



云顶新耀 (1952.HK) 2020 年业绩： 研发费用增加，核心产品有序推进

2020 年研发费用为 3.8 亿，Non-IFRS 净亏损增至 6 亿人民币。Trodelvy™ 预计年内或 2022 年初向 NMPA 提交 mTNBC 的 BLA，Eravacycline 已于 3 月向 NMPA 递交 NDA。基于核心产品临床推进和亚太市场潜在价值，我们提升目标价至 98.5 港元，维持买入评级。

- **2020 年业绩。**年内公司未产生收入，研发费用由去年 1.5 亿人民币增加至 2020 年 3.8 亿。Non-IFRS 净亏损由 2019 年亏损 1.6 亿人民币扩大至 2020 年亏损 6.0 亿人民币，主要由于研发费用增加、上市费用和团队扩张所致。IFRS 净亏损由 2019 年亏损 2.1 亿人民币扩大至亏损 56.6 亿人民币，主要由于 IPO 后已发行可转换可赎回优先股公允价值上升所致亏损 49.4 亿。2020 年底公司账上现金约 45 亿，可以支持研发支出，管理层预期的每年 1-2 个 BD 项目。
- **Trodelvy™ 预计 2021 年底或 2022 年初提交 mTNBC 的 BLA。**公司在 2020 年 11 月在国内启动了 mTNBC 三线治疗的 IIb 期临床试验 (001)，预计今年 2021 年下半年将会有试验顶线数据，2021 年底或 2022 年初将向 NMPA 提交 BLA，2022 年下半年获批。公司还在 2021 年 1 月递交了新加坡 mTNBC 的 NDA，同时准备韩国和中国台湾的申报，而这些地区的定价和医保将会对公司更有利。关于 HR+/HER2- mBC，合作方吉利德将会在 2021 年公布 PFS 数据，而公司在亚洲的 III 期临床 (002) 仍然继续。关于晚期尿路上皮癌的全球 III 期临床试验，公司将在下半年招募中国患者入组参与。
- **多项药物临床推进顺利。**1) **Xerava™ (Eravacycline)**: 治疗成人复杂性腹腔内感染 NDA 已于 2021 年 3 月获 NMPA 受理，是公司首个中国的 NDA；2) **Nefecon**: 原研药企 Callititas 已于 2021 年 3 月基于 IgAN 的 A 部分数据向 FDA 递交 NDA。在获中国 NMPA 授予突破性疗法后，公司将在上半年完成 IgAN 中国患者入组以参与全球 III 期 B 部分临床；3) **Etrasimod**: 2021 年完成治疗溃疡性结肠炎的 III 期临床入组。
- **维持买入评级，目标价提升至 98.5 港元。**我们调整核心产品的 rNPV 估值以反应临床进展和其他亚洲市场潜在的销售贡献，六款处于研发晚期产品 Trodelvy、Nefecon、Xerava、Etrasimod、Ralinepag 和 Taniborbactam 的每股价值分别调整至 17.7、42.4、11.3、18.3、1.7 和 7.2 港元，目标价升至 98.5 港元。
- **投资风险：**研发进度不及预期；医保与监管环境改变竞争格局。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2019-2023E)

百万人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	0	0	11	104	601
收入同比增速 (%)	NA	NA	NA	887%	476%
归母净利润	-215	-5,658	-1,274	-1,299	-650
PS (X)	NA	NA	1,752	178	31

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、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 3 月 25 日

评级

买入

目标价 (港元)	98.5
潜在升幅/降幅	31%
目前股价 (港元)	75.2
52 周内股价区间 (港元)	57.1-104.8
总市值 (百万港元)	22,053
近 3 月日均成交额 (百万港元)	31

注: 截至 2021 年 3 月 24 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

相关报告:

《生物科技系列报告 (一): ADC 抗体偶联药物》(2020-12-19)

