



和黄医药 (HCM.US/13.HK)：呋喹替尼出海取得关键进展，赛沃替尼获医保覆盖

和黄近期启动向 FDA 滚动提交呋喹替尼的上市申请，并将产品的海外权益授出给武田，交易对价至多达 11.3 亿美元。公司在国际化上继续展现出强大执行力，武田的背书也将最大化产品全球商业潜力。我们上调公司美股/港股目标价至 28.0 美元/43.7 港元，并继续将其选为医疗行业 2023 年首推标的之一。年内催化剂包括多个新产品/新适应症国内上市申报，如呋喹替尼二线胃癌适应症、PI3Kδ、Syk 等。

- 呋喹替尼出海形势逐渐明朗，上调销售预测：**近期，和黄在呋喹替尼的海外开发上取得两项关键进展：**1)** 于 12 月启动向 FDA 滚动提交呋喹替尼用于治疗难治转移性结直肠癌的新药上市申请，时间上符合我们此前的预期，我们预计将于 1H23 完成提交；**2)** 于 1 月和武田制药达成开发及商业化许可协议，覆盖除中国内地、香港和澳门以外的所有国家和地区，和黄有权获得 4 亿美元的首付款、至多 7.3 亿美元的里程碑付款及销售提成。考虑到呋喹替尼已获 FDA 快速通道认证、且 **III 期 FRESCO-2 试验结果** 已证实其优异的疗效和安全性，我们预计有望于 **1H24 在美国获批上市**，而和黄届时将获得相应的监管注册里程碑付款。在实体瘤创新药的全球商业化上，武田拥有丰富经验，产品组合包括 Alunbrig®、Exkivity® 等小分子靶向药；在结直肠癌领域，武田拥有 Vectibix®（2021 年全球销售额 8.7 亿美元，但其皮肤相关毒性遭 FDA 黑框警告）的日本权益。我们认为，公司与武田的合作有助于最大化产品在全球市场的商业化潜力，提升后续适应症海外开发的确定性和成功率。因此，我们将呋喹替尼的全球销售峰值预测（经 POS 调整）提升至 **14 亿美元**。
- 赛沃替尼成功进入医保目录：**在刚结束的国家医保目录调整中，c-MET 抑制剂赛沃替尼成功谈判纳入。尽管当前降价幅度未知，但考虑到当前产品在 MET+实体瘤患者中的渗透率仍不足 5%，我们预计医保覆盖将带来显著的短期销售放量，因而将赛沃替尼 2023/24E 的销售额预测从 0.9 亿/1.8 亿美元上调至 **1.1 亿/2.0 亿美元**。
- 上调目标价：**基于上述进展，我们上调和黄 2023/24E 收入预测至 8.8 亿/6.7 亿美元。由于 FRESCO-2 试验接近收尾，而公司在研发战略调整后将进一步聚焦于后期管线的监管批准、加速实现盈利，因此我们也下调了 2023-24E 和未来年度研发费用预测。基于 DCF 估值模型，我们得到公司的最新目标价为 28.0 美元/43.7 港元。
- 投资风险：**三款商业化产品销售未如预期、临床或监管审批滞后。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	228	356	408	876	672
同比变动 (%)	11%	56%	15%	114%	-23%
归母净利润/(亏损)	-126	-195	-331	95	-142
PS (X) - 港股	12.5	9.1	8.6	4.0	5.2
PS (X) - 美股	12.2	8.8	8.4	3.9	5.1
ROE (%)	-30%	-25%	-38%	13%	-20%

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 1 月 30 日

和黄医药 (HCM.US)

买入

目标价 (美元)	28.0
潜在升幅/降幅	+41%
目前股价 (美元)	19.9
52 周内股价区间 (美元)	7.4-28.4
总市值 (百万美元)	3,437
近 3 月日均成交额 (百万)	8

市场预期区间



和黄医药 (13.HK)

买入

目标价 (港元)	43.7
潜在升幅/降幅	+37%
目前股价 (港元)	31.8
52 周内股价区间 (港元)	11.4-43.6
总市值 (百万港元)	27,457
近 3 月日均成交额 (百万)	105

市场预期区间



*数据截至 2023 年 01 月 27 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 和黄医药 (13.HK)

