



## 云顶新耀 (1952.HK): 归还 Trodelvy 权益, 交易后现金储备增厚

公司宣布终止 Trodelvy 的原 license-in 协议并归还此前授权地区权益予 Immunomedics; 管理层预计从新协议中收取的首付款 2.8 亿美元将显著增厚公司现金储备, 到 2026 年前都无需借助外部融资。我们在模型中剔除 Trodelvy 销售收入贡献, 并计入公司可获得的交易款 (经 POS 调整)。维持“买入”评级, 下调目标价至 25.6 港元。

- 归还 Trodelvy 权益, 交易对价最高达 4.55 亿美元:** 公司宣布终止 2019 年与 Immunomedics (2020 年被吉利德收购) 签署的关于 Trodelvy 的 license-in 协议, 并将此前授权地区 (大中华、韩国和部分东南亚国家) 权益归还予 Immunomedics。根据旧协议, 云顶需支付交易对方 0.65 亿美元首付款+至多 7.7 亿里程碑, 截至目前云顶已支付首付款和 0.6 亿里程碑。而在新协议下, 云顶最高将获得至多 4.55 亿美元 (约合 30.7 亿元人民币) 的交易对价, 包含: **1)** 首付款 2.8 亿美元; **2)** 里程碑付款至多 1.75 亿美元, 其中监管里程碑 0.5 亿美元 (对应后续适应症范围扩展)、商业化里程碑 1.25 亿美元。剔除相关交易费用后预计可获得 4.51 亿美元现金。
- 交易后现金充足, 后续融资压力显著降低:** 截至 2022 年 7 月底公司账上现金约 3.0 亿美金, 叠加此次收取的交易款项, 公司预计可支撑现有研发及经营活动至 2026 年。公司计划将交易所得款项用于: **1)** 35% 用于现有管线研发 (Nefecon 除外); **2)** 30% 用于 BD; **3)** 15% 用于 Nefecon 研发; **4)** 20% 用于临床前研究和其他用途。
- 财务预测调整:** 我们从模型中剔除了 Trodelvy 销售贡献, 并维持其余药物销售收入预测, 当前管线预计将于 2031E 贡献 67.7 亿人民币销售收入, 较此前预测低 31%。我们将 2022E 收入上调至 19.7 亿人民币 (此前预测: 0.8 亿人民币), 考虑到公司年内将收到 2.8 亿美元首付款。对于 1.75 亿美元里程碑付款, 我们预计将于 2023-26E 年间分批收取, 但考虑到 Trodelvy 从 2023 年起将不再贡献销售收入, 我们下调 2023/24E 年收入预测 4%/14%。
- 维持“买入”评级:** 由于核心资产 Trodelvy 对公司整体估值的贡献显著降低, 我们下调 DCF 目标价至 25.6 港元, 对应 **77 亿港元 (约 10 亿美元)** 的目标市值。虽然近期市场对 license-in 模式有所顾虑, 但我们认为, 过往 BD 记录优异、临床开发能力已获验证的公司依旧拥有平台价值和长期管线成长机会, 存在巨大估值修复空间。公司在未来 12 个月也存在较多临床和监管催化剂 (详见 [内页](#))。
- 投资风险:** 研发失败或滞后、BD 进展受挫、产品销售不及预期。

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      | 0      | 1,973 | 1,647  | 2,113 |
| 收入同比增速 (%) | NA     | NA     | NA    | -16.5% | 28.3% |
| 归母净利润 (亏损) | -5,658 | -1,009 | 699   | -445   | -238  |
| PS (X)     | NA     | NA     | 1.7   | 2.1    | 1.6   |

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、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 8 月 17 日

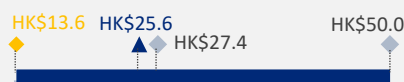
### 评级

**买入**

|                   |           |
|-------------------|-----------|
| 目标价 (港元)          | 25.6      |
| 潜在升幅/降幅           | 88%       |
| 目前股价 (港元)         | 13.6      |
| 52 周内股价区间 (港元)    | 13.2-66.5 |
| 总市值 (百万港元)        | 4,027     |
| 近 3 月日均成交额 (百万港元) | 21        |