财务报表分析与预测 - 云顶新耀

利润表

人民币千元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	0	0	10,576	104,361	600,842
营业成本	0	0	-1,058	-10,436	-60,084
一般及行政开支	-53,851	-277,833	-311,173	-357,849	-411,526
研发开支、分销及销售开支	-150,888	-410,657	-925,865	-966,872	-678,418
其他收入	29,253	1,084	1,084	1,084	1,084
其他亏损	-626	-1,051	-1,051	-1,051	-1,051
经营亏损	-176,112	-688,457	-1,227,487	-1,230,763	-549,154
财务成本净额	-1,947	-31,725	-46,618	-68,502	-100,659
向投资者发行的金融工具公允价值变动	-36,453	-4,937,983	0	0	0
除税前(亏损)/溢利	-214,512	-5,658,165	-1,274,105	-1,299,265	-649,812
所得税开支	0	0	0	0	0
净利润	-214,512	-5,658,165	-1,274,105	-1,299,265	-649,812
基本及摊薄EPS (元)	-41	-66	-4	-4	-2

资产负债表

人民币千元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
物业及设备	7,725	11,411	12,798	14,074	15,248
使用权资产	38,352	110,563	112,635	114,603	116,473
无形资产	1,663,449	2,006,056	2,051,056	2,096,056	2,141,056
投资	293,000	845,697	845,697	845,697	845,697
其他非流动资产	3,261	7,045	7,045	7,045	7,045
非流动资产合计	2,005,787	2,980,772	3,029,231	3,077,475	3,125,519
应收关联方款项	18,616	0	0	0	0
预付款项及其他流动资产	6,476	15,287	15,287	15,287	15,287
现金及现金等价物	106,061	4,481,122	3,472,062	1,826,668	1,154,517
流动资产合计	131,153	4,496,409	3,487,349	1,841,955	1,169,804
总资产	2,136,940	7,477,181	6,516,580	4,919,430	4,295,324
向投资者发行的金融工具	2,463,933	20,880	20,880	20,880	20,880
租赁负债	30,216	58,878	58,878	58,878	58,878
其他非流动负债	0	369,438	369,438	369,438	369,438
非流动负债合计	2,494,149	449,196	449,196	449,196	449,196
向投资者发行的金融工具	395,318	0	0	0	0
租赁负债	10,543	19,015	19,015	19,015	19,015
贸易及其他应付款项	80,779	167,459	480,962	183,077	208,783
应付关联方款项	17,233	440	440	440	440
流动负债合计	503,873	186,914	500,417	202,532	228,238
总负债	2,998,022	636,110	949,613	651,728	677,434
股本	17	198	198	198	198
储备	443,649	13,392,531	13,392,531	13,392,531	13,392,531
累计亏损	-1,257,851	-6,916,016	-8,190,121	-9,489,385	-10,139,198
累计其他全面亏损	-46,897	364,358	364,358	364,358	364,358
亏损中的总权益	-861,082	6,841,071	5,566,966	4,267,702	3,617,889
权益及负债总额	2,136,940	7,477,181	6,516,580	4,919,430	4,295,324

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

人民币千元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
除所得税前(亏损)/溢利	-214,512	-5,658,165	-1,274,105	-1,299,265	-649,812
物业及设备折旧	2,797	818	1,113	1,224	1,326
使用权资产折旧	7,207	2,318	5,928	6,032	6,130
金融工具公允价值变动	36,453	-552,697	0	0	0
贸易及其他应付款项	26,471	0	0	0	0
经营活动净现金	-88,657	-5,753,569	-953,560	-1,589,894	-616,650
购买物业及设备	-7,083	-2,500	-2,500	-2,500	-2,500
就与天境生物的合作协议预付款项	-52,533	0	0	0	0
购买无形资产	-86,191	-53,000	-53,000	-53,000	-53,000
投资活动净现金	-47,365	-55,500	-55,500	-55,500	-55,500
租赁负债的本金部分	-8,302	37,134	0	0	0
股票发行及其他	70,298	656,714	0	0	0
融资活动净现金	61,996	693,848	0	0	0
汇率变动对现金及等价物的影响	-3,416	0	0	0	0
现金及现金等价物减少净额	-77,442	4,375,061	-1,009,060	-1,645,394	-672,150
年初/期初现金及现金等价物	183,503	106,061	4,481,122	3,472,062	1,826,668
期末现金及现金等价物	106,061	4,481,122	3,472,062	1,826,668	1,154,517

主要财务比率

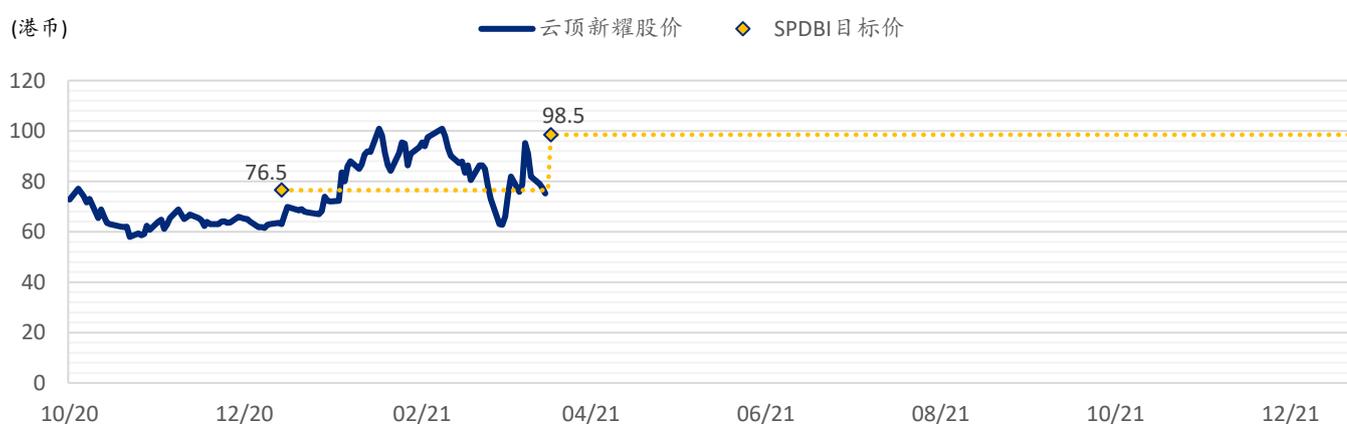
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (人民币元)					
每股亏损	-41	-66	-4	-4	-2
每股净资产	-165	80	19	15	12
每股经营现金流	-17	-67	-3	-5	-2
每股销售	0	0	0	0	2
估值(倍)					
P/B	-0.38	0.79	3.33	4.34	5.12
P/S	NA	NA	1,752	178	31
盈利能力指标					
毛利率	NA	NA	90%	90%	90%
净利润率	NA	NA	-12047%	-1245%	-108%
净资产收益率	NA	-83%	-23%	-30%	-18%
资产回报率	-10%	-76%	-20%	-26%	-15%
盈利增长					
营业收入增长率	NA	NA	NA	887%	476%
经营效率指标					
应付账款周转天数	128	128	128	128	128
偿债能力指标					
资产负债率	71%	1175%	686%	755%	634%
流动比率(x)	0.3	24.1	7.0	9.1	5.1
速动比率(x)	0.3	24.1	7.0	9.1	5.1
现金比率(x)	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0

图表 2: 云顶新耀财务预测: 新预测 vs 市场预期

千人民币	2021E			2022E			2023E		
	SPDBI 预测	市场预期	差异	SPDBI 预测	市场预期	差异	SPDBI 预测	市场预期	差异
收入	10,576	6,643	59%	104,361	258,150	-60%	600,842	895,667	-33%
毛利润	9,518	4,982	91%	93,925	184,835	-49%	540,758	NA	NA
净利润	-1,274,105	-715,333	NA	-1,299,265	-1,033,000	NA	-649,812	-1,066,000	NA

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

图表 3: 浦银国际目标价: 云顶新耀



资料来源: Bloomberg、浦银国际

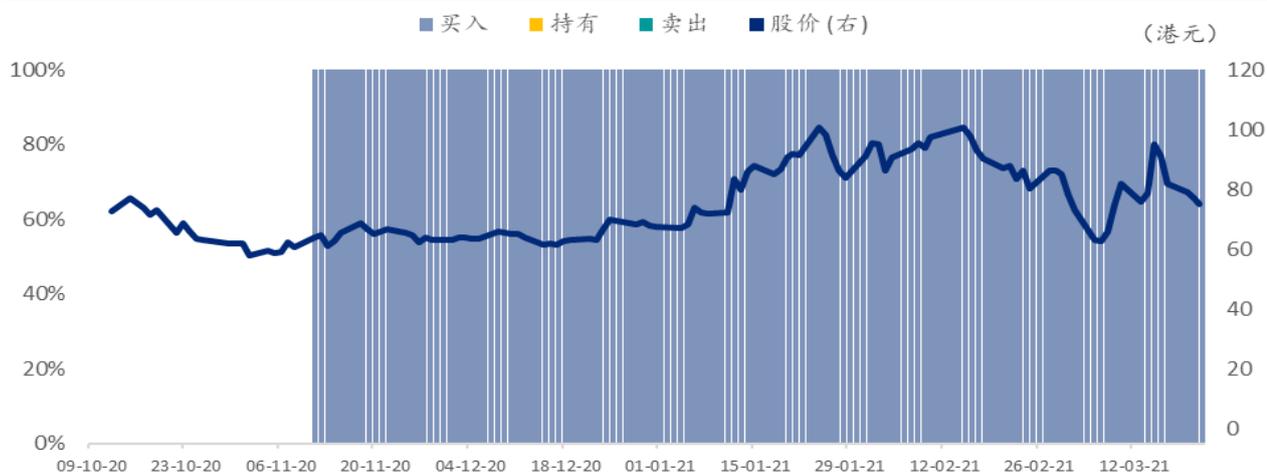
图表 4: SPDBI 医疗行业覆盖公司

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	139.8	买入	240.0	2021年1月27日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	123.0	买入	175.8	2021年2月24日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	88.0	买入	133.0	2021年1月20日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	22.3	买入	28.0	2020年10月13日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	96.4	买入	122.4	2020年10月13日	互联网医疗
1875 HK Equity	东曜药业	4.3	买入	11.8	2021年2月2日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	75.2	买入	98.5	2021年3月25日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	90.5	买入	86.9	2020年12月19日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	1023.0	持有	1334.0	2021年1月26日	生物科技

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至3月24日收盘价

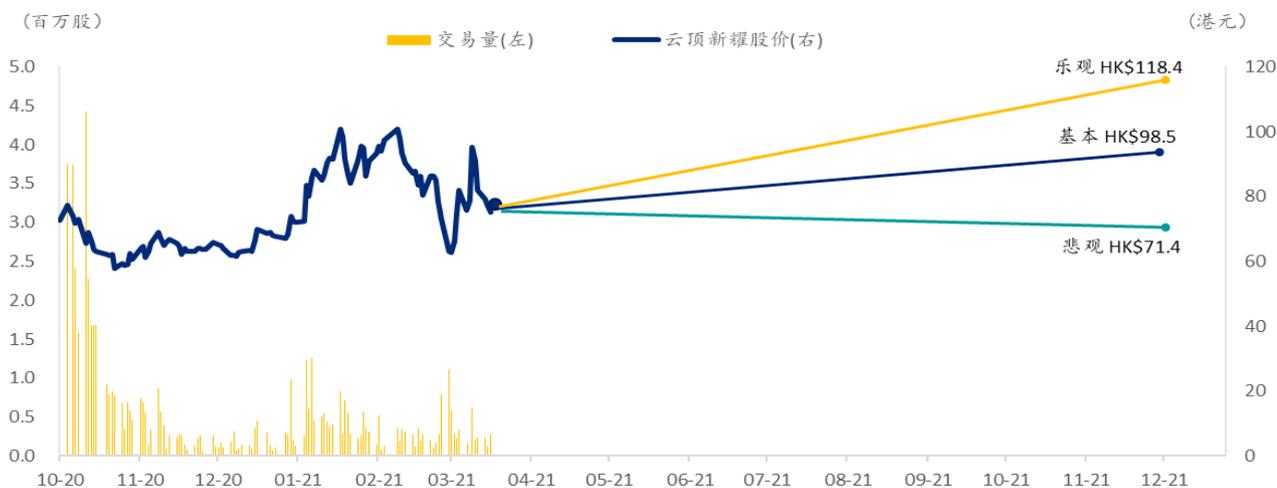
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 云顶新耀市场普遍预期



注: 股价截至 2021 年 3 月 24 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 云顶新耀 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司增长好于预期

目标价: 118.4 港元

概率: 30%

- 新药研发及审批进度快于预期;
- Trodelvy 提前完成临床并提交 NDA;
- Nefecon 在美国获批, 中国药监接受国外数据;
- 新药销售好于预期

悲观情景: 公司增长不及预期

目标价: 71.4 港元

概率: 20%

- 研发失败或进展不及预期;
- 监管环境变化;
- 医保谈判改变竞争格局

资料来源: 浦银国际

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。

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。

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。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕雯

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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