



和黄医药 (HCM.US/13.HK)：提前 1 年实现盈利，喜迎发展新阶段

2024 年公司实现可持续的盈利，较此前指引提前 1 年达成目标，验证了我们之前不同于市场预期的判断，亦推动了股价大涨 8%。未来 ATTC 技术平台成为新阶段的研发重点。重申“买入”评级和目标价 26.5 美元/41.3 港元。

2024 年肿瘤板块收入符合市场预期，提前 1 年实现可持续的盈利显著强于市场预期：2024 年公司整体肿瘤板块总收入达到 3.634 亿元，大致符合此前所给的 3-4 亿美元指引区间，大致符合我们预期和 Visible Alpha (VA) 一致预期。其中，(1) 产品收入为 2.715 亿美元 (+65% YoY)，主要受唑喹替尼海外销售强劲增长、唑喹替尼和索凡替尼国内持续稳定增长驱动，整体产品收入符合市场预期；(2) 来自武田的首付款、里程碑及研发收入为 6,700 万美元，(3) 其他收入为 2,490 万美元。2024 年净盈利为 3,773 万美元，符合我们此前不同于市场预期的对于全年净盈利的判断（我们此前预测请见[先前报告](#)），显著强于 VA 一致预期估计的净亏损。基于此，公司提前 1 年实现商业上盈亏平衡（公司此前指引为 2025 年将实现盈亏平衡）。我们认为，强于市场预期的净盈利以及公司成为中国首家提前实现盈亏平衡的生物科技公司的象征性意义，极大提振了投资者信心及对公司股票的市场情绪，推动公司美股/港股均上涨约 8%。

2025 年肿瘤板块预计达成 3.5-4.5 亿美元收入，主要受唑喹替尼海外持续放量及国内适应症拓展（子宫内膜癌已于 2024 年底获批），以及赛沃替尼 2L EGFRm NSCLC 适应症的中国获批驱动。管理层表示，2025 年里程碑收入预计将低于 2024 年，上述指引已将该因素纳入考虑。

下一代技术平台 ATTC 成为未来研发重点，潜在晚期产品收购亦有望带来额外惊喜：得益于此前的非核心业务剥离（请见[先前报告](#)），公司拥有充沛的现金资源（共计约 14 亿美元，包括 2024 年底在手现金约 8.36 亿美元，叠加 2025 年内预计将收到剥离上海和黄的现金款项 6.08 亿美元），管理层计划将充足现金投入下一代技术平台 ATTC，并有望于 2H25 迎来首 1-2 个 ATTC 产品进入国际一期临床。管理层表示 ATTC 平台将是未来 5-10 年研发投入的重点，并且 ATTC 产品有望具备潜在 license-out 机会。除了研发投入之外，管理层亦计划将现金投入晚期产品的收购用来补充公司管线，与现有产品形成协同效应。我们注意到，此次年报业绩会是公司首次公开表露存在收购的计划，尽管目前公司尚未公布收购的时间指引，我们认为该潜在收购或可带来额外惊喜。

未来 12 个月潜在催化剂包括：赛沃替尼国际二期 SAVANNAH 研究将于下周 ELCC 大会读出数据（目前已公布的摘要显示出 7.5 个月 PFS, 55% ORR，与此前在 WCLC 2022 公布的 SAVANNAH 数据一致），唑喹替尼肾细胞癌适应症中国 NDA 递交，索凡替尼 PDAC 二期研究数据读出，赛沃替尼 2L EGFRm NSCLC 适应症的中国获批，索乐匹尼布的中国获批，他泽司他中国获批等等。

阳景

首席医药分析师
 Jing_yang@spdbi.com
 (852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师
 ryan_hu@spdbi.com
 (852) 2808 6446

2025 年 3 月 20 日

和黄医药 (HCM.US)

买入

目标价 (美元)	26.5
潜在升幅/降幅	+64%
目前股价 (美元)	16.2
52 周内股价区间 (美元)	12.8-21.9
总市值 (百万美元)	2,821
近 3 月日均成交额 (百万美元)	1

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
 资料来源：Bloomberg、浦银国际

和黄医药 (13.HK)

买入

目标价 (港元)	41.3
潜在升幅/降幅	+60%
目前股价 (港元)	25.8
52 周内股价区间 (港元)	19.8-35.9
总市值 (百万港元)	22,487
近 3 月日均成交额 (百万港元)	159

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
 注：数据截至 2025 年 3 月 20 日港股收盘
 资料来源：Bloomberg、浦银国际



