

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

和黄医药 (HCM US)

呋喹替尼达到OS终点; 22年上半年业绩符合预期

- 和黄医药宣布呋喹替尼用于治疗转移性结直肠癌的FRESCO-2全球三期研究达到主要临床终点
- 22年上半年肿瘤/免疫收入同比增长113%至9,110万美元, 符合我们的预期; 公司维持22财年肿瘤/免疫收入指引介于1.6-1.9亿美元区间
- 我们维持增持评级, 看好公司目前估值吸引和管线出海仍然存在机会。目标价调整至42美元

呋喹替尼用于治疗三线结直肠癌的多中心临床试验取得成功

和黄医药在8月8日披露了呋喹替尼用于治疗三线结直肠癌的一项三期多中心临床试验达到OS终点。该顶线数据阳性结果来自FRESCO-2研究(n=691, 其中116位受试者来自美国), 在14个国家开展了临床试验。该研究还观察到具有统计学意义的PFS改善。另外, 安全性数据与先前临床试验中观察到的一致。公司计划将在一个即将举办的学术会议上发表完整的研究数据。公司表示将会与美国、欧盟、日本的监管机构就此数据展开沟通, 并计划于2023年递交上市申请(呋喹替尼用于治疗结直肠癌的适应症已于2020年6月取得FDA的快速通道资格。此外, 公司还宣布赛沃替尼/泰瑞沙联用针对接受过泰瑞沙治疗后疾病进展、伴有MET阳性的非小细胞肺癌患者的SAVANNAH二期研究中, 也取得了阳性数据。该项研究显示ORR为32%, 且发现疗效与MET表达水平呈正相关性(MET高表达的患者ORR为49%, 而低表达患者ORR为9%)。

22年上半年业绩稳健

总收入同比增长28%至2.02亿美元, 主要来自肿瘤/免疫收入销售的贡献。爱优特市场销售额同比增长26%至5,040万美元, 反映了公司在二/三线城市的渗透率的提升。苏泰达市场销售额同比增长约70%至1,360万美元, 主要受纳入医保后放量推动。沃瑞沙市场销售额增长至2,330万美元(而21年上半年尚未产生收入), 体现了其作为首款MET抑制剂, 在市场取得了快速增长。其他业务板块的合并收入同比下降3%, 主要受消费品收入下降的影响。经调整净亏损在22年上半年扩大至1.35亿美元(21年上半年则为8,400万美元), 主要由于较高的研发费用(1.82亿美元, 同比增长48%)和中美两地扩建商业化团队导致的销售管理费用上升。

维持增持评级, 基于分部加总估值法目标价调整至42美元

我们将22/23财年的预测收入分别下调1%/5%, 以反映非核心业务的收入下降。我们将基于分部加总估值法的目标价调整至42港元, 是因为我们采用了更高的WACC(由9.6%至10.4%), 以反映融资环境趋紧。22年下半年关键催化剂包括发表呋喹替尼的FRESCO-2研究的完整数据。对于公司的港股上市股票, 我们使用同样估值法, 对应目标价为65.3港元/股(每份ADR代表5股港股, 假设美元兑港元汇兑比为7.77)。投资风险: 临床延迟/失败、收入不及预期、监管风险、国谈降价风险。

百万美元	2019	2020	2021	2022E	2023E
销售收入	205	228	356	432	526
同比变化	-4%	11%	56%	21%	22%
经调整净利润	(94)	(106)	(153)	(316)	(296)
同比变化	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

张皓渊, CFA 代方琦, CFA
+852 3189 6354 +852 3189 6126
haydenzhang@cmschina.com.hk warrendai@cmschina.com.hk

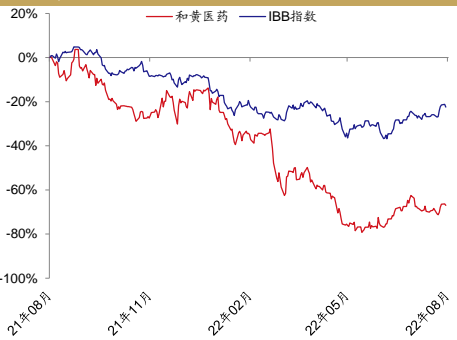
最新变动

22年上半年业绩更新; 目标价更新

增持

前次评级	增持
股价(2022年8月9日)	13.7美元/22.2港元
12个月目标价(上涨/下跌空间)	42.0美元(+207%) 65.3港元(+194%)
前次目标价	46.9美元/72.9港元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
HCM US	1.9	(49.6)	(67.0)
IBB	5.2	(1.1)	(22.4)

