



和黄医药 (HCM.US/13.HK)：呋喹替尼销售超预期，海外首发成绩亮眼

和黄医药 2023 全年业绩超预期，主要由呋喹替尼销售好于预期驱动，反映了公司强大的商业化能力，我们认为 2024 年肿瘤收入指引 (3-4 亿美元) 可实现性高。此外，公司国际化进程再进一步，赛沃替尼年底将于美国申报二线非小细胞肺癌，有望成为公司第二个海外获批药物。随着现有药物加速商业化的进程，我们相信公司正在稳步实现盈利的轨道上。维持“买入”评级，目标价为 25 美元/39 港元。

2023 全年业绩超预期，2024 年肿瘤收入指引 3-4 亿美元：2023 年公司全年总收入达到 8.38 亿美元 (+97% YoY)，其中肿瘤业务实现收入 5.29 亿美元 (+223% YoY，包括 2.8 亿美元武田首付款)，强于我们的预期，亦高过公司之前给的中位数指引；净利润达到 1 亿美元，超出我们预期，主要系销售费用和行政费用低于预期及其他非运营收入超过预期。2024 年肿瘤收入指引为 3-4 亿美元，对应 30%-50% YoY 产品收入增速，考虑到 2023 年在反腐大环境下公司仍然实现了 39% YoY 肿瘤产品收入增速，我们对公司实现 2024 年指引充满信心。

呋喹替尼增速超预期，海外首发销售尤其亮眼：2023 年呋喹替尼分别于中国、美国实现产品销售额 1.075 亿美元 (+15% YoY)、1510 万美元，确认收入 8320 万美元 (+19% YoY)、720 万美元，均强于我们预期。尤其是考虑到呋喹替尼在美国去年商业化时间仅 7 周时间，表现尤为突出，可见公司海外合作伙伴武田强大高效的商业化能力。我们预测呋喹替尼 2024 年在海外能实现至少 1.5 亿美元产品销售额。

赛沃替尼有望成为第二个海外获批药物：赛沃替尼全球二期 SAVANNAH 试验 (2/3L NSCLC, N=360) 已于 2024 年 2 月入组完成，阿斯利康将于 2024 年底向美国 FDA 进行加速审评申报，若成功，赛沃替尼有望成为公司继呋喹替尼后第二个在美国获批的药物。FDA 审评结论估计在 2025 年给出，考虑到赛沃替尼此前披露的 SAVANNAH 试验 MET-高表达分组不错的疗效数据 (n=108, 7.1 个月 PFS, 49% ORR) 和安全性数据及赛沃替尼口服便利性，我们对赛沃替尼美国获批持较为乐观态度。

其他更新：(1) 安迪利塞 (PI3K 抑制剂)：由于监管要求不断变化，目前公司正在评估开发计划和监管方面的指导；(2) 索乐匹尼布 (Syk 抑制剂)：目前已获得美国 FDA IND，即将开展全球 Ph1b/2 研究者发起的试验 (IIT)，需要跟包括 FDA 在内的监管机构协商后续临床试验适应症发展计划。我们认为索乐匹尼布出海可能需要等到公司和监管机构确认好临床适应症开发计划及海外 IIT 数据读出之后。

2024 年主要催化剂包括：1) 呋喹替尼胃癌中国获批、子宫内膜癌提交中国上市申报、结直肠癌欧洲日本获批、海外销售好于预期；2) 赛沃替尼美国申报，中国递交 MET 外显子 14 突变完全上市申请；3) 索乐匹尼布中国获批、免疫性血小板减少症三期具体数据和 wAIHA 关键性临床数据读出 (预计 2024 年中学术大会)；4) 他泽司他 (EZH2) FL 中国递交上市申请及桥接试验数据读出。

维持“买入”评级和目标价：基于更新的财务数据，我们将 2024 净亏损下调 2%，将 2025 年调整为微盈利，同时我们引入 2026 年预测。根据 DCF 估值模型 (WACC: 9.1%，永续增长率: 3.0%)，我们维持公司的“买入”评级和公司目标价为 25 美元/39 港元。

投资风险：商业化未如预期、研发进度不及预期或临床数据不如预期。

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2024 年 2 月 29 日

和黄医药 (HCM.US)

