

## 再鼎医药 (9688.HK): 肿瘤电场疗法治疗非小细胞肺癌 III 期试验进展提速, 则乐®降价落地

1) Novocure 公告称肿瘤电场疗法 Optune 治疗非小细胞肺癌 III 期临床(LUNAR)进度快于预期, Novocure 股价因此上涨 50%; 2) 公司核心药物则乐®于 3 月 1 日起执行医保谈判价, 降价幅度超预期; 3) 擎乐®(瑞派替尼)获批上市。我们调整目标价至 1,354 港元, 维持持有评级。

• **Optune® 治疗非小细胞肺癌临床进度较预期乐观。**原研厂商 Novocure 于 4 月 13 日更新肿瘤电场疗法治疗 Optune 关于非小细胞肺癌 III 期临床试验(LUNAR)进度, 独立数据监察委员会(DMC)基于对已有临床数据的中期分析结果, 认为计划入组的临床患者人数可由原来 534 人缩减至 276 人, 随访周期由 18 个月缩减至 12 个月。受临床进度较预期乐观影响, Novocure 股价当日上涨近 50%。Optune 为再鼎目前 3 款商业化产品之一, 美国临床进度加快有利该适应症在中国尽快获批, 我们因此调整该适应症临床试验成功率至 90%, 但因价格昂贵我们预期渗透率不变, 因此对估值影响不大。

• **则乐®降价幅度超预期。**则乐在去年 12 月经医保谈判纳入新版国家医保目录, 用于铂敏感复发性卵巢癌二线维持治疗, 2021 年 3 月 1 日到 2022 年 12 月 31 日期间执行。售价由原先 24,990 元人民币/盒(100mg\*30 粒)降至 6,000 元, 年治疗费用 21.6 万, 较我们此前预期 25.2 万低 14%。假设医保报销 70%, 则患者每年自费 6.5 万人民币, 可及性和渗透率有望快速提升, 我们将渗透率提升至 20%。竞品奥拉帕利医保二次降价后为 5,712 元/盒, 年治疗费用 14.7 万元, 适应症为 BRCA1/2 突变一线维持和铂敏感复发性上皮性卵巢癌。

• **擎乐®(瑞派替尼)获 NMPA 批准上市。**瑞派替尼于 3 月 31 日获 NMPA 批准上市, 用于治疗已接受过包括伊马替尼在内的 3 种及以上激酶抑制剂治疗的晚期胃肠道间质瘤(GIST)成人患者。获批基于 INVICTUS 临床 III 期数据, 治疗组 mPFS=6.3 个月 vs. 安慰剂组 1.0 个月, 危险比 HR=0.15, p<0.0001, 达到主要临床终点。治疗组发生 3 级或 4 级治疗后不良事件(TEAE)比例为 49% vs. 安慰剂组 44%。我们将上市时间调整为第二季度, 预期药品费用 3.2 万每月。

• **维持持有评级, 目标价升至 1,354 港元。**我们基于以上三项的进展调整 rNPV 模型: 1) Optune 治疗非小细胞肺癌的获批概率; 2) 则乐年治疗费用和渗透率; 3) 瑞派替尼上市时间。我们的目标价调整至 1,354 港元, 维持持有评级。

• **投资风险:** 药物研发延误; 引进药物进度不如预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2019-2023E)

百万美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13	49	182	334	566
收入同比增速 (%)	9966%	277%	271%	83%	70%
归母净利润	-195	-269	-225	-203	-86
PS (X)	809	259	70	38	22

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

朱倩岚

医疗分析师

vicky\_zhu@spdbi.com

(852) 2808 6439

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan\_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2021 年 4 月 14 日

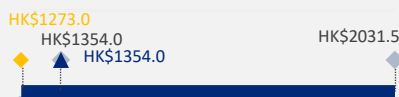
评级

持有

目标价 (港元)	1,354.0
潜在升幅/降幅	6%
目前股价 (港元)	1,273.0
52 周内股价区间 (港元)	602-1,512
总市值 (百万港元)	112,778
近 3 月日均成交额 (百万港元)	58.7

注: 截至 2021 年 4 月 14 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: Factset、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

