

和黃醫藥(00013.HK)

簡介：和黃醫藥是一間處於商業化階段的全球生物醫藥公司，於2000年由和記黃埔有限公司創立。作為商業化治療癌症及免疫性疾病靶向治療的全球領導者，目前有11種自主發現的腫瘤候選藥物在中國進行臨床試驗，其中6種也在美國和歐洲進行臨床開發。

優勢：創新藥研發上市，逐步商業化

- 和黃醫藥首三種候選藥物分別是呋喹替尼(愛優特®)、賽沃替尼(沃瑞沙®)、及索凡替尼(蘇泰達®)，均已在中國獲得批准上市。愛優特® 2020年1月1日被納入中國醫保，2020年的銷量突破1,400萬美元，商業化進程快速發展。2021年上半年，愛優特®的市場銷售額高達4,010萬美元，同比增長186%。蘇泰達® 2021年1月中旬上市，2021年上半年總銷售額飆至800萬美元。沃瑞沙®於2021年7月上市，和黃醫藥將根據中國的所有銷售額收取30%的固定特許權使用費，預計帶動2022年利潤增長。和黃醫藥分別擁有愛優特®在中國以外區域的所有權利，蘇泰達®在全球範圍內的所有權利，以及沃瑞沙®在中國銷售的收取固定特許權使用費的權利，具有絕對的市場話語權。

目標價格

52 週最高價	HKD 80
52 週最低價	HKD 85.8
行業	HKD 44.4
股票代碼	醫療保健
主要股東	00013
	長江和記實業有限公司 & 美国资本集团

基本面評估：(滿分5分)

盈利能力：	2分
償債能力：	3分
成長能力：	4分
現金流能力：	3分

和黃醫藥收益率 VS 恒生指數

收益區間	和黃醫藥	恒指
7天	-0.18%	0.04%
30天	3.10%	-2.01%
90天	8.13%	-2.82%
180天	-0.79%	-14.23%
年初至今	-0.35%	-0.46%

呋喹替尼(愛優特®)	賽沃替尼(沃瑞沙®)	索凡替尼(蘇泰達®)
<ul style="list-style-type: none"> 中國首個自主研發並獲無條件批准的抗腫瘤藥物，於2018年9月國內獲批，用於治療轉移性結直腸癌。結直腸癌是中國發病率第三高的癌症。 2021年12月3日，和黃醫經過與國家醫保局談判，愛優特®獲續約。 	<ul style="list-style-type: none"> 中國首個選擇性 MET 抑制劑，用於治療包括肺癌、腎癌和胃癌在內的多種腫瘤類型於2021年6月國內獲批，有望成為首個代表中國走向全球的肺癌靶向創新藥物。 和黃醫藥負責沃瑞沙®在中國的上市許可、生產和供應，而阿斯利康則負責沃瑞沙®中國乃至全球範圍內的商業化。阿斯利康拒絕將沃瑞沙®納入2022年生效的醫保藥品目錄的談判。 	<ul style="list-style-type: none"> 蘇泰達®是一種新型的口服酪氨酸激酶抑制劑，用於治療晚期非胰腺神經內分泌瘤和晚期胰腺神經內分泌瘤。 蘇泰達®獲納入2022年生效的醫保藥品。

