复宏汉霖-B IPO 点评

报告摘要

公司概览

- 公司是中国领先的生物制药公司，专注于研发单抗生物类似药和创新生物药。截止目前有6个生物类似物进入临床，覆盖靶点包括：CD20(已上市)、HER2、TNF-α、VEGF、EGFR；5个创新生物药进入临床I期或Ib/II期，覆盖靶点包括VEGFR2、EGFR、PD-1、PD-L1、HER2。主要治疗领域为肿瘤、自身免疫。
- 公司首个已商业化产品汉利康(利妥昔类似药，治疗非霍奇金淋巴瘤)于2019年5月在中国正式开始销售。接近商业化的产品3个：已递交上市申请的赫赛汀类似药(治疗乳腺癌)和修美乐类似药(治疗银屑病、类风湿关节炎及强直性脊柱炎)，以及计划2020年递交上市申请的安维汀生物类似药(治疗结直肠癌和非小细胞肺癌)。根据弗若斯特沙利文预测，2020年汉利康及3种接近商业化产品在中国的市场总规模有望达到167亿元人民币(下同)。
- 公司尚未盈利。FY2017-FY2018及2019Q1，公司收入分别为33.9、7.4、0.92百万元，主要为产品许可费或技术咨询服务费；净亏损分别为384.3、504.8、158.1百万元，主要由于研发开支257.1、365.4、100.1百万元。截止19年3月，公司净资产16.7亿元，现金及等价物8.2亿元。

行业状况及前景

- 2019年起，生物类似药将逐步在中国上市。根据弗若斯特沙利文预测，2019-2023年间，利妥昔类似药将以54.8%复合增速增长至27亿元规模，赫赛汀类似药将以146.6%复合增速增长至38亿元规模，修美乐类似药将以291.4%复合增速增长至47亿元，安维汀类似药将以343.5%复合增速增长至64亿元。
- 截止目前，除公司的产品外，进入临床3期的利妥昔类似药6个、赫赛汀类似药5个、修美乐类似药5个、安维汀类似药12个。

优势与机遇

- 四个核心产品的原研产品均已进入国家医保目录，对应的生物类似药有望跟随进入目录，实现快速放量；
- 借助复星医药(2196.HK)的资源，有利于在中国迅速推出及商业化产品。

弱项与风险

- 生物类似药和创新生物药研发难度高，有研发失败或进展不及预期的风险；
- 公司四个核心产品均有5个以上潜在竞品进入临床3期，竞争厂家包括中国生物制药(1177.HK)、信达生物(1801.HK)、恒瑞药业(600276.CH)等，未来可能面临激烈的商业化竞争

投资估值

- 此次引入Cayman Henlius、卡塔尔主权基金QIA旗下Al-Rayyan、AVICT Global、舒泰神投资作为基石投资者，认购29.3%-34.2%的发售股份，占发行后总股本的3.52%-4.10%；
- 承销团队包括多家大型投行，为短期股价带来支撑。但长期看公司核心产品未来面临多家竞争，经营存在不确定性；
- 对比港股未盈利、但有一款核心产品上市的生物科技企业信达生物(1801.HK)、君实生物(1877.HK)，市值分别为278.6亿、239.2亿港元，公司估值上升空间有限。综上，给予IPO评级“5”。

IPO 专用评级： 5

-- 评级分为 0 至 10，10 为最高

-- 评级基于以下标准：

1. 公司营运（0-3）： 2
2. 行业前景（0-3）： 1
3. 招股估值（0-2）： 1
4. 市场情绪（0-2）： 1

主要发售统计数字

上市日期	9 月 25 日
发行股数（百万股）	64.7
-- 当中旧股数目及占比	0; 0%
发行后总股本(百万股)	539.1
发行价范围（港元）	49.6-57.8
发行后市值（亿港元）	267.4-311.6
备考预测盈利（百万港元）	--
备考预测全市盈率（倍）	--
备考每股净资产(港元)	6.09-7.04
备考市净率(倍)	8.1-8.2
保荐人	中金公司、美林美银、招银国际、复星恒利、花旗
账簿管理人	中金公司、美林美银、中银国际、UBS、招银国际、复星恒利、花旗
会计师	安永

