

和黄医药 (00013.HK)

呋喹替尼海外销售迅速放量，研发管线顺利推进

优于大市

核心观点

肿瘤业务销售快速增长，呋喹替尼美国销售表现强劲。和黄医药上半年肿瘤/免疫业务综合收入 1.69 亿美元（-52%，按固定汇率，下同），剔除对外合作的首付款、里程碑付款等影响后，肿瘤产品综合收入 1.28 亿美元（+64%），主要产品均实现增长：呋喹替尼（中国）销售 0.61 亿美元（+13%），赛沃替尼销售 0.26 亿美元（+22%），索凡替尼销售 0.25 亿美元（+17%）；呋喹替尼于 2023 年 11 月在美国上市，上半年实现销售 1.31 亿美元，表现十分强劲。公司重申了全年 3~4 亿美元的综合收入指引，整体商业化表现优秀。

研发与监管层面进展顺利。呋喹替尼于 2024 年 6 月获欧盟批准上市，预计下半年将在日本获批，将在更广阔的地区实现商业化价值；2L GC 适应症正在 CDE 审评中，预计将在三季度迎来监管决定。赛沃替尼联合奥希替尼的 2L EGFRm NSCLC 适应症有望在年底递交上市申请。索乐匹尼布的上市申请已获 CDE 受理并纳入优先审评，有望在年底获批上市。新产品的上市以及新适应症的拓展将为公司的商业化增添新的动力。

费用控制合理，在手现金充沛。由于海外团队和项目的战略重组，上半年的研发费用下降至 0.95 亿美元（-34%），管理费用 0.30 亿美元（-27%），销售费用 0.27 亿美元（+4%），公司的费用端得到了合理的控制。公司上半年实现盈利 0.26 亿美元，在手现金约 8 亿美元，财务状况良好。

风险提示：创新药研发失败或进度低于预期；商业化不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

由于公司非核心的医药流通业务收入减少，我们下调未来三年的营收预测，预计 2024-26 年的营收为 6.59/8.18/9.32 亿美元（前值 7.05/9.01/10.44 亿美元），同比增长-21.3%/24.0%/14.0%；公司核心肿瘤业务销售超预期，特别是呋喹替尼海外销售快速放量，并且费用控制较好，我们上调公司 2024-26 年的净利润预测至-0.12/0.61/1.08 亿美元（前值-0.86/0.41/1.04 亿美元）。公司创新药销售表现优异，研发端顺利推进，财务状况良好，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	426	838	659	818	932
(+/-%)	19.7%	96.5%	-21.3%	24.0%	14.0%
净利润(百万元)	-361	101	-12	61	108
(+/-%)	--	-127.9%	--	-610.8%	77.7%
每股收益(元)	-0.41	0.12	-0.01	0.07	0.12
EBIT Margin	-95.6%	2.2%	-9.5%	2.0%	7.3%
净资产收益率 (ROE)	-59.1%	13.8%	-1.6%	7.8%	12.1%
市盈率 (PE)	-9.1	32.6	-277.2	54.3	30.5
EV/EBITDA	-63.9	1425.2	-474.8	1057.2	339.0
市净率 (PB)	5.38	4.50	4.57	4.22	3.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

医药生物·化学制药

证券分析师：张佳博 021-60375487
 zhangjiabo@guosen.com.cn
证券分析师：陈益凌 021-60933167
 cheniyiling@guosen.com.cn

证券分析师：陈曦炳 0755-81982939
 chenxibing@guosen.com.cn
 S0980521120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	29.45 港元
总市值/流通市值	25662/25662 百万港元
52 周最高价/最低价	35.90/19.00 港元
近 3 个月日均成交额	90.09 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《和黄医药 (00013.HK) - 小分子创新药为核心，商业化和出海持续兑现》——2024-05-24