利润表

(百万美元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	228	356	408	876	672
营业成本	-189	-258	-282	-328	-374
毛利润	39	98	126	547	298
销售、管理及一般费用	-61	-127	-163	-188	-242
研发费用	-175	-299	-368	-306	-282
其他营业费用	0	0	0	0	0
经营利润	-197	-328	-405	53	-227
利息费用	-1	-1	-1	-1	-1
利息收入	3	2	11	9	28
汇兑损益	0	0	0	0	0
其他	5	111	0	0	0
税前利润	-190	-216	-394	61	-200
所得税	-5	-12	0	-9	0
所占合资企业权益税后收益	79	61	45	48	50
税后利润/(亏损)	-116	-167	-349	100	-150
归属少数股东净利/(亏损)	-10	-28	-17	5	-7
归母净利/(亏损)	-126	-195	-331	95	-142

资产负债表

(百万美元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	236	378	306	939	578
短期投资	200	634	359	0	0
应收账款及票据	48	84	96	205	158
存货	20	36	41	88	68
其他流动资产	28	81	81	81	81
流动资产	531	1,212	883	1,314	884
固定资产	32	53	73	93	113
长期投资	0	0	0	0	0
其他非流动资产	161	107	107	107	107
非流动资产	193	161	181	200	221
总资产	724	1,373	1,063	1,514	1,104
应付账款及其他应付款项	154	268	307	658	370
短期阶段	0	22	22	22	50
租赁负债	3	5	5	5	5
其他流动负债	2	17	17	17	17
流动负债	158	312	351	702	442
长期借款	27	0	0	0	0
租赁负债	6	7	7	7	7
其他非流动负债	14	14	14	14	14
非流动负债	47	21	21	21	21
股本	0	0	0	0	0
额外实收资本	822	1,505	1,505	1,505	1,505
留存收益	-416	-610	-942	-847	-989
其他权益	4	6	6	6	6
非控股权益	35	53	35	40	33
权益	519	1,040	691	791	641

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

现金流量表

(百万美元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税后利润	-116	-167	-349	100	-150
折旧及摊销	6	7	11	14	17
应收账款减少(增加)	-5	-36	-12	-110	48
库存减少(增加)	-4	-16	-5	-47	20
其他营运资本变动	31	75	39	351	-288
其他经营现金流	26	-67	0	0	0
经营现金流	-62	-204	-316	308	-353
固定资产增加	-8	-16	-31	-34	-37
其他	-117	-290	275	359	0
投资现金流	-125	-306	245	325	-37
股息支付	0	0	0	0	0
净新增负债	0	-1	0	0	28
股权融资	298	661	0	0	0
其他	-1	-10	0	0	0
融资现金流	296	650	0	0	28
汇率变动影响	6	2	0	0	0
现金及现金等价物变动	114	142	-71	633	-362
年初现金	121	236	378	306	939
年末现金	236	378	306	939	578

财务和估值比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股数据(美元)					
摊薄每股收益	-0.18	-0.25	-0.38	0.11	-0.16
每股净资产	0.74	1.31	0.80	0.91	0.74
每股销售额	0.33	0.45	0.47	1.01	0.78
同比变动(%)					
收入	11%	56%	15%	114%	-23%
归母净利润	19%	55%	70%	-129%	-250%
利润率(%)					
毛利率	17%	27%	31%	63%	44%
营业利润率	-86%	-92%	-99%	6%	-34%
归母净利润率	-55%	-55%	-81%	11%	-21%
回报率(%)					
平均股本回报率	-30%	-25%	-38%	13%	-20%
平均资产回报率	-19%	-16%	-29%	8%	-11%
财务杠杆					
流动比率(x)	3.4	3.9	2.5	1.9	2.0
速动比率(x)	3.2	3.8	2.4	1.7	1.8
现金比率(x)	1.5	1.2	0.9	1.3	1.3
负债/权益(%)	40%	32%	54%	91%	72%
估值					
市盈率(x)	NA	NA	NA	37.1	NA
市净率(x)	5.5	3.1	5.1	4.5	5.5
市销率(x)	12.5	9.1	8.6	4.0	5.2

财务预测与估值

图表 2: 盈利预测变动

美元百万	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	408	408	0%	876	426	105%	672	631	7%
毛利润	126	143	-12%	547	231	137%	298	378	-21%
毛利率	30.9%	35.0%	-4.1pcts	62.5%	54.2%	8.3 pcts	44.3%	60.0%	-15.7 pcts
研发费用	368	367	0%	306	370	-17%	282	378	-25%
归母净利润	-331	-315	NM	95	-253	NM	-142	-163	NM

