



## 买入（维持）

所属行业：医疗保健业/药品及生物科技  
当前价格(港币)：24.35元

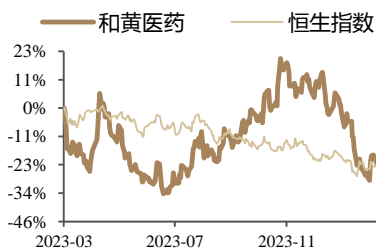
### 证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

### 市场表现



| 恒生指数对比  | 1M    | 2M     | 3M     |
|---------|-------|--------|--------|
| 绝对涨幅(%) | 22.83 | -12.04 | -17.89 |
| 相对涨幅(%) | 16.04 | -11.70 | -16.46 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《和黄医药(0013.HK)：唑喹替尼美国获批，后续管线催化密集》，2023.11.12
- 《和黄医药(0013.HK)：重磅新药出海在即，管线步入爆发收获期》，2023.10.25

# 和黄医药(0013.HK)：业绩符合预期，销售有望稳定增长

### 投资要点

- 年报业绩。**2023年，公司总收入增长97%（按固定汇率计算为102%）至8.38亿美元，肿瘤/免疫业务综合收入增长223%（按固定汇率计算为228%）至5.286亿美元，接近财务指引上限，包括确认自武田收取的首付款中的2.8亿美元。和黄医药应占净收益达到1.008亿美元。截至2023年年末现金余额为8.863亿美元。**2024年肿瘤/免疫业务综合收入财务指引为3.0亿至4.0亿美元，得益于已上市的肿瘤产品销售额及特许权使用费30%至50%的目标增长。**
- 核心产品市占率不断提升，销售收入稳定增长。**
  - **肿瘤/免疫业务综合收入增长223%（按固定汇率计算为228%）至5.286亿美元：**1) 爱优特®市场份额持续增长，收入增长19%（按固定汇率计算为26%）至8,320万美元。2) FRUZAQLA™收入为720万美元，反映了其于2023年11月初在美国上市，包括生产收入和特许权使用费。3) 苏泰达®由于持续的营销活动、患者覆盖面扩大及患者治疗生存期延长，收入增长36%（按固定汇率计算为43%）至4,390万美元。4) 沃瑞沙®收入在2023年3月纳入国家医保药品目录后增加了30%（按固定汇率计算为37%）至2,890万美元。5) 达唯珂®在海南先行区进一步销售后的收入为100万美元。6) 合作收入为3.12亿美元，包含从武田4亿美元首付款中确认的2.8亿美元部分，及从武田3,500万美元里程碑付款中确认的3,200万美元部分。7) 其他研发服务收入为5,240万美元，主要与阿斯利康、礼来和武田管理开发及监管活动的费用有关。
  - **其他业务综合收入增长18%（按固定汇率计算为24%）至3.094亿美元，**主要得益于处方药的销售增加。该收入不包括上海和黄药业的非综合收入增长4%（按固定汇率计算为10%）至3.855亿美元。
- 公司未来催化事件密集，创新管线迎来收获期。**1) 唑喹替尼针对3L结直肠癌适应症于23年6月获欧盟受理、日本9月已提交上市申请，有望24年获批。2) 唑喹替尼国内2L胃癌适应症23年4月获NMPA受理，预计24年获批，带来新的销售增长动力。3) 赛沃替尼（c-MET抑制剂）美国针对二线MET扩增EGFR-TKI耐药的NSCLC适应症预计24年底提交，国内一线SANOVO和二线SACHI两项研究预计24年底完成患者招募。4) 索乐匹尼布（SYK抑制剂）针对2LITP于24年1月NDA受理，有望今年获批，同时计划年中在美国/欧洲启动剂量探索研究。5) 他泽司他（EZH2抑制剂）计划于2024年年中提交用于三线以上治疗复发或难治性滤泡性淋巴瘤的中国新药上市申请。
- 风险提示：**临床研发失败风险，竞争格局恶化风险，销售不及预期风险，行业政策等

