

医药	收盘价 港元 24.55	目标价 港元 44.00个	潜在涨幅 +79.2%
----	-----------------	------------------	----------------

2025年1月7日

和黄医药 (13 HK)

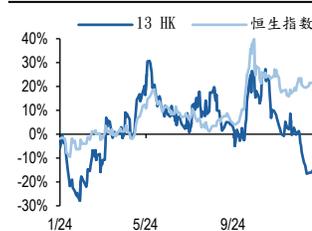
优异对价出售联营公司权益，管线进展喜人，上调目标价

- 以 6.08 亿美元出售非核心合资企业，进一步聚焦创新研发主业。2025 年 1 月 1 日，和黄医药宣布以 6.08 亿美元（约 14 倍 2023 年市盈率）现金向上海金浦健服股权投资管理有限公司和上海医药出售其上海和黄药业的 45% 股权。交易前，和黄医药与上海医药各自在上海和黄药业中持股 50%。根据协议条款，金浦健服和上海医药将分别以 4.73 亿和 1.35 亿美元现金收购上海和黄药业 35% 和 10% 股权，和黄医药则将在交易完成后保留 5% 的股权。和黄医药预计，上述交易将给公司带来 4.77 亿美元的税前收益，其中大部分将反映在 2025 年业绩中。此外，公司向金浦健服保证上海和黄药业净利润未来三年每年至少增长约 5%，若达成，2026-27 年还将获得更多收益；若未达成，补偿总额将不超过 9,500 万美元。
- 自研 ATTC 平台差异化优势显著，即将进入临床验证阶段：公司计划将上述交易所得的款项用于进一步开发其内部产品管线，并推动发展其核心业务战略，重点包括：1) 下一代抗体靶向偶联药物 (ATTC) 平台，借助抗体-小分子抑制剂的协同作用，精准靶向癌症生长所需蛋白、有效克服化疗耐药性，同时基于靶向治疗的药物载荷也有望降低细胞毒素相关的各类毒性，有望与免疫疗法/化疗组成一线标准治疗。临床前数据显示强大的抗肿瘤活性和持久的缓解，与单独使用抗体及靶向药物相比具有更强的抗肿瘤活性，预计该平台上的首款候选药物将于 2H25 进入临床试验。2) 后续创新药物在海外与中国的同步开发，以及全球 BD 战略性布局。
- 临床管线持续取得重要里程碑，2025 年催化剂丰富，维持买入评级：我们认为本次交易条件合理、有利于公司长期发展，调整公司盈利预测、上调 DCF 目标价至 44.0 港元/28.2 美元，维持买入评级。公司在中后期管线开发上持续取得关键进展，2025 年相关催化剂值得重点期待，包括：1) 基于 SAVANNAH 研究的成功，合作伙伴阿斯利康将于近期向 FDA 提交赛沃替尼的首个海外 NDA (2/3L MET 异常泰瑞沙难治性 NSCLC)；2) 中国 III 期 SACHI 研究 (2L MET 扩增的 EGFR TKI 难治性 NSCLC) 已达到主要终点，中国 sNDA 申请获受理并给予优先审评；3) 索乐匹尼布发布补后，公司正与 CDE 积极沟通、滚动递交补充材料，预计年内有望获批。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	34.70
52周低位 (港元)	19.16
市值 (百万港元)	42,823.46
日均成交量 (百万)	10.65
年初至今变化 (%)	8.87
200天平均价 (港元)	28.19

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万美元)	426	838	641	717	829
同比增长 (%)	19.7	96.5	-23.5	11.9	15.7
净利润 (百万美元)	(361)	101	(6)	392	98
每股盈利 (美元)	(0.43)	0.12	(0.01)	0.46	0.11
同比增长 (%)	73.5	-127.8	-105.8	-6,848.4	-75.1
前EPS预测值 (美元)				0.04	0.15
调整幅度 (%)				948.0	-21.4
市盈率 (倍)	NA	26.6	NA	6.8	27.5

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 和黄医药：财务预测调整

百万美元	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	641	641	0%	717	717	0%	829	829	0%
毛利润	331	331	0%	403	403	0%	510	510	0%
毛利率	51.6%	51.6%	0.0ppt	56.3%	56.3%	0.0ppt	61.5%	61.5%	0.0ppt
归母净利润 (亏损)	(6)	(6)	NA	392	37	948%	98	124	-21%