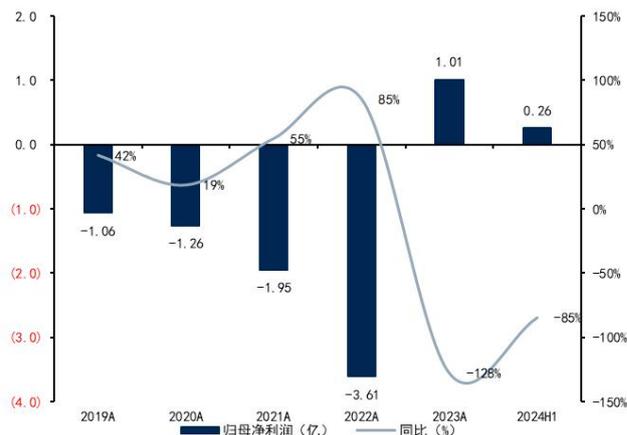
肿瘤业务销售快速增长，免疫替代美国销售表现强劲。和黄医药上半年肿瘤/免疫业务综合收入 1.69 亿美元（-52%，按固定汇率，下同），剔除对外合作的首付款、里程碑付款等影响后，肿瘤产品综合收入 1.28 亿美元（+64%），主要产品均实现增长：免疫替代（中国）销售 0.61 亿美元（+13%），赛沃替尼销售 0.26 亿美元（+22%），索凡替尼销售 0.25 亿美元（+17%）；免疫替代于 2023 年 11 月在美国上市，上半年实现销售 1.31 亿美元，表现十分强劲。公司重申了全年 3~4 亿美元的综合收入指引，整体商业化表现优秀。

图1：和黄医药营业收入及增速（单位：亿美元、%）



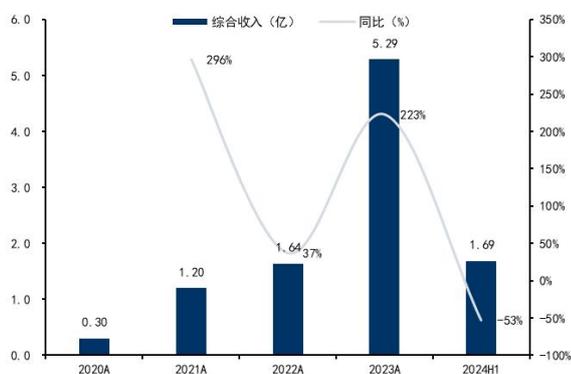
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：和黄医药归母净利润及增速（单位：亿美元、%）



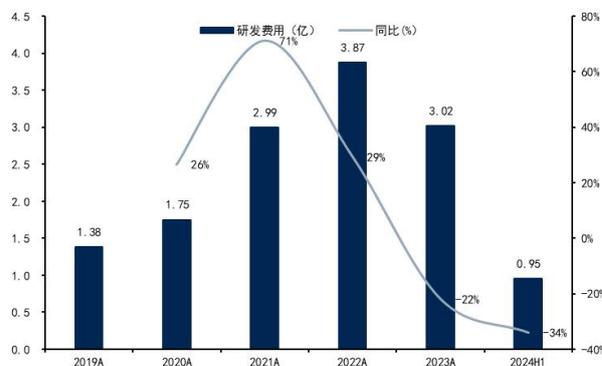
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：肿瘤免疫业务综合收入（单位：亿美元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：和黄医药研发费用及增速（单位：亿美元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

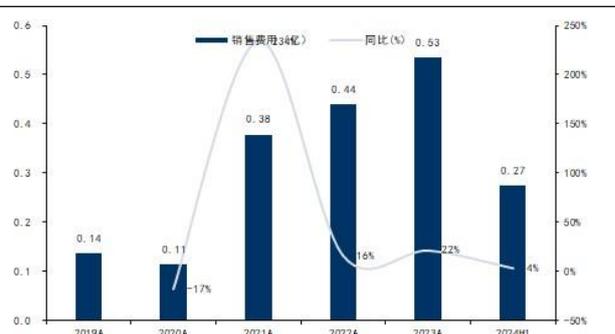
费用控制合理，在手现金充沛。由于海外团队和项目的战略重组，上半年的研发费用下降至 0.95 亿美元（-34%），管理费用 0.30 亿美元（-27%），销售费用 0.27 亿美元（+4%），公司的费用端得到了合理的控制。公司上半年实现盈利 0.26 亿美元，在手现金约 8 亿美元，财务状况良好。