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

图表 3: 和黄医药财务预测及估值

美元百万	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入	408	876	672	915	1,170	1,411	1,617	1,780	1,926	2,012	2,066	2,078
同比变动		114%	-23%	36%	28%	21%	15%	10%	8%	4%	3%	1%
EBIT	(405)	53	(227)	(88)	73	210	362	504	619	666	719	728
EBIT * (1-所得税率)	(344)	45	(193)	(75)	62	179	308	428	526	566	611	619
加: 折旧与摊销	11	14	17	19	22	24	25	27	28	28	29	32
减: 营运资金增加/ (减少)	22	194	(220)	(85)	(65)	(72)	(60)	(49)	(35)	(30)	(27)	12
减: 资本开支	(31)	(34)	(37)	(41)	(45)	(47)	(49)	(52)	(54)	(57)	(60)	(62)
FCFF	(342)	220	(433)	(181)	(26)	84	224	354	464	507	552	601
同比变动		NA	-297%	NA	NA	NA	167%	58%	31%	9%	9%	9%
折现期数		-	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	10.0
现值系数		1.00	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.57	0.51	0.47	0.43	0.39
FCFF 现值		220	(394)	(150)	(20)	57	139	200	239	237	235	232
FCFF 现值合计		996										

WACC&永续增长率核心假设	
长期资本结构	
% 债权	20.0%
% 股权	80.0%
债权成本	
债权成本	5.0%
税率	15.0%
税后债权成本	4.3%
股权成本	
无风险收益率	3.0%
Beta	1.2
市场风险溢价	7.0%
股权成本	11.4%
WACC	10.0%
永续增长率	2.0%

rNPV 估值	
FCFF 现值合计	996
终值	7,689
终值现值	2,972
企业价值(EV)	3,968
(-) 负债	(22)
(+) 现金及等价物	939
(-) 少数股东权益	(40)
股权价值	4,845
发行在外总股数(百万股)	865
每股价值(美元)	5.6
每份 ADS 对应普通股权益	5.0
每股 ADS 价值(美元)	28.0
USD/HKD	7.8
每股价值(港元)	43.7

资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 和黄医药 (HCM.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

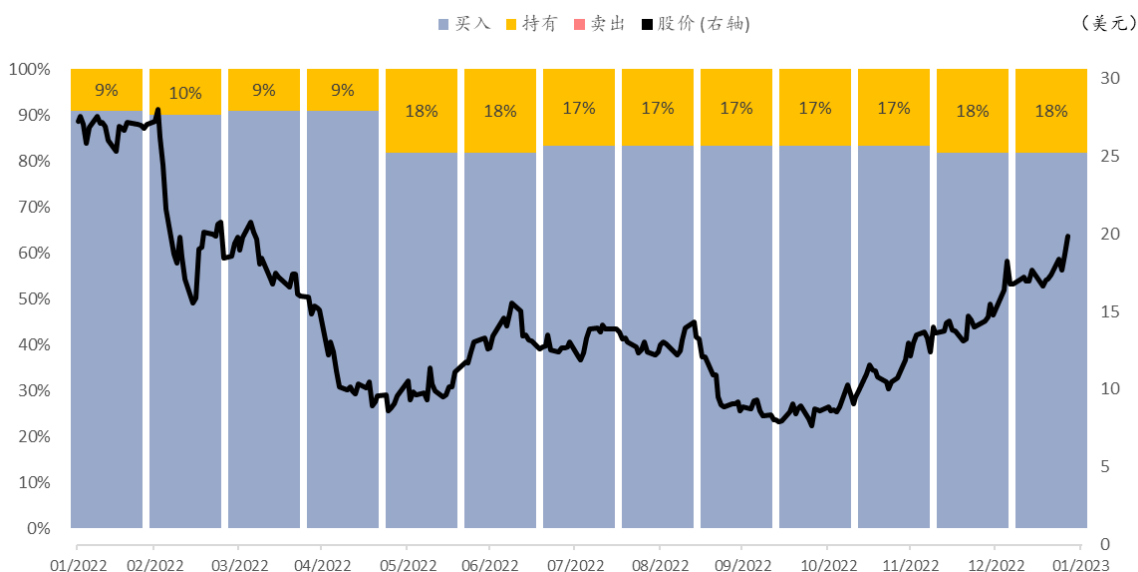
图表 5: SPDBI 目标价: 和黄医药 (13.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

