

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

和黄医药 (HCM US)

21财年业绩强劲, 22财年指引乐观

■ 公司21年总收入同比增长56%至3.56亿美元, 其中肿瘤/免疫业务收入增长296%至1.2亿美元。22年国内肿瘤/免疫业务收入指引为1.6-1.9亿美元

■ 苏泰达的PDUFA日期为4月30日, 将成为其解锁国际化价值的核心审批催化剂; 目前, 苏泰达美国上市准备正有序推进(美国部门已经到54名雇员, 计划22年下半年将继续扩充至84名左右)

■ 我们维持基于分部加总估值法的目标价于54.6美元不变

21 财年业绩证实公司商业化能力

21财年收入增长强劲(达3.56亿美元, 同比增长56%), 其中肿瘤/免疫业务收入增长296%至1.2亿美元, 增长主要来自1)爱优特(咪喹替尼, 市场销售额为7,100万美元, 同比增长111%)的强劲销售增长; 2)21财年公司两款新药在国内上市, 苏泰达(索凡替尼, 市场销售额1,160万美元)和沃瑞沙(赛沃替尼, 市场销售额1,590万美元)和3)凭借临床和商业化项目持续推进, 期间研发服务收入、里程碑收入和许可收入不断增长(21财年相关收入为5,800万美元, 20财年则为1,500万美元)。21财年爱优特和苏泰达的强劲销售额验证了公司的内部商业化能力, 其团队规模不断扩大(21财年为630名销售人员, 20财年为390名)和市场覆盖不断深入(已完成超过400家医院药房入院, 较2020年9月同比增长131%)。公司称这两款产品的市场销售额在2022年1-2月持续向好(爱优特市场销售额同比增长51%, 苏泰达同比增长21%), 主要是新患数量大幅增加(爱优特增长为50%, 苏泰达增长为7倍), 抵消了2021年国家医保目录谈判所带来的价格下降(爱优特下降5%, 苏泰达下降52%)。鉴于1-2月销售趋势向好和新的业绩指引(1.6-1.9亿美元)符合我们预测, 我们维持公司在22财年肿瘤/免疫业务收入预测为1.82亿美元(国内收入)。

2022 年多项关键催化剂

1) 索凡替尼: 美国FDA的监管审核决定(PDUFA, 2022年4月30日)以及22年潜在的获得欧盟上市申请许可批准的机会(单药治疗神经内分泌瘤); 2) 咪喹替尼: FRESCO-2三期临床试验数据公布, 用于单药治疗结直肠癌; 向FDA、EMA、PDMA提交该药品的新药注册申请; 3) 赛沃替尼: PD-1一期b/二期临床联用试验数据(中国); SAVANNAH二期临床数据公布(海外), 用于治疗MET扩增的EGFR TKI难治性非小细胞肺癌; 并启动SAFFRON三期临床试验(海外); 4) HMPL-689 (PI3Kδ) 与 HMPL-523 (Syk): 将于22年下半年开展更多试验, 这两款分子药物均已获得国家药审中心的突破性治疗药物认定。

维持买入评级, 基于分部加总估值法目标价维持在 54.6 美元

我们维持基于分部加总估值法的目标价于54.6美元不变。对于港股上市股票, 我们使用同样估值方法, 对应目标价为84.8港元/股(每份ADR代表5股港股, 假设美元兑港元汇兑比率为7.77)。

百万美元	2019	2020	2021	2022E	2023E
销售收入	205	228	356	470	600
同比变化	(4%)	11%	56%	32%	28%
经调整净利润	(94)	(98)	(226)	(248)	(201)
同比变化	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测