图5: 和黄医药管理费用及增速 (单位: 亿美元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

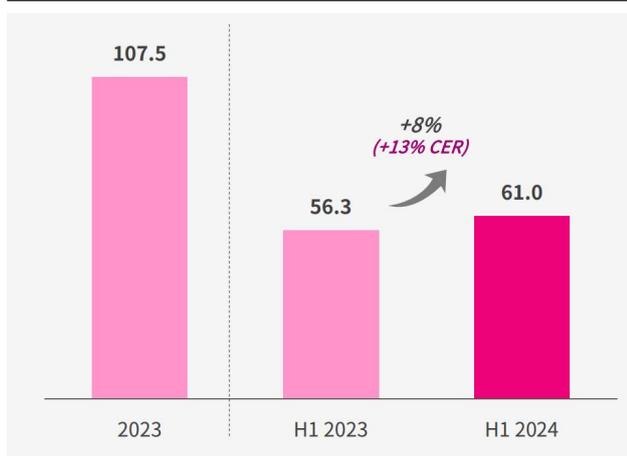
图6: 和黄医药销售费用及增速 (单位: 亿美元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

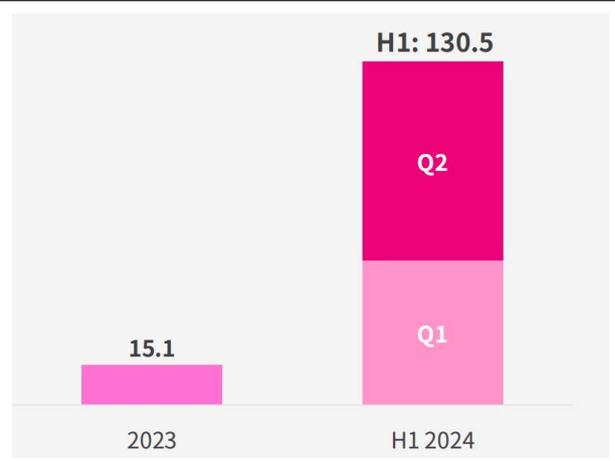
呋喹替尼: 国内继续保持领导地位, 海外上市后迅速放量。呋喹替尼上半年在国内实现销售 0.61 亿美元 (+8%, 按固定汇率+13%), 在中国三线结直肠癌市场中的占有率达到 47%, 继续保持领导地位。呋喹替尼去年 11 月在美国获批上市, 上市仅一周便获纳入 NCCN 指南; 今年上半年在美国销售 1.31 亿美元, 且在 6 月份获批在欧盟上市, 并有望在下半年获批在日本上市。

图7: 呋喹替尼国内销售 (百万美元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 呋喹替尼海外销售 (百万美元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

赛沃替尼: 销售保持增长, 期待适应症拓展。赛沃替尼上半年实现销售 0.26 亿美元 (+18%, 按固定汇率+22%), 在 MET ex14 skipping 适应症中, 国内已有多款 TKI 药物获批上市并纳入医保, 赛沃替尼销售仍保持增长, 并占到了主要的市场份额。赛沃替尼联合奥希替尼治疗 TKI 耐药的 EGFRm NSCLC 患者 (SAVANNAH 研究) 预计将于 2024 年底提交上市申请, 有望为赛沃替尼扩展更广的治疗人群。

索凡替尼: 与 PD1 联用挑战胰腺癌。索凡替尼上半年实现销售 0.25 亿美元 (+12%, 按固定汇率+17%)。索凡替尼与卡瑞利珠单抗和化疗联用一线治疗 PDAC 的 IIT 研究结果积极, 目前正在开展 2/3 期临床。

图9: 赛沃替尼销售 (百万美元)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 索凡替尼销售 (百万美元)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 上调盈利预测, 维持“优于大市”评级。由于公司非核心的医药流通业务收入减少, 我们下调未来三年的营收预测, 预计 2024-26 年的营收为 6.59/8.18/9.32 亿美元 (前值 7.05/9.01/10.44 亿美元), 同比增长 -21.3%/24.0%/14.0%; 公司核心肿瘤业务销售超预期, 特别是呋喹替尼海外销售快速放量, 并且费用控制较好, 我们上调公司 2024-26 年的净利润预测至 -0.12/0.61/1.08 亿美元 (前值 -0.86/0.41/1.04 亿美元)。公司创新药销售表现优异, 研发端顺利推进, 财务状况良好, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万美元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万美元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	313	284	378	564	793	营业收入	426	838	659	818	932
应收款项	152	160	181	202	204	营业成本	311	384	342	357	385
存货净额	57	50	50	54	55	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	7	8	9	销售费用	44	53	61	96	113
流动资产合计	840	1097	1038	1124	1268	管理费用	479	382	318	349	366
固定资产	76	100	123	135	136	财务费用	(9)	(35)	2	1	(0)
无形资产及其他	9	5	4	4	3	投资收益	0	0	45	45	45
投资性房地产	31	30	30	30	30	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	74	48	48	48	48	其他收入	38	52	7	8	9
资产总计	1029	1280	1243	1341	1486	营业利润	(361)	106	(12)	69	123
短期借款及交易性金融负债	0	31	19	17	22	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	72	39	62	60	57	利润总额	(361)	106	(12)	69	123
其他流动负债	282	333	297	338	373	所得税费用	(0)	5	0	8	15
流动负债合计	354	403	379	415	453	少数股东损益	0	0	(0)	0	0
长期借款及应付债券	18	48	48	48	48	归属于母公司净利润	(361)	101	(12)	61	108
其他长期负债	21	85	85	85	85						
长期负债合计	39	133	133	133	133						
负债合计	393	536	512	548	586						
少数股东权益	27	13	13	13	13	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	610	731	719	779	887	折旧摊销	0	0	7	8	9
负债和股东权益总计	1029	1280	1243	1341	1486	公允价值变动损失	0	0	0	0	0

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万美元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
关键财务与估值指标						净利润	(361)	101	(12)	61	108
每股收益	(0.41)	0.12	(0.01)	0.07	0.12	资产减值准备	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	折旧摊销	0	0	7	8	9
每股净资产	0.70	0.84	0.82	0.89	1.02	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
ROIC	-52%	3%	-14%	9%	44%	财务费用	(9)	(35)	2	1	(0)
ROE	-59%	14%	-2%	8%	12%	营运资本变动	56	82	(40)	13	28
毛利率	27%	54%	48%	56%	59%	其它	0	0	(0)	0	0
EBIT Margin	-96%	2%	-9%	2%	7%	经营活动现金流	(304)	183	(44)	82	145
EBITDA Margin	-96%	2%	-8%	3%	8%	资本开支	0	(24)	(30)	(20)	(10)
收入增长	20%	97%	-21%	24%	14%	其它投资现金流	316	(285)	181	127	89
净利润增长率	--	-128%	--	-611%	78%	投资活动现金流	319	(283)	151	107	79
资产负债率	41%	43%	42%	42%	40%	权益性融资	0	0	0	0	0
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债净变化	18	30	0	0	0
P/E	(9.1)	32.6	(277.2)	54.3	30.5	支付股利、利息	0	0	0	0	0
P/B	5.4	4.5	4.6	4.2	3.7	其它融资现金流	(115)	11	(12)	(3)	6
EV/EBITDA	(64)	1425	(475)	1057	339	融资活动现金流	(79)	71	(12)	(3)	6
						现金净变动	(64)	(30)	95	186	229
						货币资金的期初余额	378	313	284	378	564
						货币资金的期末余额	313	284	378	564	793
						企业自由现金流	0	76	(125)	16	87
						权益自由现金流	0	150	(139)	13	93

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032