數據來源：和黃醫藥 2021 年半年報及招股書

劣勢：現金流表現不佳，過度依賴第三方投資

- 和黃醫藥資金來源的方式主要涉及透過集團的腫瘤及免疫業務的營業收入、來自合作夥伴的服務費、銀行貸款及來自其他第三方的投資，其中第三方投資佔比最大。具體表現為於2019年5月，和黃醫藥附屬公司與滙豐銀行訂立總金額為三年期的4億港元(等值於5,130萬美元)的無抵押信貸融資。2020年8月，又與德意志銀行訂立24個月循環信貸融資，信貸額度為1.17億港元(等值於2,440萬美元)。雖然公司強調截至2021年6月30日，和黃醫藥擁有現金及現金等價物和短期投資9.504億美元及未動用銀行融資6,940萬美元，可確保現金流健康，但其債務違約風險不容忽視。
- 和黃醫藥的經營活動所產生的現金淨額遠低於投資活動和融資活動的所用的現金淨額。主要原因是隨著對候選藥物的擴大開發及尋求獲得監管批准難度增加，研發開支及行政開支大幅上漲，導致經營活動現金流長期處於虧損情況。投資活動現金流處於虧損的原因是和黃醫藥依賴短期投資所得回報以支援研發支出。據悉，2021年上半年存入的短期投資存款淨額增至1.635億美元，而2020年的同期該項支出僅為1.351億美元，同比增長21.02%。融資活動現金流淨額巨大的原因是，2021年6月全球發售及2021年4月私募配售所得款項總淨額6.149億美元，預計該數值2022年將會回落。值得關注的是，蘇泰達®於2021年1月商業上市，三個月內產生收入550萬美元。換而言之，前期研發開支雖然高昂，但藥物轉為商業化之後，後續的生產銷售收入及特許權使用費是相當可觀的。

目標價格	HKD 80
52 週最高價	HKD 85.8
52 週最低價	HKD 44.4
行業	醫療保健
股票代碼	00013
主要股東	長江和記實業有限公司 & 美国资本集团

基本面評估：(滿分5分)

盈利能力：	2分
償債能力：	3分
成長能力：	4分
現金流能力：	3分

和黃醫藥收益率 VS 恒生指數		
收益區間	和黃醫藥	恒指
7天	-0.18%	0.04%
30天	3.10%	-2.01%
90天	8.13%	-2.82%
180天	-0.79%	-14.23%
年初至今	-0.35%	-0.46%

	2018年	2019年	2020年	2021年6月30日
現金流	美元			
經營活動所用的現金淨額	-3284.7萬	-8091.2萬	-6206.6萬	-7131.9萬
投資活動所用的現金淨額	4375.2萬	1.19億	-1.25億	-1.56億
融資活動所用的現金淨額	-823.1萬	-149.3萬	2.96億	5.78億

數據來源：和黃醫藥2021年中期報告

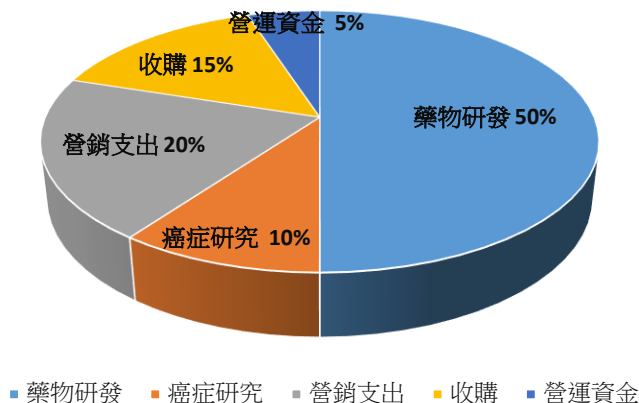
機會：全球靶向治療及免疫療法未來可期

- 中國腫瘤藥物市場發展速猛，2020年市場價值增至304億美元，預計2030年市場價值將達到1,051億美元。目前，全球治療腫瘤方法以傳統化療和“靶向療法及免疫腫瘤療法”為主，“靶向療法及免疫腫瘤療法”的佔比為83.8%。中國“靶向治療及免疫療法”相對比較薄弱，仍以傳統化療為主。隨著中國創新藥的發展，市場預計中國“靶向療法及免疫腫瘤療法”的應用率將從2020年的36.6%增至2030年的85.8%。2020年，中國“靶向治療及免疫療法”市場價值僅為111億美元，預計該市值於2030年有望攀升至902億美元。中國腫瘤市場擁有約佔全球腫瘤患者總數四分之一的患者，該市場隨著中國政府進行醫藥改革而獲得更多關注。例如，中共中央國務院印發《“健康中國2030”規劃綱要》強調將醫藥行業指定為中國的“支柱產業”，接下來將盡可能地擴大國家醫保藥品目錄以改善使用創新藥物的可及性。和黃醫藥作為中國領先的腫瘤創新藥提供商，深耕“靶向治療及免疫療法”市場多年，預計2030年有望躍居市場龍頭。