张皓渊, CFA
+852 3189 6354
haydenzhang@cmschina.com.hk

代方琦, CFA
+852 3189 6126
warrendai@cmschina.com.hk

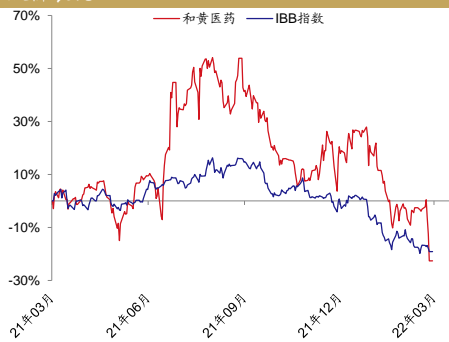
最新变动

21年业绩点评

买入

前次评级	买入
股价(2022年3月4日)	21.6美元/35.1港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	54.6美元(+153%) 84.8港元(+142%)
前次目标价	54.6美元/84.8港元

股价表现



资料来源: 彭博

	1m	6m	12m
HCM US	(21.8)	(49.7)	(22.6)
IBB	(6.9)	(30.3)	(19.1)

行业: 医药医疗

NASDAQ (2022年3月4日)	13,313
IBB (2022年3月4日)	123

重要数据

52周股价区间(美元/港元)	21.0-43.9/34.0-85.8
公司市值(百万美元/港元)	3,790/30,345
日均成交额(百万美元/港元)	9.0/1.0
每股净资产(美元/港元)	4.41/6.87

主要股东

和记黄埔	39.2%
Capital Group	8.3%
摩根大通	4.7%
公司董事	3.3%
自由流通量	44.5%

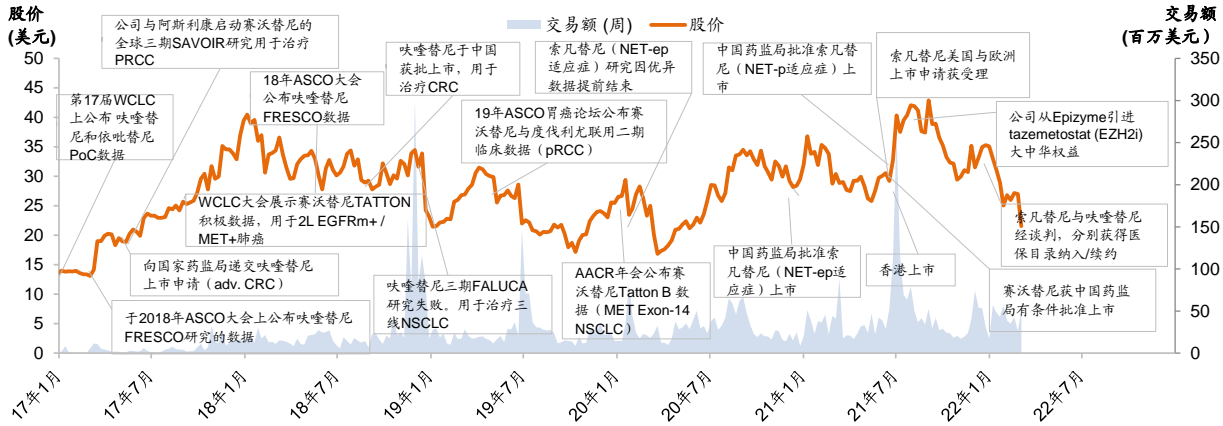
资料来源: 公司, 彭博

相关报告

- Hutchmed (HCM US) – Positive pipeline momentum continues (BUY) (September 29, 2021)
- Hutchmed (HCM US) – Building momentum towards a fully-fledged biopharma (BUY) (August 4, 2021)

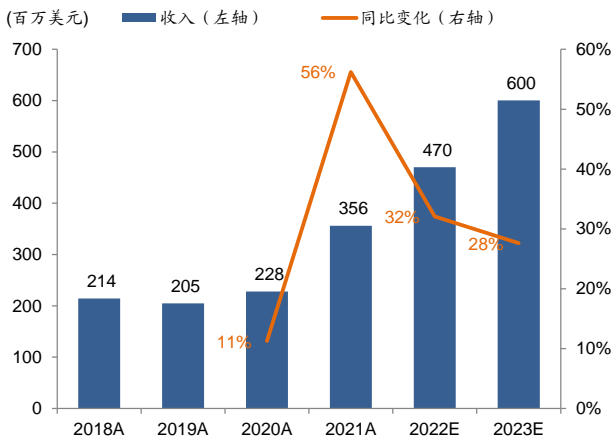
重点图表

图1: 和黄医药股价表现



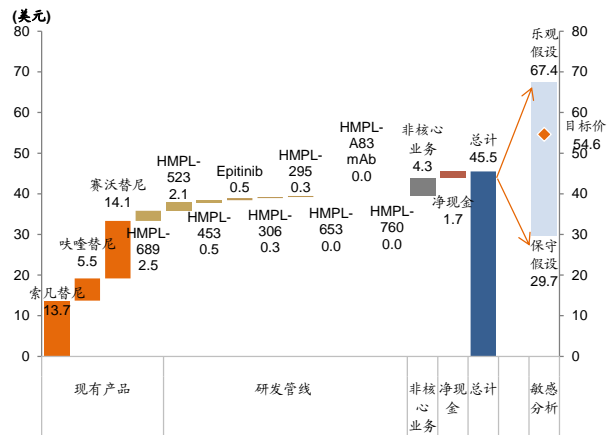
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图2: 2018-2023年总收入与收入增速



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图3: 估值分析



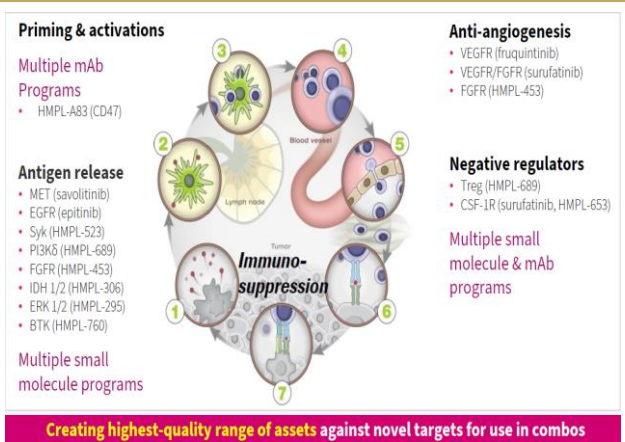
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图4: 催化剂时间表

产品	靶点	适应症	22-23年里程碑/时间	时间	已达成
索凡替尼	FGFR1/2/3	NET (p/non-p)	美/欧获批上市 (PDUFA日22年4月)	监管	22年4月
		NET (p/non-p)	美/欧启动商业化	商业	22年
	CSF-1R	实体瘤	PD-1联用数据公布	数据	23年上半年
呋喹替尼	FGFR1/2/3	≥3L CRC	美/欧/日递交上市	监管	22年
			FRESCO-2数据公布	数据	22年下半年
赛沃替尼	c-MET	2/3L EGFR/MET+ NSCLC	SAVANNAH数据公布	数据	22年下半年
Amdalisib	PI3Kδ	2L FL/MZL	中国递交上市	监管	23年
Sovleplenib	Syk	ITP	中国授予突破性疗法认定	监管	22年1月 ✓
Tazemetostat	EZH2	r/r FL	中国海南启动商业化	商业	22年下半年