注: 数据截至 2022 年 8 月 16 日

### 市场预期区间

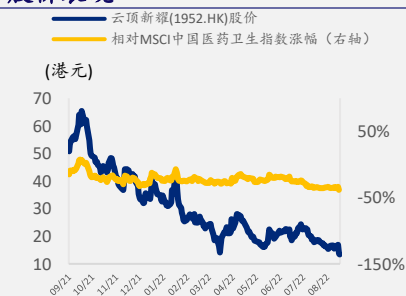


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 数据截至 2022 年 8 月 16 日

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

## 利润表

| 人民币百万        | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入         | 0      | 0      | 1,973  | 1,647  | 2,113  |
| 营业成本         | 0      | -0     | -23    | -401   | -505   |
| 毛利润          | 0      | 0      | 1,950  | 1,246  | 1,608  |
| 一般及行政开支      | -278   | -243   | -291   | -309   | -333   |
| 研发开支、分销及销售开支 | -411   | -812   | -1,014 | -1,272 | -1,446 |
| 其他收入         | 1      | 5      | 5      | 5      | 5      |
| 其他亏损         | -1     | 23     | 23     | 23     | 24     |
| 财务成本净额       | -32    | 24     | 25     | 26     | 26     |
| 金融工具公允价值变动   | -4,938 | -6     | 0      | 0      | 0      |
| 除税前(亏损)/溢利   | -5,658 | -1,009 | 699    | -445   | -238   |
| 所得税开支        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 净利润          | -5,658 | -1,009 | 699    | -445   | -238   |
| 经调整净利润       | -603   | -777   | 1,014  | -35    | 253    |

## 资产负债表

| 人民币百万       | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 物业及设备       | 11     | 112    | 199    | 275    | 336    |
| 使用权资产       | 111    | 150    | 185    | 217    | 245    |
| 无形资产        | 2,006  | 2,471  | 2,671  | 2,875  | 3,083  |
| 投资          | 846    | 830    | 830    | 830    | 830    |
| 其他非流动资产     | 7      | 394    | 394    | 394    | 394    |
| 非流动资产合计     | 2,981  | 3,958  | 4,280  | 4,591  | 4,888  |
| 预付款项及其他流动资产 | 15     | 48     | 131    | 225    | 285    |
| 现金及现金等价物    | 4,481  | 2,640  | 3,267  | 2,850  | 2,771  |
| 流动资产合计      | 4,496  | 2,688  | 3,398  | 3,075  | 3,056  |
| 总资产         | 7,477  | 6,646  | 7,678  | 7,667  | 7,944  |
| 向投资者发行的金融工具 | 21     | 27     | 27     | 28     | 28     |
| 租赁负债        | 59     | 96     | 98     | 100    | 102    |
| 其他非流动负债     | 369    | 361    | 365    | 372    | 379    |
| 非流动负债合计     | 449    | 484    | 490    | 499    | 509    |
| 租赁负债        | 19     | 28     | 29     | 30     | 31     |
| 贸易及其他应付款项   | 167    | 241    | 254    | 266    | 279    |
| 其他流动负债      | 0      | 1      | 1      | 1      | 1      |
| 流动负债合计      | 187    | 270    | 283    | 297    | 311    |
| 总负债         | 636    | 754    | 773    | 796    | 820    |
| 股本          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 储备          | 13,393 | 13,565 | 13,880 | 14,289 | 14,780 |
| 累计亏损        | -6,916 | -7,925 | -7,226 | -7,671 | -7,909 |
| 累计其他全面亏损    | 364    | 252    | 252    | 252    | 252    |
| 亏损中的总权益     | 6,841  | 5,892  | 6,906  | 6,870  | 7,123  |
| 权益及负债总额     | 7,477  | 6,646  | 7,678  | 7,667  | 7,944  |

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 |
|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 除所得税前(亏损)/溢利   | -5,658 | -1,009 | 699   | -445  | -238  |
| 物业及设备折旧        | 4      | 6      | 20    | 42    | 70    |
| 使用权资产折旧        | 16     | 25     | 31    | 36    | 41    |
| 营运资金变动及其他      | 5,166  | 248    | 247   | 336   | 452   |
| 经营活动净现金        | -472   | -730   | 997   | -31   | 325   |
| 购买物业及设备        | -9     | -79    | -107  | -118  | -130  |
| 与天境生物的合作协议预付款项 | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 购买无形资产         | -476   | -517   | -266  | -272  | -277  |
| 投资活动净现金        | -520   | -976   | -374  | -390  | -407  |
| 租赁负债的本金部分      | -19    | -24    | 3     | 3     | 3     |
| 股票发行及其他        | 5,657  | -53    | 1     | 1     | 1     |
| 融资活动净现金        | 5,638  | -77    | 3     | 3     | 3     |
| 汇率变动对现金及等价物的影响 | -271   | -59    | 0     | 0     | 0     |
| 现金及现金等价物减少净额   | 4,375  | -1,841 | 627   | -417  | -79   |
| 年初/期初现金及现金等价物  | 106    | 4,481  | 2,640 | 3,267 | 2,850 |
| 期末现金及现金等价物     | 4,481  | 2,640  | 3,267 | 2,850 | 2,771 |