买入

目标价 (美元)	25.0
潜在升幅/降幅	+64%
目前股价 (港元)	15.2
52 周内股价区间 (港元)	10.7-20.7
总市值 (百万港元)	2,650
近 3 月日均成交额 (百万)	2

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2024 年 2 月 22 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

和黄医药 (13.HK)

买入

目标价 (港元)	39.0
潜在升幅/降幅	+61%
目前股价 (港元)	24.2
52 周内股价区间 (港元)	17.4-33.8
总市值 (百万港元)	21,084
近 3 月日均成交额 (百万)	83

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2024 年 2 月 29 日港股收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际



图表 1: 盈利预测和财务指标

百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	426	838	680	789	926
同比变动 (%)	19.7%	96.5%	-18.8%	16.0%	17.3%
归母净利润/(亏损)	-361	101	-129	1	103
PS (X)	6.2	3.2	4.0	3.4	2.9

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 和黄医药 (13.HK)

利润表

千美元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	426,409	837,999	680,105	788,945	925,692
销售成本	(311,103)	(384,447)	(446,361)	(435,352)	(459,575)
毛利润	115,306	453,552	233,743	353,593	466,117
研发费用	(386,893)	(302,001)	(306,047)	(299,799)	(296,221)
销售费用	(43,933)	(53,392)	(57,809)	(59,171)	(68,501)
管理费用	(92,173)	(79,784)	(80,252)	(81,261)	(81,461)
其他	-	-	-	-	-
经营利润	(407,693)	18,375	(210,365)	(86,638)	19,933
利息收入, 净额	8,947	35,386	30,000	30,000	30,000
其他收入, 净额	38,077	51,842	58,000	63,000	63,000
除所得税前亏损	(360,669)	105,603	(122,365)	6,362	112,933
所得税开支	283	(4,509)	(4,960)	(5,208)	(11,293)
亏损净额	(360,386)	101,094	(127,325)	1,154	101,640
非控股权益应占亏损净额	(449)	(314)	(1,273)	12	1,016
归母净利润/(亏损)	(360,835)	100,780	(128,598)	1,166	102,656

现金流量表

千美元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
亏损净额	(360,386)	101,094	(127,325)	1,154	101,640
折旧与摊销	8,664	8,207	28,918	26,341	23,173
股份支付	30,586	36,600	-	-	-
其他	(16,420)	6,616	-	-	-
营运资本变动	58,704	71,146	(57,512)	18,306	(78,983)
应收账款	(14,451)	(21,336)	(8,441)	(8,709)	(61,610)
预付账款及其他流动资产变动	12,072	8,285	(4,256)	(7,619)	(7,721)
存货	(21,213)	4,135	(21,775)	(3,835)	(1,876)
应付账款	29,938	(32,542)	25,179	43,973	3,092
应计开支及其他应付款项	52,629	(4,409)	(48,218)	(5,505)	(10,867)
其他营运资本变动	(271)	117,013	-	-	-
经营活动现金净额	(268,599)	219,258	(163,611)	38,108	38,137
购买物业及设备	(36,664)	(32,612)	(17,003)	(15,779)	(13,885)
权益投资所得	16,488	29,495	-	-	-
其他	316,764	(288,019)	-	-	-
投资活动现金净额	296,588	(291,136)	(17,003)	(15,779)	(13,885)
出售普通股所得款项	174	5,094	-	-	-
贷款所得款项	(9,170)	61,705	-	-	-
其他	(73,767)	(18,139)	-	-	-
融资活动现金净额	(82,763)	48,660	-	-	-
现金增加(减少)净额	(54,774)	(23,218)	(180,614)	22,330	24,252
期初现金	377,542	313,278	283,589	102,975	125,305
汇率变动的影响, 净额	(9,490)	(6,471)	-	-	-
期末现金	313,278	283,589	102,975	125,305	149,557