相关报告:

《再鼎医药 (9688.HK) 2020 年业绩: 毛利率下滑, 预期两款新药年内获批》(2021-3-3)

《再鼎医药 (9688.HK): 则乐纳入医保目录, 管线不断拓宽》(2021-01-28)

## 财务报表分析与预测 - 再鼎医药

千美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	12,985	48,958	181,790	333,534	566,242
销售成本	-3,749	-16,736	-54,537	-100,060	-169,873
研发	-142,221	-222,711	-267,253	-293,979	-293,979
销售、一般及行政	-70,211	-111,312	-90,895	-133,414	-169,873
经营亏损	-203,196	-301,801	-230,895	-193,918	-67,482
利息收入	8,232	5,120	8,646	12,969	19,454
利息开支	-293	-181	-228	-228	-228
其他收入（开支），净额	938	29,076	-1,351	-20,279	-34,428
所得税费用	0	0	0	0	0
分占权益法投资亏损	-752	-1,119	-909	-1,668	-2,831
亏损净额	-195,071	-268,905	-224,737	-203,124	-85,515
少数股东权益	0	0	0	0	0
普通股股东应占亏损净额	-195,071	-268,905	-224,737	-203,124	-85,515

千美元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
亏损净额	-195,071	-268,905	-224,737	-203,124	-85,515
折旧及摊销开支	3,766	2,635	3,416	3,575	3,717
分占权益法投资亏损	752	1,119	909	1,668	2,831
经营资产及负债变动	-23,283	52,649	-29,206	-9,507	-45,879
经营活动所用现金净额	-191,011	-782,295	-249,617	-207,388	-124,845
购买物业及设备	-6,035	-10,444	-5,000	-5,000	-5,000
购买土地使用权	-7,836	0	0	0	0
购买无形资产	-1,371	0	0	0	0
其他	350	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	-14,892	-10,444	-5,000	-5,000	-5,000
短期借贷所得款项净额	2,901	0	0	0	0
公开发售时发行普通股所得款项	216,200	1,158,924	0	200,000	0
其他	201	0	0	0	0
融资活动所得现金净额	219,302	1,158,924	0	200,000	0
期末现金及受限制现金	76,442	442,626	188,009	175,620	45,775
受限制现金	510	510	510	510	510
现金、现金等价物	75,932	442,116	187,499	175,110	45,265

### 资产负债表

千美元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	75,932	442,116	187,499	175,110	45,265
短期投资	200,000	744,676	744,676	744,676	744,676
应收账款	3,791	5,165	14,757	21,795	40,259
存货	6,005	13,144	46,623	63,033	123,129
预付款项及其他流动资产	6,736	10,935	10,935	10,935	10,935
流动资产总额	292,464	1,216,036	1,004,489	1,015,548	964,264
非流动受限制现金	510	743	743	743	743
物业及设备，净额	21,353	29,162	30,746	32,171	33,454
经营租赁使用权资产	15,071	17,701	17,701	17,701	17,701
土地使用权	7,655	7,908	7,908	7,908	7,908
无形资产，净额	1,148	1,532	1,532	1,532	1,532
长期押金	377	862	862	862	862
可收回增值税	13,737	22,141	22,141	22,141	22,141
非流动资产总额	62,689	81,602	82,277	82,035	80,486
资产总额	355,153	1,297,638	1,086,766	1,097,583	1,044,751
短期借贷	6,450	0	0	0	0
应付账款	22,660	62,641	76,506	90,446	123,129
流动经营租赁负债	4,351	5,206	5,206	5,206	5,206
其他流动负债	13,174	30,196	30,196	30,196	30,196
流动负债	46,635	98,043	111,908	125,848	158,531
递延收入	2,881	16,858	16,858	16,858	16,858
非流动经营租赁负债	10,977	13,392	13,392	13,392	13,392
非流动负债总额	13,858	30,250	30,250	30,250	30,250
夹层权益	0	0	0	0	0
普通股	4	5	5	5	5
额外实收资本	734,734	1,897,467	1,897,467	2,097,467	2,097,467
累计亏损	-444,698	-713,603	-938,340	-1,141,464	-1,226,978
累计其他综合收益	4,620	-14,524	-14,524	-14,524	-14,524
股东权益总额	294,660	1,169,345	944,608	941,484	855,970
负债及权益总额	355,153	1,297,638	1,086,766	1,097,583	1,044,751