## 主要财务比率

|                   | 2020   | 2021   | 2022E    | 2023E  | 2024E  |
|-------------------|--------|--------|----------|--------|--------|
| <b>每股指标(人民币元)</b> |        |        |          |        |        |
| 每股亏损              | -66.3  | -3.4   | 2.3      | -1.5   | -0.8   |
| 每股净资产             | 80.2   | 20.1   | 23.0     | 22.9   | 23.7   |
| 每股经营现金流           | -5.5   | -2.5   | 3.3      | -0.1   | 1.1    |
| 每股销售              | 0.0    | 0.0    | 6.6      | 5.5    | 7.0    |
| <b>估值(倍)</b>      |        |        |          |        |        |
| P/B               | 0.1    | 0.6    | 0.5      | 0.5    | 0.5    |
| P/S               | NA     | NA     | 2        | 2      | 2      |
| <b>盈利能力指标</b>     |        |        |          |        |        |
| 毛利率               | NA     | 57.4%  | 98.8%    | 75.6%  | 76.1%  |
| 净利润率              | NA     | NA     | 35.4%    | -27.0% | -11.3% |
| 净资产收益率            | -82.7% | -17.1% | 10.1%    | -6.5%  | -3.3%  |
| 资产回报率             | -75.7% | -15.2% | 9.1%     | -5.8%  | -3.0%  |
| <b>盈利增长</b>       |        |        |          |        |        |
| 营业收入增长率           | NA     | NA     | 3653727% | -17%   | 28%    |
| <b>偿债能力指标</b>     |        |        |          |        |        |
| 资产负债率             | 1175%  | 882%   | 994%     | 963%   | 968%   |
| 流动比率(x)           | 24.1   | 9.9    | 12.0     | 10.4   | 9.8    |
| 速动比率(x)           | 24.1   | 9.9    | 12.0     | 10.4   | 9.8    |
| 现金比率(x)           | 1.0    | 1.0    | 1.0      | 0.9    | 0.9    |

## • 潜在催化剂、核心预测及假设

建议后续关注的潜在催化剂包括：

- 新药及适应症获批
  - a) **Xerava**: 治疗 cIAI 的适应症于中国大陆获批 (2H22)
  - b) **Nefecon**: 治疗 IgAN 适应症于中国大陆获批 (2023)
  - c) **PTX-COVID19-B (新冠 mRNA 疫苗)**: 全球获批上市 (1H23)
- 提交 NDA/BLA
  - a) **Nefecon**: 在中国大陆提交治疗 IgAN 的 NDA (2H22)
- 临床数据
  - a) **PTX-COVID19-B**: II 期临床试验免疫原性数据读出 (2H22)
- 临床进展
  - a) **EVER-COVID19-M1**: 第二代新冠疫苗进入临床研发 (4Q22)
  - b) **EDDC-2214 (新冠小分子口服药, 3CL 蛋白酶抑制剂)**: 启动 I 期临床 (2023)
  - c) **Etrasimod**: 治疗 UC 的 III 期临床试验完成入组 (2023)
  - d) 9 款新产品有望进入到早期临床阶段, 包括多款自研产品 (未来 2-3 年)
- 触发 Trodelvy 的里程碑付款
  - a) 随着销售收入增长获得商业化里程碑 (2023-26)
  - b) 治疗 HR+/HER2-mBC 的适应症于中国大陆获批 (1H24)
  - c) 治疗 mUC 的适应症于中国大陆获批 (1H25)