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测; 注: non-p: 非胰腺, p: 胰腺

图5: 药物发现平台



资料来源: 公司资料

财务预测表

资产负债表

百万美元	2019	2020	2021	2022E	2023E
非流动资产	148	193	161	253	314
物业、厂房及设备	21	24	41	86	98
无形资产	6	8	12	12	12
租赁预付款	-	-	-	-	-
递延税资产	1	2	9	9	9
其他	22	20	22	22	22
流动资产	317	531	1,212	859	583
库存	16	20	36	31	38
贷款和应收账款	43	48	84	87	104
预缴款项和应收账款	16	27	81	81	81
待售资产	25	1	-	-	-
短期投资	96	200	634	334	184
现金和现金等价物合计	121	236	378	326	176
总资产	465	724	1,373	1,112	897
流动负债	113	158	312	320	330
应付账款及票据	24	32	41	50	59
应付关联方款项	82	121	211	211	211
短期银行债务	-	-	27	27	27
其他	4	3	17	17	17
非流动负债	39	47	21	21	21
长期应付款项	-	-	-	-	-
合同负债	3	5	3	3	3
长期银行贷款	27	27	-	-	-
其他	9	14	19	19	19
股东资金	288	484	987	693	443
少数股东权益	25	35	53	77	103
负债及股东权益合计	465	724	1,373	1,112	897

现金流量表

百万美元	2019	2020	2021	2022E	2023E
经营活动现金流	(81)	(62)	(204)	(302)	(269)
税前盈利	(104)	(116)	(167)	(269)	(224)
流动资金变动前营业利润	(97)	(91)	(237)	(311)	(254)
净经营资本费用	16	29	32	10	(14)
已付所得税	-	-	-	-	-
已付利息	-	-	-	(1)	(1)
投资活动现金流	119	(125)	(306)	251	120
购买物业、厂房及设备	(9)	(8)	(16)	(57)	(37)
购买/出售附属公司	9	-	-	-	-
购买/出售合资和合营公司	-	-	159	-	-
利息收入	-	-	-	8	7
其他	119	(104)	(450)	300	150
融资活动现金流	(1)	296	650	-	-
发行新股	0	311	688	-	-
增发股票	-	-	-	-	-
净银行借款	(0)	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
期初现金	86	121	236	378	326
外汇变动影响	(2)	6	2	-	-
期末现金	121	236	378	326	176

利润表

百万美元	2019	2020	2021	2022E	2023E
销售收入	205	228	356	470	600
销售成本	(160)	(189)	(258)	(302)	(361)
毛利	45	39	98	169	240
(-) 销售及行政开支合计	(53)	(61)	(127)	(158)	(175)
行政开支	(39)	(50)	(89)	(78)	(82)
销售开支	(14)	(11)	(38)	(80)	(93)
(-) 研发支出	(138)	(175)	(299)	(329)	(339)
(+/-) 其他收入/开支	-	-	-	-	-
(+/-) 摊占合营及联营盈利	41	79	61	47	49
经调整 EBITDA	(89)	(92)	(218)	(236)	(176)
股权激励	(12)	(20)	(42)	(24)	(24)
折旧及摊销合计	(5)	(6)	(7)	(12)	(25)
经调整 EBIT	(94)	(98)	(226)	(248)	(201)
(+/-) 净财务收入	4	2	1	7	6
(+/-) 其他盈亏	1	4	111	-	-
税前利润	(100)	(111)	(155)	(264)	(219)
(-) 税项	(3)	(5)	(12)	(5)	(5)
净利润	(104)	(116)	(167)	(269)	(224)
(+/-) 少数股东权益	(2)	(10)	(28)	(24)	(26)
股东应占净利润	(106)	(126)	(195)	(294)	(250)
经调整净利润	(94)	(98)	(226)	(248)	(201)
摊薄每股收益 (美元)	(0.14)	(0.15)	(0.19)	(0.31)	(0.26)

主要财务比率

	2019	2020	2021	2022E	2023E
增长率 (%)					
合并收入	(4%)	11%	56%	32%	28%
毛利	(36%)	(12%)	148%	72%	42%
经调整净利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
获利能力 (%)					
毛利率 (%)	22%	17%	27%	36%	40%
经调整净利率 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
营运能力					
库存周转日数	32	34	39	41	35
应收账款周转日数	88	81	89	84	78
应付账款周转日数	56	53	51	55	55
现金周转日数	64	62	77	69	58
偿债能力					
自由现金流 (百万美元)	(89)	(84)	(220)	(359)	(306)
净负债率 (%)	(29)	(40)	(34)	(39)	(27)

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828