行业: 医药医疗

NASDAQ(2022年8月9日)	12,494
IBB(2022年8月9日)	130

重要数据

52周股价区间(美元/港元)	8.4-43.2/14.4-67.9
公司市值(百万美元/港元)	2,362/19,194
日均成交额(百万美元/港元)	7.1/42.7
每股净资产(美元/港元)	3.76/5.84

主要股东

和记黄埔	38.5%
Capital Group	9.1%
摩根大通	4.7%
公司董事	3.3%
自由流通量	44.4%

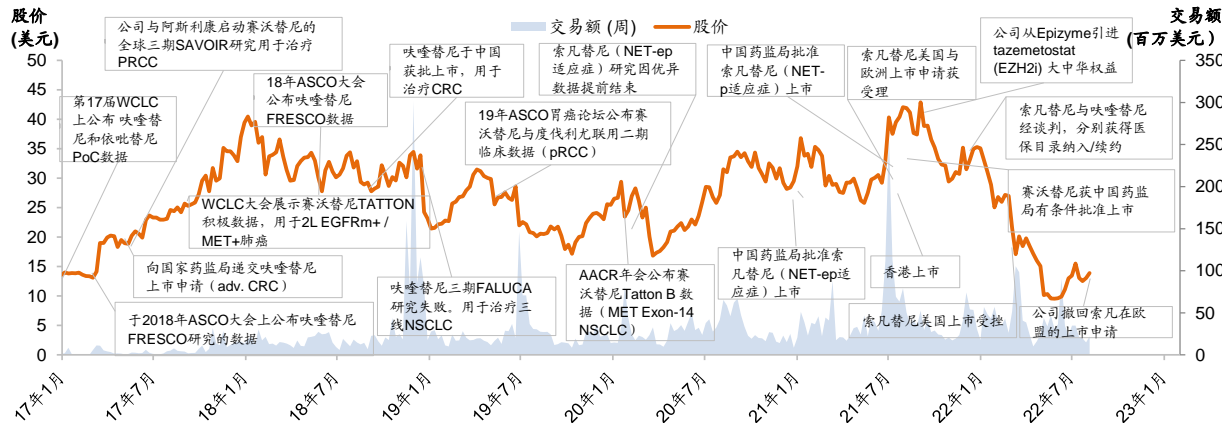
资料来源: 公司, 彭博

相关报告

1. 和黄医药(HCM US) - 美FDA拒批索凡替尼上市用于治疗胰腺和非胰腺神经内分泌瘤(增持)(2022/05/05)
2. 和黄医药(HCM US) - 21财年业绩强劲, 22财年指引乐观(增持)(2022/03/08)
3. Hutchmed(HCM US) - Positive pipeline momentum continues(BUY)(September 29, 2021)
4. Hutchmed(HCM US) - Building momentum towards a fully-fledged biopharma(BUY)(August 4, 2021)

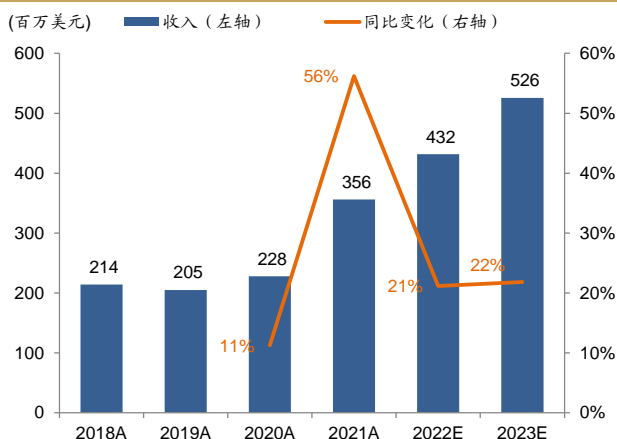
重点图表

图1: 和黄医药股价表现



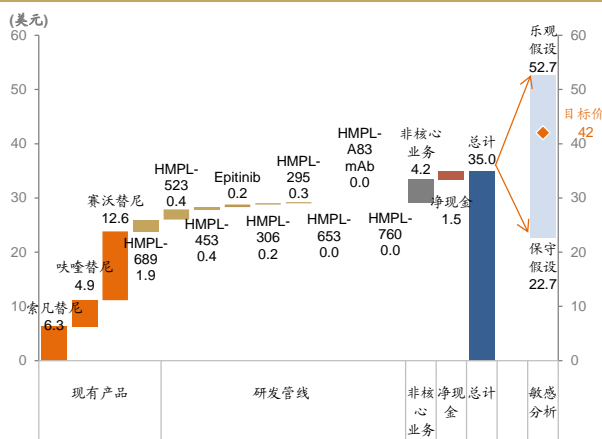
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