图表 2: 云顶新耀财务预测变动

| 人民币百万   | 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    | 1,973 | 85     | 2223%    | 1,647 | 1,708 | -4%      | 2,113 | 2,451 | -14%     |
| 毛利润     | 1,950 | 57     | 3336%    | 1,246 | 1,249 | 0%       | 1,608 | 1,803 | -11%     |
| 毛利率 (%) | 98.8% | 66.8%  | 32.0pcts | 75.6% | 73.1% | 2.5 pcts | 76.1% | 73.6% | 2.5 pcts |
| 归母净利润   | 699   | -1,274 | NA       | -445  | -624  | NA       | -238  | -305  | NA       |

资料来源: 浦银国际预测

图表 3: 浦银国际目标价: 云顶新耀



注: 截至 2022 年 8 月 16 日收盘。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 港股生物科技企业估值表

| 代码            | 公司名称 | 股价<br>(港币) | 市值<br>(港币百万) | 过去 1 个月<br>股价变动<br>(%) | 年初至今<br>股价变动<br>(%) | 12 个月滚动远期<br>市销率 (x) |             | 市销率 (x)     |             |            | 收入同比变动<br>(%) |       |       |
|---------------|------|------------|--------------|------------------------|---------------------|----------------------|-------------|-------------|-------------|------------|---------------|-------|-------|
|               |      |            |              |                        |                     | 现值                   | 3 年均值       | 2022E       | 2023E       | 2024E      | 2022E         | 2023E | 2024E |
| 6160 HK       | 百济神州 | 117.0      | 172,085      | 10.4                   | (27.3)              | 11.5                 | 23.9        | 14.4        | 10.0        | 7.7        | 686.6         | 44.0  | 29.9  |
| 1877 HK       | 君实生物 | 31.7       | 54,209       | (17.6)                 | (45.3)              | 18.4                 | 18.2        | 25.6        | 15.1        | 12.1       | -49.2         | 69.8  | 24.9  |
| 1801 HK       | 信达生物 | 35.3       | 34,562       | 21.3                   | (30.2)              | 12.6                 | 48.6        | 19.1        | 9.9         | 4.6        | 59.4          | 91.9  | 118.3 |
| 6185 HK       | 康希诺  | 60.5       | 29,440       | (16.0)                 | (66.4)              | 10.9                 | 16.4        | 11.1        | 10.7        | 6.6        | -42.2         | 4.3   | 61.5  |
| 9995 HK       | 荣昌生物 | 36.3       | 53,312       | (1.6)                  | (24.9)              | 6.6                  | 15.2        | 7.9         | 5.8         | 4.5        | 31.5          | 35.1  | 28.5  |
| 9688 HK       | 再鼎医药 | 12.0       | 17,996       | 3.1                    | (21.6)              | 13.9                 | 68.5        | 26.9        | 10.1        | 6.7        | -45.7         | 167.4 | 49.7  |
| 9969 HK       | 诺诚健华 | 51.7       | 37,988       | 15.5                   | (33.6)              | 19.1                 | 67.6        | 32.8        | 14.3        | 9.4        | -36.8         | 128.5 | 51.9  |
| 9926 HK       | 康方生物 | 23.2       | 19,513       | 2.0                    | (31.8)              | 9.4                  | 40.5        | 14.9        | 7.2         | 4.8        | 373.0         | 106.5 | 50.3  |
| 2696 HK       | 复宏汉霖 | 13.9       | 7,576        | (23.7)                 | (36.8)              | 2.5                  | 13.0        | 2.8         | 2.2         | 1.8        | 70.5          | 28.5  | 25.3  |
| 9939 HK       | 开拓药业 | 15.0       | 5,822        | (14.3)                 | 22.1                | 2.9                  | 61.1        | 5.3         | 2.2         | 1.8        | 3,113.3       | 142.1 | 21.3  |
| 2162 HK       | 康诺亚  | 11.3       | 7,566        | (11.1)                 | (35.7)              | 23.5                 | 88.6        | 46.8        | 16.8        | 8.0        | 179.3         | 177.9 | 110.4 |
| 9966 HK       | 康宁杰瑞 | 24.1       | 10,357       | (0.6)                  | 9.0                 | 12.2                 | 43.0        | 17.7        | 9.8         | 5.6        | 141.1         | 80.5  | 73.6  |
| 1477 HK       | 欧康维视 | 6.1        | 5,757        | (13.9)                 | (54.9)              | 12.1                 | 1,055.8     | 23.0        | 8.8         | 4.7        | 66.8          | 161.6 | 87.6  |
| 6606 HK       | 诺辉健康 | 4.6        | 3,518        | (7.5)                  | (68.6)              | 10.8                 | 19.9        | 9.4         | 12.3        | 8.8        | 127.7         | -23.7 | 40.4  |