资料来源：公司招股书

李艾蔚 PhD 行业分析师
+852-2213 1400
aiweili@eif.com.hk

本报告版权属于安信国际证券(香港)有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

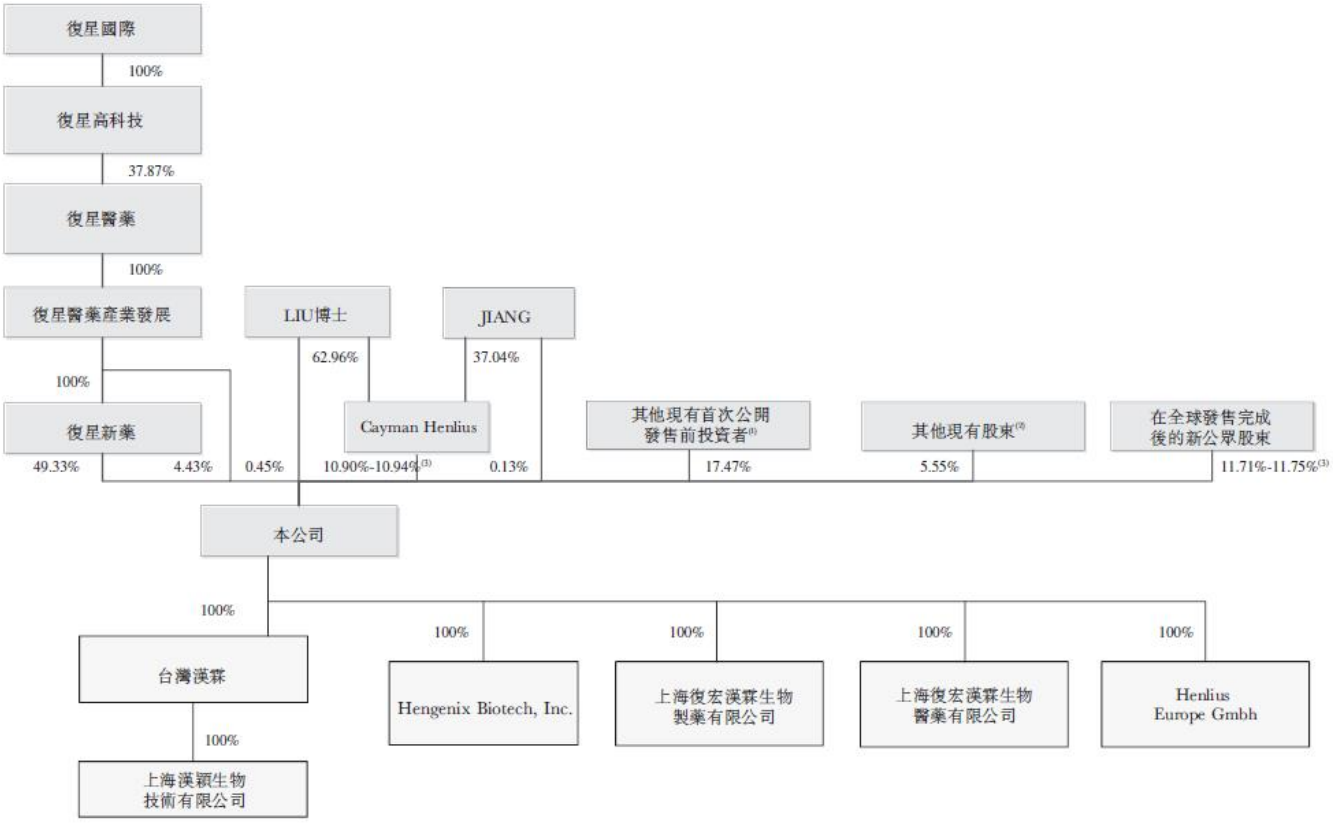
附图 1. 公司研发管线

	產品(參照藥)	靶點	適應症	商業化權利	合作夥伴(地區)	臨床前	新藥臨床試驗申請	1期	2期[2]	3期	提交新藥藥證申請	獲批新藥藥證申請[1]
生物類似藥組合	HLX01 (美羅華)	CD20	NHL[3]	全球	FOSUN PHARMA 復宏醫藥 (中國) BIOSIDUS (南美[4])							
	HLX02 (赫賽汀)	HER2	BC/mGC[5]	全球	accord (歐洲、MENA、獨聯體[6]) Cipla (亞太及南美[7]) Jacobson (香港及澳門)							
	HLX03 (修美樂)	TNF-α	PS/RA/AS[8]	全球	FOSUN PHARMA 復宏醫藥 (中國)							
	HLX04 (安維汀)	VEGF	mCRC/nsNSCLC[9]	全球								
	HLX05 (艾必妥)[10]	EGFR	mCRC/SCCHN	全球 (不包括中國)	Jingze	對外授權中國區權利						
	HLX12 (Cyramza)	VEGFR2	實體瘤[11]	全球								
	HLX11 (Perjeta)	HER2	BC	全球								
	HLX14 (Xgeva)	RANK 配體	實體瘤	全球								
	HLX13 (Yervoy)	CTLA-4	實體瘤	全球								
	HLX15 (Darzalex)	CD-38	多發性骨髓瘤	全球								
生物創新藥組合	HLX01	CD20	RA[12]	全球								
	HLX04	VEGF	wAMD/DR[12]	全球								
	HLX07[14]	EGFR	實體瘤	全球		於美國、台灣、中國大陸獲得新藥臨床試驗申請批准						
	HLX06	VEGFR2	實體瘤	全球		於美國、台灣、中國大陸獲得新藥臨床試驗申請批准						
	HLX10[14]	PD-1	實體瘤	全球		於美國、台灣、中國大陸獲得新藥臨床試驗申請批准						
	HLX20	PD-L1	實體瘤	全球		澳洲及中國大陸						
	HLX22	HER2	BC/GC	全球		授權引進						