| 股票数据           |               | 主要财务数据及预测                           |             |             |              |              |              |
|----------------|---------------|-------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 总股本(百万股):      | 871.26        |                                     | <b>2022</b> | <b>2023</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |
| 流通港股(百万股):     | 871.26        | 营业收入(百万美元)                          | 426         | 838         | 663          | 819          | 1011         |
| 52 周内股价区间(港元): | 17.680-32.450 | (+/-)YOY(%)                         | 19.73%      | 96.52%      | -20.89%      | 23.57%       | 23.43%       |
| 总市值(百万港元):     | 20,997.28     | 净利润(百万美元)                           | -361        | 101         | -46          | 36           | 111          |
| 总资产(百万港元):     | 10,002.26     | (+/-)YOY(%)                         | -85.38%     | 127.93%     | -145.17%     | 179.78%      | 204.28%      |
| 每股净资产(港元):     | 6.55          | 全面摊薄 EPS(美元)                        | -0.41       | 0.12        | -0.05        | 0.04         | 0.13         |
| 资料来源: 公司公告     |               | 毛利率(%)                              | 27.04%      | 54.12%      | 53.00%       | 54.00%       | 53.00%       |
|                |               | 净资产收益率(%)                           | -59.12%     | 13.80%      | -6.71%       | 5.13%        | 13.60%       |
|                |               | 资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所       |             |             |              |              |              |
|                |               | 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润, 1 人民币=0.14 美元 |             |             |              |              |              |

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标    | 2023    | 2024E    | 2025E   | 2026E   |
|-----------|---------|----------|---------|---------|
| 每股指标(美元)  |         |          |         |         |
| 每股收益      | 0.12    | -0.05    | 0.04    | 0.13    |
| 每股净资产     | 0.84    | 0.78     | 0.81    | 0.93    |
| 每股经营现金流   | 0.25    | -0.09    | 0.04    | 0.13    |
| 每股股利      | 0.00    | 0.00     | 0.00    | 0.00    |
| 价值评估(倍)   |         |          |         |         |
| P/E       | 33.48   | -65.24   | 81.78   | 26.88   |
| P/B       | 4.79    | 4.38     | 4.19    | 3.66    |
| P/S       | 4.18    | 4.48     | 3.63    | 2.94    |
| EV/EBITDA | 42.03   | -70.64   | 64.16   | 22.16   |
| 股息率%      | 0.0%    | 0.0%     | 0.0%    | 0.0%    |
| 盈利能力指标(%) |         |          |         |         |
| 毛利率       | 54.12%  | 53.00%   | 54.00%  | 53.00%  |
| 净利润率      | 12.03%  | -6.87%   | 4.43%   | 10.93%  |
| 净资产收益率    | 13.80%  | -6.71%   | 5.13%   | 13.60%  |
| 资产回报率     | 7.87%   | -3.62%   | 2.67%   | 7.07%   |
| 投资回报率     | 8.17%   | -5.87%   | 4.63%   | 12.22%  |
| 盈利增长(%)   |         |          |         |         |
| 营业收入增长率   | 96.52%  | -20.89%  | 23.57%  | 23.43%  |
| EBIT 增长率  | 119.00% | -164.46% | 183.01% | 198.45% |
| 净利润增长率    | 127.93% | -145.17% | 179.78% | 204.28% |
| 偿债能力指标    |         |          |         |         |
| 资产负债率     | 41.9%   | 45.0%    | 46.9%   | 47.2%   |
| 流动比率      | 2.7     | 2.5      | 2.4     | 2.3     |
| 速动比率      | 2.6     | 2.4      | 2.2     | 2.2     |
| 现金比率      | 0.7     | 0.5      | 0.6     | 0.8     |
| 经营效率指标    |         |          |         |         |
| 应收帐款周转天数  | 46.2    | 65.1     | 59.0    | 57.2    |
| 存货周转天数    | 50.1    | 55.9     | 48.9    | 47.4    |
| 总资产周转率    | 0.7     | 0.5      | 0.6     | 0.7     |
| 固定资产周转率   | 9.5     | 6.8      | 8.9     | 11.5    |