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

### 主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标（美元）</b>					
每股亏损	-3.03	-3.46	-2.89	-2.62	-1.10
每股净资产	4.58	15.06	12.16	12.12	11.02
每股经营现金流	-2.97	-10.07	-3.21	-2.67	-1.61
每股销售	0.20	0.63	2.34	4.29	7.29
<b>估值（倍）</b>					
P/B	36	11	13	13	15
P/S	809	259	70	38	22
<b>盈利能力指标</b>					
毛利率	71%	66%	70%	70%	70%
归母净利润率	-1502%	-549%	-124%	-61%	-15%
净资产收益率	-71%	-37%	-21%	-22%	-10%
资产回报率	-59%	-33%	-19%	-19%	-8%
<b>盈利增长</b>					
营业收入增长率	9966%	277%	271%	83%	83%
<b>经营效率指标</b>					
存货周转天数	293	209	200	200	200
应收票据周转天数	55	33	20	20	20
应付账款周转天数	2,925	930	466	305	229
<b>偿债能力指标</b>					
资产负债率	17%	10%	13%	14%	18%
流动比率(x)	6.3	12.4	9.0	8.1	6.1
速动比率(x)	6.0	12.2	8.7	7.8	5.8
现金比率(x)	1.6	4.5	1.7	1.4	0.3

图表 2：再鼎医药财务预测变化

千美元	2021E			2022E			2023E		
	新预测	前预期	差异	新预测	前预期	差异	新预测	前预期	差异
收入	181,790	186,026	-2%	333,534	337,980	-1%	566,242	580,210	-2%
毛利润	127,253	130,218	-2%	233,474	236,586	-1%	396,370	406,147	-2%
净利润	-224,737	-223,942	NA	-203,124	-202,083	NA	-85,515	-80,847	NA

资料来源：浦银国际预测

图表 3：浦银国际目标价：再鼎医药



资料来源：Bloomberg、浦银国际

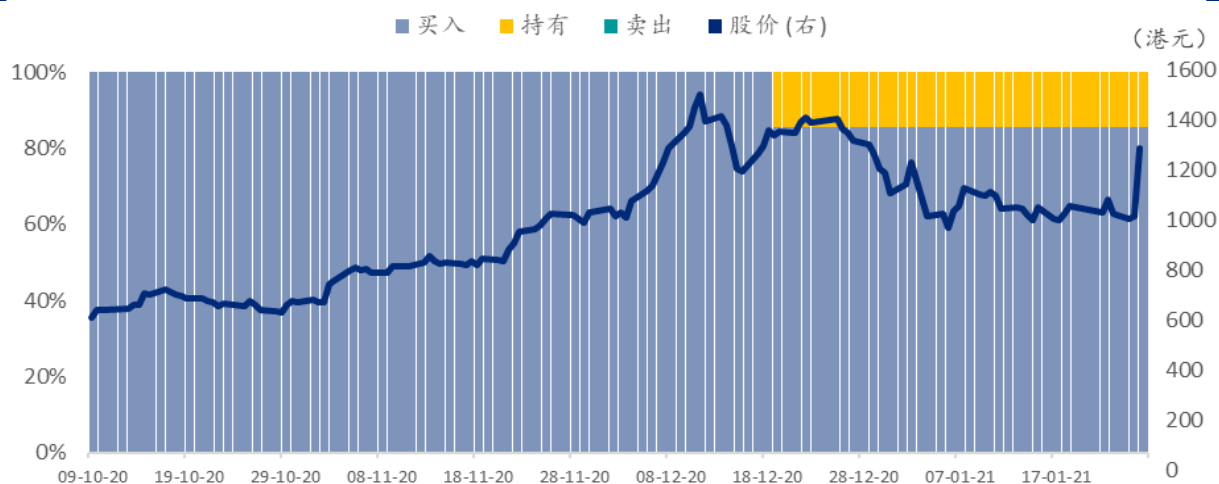
图表 4：SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (港币)	评级	目标价 (港币)	评级及目标价 发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	157.3	买入	240.0	2021 年 1 月 27 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	146.7	买入	175.8	2021 年 2 月 24 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	107.0	买入	133.0	2021 年 1 月 20 日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	22.7	买入	28.0	2020 年 10 月 13 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	97.9	买入	122.4	2020 年 10 月 13 日	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.0	买入	11.8	2021 年 2 月 2 日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	71.6	买入	98.5	2021 年 3 月 25 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	95.0	买入	111.3	2021 年 3 月 30 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1273.0	持有	1354.0	2021 年 4 月 14 日	生物科技