	HLX55	cMET	實體瘤	亞洲[13]		授權引進						
	HLX56	DR	實體瘤	大中華區		授權引進						
	HLX09	CTLA-4	實體瘤	全球								
	HLX23	CD73	實體瘤	全球								
	HLX24	CD47	實體瘤	全球								
	HLX26	LAG3	實體瘤	全球								
	HLX59	CD27	實體瘤	全球								
	HLX51	OX40	實體瘤	全球								
	HLX52	TIM-3	實體瘤	全球								
	HLX53	TIGIT	實體瘤	全球								
	HLX58	Claudin 18.2	實體瘤	全球								
	HLX63	GPC3	實體瘤	全球								
聯合療法	HLX04[14] + HLX10	VEGF + PD-1	nsNSCLC	全球								
	HLX04[14] + HLX10	VEGF + PD-1	HCC	全球								
	HLX07 + HLX10	EGFR + PD-1	SCCHN	全球								
	HLX10[14] +化療	PD-1	mESCC	全球								
			sqNSCLC	全球								
			SCLC	全球								

核心產品

资料来源：公司招股书；安信国际

附图 2. 紧随全球发行完成后的公司构架



附註：

(1) 其他現有首次公開發售前投資者指除復星醫藥產業發展以外的現有首次公開發售前投資者。進一步詳情請參閱上文「*－有關現有首次公開發售前投資者的背景資料*」。

(2) 其他現有股東指其實益擁有人為本集團僱員的公司，包括上海果友、上海果宏、上海果智、上海果運及HenLink。

(3) 就根據全球發售將予發行的H股而言，Cayman Henlius作為基石投資者建議認購若干發售股份。請參閱「*基石投資*」。

资料来源：公司招股书；安信国际

客户服务热线

香港：2213 1888　　国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。 此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。（5）可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及／或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼　　电话：+852-2213 1000　　传真：+852-2213 1010