近视患者数量达到 1.5-2 亿, 市场潜力巨大且价格敏感度低, NVK002 在竞品中开发进度领先。随着板块投资情绪恢复、眼科赛道长期潜力重获认可, 我们维持“买入”评级和 13.5 港元目标价。

- 低浓度阿托品进展国内前二, 有望明年获批:** 2022 年 7 月, 公司宣布其低浓度阿托品 NVK002 的两项国内 III 期注册研究(1 年 Mini-Champ 桥接试验和 2 年 China Champ 试验) 已完成病人入组。我们预计公司将于 2H23 完成 Mini-Champ 并基于试验结果向国内监管机构提交上市申请, 若审批顺利, 产品有望于 2024 年底前正式获批。合作伙伴 Vyluma 近期公布了全球 3 年 CHAMP 试验的积极数据, 并计划于 1Q23 向 FDA 提交上市申请。CHAMP 试验结果显示, NVK002 在各项关键结果指标上均显著优于安慰剂, 包括应答者分析、球镜度数的基线平均变化以及 36 个月时的轴向长度基线平均变化。相比目前常用的低浓度阿托品院内制剂, NVK002 具有保质期长(至少 24 个月)、可常温保存、不含防腐剂等优点, 上市后有望快速替代院内制剂的份额。我们预计 NVK002 有望成为国内前二获批上市的低浓度阿托品滴眼液, 且与主要竞品的获批时间差距较小, 经 POS 调整的国内峰值销售有望达到 17 亿元。
- 环孢素 A 眼用凝胶注册审评顺利:** 公司近期宣布其环孢素 A 眼用凝胶通过了药监局的现场核查以及 GMP 符合性检查, 时间上符合我们的预期, 我们预计产品有望于 2024 年初获批上市。此前, 用于治疗中度至重度干眼症的环孢素 A 眼用凝胶 III 期临床 (COSMO 研究) 已到达主要研究终点。虽然兴齐和参天的环孢素滴眼液已进入医保谈判目录, 但我们认为, 眼用凝胶可借助更低的给药频率和更高的使用舒适度快速打开市场。
- 现金充足, 无后续融资需求:** 截至 2022 年 6 月, 公司账上共有现金+定期存款 19 亿元人民币。考虑到眼药生产和临床试验成本相对较低, 我们预计公司短期内研发费用较为可控, 现有现金储备足以支持公司运营直至核心产品商业化后自由现金流转正。
- 维持买入评级和目标价:** 我们继续采用 r-NPV 模型对公司产品管线进行估值, 加总后得到公司整体目标估值 73 亿港元, 对应 13.5 港元的目标价; 其中处于临床中后期的环孢素 A、NVK002、ZKY001 和 TAB014 分别贡献管线整体估值的 21%、44%、21%和 9%。我们认为随着港股创新药板块情绪逐步恢复、核心眼药资产持续取得临床和监管进展, 公司价值仍有巨大重估空间, 维持“买入”评级。
- 投资风险:** 创新药研发及上市进度延误; 商业化成绩不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	0	0	5	16	60
收入同比增速 (%)	NA	NA	NA	218%	279%
经调整归母净利润/(亏损)	-96	-228	-322	-361	-336
PS (X)	NA	NA	579	182	48
ROE (%)	NA	-243%	-19%	-29%	-42%

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

2023 年 2 月 7 日

### 评级

买入

目标价(港元)	13.5
潜在升幅/降幅	118%
目前股价(港元)	6.2
52 周内股价区间(港元)	2.0-6.7
总市值(百万港元)	3,361
近 3 月日均成交额(百万港元)	4.7