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



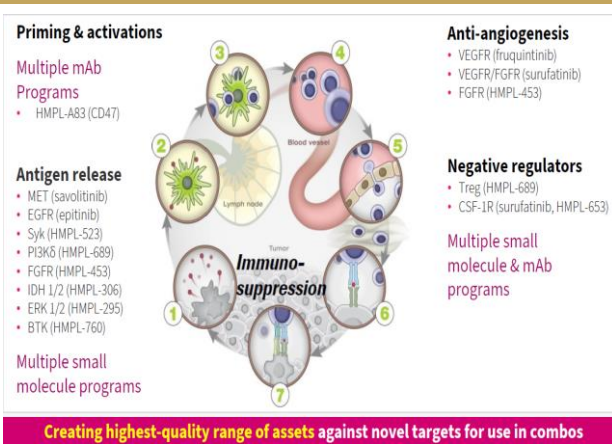
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图4: 22年下半年至23年主要催化剂

产品	靶点	适应症	22-23年里程碑	时间	结果		
索凡替尼	VEGFR1/2/3 FGFR1 CSF-1R	NET (p/non-p)	美国上市获批	监管	22年5月	✘	
			欧洲上市获批	监管	22年8月	✘	
			日本桥接试验数据公布	数据	23年		
呋喹替尼	VEGFR1/2/3	≥3L CRC	实体瘤	PD-1联用数据公布	数据	23年上半年	
				FRESCO-2达到主要临床终点	数据	22年8月	✓
				FRESCO-2数据公布	数据	22年下半年	
				美/欧/日递交上市	监管	23年	
赛沃替尼	c-MET	2/3L EGFR+/MET+ NSCLC	2L GC	中国递交上市补充申请	监管	23年	
				SAVANNAH数据公布	数据	22年8月	✓
				AZ牵头参与医保目录谈判	支付	22年年底	
Amdelisib	PI3Kδ	2L FL/MZL	中国递交上市申请	监管	23年		
Tazemetostat	EZH2	r/r FL	中国海南启动商业化	商业	22年6月	✓	

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	811	465
库存	16	20	36	29	35
贷款和应收账款	43	48	84	74	87
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	292	78
总资产	465	724	1,373	1,063	779
流动负债	113	158	312	317	326
应付账款及票据	24	32	41	46	55
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	649	332
少数股东权益	25	35	53	76	100
负债及股东权益合计	465	724	1,373	1,063	779

现金流量表

百万美元	2019	2020	2021	2022E	2023E
经营活动现金流	(81)	(62)	(204)	(336)	(333)
税前盈利	(104)	(116)	(167)	(315)	(293)
流动资金变动前营业利润	(97)	(91)	(237)	(356)	(323)
净经营资本费用	16	29	32	21	(10)
已付所得税	-	-	-	-	-
已付利息	-	-	-	(1)	(1)
投资活动现金流	119	(125)	(306)	251	119
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	6
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	292
外汇变动影响	(2)	6	2	-	-
期末现金	121	236	378	292	78

利润表

百万美元	2019	2020	2021	2022E	2023E
销售收入	205	228	356	432	526
销售成本	(160)	(189)	(258)	(282)	(337)
毛利	45	39	98	150	189
(-) 销售及行政开支合计	(53)	(61)	(127)	(184)	(193)
行政开支	(39)	(50)	(89)	(122)	(118)
销售开支	(14)	(11)	(38)	(62)	(75)
(-) 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)	(283)	(247)
股权激励	(12)	(20)	(42)	(22)	(21)
折旧及摊销合计	(5)	(6)	(7)	(12)	(25)
经调整 EBIT	(94)	(98)	(226)	(295)	(272)
(+/-) 净财务收入	4	2	1	7	5
(+/-) 其他盈亏	1	4	111	-	-
税前利润	(100)	(111)	(155)	(310)	(288)
(-) 税项	(3)	(5)	(12)	(5)	(5)
净利润	(104)	(116)	(167)	(315)	(293)
(+/-) 少数股东权益	(2)	(10)	(28)	(23)	(24)
股东应占净利润	(106)	(126)	(195)	(338)	(318)
经调整净利润	(94)	(106)	(153)	(316)	(296)
摊薄每股收益 (美元)	(0.14)	(0.15)	(0.19)	(0.37)	(0.34)

主要财务比率

	2019	2020	2021	2022E	2023E
增长率 (%)					
合并收入	(4%)	11%	56%	21%	22%
毛利	(36%)	(12%)	148%	53%	26%
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%	35%	36%
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	42	35
应收账款周转日数	88	81	89	91	79
应付账款周转日数	56	53	51	57	55
现金周转日数	64	62	77	76	59
偿债能力					
自由现金流 (百万美元)	(89)	(84)	(220)	(393)	(370)
净负债率 (%)	(29)	(40)	(34)	(37)	(12)

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
增持	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
减持	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