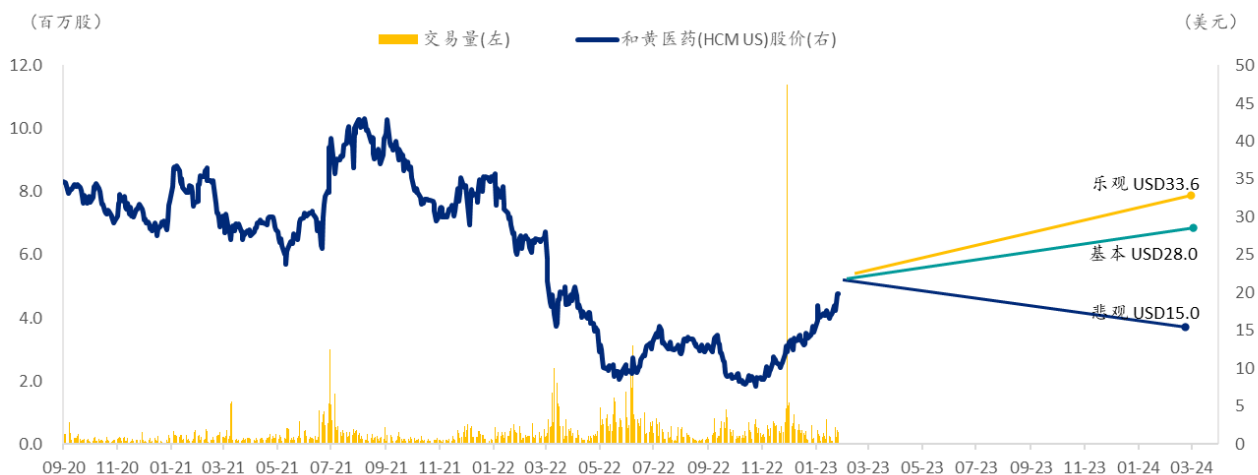
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 和黄医药 (HCM.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 和黄医药 (HCM.US) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 33.6 美元 (概率: 30%)

- 2022-24E 产品销售收入 CAGR 高于 30%;
- 呋喹替尼峰值销售额超过 7.0 亿美元;
- 索凡替尼峰值销售额超过 3.0 亿美元;
- 2022-24E 毛利率均高于 70%;
- 管线药物研发进度快于预期。

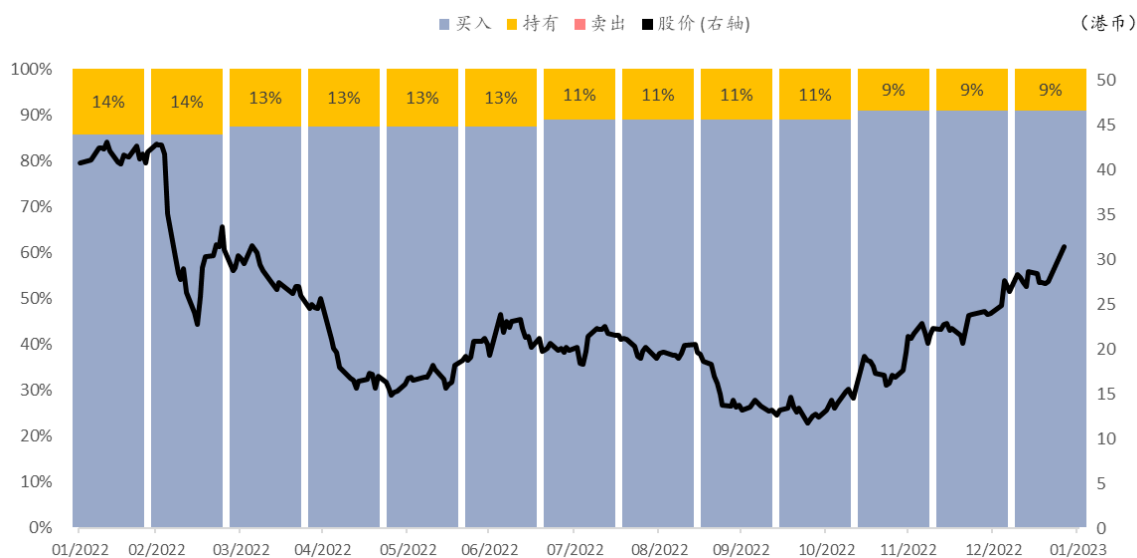
悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 15.0 美元 (概率: 20%)

- 2022-24E 产品销售收入 CAGR 低于 15%;
- 呋喹替尼峰值销售额低于 4.5 亿美元;
- 索凡替尼峰值销售额低于 1.5 亿美元;
- 2022-24E 毛利率均低于 40%;
- 管线药物研发进度慢于预期或研发失败。

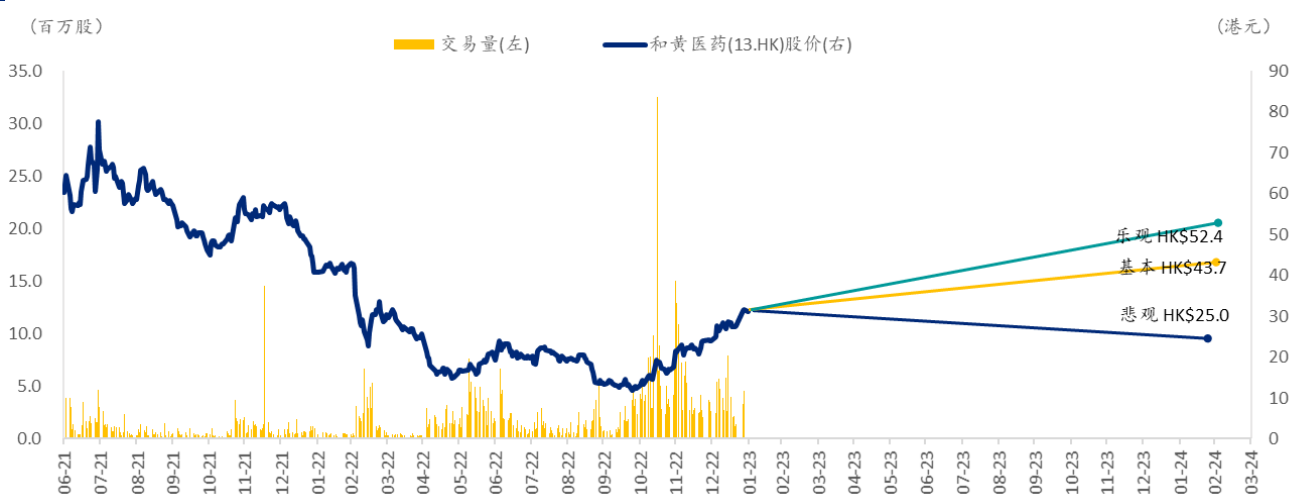
资料来源: 浦银国际

图表 8: 和黄医药 (13.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 和黄医药 (13.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 52.4 港元 (概率: 30%)

- 2022-24E 产品销售收入 CAGR 高于 30%;
- 呋喹替尼峰值销售额超过 7.0 亿美元;
- 索凡替尼峰值销售额超过 3.0 亿美元;
- 2022-24E 毛利率均高于 70%;
- 管线药物研发进度快于预期。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 25.0 港元 (概率: 20%)

- 2022-24E 产品销售收入 CAGR 低于 15%;
- 呋喹替尼峰值销售额低于 4.5 亿美元;
- 索凡替尼峰值销售额低于 1.5 亿美元;
- 2022-24E 毛利率均低于 40%;
- 管线药物研发进度慢于预期或研发失败。

资料来源: 浦银国际

图表 10: 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	109.8	买入	86.0	2022年10月27日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	97.5	买入	97.0	2022年10月27日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	69.6	买入	59.0	2022年10月31日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	82.7	买入	67.0	2022年10月31日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	71.0	买入	88.0	2022年9月15日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	7.7	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安健康	23.8	持有	20.0	2022年3月16日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	27.6	买入	28.0	2023年1月9日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	68.9	买入	82.0	2022年8月31日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	35.4	买入	53.0	2022年8月11日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	5.7	买入	13.5	2022年3月25日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	259.8	买入	251.0	2022年8月11日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	158.8	买入	150.0	2022年8月11日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	160.5	买入	148.0	2022年8月11日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	47.0	持有	55.0	2022年8月11日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	51.0	买入	63.0	2022年12月8日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	6.8	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	14.3	买入	18.8	2022年11月22日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	13.1	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	31.8	买入	43.7	2023年1月30日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	19.9	买入	28.0	2023年1月30日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	69.9	买入	69.0	2022年11月22日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	15.3	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	4.7	持有	5.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	25.0	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.0	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	3.5	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	5.5	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	3.0	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.9	买入	6.15	2022年11月7日	制药
2325 HK Equity	云康集团	17.1	买入	23.8	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	341.1	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	33.1	买入	45.0	2023年1月12日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	15.2	买入	20.5	2023年1月12日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	11.0	买入	14.0	2023年1月12日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	3.3	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 1 月 27 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个人。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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

