

业绩符合预期，期待海外进展

投资要点

- **事件:** 7月31日，和黄医药公布2024年中期业绩，2024年上半年肿瘤/免疫业务综合收入为1.7亿美元，业绩符合预期。
- **业绩符合预期，海外商业化成绩靓丽。** 肿瘤业务市场销售额增长140%至2.4亿美元，肿瘤产品综合收入强劲增长50%至1.3亿美元。呋喹替尼美国市场销售额达1.3亿美元，中国市场销售额增长8%至6100万美元；索凡替尼市场销售额增长8%至2540万美元；赛沃替尼市场销售额增长18%至2590万美元。
- **呋喹替尼美国商业化超预期，获EMA批准上市。** 呋喹替尼于2023年11月9日获FDA批准上市，2024年上半年美国市场销售额为1.3亿美元，商业化超预期，强劲的业绩得益于在美国市场获患者快速接纳，以及销售渠道库存需求的拉动。呋喹替尼于2024年6月在欧盟获得经治转移性结直肠癌的批准，有望于2024年年底前在日本获得经治转移性结直肠癌的批准。预计于2024年年底公布用于治疗肾透明细胞癌II/III期注册研究FRUSICA-2的顶线结果。
- **赛沃替尼有望于2024年底与FDA沟通新药上市申请。** 赛沃替尼于2024年3月提交一线及二线治疗MET14跳跃突变非小细胞肺癌的中国上市申请。预计于2024年年底完成SACHI研究的患者招募。已完成关键性全球II期SAVANNAH研究的患者招募，有望于2024年年底向FDA提交新药上市申请。
- **盈利预测与投资建议。** 随着多款创新药的逐步落地和全球市场的放量，我们预计公司2024-2026年营业收入分别为6.4、7.4和8.8亿美元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险，药品降价风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	838.00	642.07	736.97	884.99
增长率	96.52%	-23.38%	14.78%	20.09%
归属母公司净利润(百万美元)	100.78	-17.24	74.51	134.20
增长率	127.93%	-117.10%	532.22%	80.12%
每股收益EPS(美元)	0.12	-0.02	0.09	0.15
净资产收益率ROE	13.80%	-2.42%	9.46%	14.55%
PE	32.59	-190.51	44.08	24.47

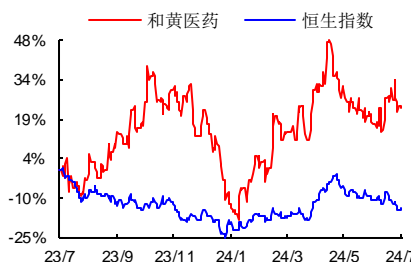
数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 汤泰萌
执业证号: S1250522120001
电话: 021-68416017
邮箱: ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	19.16-34.7
3个月平均成交量(百万)	2.96
流通股数(亿)	8.71
市值(亿)	263.48

相关研究

1. 和黄医药 (0013.HK): 商业化表现靓丽, 管线持续释放创新潜力 (2024-07-11)
2. 和黄医药 (0013.HK): 业绩符合预期, 期待赛沃替尼美国NDA (2024-03-04)
3. 和黄医药 (0013.HK): FRUTIGA 研究数据靓丽, 呋喹替尼二线胃癌获批率高 (2024-02-08)
4. 和黄医药 (0013.HK): 索乐匹尼布上市申请获受理, BIC品种凸显出海潜力 (2024-01-16)
5. 和黄医药 (0013.HK): 呋喹替尼美国上市, 较PDUFA日期大幅提前 (2023-11-13)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：呋喹替尼是一款高选择性及强效的血管内皮生长因子受体（VEGFR1、2、3）口服抑制剂。三线结直肠癌于 2018 年在国内上市，于 2023 年在美国上市，假设呋喹替尼胃癌于 2024 年在中国获批上市。假设 2024-2026 年结直肠癌渗透率为 38%、37%和 37%，胃癌渗透率为 0%、3%和 9%，对应中国收入为 8.9、12、16.6 亿元。假设 2024-2026 年美国结直肠癌渗透率为 6.5%、8.5%和 10.5%，日本 2025-2026 年渗透率为 4%和 6%，对应海外收入为 2.6、5 和 6.7 亿美元。对应 2024-2026 年国内综合收入 0.95、1.28 和 1.78 亿美元，对应海外综合收入 0.5、1 和 1.3 亿美元。

假设 2：赛沃替尼是一款口服 MET 抑制剂。MET14 跳跃突变非小细胞肺癌于 2021 年上市，假设赛沃替尼美国二线治疗 MET 扩增的非小细胞肺癌适应症于 2025 年获批上市，假设赛沃替尼二线治疗 MET+胃癌于 2026 年获批上市。假设 2024-2026 年 MET14 跳跃突变非小细胞肺癌渗透率分别为 19.1%、20.1%、19.6%，对应收入为 4.1、4.4 和 4.3 亿元；假设 2026 年美国二线治疗 MET 扩增的非小细胞肺癌渗透率为 15%，对应收入为 1.6 亿美元。对应 2024-2026 年国内综合收入 0.3、0.32 和 0.51 亿美元，对应 2026 年海外综合收入 0.24 亿美元。

假设 3：索凡替尼是一款口服小分子抑制剂，假设胰腺神经内分泌瘤 2024-2026 年渗透率 16%、18%和 20%，非胰腺神经内分泌瘤 2024-2026 年渗透率 6.7%、7.9%和 9.1%，对应收入为 3.7、4.4 和 5.1 亿元，对应 0.5、0.6 和 0.7 亿美元。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 6.4、7.4 和 8.8 亿美元，其中肿瘤/免疫服务板块收入分别为 3.3、4.3 和 5.8 亿美元。