资料来源：Bloomberg、浦银国际。截至 4 月 14 日收盘价

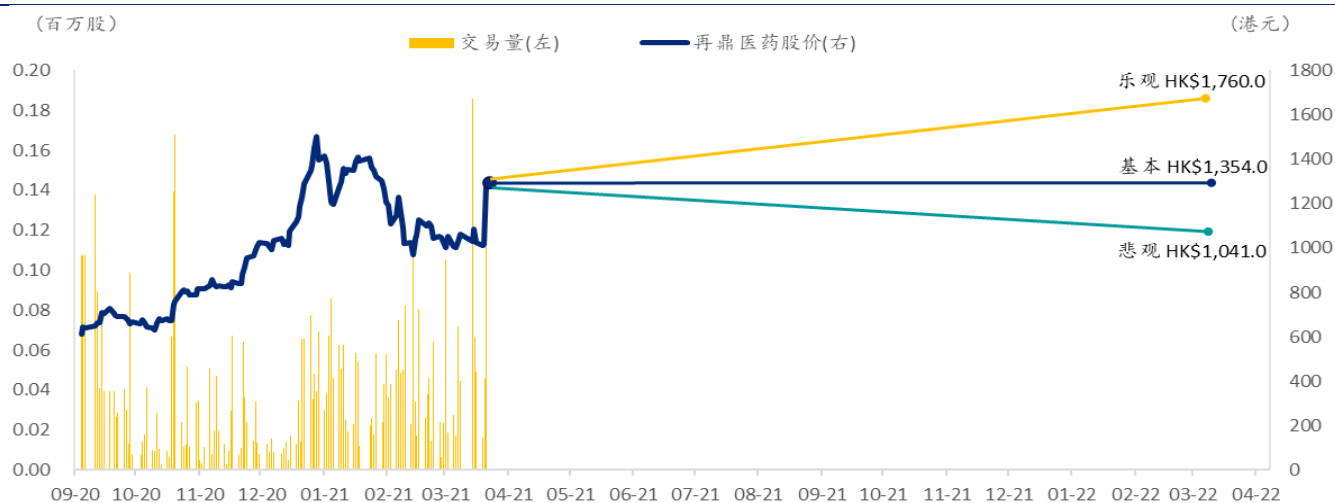
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5：再鼎医药市场普遍预期



注：股价截至 2021 年 4 月 14 日  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6：再鼎医药 SPDBI 情景假设



## 乐观情景：公司增长好于预期

目标价：1,760.0 港元

概率：30%

- 新药上市后销售好于预期；
- 在研管线研发进度快于预期，新药获批进度快于预期；
- 医保降价幅度不及预期；
- 在研管线中引入重磅新药。

## 悲观情景：公司增长不及预期

目标价：1,041.0 港元

概率：20%

- 医保谈判降价幅度超过预期；
- 虽然处于研发后期，但也存在一定研发风险，且临床资源分配不足；
- 研发进度要跟随合作伙伴的进度，可能会延误；
- 首付款、里程碑付款和销售分成较高。

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联属公司、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关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) 浦银国际持有本报告所述公司(药明生物 2269.HK)的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何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

#### 黄路遥

jessie\_huang@spdbi.com  
852-2808 6466

#### 王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com  
852-2808 6467

#### 许敏洁

amy\_hsu@spdbi.com  
852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 华政

sarah\_hua@spdbi.com  
852-2808 6474

#### 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