| 现金流量表(百万美元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 101  | -46   | 36    | 111   |
| 少数股东损益      | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出       | 8    | 5     | 5     | 5     |
| 非经营收益       | 38   | -38   | -39   | -39   |
| 营运资金变动      | 72   | 0     | 35    | 39    |
| 经营活动现金流     | 219  | -77   | 38    | 115   |
| 资产          | -33  | 0     | 0     | 0     |
| 投资          | -285 | 0     | 0     | 0     |
| 其他          | 27   | 41    | 42    | 42    |
| 投资活动现金流     | -291 | 41    | 42    | 42    |
| 债权募资        | 62   | 0     | 0     | 0     |
| 股权募资        | -4   | 0     | 0     | 0     |
| 其他          | -9   | -3    | -3    | -3    |
| 融资活动现金流     | 49   | -3    | -3    | -3    |
| 现金净流量       | -30  | -46   | 70    | 148   |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 4 日

资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所，1 人民币=0.14 美元

| 利润表(百万美元)   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入       | 838    | 663    | 819    | 1011   |
| 营业成本        | 384    | 312    | 377    | 475    |
| 毛利率%        | 54.12% | 53.00% | 54.00% | 53.00% |
| 营业税金及附加     |        |        |        |        |
| 营业税金率%      |        |        |        |        |
| 营业费用        | 53     | 56     | 61     | 67     |
| 营业费用率%      | 6.37%  | 8.50%  | 7.50%  | 6.60%  |
| 管理费用        | 80     | 80     | 82     | 91     |
| 管理费用率%      | 9.52%  | 12.00% | 10.00% | 9.00%  |
| 研发费用        | 302    | 302    | 303    | 308    |
| 研发费用率%      | 36.04% | 45.50% | 37.00% | 30.50% |
| EBIT        | 70     | -45    | 38     | 112    |
| 财务费用        | -35    | 0      | 1      | 0      |
| 财务费用率%      | -4.22% | 0.04%  | 0.09%  | 0.00%  |
| 资产减值损失      |        |        |        |        |
| 投资收益        | 47     | 41     | 42     | 42     |
| 营业利润        | 18     | -86    | -4     | 70     |
| 营业外收支       |        |        |        |        |
| 利润总额        | 106    | -46    | 37     | 112    |
| EBITDA      | 78     | -40    | 43     | 117    |
| 所得税         | 5      | 0      | 1      | 2      |
| 有效所得税率%     | 4.27%  | 0.00%  | 1.44%  | 1.43%  |
| 少数股东损益      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归属母公司所有者净利润 | 101    | -46    | 36     | 111    |

| 资产负债表(百万美元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 284  | 237   | 308   | 456   |
| 应收账款及应收票据   | 117  | 123   | 145   | 176   |
| 存货          | 50   | 46    | 56    | 69    |
| 其它流动资产      | 646  | 673   | 678   | 694   |
| 流动资产合计      | 1097 | 1080  | 1187  | 1395  |
| 长期股权投资      | 48   | 48    | 48    | 48    |
| 固定资产        | 100  | 95    | 90    | 86    |
| 在建工程        |      |       |       |       |
| 无形资产        | 5    | 4     | 4     | 3     |
| 非流动资产合计     | 183  | 177   | 172   | 167   |
| 资产总计        | 1280 | 1258  | 1359  | 1562  |
| 短期借款        | 31   | 31    | 31    | 31    |
| 应付票据及应付账款   | 36   | 47    | 54    | 66    |
| 预收账款        |      |       |       |       |
| 其它流动负债      | 336  | 355   | 419   | 507   |
| 流动负债合计      | 403  | 433   | 505   | 603   |
| 长期借款        | 48   | 48    | 48    | 48    |
| 其它长期负债      | 85   | 85    | 85    | 85    |
| 非流动负债合计     | 133  | 133   | 133   | 133   |
| 负债总计        | 536  | 566   | 638   | 737   |
| 实收资本        | 87   | 87    | 87    | 87    |
| 普通股股东权益     | 731  | 679   | 708   | 812   |
| 少数股东权益      | 13   | 13    | 13    | 13    |
| 负债和所有者权益合计  | 1280 | 1258  | 1359  | 1562  |

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

|  | 类别            | 评级   | 说明                             |
|--|---------------|------|--------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | <b>股票投资评级</b> | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|  |               | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|  |               | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|  |               | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
| <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b><br>A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。            | <b>行业投资评级</b> | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|  |               | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|  |               | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。