| 2171 HK       | 科济药业 | 19.5       | 11,112       | 24.2                   | (29.2)              | 197.5                | 421.4       | NA          | 110.1       | 16.6       | -100.0        | NA    | 564.6 |
| 1952 HK       | 云顶新耀 | 4.1        | 4,908        | (18.2)                 | (50.1)              | 5.7                  | 39.5        | 9.9         | 4.3         | 2.9        | 96.7          | 131.8 | 46.3  |
| 2137 HK       | 腾盛博药 | 31.0       | 8,672        | (2.8)                  | (10.1)              | 66.6                 | 80.8        | 67.8        | 65.7        | 27.5       | 3.1           | 3.2   | 138.6 |
| 2616 HK       | 基石药业 | 8.9        | 6,400        | (10.7)                 | (73.1)              | 4.8                  | 5.2         | 8.9         | 3.5         | 4.4        | NA            | 152.4 | -19.7 |
| 1167 HK       | 加科思  | 13.6       | 4,099        | (23.4)                 | (60.8)              | 5.9                  | 201.1       | 27.0        | 3.6         | 2.1        | NA            | 646.2 | 68.5  |
| 6996 HK       | 德琪医药 | 4.1        | 2,697        | (28.8)                 | (58.6)              | 9.0                  | 111.9       | 17.2        | 6.5         | 3.1        | 537.0         | 163.6 | 107.9 |
| 6855 HK       | 亚盛医药 | 3.4        | 3,696        | (2.0)                  | 3.3                 | 13.9                 | 15.1        | 22.0        | 10.8        | 10.4       | 94.5          | 104.3 | 4.1   |
| 1672 HK       | 歌礼制药 | 4.0        | 4,169        | 9.1                    | 4.2                 | 8.2                  | 17.7        | 6.9         | 9.6         | 2.9        | NA            | -28.4 | 227.1 |
| 2552 HK       | 华领医药 | 15.8       | 4,156        | (8.3)                  | (44.1)              | 10.1                 | 380.0       | 16.5        | 7.7         | 3.1        | 705.3         | 114.1 | 147.5 |
| 2126 HK       | 药明巨诺 | 0.5        | 2,103        | (7.3)                  | (49.0)              | NA                   | NA          | NA          | NA          | NA         | NA            | NA    | NA    |
| 2142 HK       | 和铂医药 | 6.5        | 2,663        | (11.6)                 | (51.8)              | 7.2                  | 26.1        | 14.9        | 5.1         | 2.4        | 452.7         | 191.1 | 118.3 |
| 6978 HK       | 永泰生物 | 3.1        | 2,396        | (11.4)                 | (59.7)              | 4.9                  | 36.3        | 6.1         | 4.2         | 2.5        | 1,222.0       | 44.7  | 65.2  |
| 2181 HK       | 迈博药业 | 4.0        | 2,807        | (0.5)                  | (56.0)              | 44.5                 | 386.8       | 125.4       | 29.4        | 76.2       | -12.9         | 326.2 | -61.4 |
| 2256 HK       | 和誉开曼 | 4.2        | 2,172        | (16.4)                 | (74.9)              | NA                   | NA          | NA          | NA          | NA         | NA            | NA    | NA    |
| 6622 HK       | 兆科眼科 | 3.0        | 1,648        | (13.1)                 | (46.7)              | 21.7                 | 49.4        | 45.3        | 15.3        | 6.9        | NA            | 196.1 | 122.3 |
| 3681 HK       | 中国抗体 | 2.0        | 1,992        | (3.4)                  | (30.8)              | NA                   | NA          | NA          | NA          | NA         | NA            | NA    | NA    |
| 1875 HK       | 东曜药业 | 3.0        | 2,257        | 2.1                    | (30.9)              | 3.5                  | 7.4         | 4.6         | 2.9         | 2.2        | 332.4         | 60.9  | 32.0  |
| 6998 HK       | 嘉和生物 | 3.2        | 1,603        | (9.9)                  | (55.2)              | 4.1                  | 27.6        | 8.5         | 2.9         | 1.6        | NA            | 196.3 | 83.3  |
| <b>市值加权平均</b> |      |            |              |                        |                     | <b>16.8</b>          | <b>57.1</b> | <b>18.1</b> | <b>12.9</b> | <b>7.8</b> |               |       |       |

