

和黄医药 (00013.HK)

2025年02月06日

唑喹替尼海外快速放量，赛沃替尼国内进展顺利
——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
余汝意（分析师）
余克清（分析师）
聂媛媛（联系人）

yuruyi@kysec.cn

yukeqing@kysec.cn

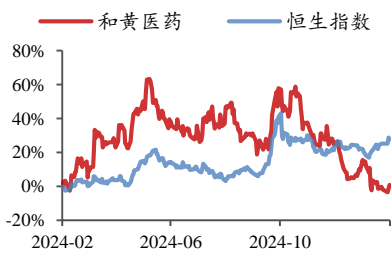
nieyuanyuan@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790525010002

证书编号：S0790124050002

日期	2025/2/5
当前股价(港元)	21.450
一年最高最低(港元)	35.900/19.020
总市值(亿港元)	186.96
流通市值(亿港元)	186.96
总股本(亿股)	8.72
流通港股(亿股)	8.72
近3个月换手率(%)	33.3

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《唑喹替尼海外销量超预期，公司进入全球收获期——公司信息更新报告》-2024.8.1

《唑喹替尼如期在欧盟获批，公司加速迈进全球收获期——公司信息更新报告》-2024.6.23

《深度聚焦肿瘤小分子赛道，进入全球市场收获期——港股公司首次覆盖报告》-2024.6.13

● 2024年唑喹替尼海外销售额达2.82亿美元

武田制药 FY2024 Q3 财报（武田制药 FY2024 为自然年 2024Q2-2025Q1）显示，2024Q2-Q4 唑喹替尼海外收入 361 亿日元，即 2.34 亿美元（以 2 月 4 日美元兑日元汇率计算），其中美国收入 325 亿日元（占比 90%）；单 Q4 收入 130 亿日元（约 0.84 亿美元），环比+17.1%。基于公司核心产品唑喹替尼于海外市场快速放量，我们上调公司 2024 及 2025 年归母净利润、下调 2026 年归母净利润为 3.00/8.45/11.8 亿元（原预计为 2.60/8.39/14.46 亿元），EPS 为 0.3/1.0/1.4 元，当前股价对应 PE 为 57.8/20.6/14.7 倍，维持“买入”评级。

● 唑喹替尼海外需求强劲，2024年Q4实现收入0.84亿美元

唑喹替尼 2023Q4 至 2024Q4 海外收入分别为 22 亿日元（0.14 亿美元）、78 亿日元（0.50 亿美元）、119 亿日元（0.77 亿美元）、111 亿日元（0.71 亿美元）、130 亿日元（0.84 亿美元），海外需求强劲；2024H1 国内销售额 6100 万美元（同比+8%），销售分成 4600 万美元（同比+9%）。赛沃替尼 2024H1 国内销售额为 2590 万美元（同比+18%），销售分成 1310 万美元（同比-14%）。索凡替尼 2024H1 国内销售额为 2540 万美元（同比+12%）。

● 赛沃替尼国内进展顺利，多个催化剂有望逐步兑现

赛沃替尼：联合奥希替尼用于治疗伴有 MET 扩增的接受一线 EGFR TKI 治疗后疾病进展的 EGFR 突变阳性局部晚期或转移性非小细胞肺癌患者的新药上市申请已于 2025 年 1 月 2 日获 NMPA 受理并予以优先审评。索乐匹尼布：2L 治疗免疫性血小板减少症有望于 2025 年在中国获批上市，已于 2024 年年中在美国/欧洲启动剂量探索试验。他泽司他：3L 滤泡性淋巴瘤有望于 2025 年年中在中国获批上市。