表 1：公司收入预测（亿美元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
合计	8.38	6.42	7.37	8.85
呋喹替尼	国内：0.83 海外：0.08	国内：0.95 海外：0.5	国内：1.28 海外：1	国内：1.78 海外：1.35
赛沃替尼	0.29	0.3	国内：0.32	国内：0.51 海外：0.24
索凡替尼	0.44	0.5	0.6	0.7
其他研发服务收入	0.53	0.37	0.37	0.37
里程碑收入	3.12	0.7	0.7	0.8
肿瘤/免疫服务合计	5.29	3.32	4.27	5.75
其他业务收入	3.09	3.1	3.1	3.1

数据来源：wind，西南证券。*美元兑人民币为 7.3，港币兑人民币为 0.92

我们选取同在港股上市的 Biotech 公司作为可比公司，包括康方生物、荣昌生物和信达生物，2024 年可比公司平均 PS 为 9.3 倍，公司的 PS 为 5.3 倍，低于行业平均估值。和黄医药研发实力强劲，出海预期高，给予 7 倍 PS，对应 40.9 港元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	市值 (亿港元)	PS (倍)			
			23A	24E	25E	26E
9926.HK	康方生物-B	350	7.7	12.6	7.9	5.5
9995.HK	荣昌生物	120	11.2	7.4	4.7	3.3
1801.HK	信达生物	599	9.6	7.9	6.0	4.6
平均值			9.5	9.3	6.2	4.4
0013.HK	和黄医药	249	4.1	5.3	4.6	3.8

数据来源：Wind，西南证券整理。*选取 7 月 31 日收盘价计算

附：财务报表

资产负债表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	283.59	512.65	568.01	666.81	营业额	838.00	642.07	736.97	884.99
应收账款	116.89	129.27	148.37	178.17	销售成本	384.45	370.92	357.43	383.64
预付款项	12.95	67.30	77.24	92.76	研发费用	8.40	16.03	18.40	22.09
其他应收款	28.23	8.40	9.64	11.58	销售费用	53.39	49.82	50.04	51.51
存货	50.26	55.81	53.78	57.73	研发及管理费用	381.79	280.26	300.24	360.54
其他流动资产	604.91	324.70	372.69	447.54	财务费用	-35.39	1.62	0.45	0.18
流动资产总计	1096.84	1098.13	1229.74	1454.59	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	48.41	48.41	48.41	48.41	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	99.73	84.10	68.48	52.86	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	45.36	-76.59	10.41	67.03
无形资产	4.67	3.89	3.11	2.33	其他非经营损益	12.95	12.95	12.95	12.95
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	58.31	-63.64	23.36	79.98
其他非流动资产	30.13	30.13	30.13	30.13	所得税	-42.79	-47.30	-47.30	-47.30
非流动资产合计	182.93	166.53	150.13	133.73	税后利润	101.09	-16.35	70.66	127.27
资产总计	1279.77	1264.66	1379.87	1588.32	归属于非控制股东利润	0.31	0.89	-3.85	-6.93
短期借款	31.16	0.00	0.00	0.00	归属于母公司股东利润	100.78	-17.24	74.51	134.20
应付账款	36.33	59.66	57.49	61.71	EBITDA	31.13	-45.62	40.21	96.55
其他流动负债	335.55	344.56	391.29	468.25	NOPLAT	52.76	-27.68	58.15	114.50
流动负债合计	403.03	404.22	448.78	529.96	EPS(元)	0.12	-0.02	0.09	0.15
长期借款	48.19	48.19	48.19	48.19					
其他非流动负债	85.17	85.17	85.17	85.17	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
非流动负债合计	133.36	133.36	133.36	133.36	成长能力				
负债合计	536.39	537.58	582.14	663.32	营收额增长率	96.52%	-23.3%	14.78%	20.09%
股本	87.13	87.14	87.14	87.14	EBIT 增长率	105.47%	-370%	138.39%	236.64%
归属于母公司股东权益	730.54	713.34	787.85	922.05	EBITDA 增长率	107.58%	-246%	188.14%	140.12%
归属于非控制股东权益	12.85	13.74	9.89	2.96	税后利润增长率	128.05%	-116.1%	532.22%	80.12%
权益合计	743.39	727.08	797.73	925.01	盈利能力				
负债和权益合计	1279.77	1264.66	1379.87	1588.32	毛利率	54.12%	42.23%	51.50%	56.65%
					净利率	12.06%	-2.55%	9.59%	14.38%
					ROE	13.80%	-2.42%	9.46%	14.55%
					ROA	7.87%	-1.36%	5.40%	8.45%
					ROIC	14.36%	-4.70%	19.31%	35.54%
					估值倍数				
现金流量表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E	P/E	32.59	-190.51	44.08	24.47
税后经营利润	41.85	-76.59	10.41	67.03	P/S	3.92	5.11	4.46	3.71
折旧与摊销	8.21	16.40	16.40	16.40	P/B	4.50	4.60	4.17	3.56
财务费用	-35.39	1.62	0.45	0.18	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营资金	204.59	260.13	-31.70	-44.87	EV/EBIT	8.17	1.35	-5.77	-2.92
经营性现金净流量	219.26	201.56	-4.44	38.73	EV/EBITDA	6.02	1.84	-3.41	-2.43
投资性现金净流量	-291.14	60.24	60.24	60.24	EV/NOPLAT	3.55	3.03	-2.36	-2.05
筹资性现金净流量	48.66	-32.74	-0.45	-0.18					
现金流量净额	-23.22	229.07	55.36	98.80					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