资产负债表

千美元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	313,278	283,589	102,975	125,305	149,557
应收账款	97,988	116,894	125,335	134,044	195,654
存货	56,690	50,258	72,033	75,868	77,744
其他流动资产	371,932	646,098	650,354	657,973	665,694
流动资产总值	839,888	1,096,839	950,697	993,190	1,088,649
物业、厂房及设备, 净额	75,947	99,727	87,812	77,250	67,963
经营租赁使用权资产	8,722	4,665	4,665	4,665	4,665
无形资产, 净额	-	-	-	-	-
股权投资	73,777	48,411	56,103	63,795	71,487
递延税项资产	15,366	15,456	15,456	15,456	15,456
其他非流动资产	15,745	14,675	14,675	14,675	14,675
非流动资产总值	189,557	182,934	178,711	175,841	174,246
短期债务	-	31,155	31,155	31,155	31,155
应付账款	71,115	36,327	61,506	105,479	108,570
应计开支及其他应付款项	264,621	271,399	223,181	217,676	206,809
其他	18,167	64,146	64,146	64,146	64,146
流动负债总值	353,903	403,027	379,987	418,456	410,680
长期银行贷款	18,104	48,189	48,189	48,189	48,189
递延税项	2,710	1,484	1,484	1,484	1,484
其他	17,858	83,686	83,686	83,686	83,686
非流动负债总值	38,672	133,359	133,359	133,359	133,359
股本	86,478	87,126	90,506	90,506	90,506
额外实收资本	1,497,273	1,522,447	1,519,067	1,519,067	1,519,067
累计其他全面收益(亏损)	(1,903)	(8,163)	(8,163)	(8,163)	(8,163)
累计亏损	(971,481)	(870,869)	(999,467)	(998,302)	(895,645)
少数股东权益	26,503	12,846	14,119	14,108	13,091
权益总额	636,870	743,387	616,062	617,216	718,856

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (美元)					
每股盈利	(0.43)	0.12	(0.15)	0.00	0.12
每股净资产	0.75	0.86	0.71	0.71	0.83
每股销售额	0.50	0.96	0.78	0.91	1.06
同比变动 (%)					
收入	19.7%	96.5%	-18.8%	16.0%	17.3%
税后利润	NM	NM	-226%	NM	8708%
归母净利润	NM	NM	-228%	NM	8708%
费用率 (%)					
研发费用/收入	90.7%	36.0%	45.0%	38.0%	32.0%
销售费用/收入	10.3%	6.4%	8.5%	7.5%	7.4%
管理费用/收入	21.6%	9.5%	11.8%	10.3%	8.8%
利润率 (%)					
毛利率	27.0%	54.1%	34.4%	44.8%	50.4%
归母净利率	-84.6%	12.0%	-18.9%	0.1%	11.1%
回报率 (%)					
平均股本回报率	-43.6%	-17.5%	-2.3%	-10.3%	7.2%
平均资产回报率	-25.6%	-10.1%	-1.2%	-5.4%	4.1%
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.4	2.7	2.5	2.4	2.7
速动比率 (x)	2.2	2.6	2.3	2.2	2.5
现金比率 (x)	0.9	0.7	0.3	0.3	0.4
估值					
市盈率 (x)	NM	26.7	NM	2,336.9	26.5
市净率 (x)	4.1	3.6	4.4	4.4	3.8
市销率 (x)	6.2	3.2	4.0	3.4	2.9

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

图表 2: SPDBI 目标价: 和黄医药 (HCM.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 和黄医药 (13.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	24.2	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.2	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	17.0	买入	47.0	2024年2月29日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	20.8	买入	60.0	2024年2月29日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	178.5	买入	275.0	2024年2月27日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	106.0	买入	165.0	2024年2月27日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	132.0	买入	175.0	2024年2月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	1.2	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	24.2	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	22.5	买入	58.0	2023年3月30日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	5.2	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	42.4	买入	51.5	2023年3月29日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.6	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.6	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	47.1	买入	65.0	2023年3月16日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	5.0	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	34.3	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.9	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	13.4	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	25.9	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	2.7	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.6	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.0	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.1	买入	5.5	2023年4月12日	制药
2359 HK Equity	药明康德	48.7	买入	112.4	2023年10月31日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	54.5	买入	110.6	2023年10月31日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	10.5	买入	29.0	2023年10月31日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	23.4	持有	37.0	2023年10月31日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	19.0	买入	73.0	2023年8月25日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	289.2	买入	390.0	2023年11月1日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	14.5	买入	30.0	2023年9月4日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.1	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.3	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	9.9	买入	17.6	2023年11月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	26.0	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	9.3	买入	16.0	2023年11月24日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	456.1	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	11.5	买入	17.2	2023年9月6日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.4	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	12.1	持有	20.0	2023年7月21日	互联网医疗

注: 股价截至 2024 年 2 月 29 日港股收盘;

资料来源: Bloomberg、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) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)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

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

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