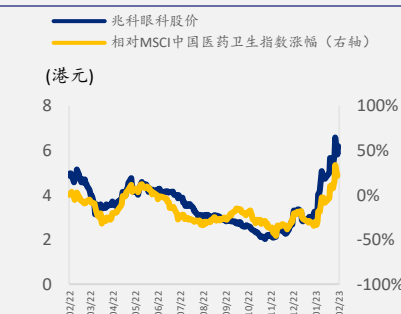
注: 截至 2023 年 2 月 7 日收盘价

### 市场预期区间



▲ SPDBI 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

## 财务报表分析与预测 - 兆科眼科

### 利润表

(千人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5,000</b>	<b>15,909</b>	<b>60,219</b>
同比变动	NA	NA	NA	218%	279%
销售成本	0	0	-500	-1,591	-6,022
<b>毛利</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4,500</b>	<b>14,318</b>	<b>54,197</b>
毛利率	NA	NA	90%	90%	90%
其他收入	68,462	21,133	23,246	25,571	28,128
其他收益 / (亏损) 净额	-5,487	13,409	14,750	16,225	17,847
研发开支	-81,779	-220,058	-286,075	-328,987	-345,436
一般及行政费用	-35,002	-162,080	-178,288	-196,117	-215,728
销售及分销开支	-1,542	-16,736	-30,125	-48,200	-62,660
财务成本	-671,633	-1,765,448	-1,938	-1,938	-1,938
<b>除税前亏损</b>	<b>-726,981</b>	<b>-2,129,780</b>	<b>-453,930</b>	<b>-519,127</b>	<b>-525,589</b>
同比变动	NA	NA	NA	NA	NA
税前利润率	NA	NA	-9079%	-3263%	-873%
所得税	0	0	0	0	0
<b>年内亏损</b>	<b>-726,981</b>	<b>-2,129,780</b>	<b>-453,930</b>	<b>-519,127</b>	<b>-525,589</b>
同比变动	NA	NA	NA	NA	NA
归母净利润率	NA	NA	-9079%	-3263%	-873%
<b>经调整净亏损</b>	<b>-95,693</b>	<b>-228,311</b>	<b>-322,100</b>	<b>-360,931</b>	<b>-335,755</b>

### 资产负债表

(千人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
物业、厂房及设备	138,458	184,318	196,084	208,602	221,918
无形资产	138,691	162,383	190,122	222,600	260,626
购买物业、厂房及设备预付款	35,814	49,812	49,812	49,812	49,812
<b>非流动资产</b>	<b>312,963</b>	<b>396,513</b>	<b>436,018</b>	<b>481,014</b>	<b>532,356</b>
其他应收款项及预付款项	18,146	46,800	51,480	56,628	62,291
应收一名股东款项	0	0	0	0	0
应收一间关联公司款项	13,051	0	0	0	0
已抵押银行结余	11,083	25,508	25,508	25,508	25,508
原到期日超过三个月的定期存款	806,247	8,157	8,157	8,157	8,157
现金及现金等价物	65,096	2,128,429	1,636,229	1,073,466	498,029
<b>流动资产</b>	<b>913,623</b>	<b>2,208,894</b>	<b>1,721,374</b>	<b>1,163,759</b>	<b>593,984</b>
其他应付款项及应计费用	38,731	59,153	65,068	71,575	78,733
应付同系附属公司款项	0	0	0	0	0
应付一间关联公司款项	186	13,684	13,684	13,684	13,684
银行贷款	10,000	10,289	10,289	10,289	10,289
租赁负债	4,749	5,882	5,882	5,882	5,882
<b>流动负债</b>	<b>53,666</b>	<b>89,008</b>	<b>94,923</b>	<b>101,430</b>	<b>108,588</b>
租赁负债	22,778	20,861	20,861	20,861	20,861
递延收入	94	51	51	51	51
可转换可赎回优先股	1,896,016	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>1,918,888</b>	<b>20,912</b>	<b>20,912</b>	<b>20,912</b>	<b>20,912</b>
股本	0	0	0	0	0
储备	-745,968	2,495,487	2,041,557	1,522,430	996,841
<b>权益</b>	<b>-745,968</b>	<b>2,495,487</b>	<b>2,041,557</b>	<b>1,522,430</b>	<b>996,841</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

### 现金流量表

(千人民币)	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
除税前亏损	-726,981	-2,129,780	-453,930	-519,127	-525,589
折旧	17,787	18,853	25,097	26,699	28,404
无形资产摊销	2,066	7,765	9,091	10,644	12,463
财务成本	671,633	1,765,448	1,938	1,938	1,938
其他应收款项及预付款项增加	-3,434	-28,654	-4,680	-5,148	-5,663
应收一间关联公司款项增加	-13,051	13,051	0	0	0
其他应付款项及应计费用增加	26,561	20,422	5,915	6,507	7,158
应付同系附属公司款项增加 / (减少)	-29,225	0	0	0	0
应付一间关联公司款项增加	186	13,498	0	0	0
递延收入减少	-44	-43	0	0	0
其他	-48,923	0	0	0	0
<b>经营活动所用现金净额</b>	<b>-103,425</b>	<b>-319,440</b>	<b>-416,568</b>	<b>-478,486</b>	<b>-481,290</b>
已抵押存款增加	-11,732	-14,425	0	0	0
原到期日超过三个月的定期存款增加	-770,378	798,090	0	0	0
购买物业、厂房及设备的预付款项增加	-41,066	0	0	0	0
购买物业、厂房及设备的付款	-25,294	-64,713	-36,864	-39,217	-41,720
购买无形资产的付款	-109,595	-31,457	-36,831	-43,122	-50,489
其他	2,582	0	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-955,483</b>	<b>687,495</b>	<b>-73,694</b>	<b>-82,339</b>	<b>-92,209</b>
上市开支付款	-1,371	-115,805	0	0	0
银行贷款所得款项	10,000	289	0	0	0
发行普通股所得款项	0	1,789,598	0	0	0
发行可转换可赎回优先股所得款项净额	970,113	0	0	0	0
已付租金的本金部分	-3,400	0	0	0	0
已付租金的利息部分	-1,458	-1,352	-1,332	-1,332	-1,332
应付一名股东款项减少	0	0	0	0	0
其他	-197	22,548	-606	-606	-606
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>973,687</b>	<b>1,695,278</b>	<b>-1,938</b>	<b>-1,938</b>	<b>-1,938</b>
<b>现金及现金等价物增加净额</b>	<b>-85,221</b>	<b>2,063,333</b>	<b>-492,200</b>	<b>-562,763</b>	<b>-575,437</b>
年初现金及现金等价物	154,769	65,096	2,128,429	1,636,229	#####
外汇汇率变动影响	-4,452	0	0	0	0
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>65,096</b>	<b>2,128,429</b>	<b>1,636,229</b>	<b>1,073,466</b>	<b>498,029</b>