E=Bloomberg 一致预期; 资料来源: Bloomberg、浦银国际; 数据截至 2022 年 8 月 16 日

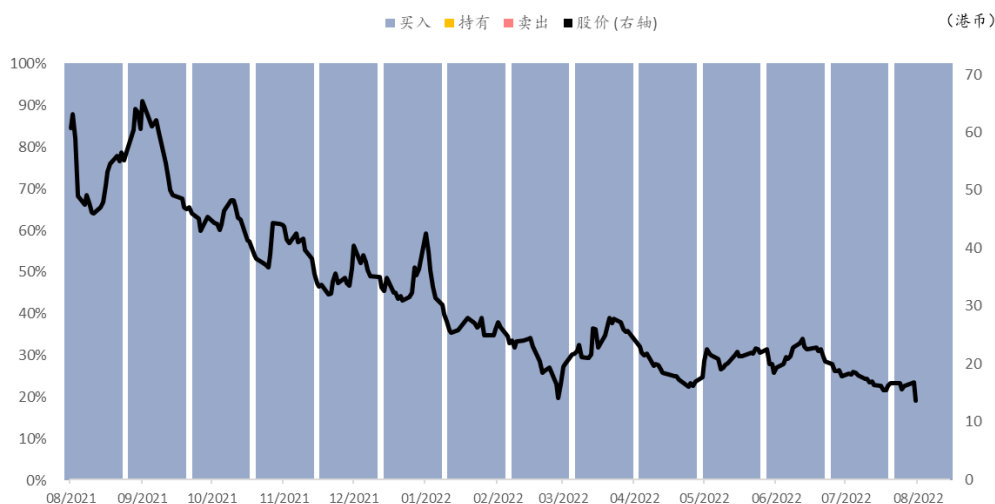
图表 5: SPDBI 医疗行业覆盖公司

| 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   | 92.2   | 买入 | 176.0   | 2022年4月26日 | CRO/CDMO |
| 603259 CH Equity | 药明康德   | 91.0   | 买入 | 155.0   | 2022年4月26日 | CRO/CDMO |
| 3759 HK Equity   | 康龙化成   | 58.4   | 买入 | 143.0   | 2022年5月3日  | CRO/CDMO |
| 300759 CH Equity | 康龙化成   | 75.1   | 买入 | 154.3   | 2022年5月3日  | CRO/CDMO |
| 2269 HK Equity   | 药明生物   | 70.0   | 买入 | 110.0   | 2022年3月23日 | CRO/CDMO |
| 241 HK Equity    | 阿里健康   | 4.6    | 持有 | 4.3     | 2022年5月26日 | 互联网医疗    |
| 1833 HK Equity   | 平安健康   | 20.2   | 持有 | 20.0    | 2022年3月16日 | 互联网医疗    |
| 1952 HK Equity   | 云顶新耀   | 13.6   | 买入 | 25.6    | 2022年8月17日 | 生物科技     |
| 9995 HK Equity   | 荣昌生物   | 51.7   | 买入 | 75.0    | 2022年4月28日 | 生物科技     |
| 9688 HK Equity   | 再鼎医药   | 35.3   | 买入 | 53.0    | 2022年8月11日 | 生物科技     |
| 6622 HK Equity   | 兆科眼科   | 3.0    | 买入 | 13.5    | 2022年3月25日 | 生物科技     |
| BGNE US Equity   | 百济神州   | 188.3  | 买入 | 251.0   | 2022年8月11日 | 生物科技     |
| 6160 HK Equity   | 百济神州   | 117.0  | 买入 | 150.0   | 2022年8月11日 | 生物科技     |
| 688235 CH Equity | 百济神州   | 110.7  | 买入 | 148.0   | 2022年8月11日 | 生物科技     |
| 1801 HK Equity   | 信达生物   | 36.3   | 买入 | 55.0    | 2022年8月11日 | 生物科技     |
| 9926 HK Equity   | 康方生物   | 23.2   | 买入 | 36.0    | 2022年7月27日 | 生物科技     |
| IMAB US Equity   | 天境生物   | 8.0    | 买入 | 22.5    | 2022年7月27日 | 生物科技     |
| 9969 HK Equity   | 诺诚健华   | 12.0   | 买入 | 16.5    | 2022年7月27日 | 生物科技     |
| 9966.HK Equity   | 康宁杰瑞   | 6.1    | 买入 | 10.8    | 2022年7月27日 | 生物科技     |
| 13.HK Equity     | 和黄医药   | 21.6   | 买入 | 40.0    | 2022年8月11日 | 生物科技     |
| HCM.US Equity    | 和黄医药   | 13.7   | 买入 | 25.7    | 2022年8月11日 | 生物科技     |
| 2162.HK Equity   | 康诺亚    | 31.0   | 买入 | 44.5    | 2022年7月27日 | 生物科技     |
| 2696.HK Equity   | 复宏汉霖   | 13.9   | 持有 | 19.0    | 2022年7月27日 | 生物科技     |
| 2616.HK Equity   | 基石药业   | 4.1    | 持有 | 5.0     | 2022年7月27日 | 生物科技     |
| 6855.HK Equity   | 亚盛医药   | 15.8   | 买入 | 28.1    | 2022年7月27日 | 生物科技     |
| 2256.HK Equity   | 和誉     | 4.0    | 买入 | 5.6     | 2022年7月27日 | 生物科技     |
| 2142.HK Equity   | 和铂医药   | 3.1    | 买入 | 6.0     | 2022年7月27日 | 生物科技     |
| 6996.HK Equity   | 德琪医药   | 4.1    | 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 | 4.4    | 买入 | 6.9     | 2022年4月1日  | 制药       |
| 300760 CH Equity | 迈瑞医疗   | 298.5  | 买入 | 390.0   | 2022年2月22日 | 医疗器械     |
| 2325 HK Equity   | 云康集团   | 19.0   | 买入 | 23.0    | 2022年8月16日 | ICL      |