资料来源: 交银国际预测

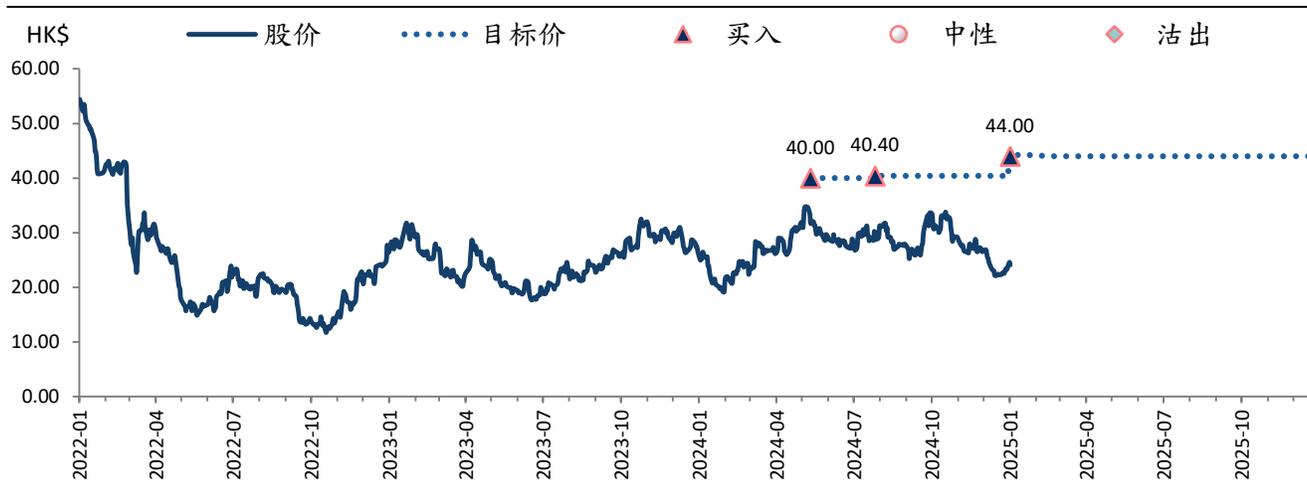
图表 2: 和黄医药：DCF 估值模型

百万美元	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
收入	641	717	829	861	954	1,028	1,078	1,119	1,157	1,179	1,201
EBIT	(61)	(10)	77	102	182	275	348	401	452	485	519
EBIT * (1-t)	(61)	(10)	65	86	155	234	296	341	384	412	441
加：折旧摊销	9	10	11	12	13	14	14	15	15	16	16
减：营运资金增加/ (减少)	(23)	(10)	(22)	(21)	(20)	(16)	(11)	(9)	(8)	(5)	(5)
减：资本开支	(20)	(21)	(21)	(20)	(20)	(20)	(18)	(19)	(20)	(16)	(16)
自由现金流	(94)	(30)	34	58	128	212	281	328	371	407	436
永续增长率	3%										
自由现金流现值	1,218										
终值现值	2,765										
企业价值	3,983										
净现金	921										
少数股东权益	13										
股权价值 (百万美元)	4,916										
股权价值 (百万港元)	38,348										
股份数量 (百万)	872										
每股价值 (港元, 2025 年 12 月 31 日)	44.00										
每 ADR 价值 (美元, 2025 年 12 月 31 日)	28.20										

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.05
股权成本	11.4%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	9.9%