挑戰：如何平衡研發支出達到收支平衡

- 根據和黃醫藥公布的2021年中報，上半年營業收入為1.57億美元，歸母淨利潤僅為-1.02億美元，已經連續四年虧損。高昂的研發支出是公司入不敷出的原因。2020年的研發費用為1.7億美元，同比增長26.48%，2021年頭3個月的研發開支高達5,710萬美元，同比上漲87%。根據和黃醫藥招股書顯示，其IPO所得款項25%將用於日常營運及營銷，累計金額達11.1億港元。其IPO所得款項50%將用於藥物研發，預計金額達22.2億港元，此外其所得款項淨額的10%將用途癌症研究，預計支出4.45億港元。創新藥從研發、新藥上市、到藥品商業化需要一段較長的投資時間。如何平衡研發支出達到收支平衡是和黃醫藥面臨的巨大挑戰。

和黃醫藥IPO所得款項用途



數據來源：和黃醫藥2021年招股書

目標價格

52 週最高價	HKD 85.8
52 週最低價	HKD 44.4
行業	醫療保健
股票代碼	00013
主要股東	長江和記實業有限公司 & 美国资本集团

基本面評估：(滿分5分)

盈利能力：	2分
償債能力：	3分
成長能力：	4分
現金流能力：	3分

和黃醫藥收益率 VS 恒生指數

收益區間	和黃醫藥	恒指
7天	-0.18%	0.04%
30天	3.10%	-2.01%
90天	8.13%	-2.82%
180天	-0.79%	-14.23%
年初至今	-0.35%	-0.46%

投資建議：

看好中國腫瘤藥物市場的發展及和黃醫藥在創新藥的領先地位，首予和黃醫藥“優於大市”評級，目標價上望 80 港元。預測和黃醫藥在 2022-2024 年，公司營業收入分別為 3 億/4.47 億/7.4 億美元。預計 2023 年扭虧為盈，2024 年加快商業化進程，建議長期持有。

免責聲明

本報告由富昌證券有限公司(“富昌證券”)發行。本報告所載之資料和意見乃根據本公司認為可靠之資料來源及以高度誠信來編制，惟富昌證券並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊。本報告對任何公司或其產品之描述均並非旨在提供完整之描述，本報告亦並非及不應被解作提供明示的買入或沽出任何產品的要約。富昌證券在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何的直接或間接損失。本報告只供指定收件人使用，未獲富昌證券許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內容的分析員均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。富昌證券、其董事、高級人員、分析員或雇員可能持有所述公司的股票、認股證、期權或第三者所發行與所述公司有關的衍生金融工具等。

風險披露聲明

儘管本公司相信本報告的內容是基於可靠的資料來源，本公司不擔保、保證或表述其內容的準確性或完整性。本公司或任何附屬成員、分支機構、分析員、高級人員、雇員、董事均不對本網頁表述的任何資料或任何建議(其更改無須事先通知)承擔任何責任。本報告提供的資料不是提供任何投資的意見，而僅只在提供資料作參考之用。所有投資均有風險，證券交易的虧蝕風險可以極大，即使投資者已考慮本公司所編制及/或發出的研究報告亦然。

期貨及期權交易的風險買賣期貨合約或期權的虧蝕風險可以極大。在若干情況下，你所蒙受的虧蝕可能會超過最初存入的保證金數額。即使你設定了備用指示，例如“止蝕”或“限價”等指示，亦未必能夠避免損失。市場情況可能使該等指示無法執行。你可能會在短時間內被要求存入額外的保證金。假如未能在指定的時間內提供所需數額，你的未平倉合約可能會被平倉。然而，你仍然要對你的帳戶內任何因此而出現的短欠數額負責。因此，你在買賣前應研究及理解期貨合約及期權，以及根據本身的財政狀況及投資目標，仔細考慮這種買賣是否適合你。如果你買賣期權，便應熟悉行使期權及期權到期時的程式，以及你在行使期權及期權到期時的權利與責任。