● 风险提示：药物临床研发失败、药物安全性风险、核心成员流失等。
财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,970	5,935	4,452	5,438	6,263
YOY(%)	17.5	99.9	(25.0)	22.1	15.2
净利润(百万元)	(2,561)	715	300	845	1,180
YOY(%)	(85.4)	127.9	(58.0)	181.2	39.7
毛利率(%)	25.7	54.0	42.0	46.4	45.0
净利率(%)	(86.1)	12.1	6.6	16.4	18.9
ROE(%)	(9.2)	13.8	5.4	14.3	16.1
EPS(摊薄/元)	-2.9	0.8	0.3	1.0	1.4
P/E(倍)	-7.6	32.5	57.8	20.6	14.7
P/B(倍)	4.5	4.5	3.2	2.8	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5960	7783	7924	9170	10521
现金	4478	6290	6025	7099	8290
应收账款	1080	1137	1510	1621	1730
存货	402	357	389	450	500
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1345	1298	1920	2140	2383
固定资产及在建工程	539	708	847	997	1125
无形资产及其他长期资产	806	590	1073	1143	1258
资产总计	7305	9082	9844	11310	12904
流动负债	2511	2860	3323	3815	4138
短期借款	0	221	295	329	439
应付账款	505	258	415	470	478
其他流动负债	1999	2363	2540	2976	3164
非流动负债	274	946	997	1128	1259
长期借款	128	342	392	523	655
其他非流动负债	146	604	604	604	604
负债合计	2786	3806	4320	4943	5397
股本	614	618	618	618	618
储备	3731	4624	4878	5677	6812
归母所有者权益	4331	5184	5439	6238	7372
少数股东权益	188	91	85	130	134
负债和股东权益总计	7305	9082	9844	11310	12904

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-1906	1556	-356	459	366
税前利润	-2561	715	300	845	1180
折旧和摊销	62	58	41	47	54
营运资本变动	281	510	-15	285	54
其他	312	272	-682	-717	-922
投资活动现金流	2105	-2066	-929	265	-426
资本开支	-260	-231	-162	-167	-156
其他	2365	-1835	-767	432	-269
融资活动现金流	-587	345	113	152	224
股权融资	-341	-28	0	0	0
银行借款	-65	438	124	165	241
其他	-182	-64	0	0	0
汇率变动对现金的影响	-67	-46	-46	-46	-46
现金净增加额	-456	-211	-1218	830	118
期末现金总额	2223	2012	794	1624	1742

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,970	5,935	4,452	5,438	6,263
营业成本	2,208	2,728	2,582	2,912	3,444
营业费用	312	379	398	438	503
管理费用	654	566	425	425	437
其他收入/费用	2,746	2,143	1,629	1,629	1,710
营业利润	(2,893)	130	(581)	35	167
净财务收入/费用	(63)	(251)	(189)	(236)	(282)
其他利润	(353)	(336)	(687)	(776)	(944)
除税前利润	(2,559)	749	295	1,046	1,394
所得税	(2)	32	-0	157	209
少数股东损益	3	2	(6)	44	5
归母净利润	(2,561)	715	300	845	1,180
EBITDA	(2,561)	557	146	858	1,165
扣非后净利润	(374)	715	300	845	1,180
EPS(元)	(2.94)	0.82	0.34	0.97	1.35

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	17.5	99.9	(25.0)	22.1	15.2
营业利润(%)	24.2	(104.5)	(545.9)	(105.9)	385.1
归属于母公司净利润(%)	(85.4)	127.9	(58.0)	181.2	39.7
获利能力					
毛利率(%)	25.7	54.0	42.0	46.4	45.0
净利率(%)	(86.1)	12.1	6.6	16.4	18.9
ROE(%)	(9.2)	13.8	5.4	14.3	16.1
ROIC(%)	(8.5)	8.2	1.7	9.5	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	38.1	41.9	43.9	43.7	41.8
净负债比率(%)	(46.3)	(27.5)	(1.9)	(12.1)	(8.6)
流动比率	2.4	2.7	2.4	2.4	2.5
速动比率	2.2	2.6	2.3	2.3	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.7	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.0	4.9	3.1	3.5	4.5
应付账款周转率	5.5	7.2	7.7	6.6	7.3
存货周转率	6.7	7.2	6.9	6.9	7.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-2.9	0.8	0.3	1.0	1.4
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.2	1.8	-0.4	0.5	0.4
每股净资产(最新摊薄)	5.0	6.0	6.2	7.2	8.5
估值比率					
P/E	-7.6	32.5	57.8	20.6	14.7
P/B	4.5	4.5	3.2	2.8	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn