

和黄医药 (00013.HK)

2025 年 03 月 21 日

唑喹替尼全球销售超 4 亿美元，公司实现盈利

——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

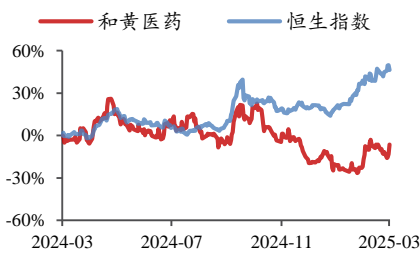
证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790525010002

证书编号：S0790124050002

日期	2025/3/20
当前股价(港元)	25.800
一年最高最低(港元)	35.900/19.800
总市值(亿港元)	224.87
流通市值(亿港元)	224.87
总股本(亿股)	8.72
流通港股(亿股)	8.72
近 3 个月换手率(%)	46.05

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《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》-2025.2.6

《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

● 得益于唑喹替尼在海外市场快速放量，2024 年公司实现盈利

2024 年公司总收入为 6.30 亿美元，其中肿瘤/免疫业务综合收入 3.63 亿美元，复合公司此前指引（3~4 亿美元）。得益于唑喹替尼海外市场快速放量，肿瘤产品综合收入 2.72 亿美元（同比+65%），高于公司指引（增速 30%~50%）。2024 年公司净收益为 0.38 亿美元，实现再次盈利。基于公司核心产品唑喹替尼海外需求强劲，及 2025 年初出售非核心资产上海和黄药业以获得除税前出售收益约 4.77 亿美元。我们调整公司 2025-2026 年、并新增 2027 年归母净利润，分别为 23.83/7.97/9.61 亿元（原预计为 8.45/11.8/-亿元），EPS 为 2.7/0.9/1.1 元，当前股价对应 PE 为 8.8/26.2/21.8 倍，维持“买入”评级。

● 2025 年肿瘤/免疫业务综合收入指引为 3.5~4.5 亿美元

唑喹替尼海外市场销售额 2.91 亿美元（同比+1825%），国内市场销售额 1.15 亿美元（同比+7%），合计全球销售额超 4 亿美元。赛沃替尼国内销售额 0.46 亿美元，同比下滑 2%。索凡替尼国内销售额 0.49 亿美元，同比增长 12%。公司预计 2025 年肿瘤/免疫业务综合收入在 3.5~4.5 亿美元之间。2024 年公司降本增效成果显著。2024 年公司研发费用/销售费用/管理费用分别为 2.12/0.49/0.64 亿美元，同比下降 29.8%/7.55%/20.0%。

● 2025 ELCC 将读出多项数据，赛沃替尼 SAVANNAH（海外 II 期）数据优异 SAVANNAH 海外 II 期研究结果显示，赛沃替尼联合奥希替尼治疗既往使用奥希替尼的 NSCLC 患者经 INV 或 BICR 评估，患者 ORR 分别为 56%/55%，mDOR 为 7.1/9.9 个月，mPFS 为 7.4/7.5 个月。患者 Gr \geq 3 TEAEs 为 57%，Gr \geq 3 TRAEs 为 32%，安全性结果以及因不良事件导致的停药率与各药物已知的特征一致，没有报告新的安全问题。赛沃替尼联合奥希替尼二线治疗 MET 扩增 EGFR 突变 NSCLC 适应症有望于 2025 年年底在中国获批上市，且公司有望于 2025H2 向 NMPA 递交赛沃替尼治疗 MET 扩增胃癌的新药上市申请。

● 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,935	4,522	4,657	5,408	6,566
YOY(%)	99.9	(23.8)	3.0	16.1	21.4
净利润(百万元)	715	271	2,383	797	961
YOY(%)	127.9	(62.1)	780.4	(66.6)	0.0
毛利率(%)	54.0	44.6	39.0	40.0	41.0
净利率(%)	12.1	6.1	53.9	14.8	14.7
ROE(%)	13.8	13.8	32.1	9.3	10.1
EPS(摊薄/元)	0.8	0.3	2.7	0.9	1.1
P/E(倍)	32.5	85.9	8.8	26.2	21.8
P/B(倍)	4.5	4.3	2.7	2.4	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所（注：USD/CNY=7.17）

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7783	7653	10518	11531	13224
现金	6290	5999	8779	9703	11231
应收账款	1137	1292	1305	1366	1426
存货	357	362	433	463	568
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1298	1490	1568	1622	1681
固定资产及在建工程	708	664	751	794	754
无形资产及其他长期资产	590	826	817	828	927
资产总计	9082	9143	12086	13153	14906
流动负债	2860	2702	3018	3163	3975
短期借款	221	168	160	213	211
应付账款	258	305	421	394	506
其他流动负债	2363	2218	2424	2540	3241
非流动负债	946	903	1045	1191	1191
长期借款	342	426	569	715	715
其他非流动负债	604	476	476	476	476
负债合计	3806	3605	4063	4354	5166
股本	618	625	625	625	625
储备	4624	4911	7269	8042	8979
归母所有者权益	5184	5453	7812	8584	9521
少数股东权益	91	86	211	214	218
负债和股东权益总计	9082	9143	12086	13153	14906

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1556	4	-122	143	1035
税前利润	715	271	2383	797	961
折旧和摊销	58	89	37	40	39
营运资本变动	510	-446	239	2	649
其他	272	90	-2781	-695	-615
投资活动现金流	-2066	-689	2672	-303	-21
资本开支	-231	-129	-98	-64	0
其他	-1835	-561	2770	-239	-21
融资活动现金流	345	-220	122	184	-20
股权融资	-28	-59	0	0	0
银行借款	438	260	134	200	-3
其他	-64	-7	0	0	0
汇率变动对现金的影响	-46	-24	-24	-24	-24
现金净增加额	-211	-930	2648	-0	970
期末现金总额	2012	1105	3753	3753	4723

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,935	4,522	4,657	5,408	6,566
营业成本	2,728	2,503	2,841	3,245	3,874
营业费用	379	349	331	358	394
管理费用	566	461	438	416	396
其他收入/费用	2,143	1,522	1,446	1,446	1,446
营业利润	130	(314)	(399)	(57)	457
净财务收入/费用	(251)	(361)	(238)	(284)	(43)
其他利润	(336)	52	(2,919)	(714)	(636)
除税前利润	749	325	2,757	942	1,135
所得税	32	52	248	141	170
少数股东损益	2	3	125	3	4
归母净利润	715	271	2,383	797	961
EBITDA	557	53	2,556	697	1,132
扣非后净利润	715	271	2,383	797	961
EPS(元)	0.82	0.31	2.74	0.91	1.10

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	99.9	(23.8)	3.0	16.1	21.4
营业利润(%)	(104.5)	(340.5)	27.3	(85.7)	(902.3)
归属于母公司净利润(%)	127.9	(62.1)	780.4	(66.6)	0.0
获利能力					
毛利率(%)	54.0	44.6	39.0	40.0	41.0
净利率(%)	12.1	6.1	53.9	14.8	14.7
ROE(%)	13.8	13.8	32.1	9.3	10.1
ROIC(%)	8.2	8.2	26.2	5.7	8.7
偿债能力					
资产负债率(%)	41.9	39.4	33.6	33.1	34.7
净负债比率(%)	(27.5)	(9.2)	(37.7)	(32.1)	(39.0)
流动比率	2.7	2.8	3.5	3.6	3.3
速动比率	2.6	2.7	3.3	3.5	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	5.9	3.7	3.4	4.6	5.3
应付账款周转率	7.2	8.9	7.8	8.0	8.6
存货周转率	7.2	7.0	7.1	7.2	7.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.8	0.3	2.7	0.9	1.1
每股经营现金流(最新摊薄)	1.8	0.0	-0.1	0.2	1.2
每股净资产(最新摊薄)	6.0	6.3	9.0	9.9	10.9
估值比率					
P/E	32.5	85.9	8.8	26.2	21.8
P/B	4.5	4.3	2.7	2.4	2.2

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