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 8 月 16 日港股收盘价。

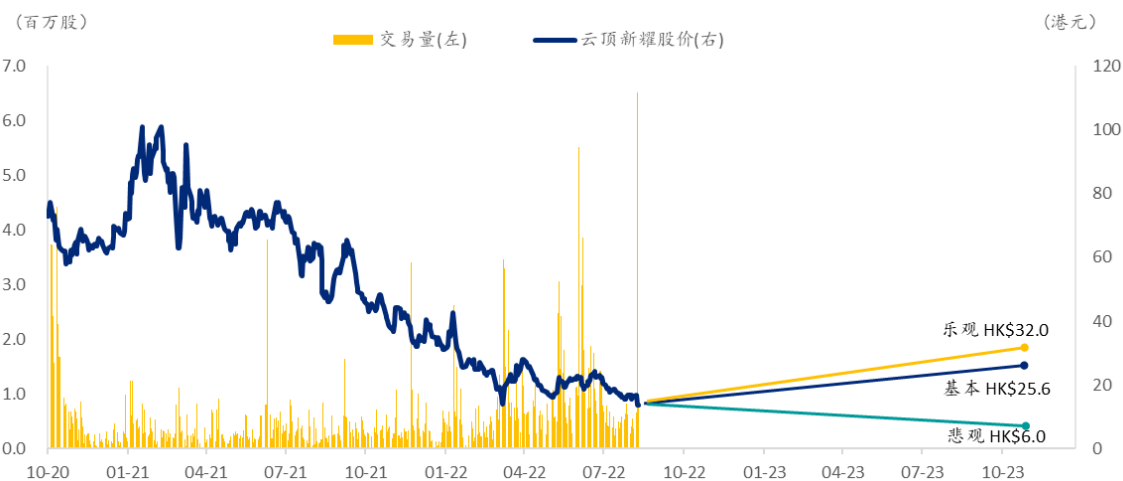
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 云顶新耀市场普遍预期



注: 股价截至 2022 年 8 月 16 日  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 云顶新耀 SPDBI 情景假设



**乐观情景: 管线开发快于预期、产品销售高于预期**

目标价: 32.0 港元

概率: 30%

- 现有管线 2031E 销售高于 80 亿人民币;
- 核心产品的医保目录谈判降价幅度低于 30%;
- 公司在目前产品管线基础上继续以低廉价格引入重磅产品。

**悲观情景: 管线开发慢于预期、产品销售低于预期**

目标价: 6.0 港元

概率: 10%

- 现有管线 2031E 销售低于 40 亿人民币;
- 核心产品的医保目录谈判降价幅度高于 80%;
- 后续没有重磅产品引入或引入价格过高。

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人士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 及永泰生物 6978.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