### 财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	-4.8	-5.2	-0.8	-1.0	-1.0
每股销售额	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
每股股息	0	0	0	0	1
<b>同比变动</b>					
收入	NA	NA	NA	218%	279%
除税前利润	NA	NA	NA	NA	NA
归母净利润	NA	NA	NA	NA	NA
摊薄每股收益	NA	NA	NA	NA	NA
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	NA	NA	90%	90%	90%
税前利润率	NA	NA	-9079%	-3263%	-873%
归母净利润率	NA	NA	-9079%	-3263%	-873%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	NA	-243%	-19%	-29%	-42%
平均资产回报率	-82%	-111%	-19%	-27%	-38%
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	17.0	24.8	18.1	11.5	5.5
速动比率 (x)	1.6	24.4	17.8	11.1	5.2
现金比率 (x)	1.2	23.9	17.2	10.6	4.6
负债 / 权益 (%)	NA	0%	1%	1%	1%
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	NA	NA	NA	NA	NA
市销率 (x)	NA	NA	579.4	182.4	48.2
股息率	0%	0%	0%	0%	16%

## ● 预计未来 1-2 年内主要里程碑及催化剂

- 环孢素 A 眼用凝胶获国家药监局批准上市。
- NVK002 (低浓度阿托品滴眼液) 完成 III 期桥接试验 (Mini-CHAMP) 试验并申报上市、获批。
- ZKY001 (胸腺  $\beta 4$  功能片段) 完成用于治疗经上皮镭射屈光角膜切削术 (TPRK) 的 II 期试验、用于治疗翼状胬肉的 II 期试验以及用于治疗神经营养性角膜炎的研究者发起试验, 进行数据读出并启动注册性临床研究。
- TAB014 (贝伐珠单抗) III 期临床病人入组持续推进。
- 首款眼科仿制药贝美素噻吗洛尔滴眼液获批上市。
- 堡得视®、TONO-i 等产品获得商业化推广收入。

图表 2: 兆科眼科财务预测

千人民币	2022E			2023E			2024E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	5,000	3,624	38%	15,909	24,579	-35%	60,219	64,603	-7%
毛利润	4,500	3,262	38%	14,318	22,121	-35%	54,197	58,143	-7%
净亏损	-453,930	-509,470	NA	-519,127	-586,105	NA	-525,589	-625,439	NA

资料来源: 浦银国际预测

图表 3: 浦银国际目标价: 兆科眼科



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4：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/目标价/预测发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	97.3	买入	86.0	2022年10月27日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	91.7	买入	97.0	2022年10月27日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	54.1	买入	59.0	2022年10月31日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	71.0	买入	67.0	2022年10月31日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	64.5	买入	88.0	2022年9月15日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	6.3	持有	4.3	2022年5月26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	21.9	买入	28.0	2023年1月9日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	63.7	买入	82.0	2022年8月31日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	31.3	买入	53.0	2022年8月11日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	6.2	买入	13.5	2023年2月7日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	245.2	买入	300.0	2023年2月2日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	151.2	买入	180.0	2023年2月2日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	152.3	买入	179.0	2023年2月2日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	43.1	买入	55.0	2022年8月11日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	46.1	买入	63.0	2022年12月8日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	5.2	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	13.8	买入	18.8	2022年11月22日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	15.0	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	29.2	买入	43.7	2023年1月30日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	18.3	买入	28.0	2023年1月30日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	73.9	买入	69.0	2022年11月22日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	14.3	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	5.1	持有	5.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	29.0	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.4	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	3.3	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	5.0	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	3.2	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.5	买入	6.15	2022年11月7日	制药
2325 HK Equity	云康集团	15.8	买入	23.8	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	317.2	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	31.6	买入	45.0	2023年1月12日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	15.4	买入	20.5	2023年1月12日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	12.8	买入	14.0	2023年1月12日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	3.1	买入	4.1	2023年1月12日	医疗器械

资料来源：Bloomberg、浦银国际。截至2023年2月7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(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](http://www.spdbi.com)  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