资料来源: 交银国际预测

图表 3: 和黄医药 (13 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
13 HK	和黄医药	买入	24.10	44.00	82.6%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	50.25	56.20	11.8%	2024 年 12 月 04 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	105.60	159.00	50.6%	2024 年 11 月 14 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	57.40	87.00	51.6%	2024 年 10 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	35.15	60.00	70.7%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	29.00	66.00	127.6%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	13.30	24.00	80.5%	2024 年 08 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	9.64	28.75	198.3%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	34.72	76.00	118.9%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.71	4.40	520.3%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	3.46	5.00	44.6%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	29.40	44.00	49.7%	2024 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	16.18	12.30	-24.0%	2024 年 08 月 22 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	14.38	24.50	70.4%	2024 年 09 月 02 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	66.84	93.30	39.6%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	56.68	33.10	-41.6%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
3692 HK	翰森制药	买入	16.32	24.00	47.0%	2024 年 12 月 02 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	27.88	42.50	52.4%	2024 年 08 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	6.78	10.00	47.5%	2024 年 08 月 23 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.03	4.80	58.5%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.62	14.00	83.8%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	4.51	5.80	28.5%	2024 年 11 月 18 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	44.04	45.00	2.2%	2024 年 10 月 28 日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 1 月 7 日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	426	838	641	717	829
主营业务成本	(311)	(384)	(310)	(314)	(319)
毛利	115	454	331	403	510
销售及管理费用	(136)	(133)	(120)	(136)	(151)
研发费用	(387)	(302)	(272)	(277)	(283)
经营利润	(408)	18	(61)	(10)	77
财务成本净额	9	35	8	0	0
其他非经营净收入/费用	38	52	47	434	29
税前利润	(361)	106	(6)	424	105
税费	0	(5)	0	(32)	(8)
非控股权益	(0)	(0)	0	0	0
净利润	(361)	101	(6)	392	98
作每股收益计算的净利润	(361)	101	(6)	392	98

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	313	284	515	890	927
应收账款及票据	98	117	133	144	166
存货	57	50	38	39	39
其他流动资产	372	646	375	380	385
总流动资产	840	1,097	1,062	1,452	1,518
物业、厂房及设备	76	100	103	114	123
其他长期资产	114	83	90	82	106
总长期资产	190	183	194	196	229
总资产	1,029	1,280	1,256	1,648	1,747
短期贷款	0	31	31	31	31
应付账款	71	36	18	19	20
其他短期负债	283	336	336	336	336
总流动负债	354	403	385	386	387
长期贷款	18	48	48	48	48
其他长期负债	21	85	85	85	85
总长期负债	39	133	133	133	133
总负债	393	536	518	519	520
股本	86	87	87	87	87
储备及其他资本项目	524	643	638	1,029	1,127
股东权益	610	731	725	1,116	1,214
非控股权益	27	13	13	13	13
总权益	637	743	738	1,129	1,227

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(361)	106	(6)	424	105
折旧及摊销	9	8	9	10	11
营运资本变动	59	71	(23)	(10)	(22)
其他经营活动现金流	25	34	(47)	(637)	(36)
经营活动现金流	(269)	219	(67)	(213)	59
资本开支	(37)	(33)	(20)	(21)	(21)
其他投资活动现金流	333	(259)	318	608	0
投资活动现金流	297	(291)	298	587	(21)
负债净变动	(9)	62	0	0	0
权益净变动	(48)	(4)	0	0	0
股息	(26)	(9)	0	0	0
其他融资活动现金流	(0)	0	0	0	0
融资活动现金流	(83)	49	0	0	0
汇率收益/损失	(9)	(7)	0	0	0
年初现金	378	313	284	515	890
年末现金	313	284	515	890	927

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(美元)					
核心每股收益	(0.426)	0.119	(0.007)	0.461	0.115
全面摊薄每股收益	(0.426)	0.116	(0.007)	0.450	0.112
利润率分析(%)					
毛利率	27.0	54.1	51.6	56.3	61.5
EBITDA利润率	(93.6)	3.2	(8.1)	0.1	10.6
EBIT利润率	(95.6)	2.2	(9.5)	(1.4)	9.3
净利率	(84.6)	12.0	(0.9)	54.6	11.8
盈利能力(%)					
ROA	(35.1)	7.9	(0.5)	23.8	5.6
ROE	(56.7)	13.6	(0.8)	34.7	8.0
ROIC	(55.1)	12.2	(0.7)	32.4	7.5
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.4	2.7	2.8	3.8	3.9
存货周转天数	66.5	60.0	60.0	60.0	60.0
应收账款周转天数	83.9	90.0	90.0	85.0	83.0
应付账款周转天数	83.4	90.0	90.0	90.0	90.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025年1月7日
和黄医药 (13 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、山西省安集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。