- **重申“买入”评级，维持美股/港股目标价 26.5 美元/41.3 港元：**我们将 2025E/2026E 净盈利调整 18%/16%，主要由于调整里程碑收入预测及综合毛利率预测，上调利息收入预测等。同时我们引入 2027E 预测。根据 DCF 估值模型（WACC：8.7%，永续增长率：3.0%），我们维持公司的“买入”评级和目标价美股 26.5 美元/港股 41.3 港元。
- **投资风险：**呋喹替尼海外销售不及预期、赛沃替尼美国递交上市时间线推迟、管线产品获批延迟或者临床数据不佳。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	838	630	668	822	943
同比变动 (%)	96.5%	-24.8%	6.0%	23.1%	14.7%
归母净利润/(亏损)	101	38	323	129	200
PS (x)	3.4	4.6	4.3	3.5	3.1

E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 和黄医药 (13.HK)

利润表

千美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	837,999	630,201	667,951	822,313	942,903
销售成本	(384,447)	(348,884)	(366,758)	(424,376)	(441,407)
毛利	453,552	281,317	301,193	397,936	501,496
研发费用	(302,001)	(212,109)	(227,103)	(263,140)	(292,300)
销售费用	(53,392)	(48,617)	(50,096)	(57,562)	(61,289)
管理费用	(79,784)	(64,296)	(66,795)	(74,008)	(75,432)
其他	-	-	-	-	-
经营利润	18,375	(43,705)	(42,802)	3,226	72,475
利息收入, 净额	35,386	37,208	46,844	15,098	25,127
其他收入, 净额	51,842	51,859	380,900	134,700	134,700
除所得税前亏损	105,603	45,362	384,942	153,024	232,302
所得税开支	(4,509)	(7,192)	(57,741)	(22,954)	(34,845)
亏损净额	101,094	38,170	327,201	130,070	197,457
非控股权益应占亏损净额	(314)	(441)	(3,780)	(1,503)	2,281
归母净利润/(亏损)	100,780	37,729	323,420	128,567	199,738

资产负债表

千美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	283,589	153,958	601,625	584,957	593,663
应收账款	116,894	155,537	133,213	204,724	208,604
存货	50,258	50,400	55,415	60,853	60,081
其他流动资产	646,098	706,660	708,128	714,131	718,821
流动资产总值	1,096,839	1,066,555	1,498,381	1,564,665	1,581,169
物业、厂房及设备, 净额	99,727	92,498	93,737	93,789	95,644
经营租赁使用权资产	4,665	4,497	4,497	4,497	4,497
无形资产, 净额	-	-	-	-	-
股权投资	48,411	77,765	7,777	54,777	101,777
递延税项资产	15,456	12,448	12,448	12,448	12,448
其他非流动资产	14,675	20,433	56,440	56,440	56,440
非流动资产总值	182,934	207,641	174,898	221,951	270,805
短期债务	31,155	23,372	23,372	23,372	23,372
应付账款	36,327	42,521	40,367	55,543	44,216
应计开支及其他应付款项	271,399	256,125	220,055	275,845	242,774
其他	64,146	54,544	54,544	54,544	54,544
流动负债总值	403,027	376,562	338,337	409,303	364,905
长期银行贷款	48,189	59,434	59,434	59,434	59,434
递延税项	1,484	2,990	2,990	2,990	2,990
其他	83,686	63,357	63,357	63,357	63,357
非流动负债总值	133,359	125,781	125,781	125,781	125,781
股本	87,126	87,160	87,160	87,160	87,160
额外实收资本	1,522,447	1,517,526	1,517,526	1,517,526	1,517,526
累计其他全面收益 (亏损)	(8,163)	(11,585)	98,522	10,822	(76,878)
累计亏损	(870,869)	(833,172)	(509,752)	(381,184)	(181,446)
少数股东权益	12,846	11,924	15,704	17,207	14,926
权益总额	743,387	771,853	1,209,161	1,251,531	1,361,288

E=浦银国际预测

资料来源: 公司报告、浦银国际

现金流量表

千美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
亏损净额	101,094	38,170	327,201	130,070	197,457
折旧与摊销	8,207	12,341	12,120	12,282	12,289
股份支付	36,600	21,609	-	-	-
其他	6,616	2,079	(333,900)	(87,700)	(87,700)
营运资本变动	71,146	(62,169)	(22,384)	(11,985)	(52,196)
应收账款	(21,336)	(38,545)	22,324	(71,510)	(3,880)
预付账款及其他流动资产变动	8,285	(3,028)	(1,468)	(6,003)	(4,690)
存货	4,135	(772)	(5,015)	(5,438)	772
应付账款	(32,542)	6,194	(2,154)	15,176	(11,327)
应计开支及其他应付款项	(4,409)	2,533	(36,070)	55,790	(33,071)
其他营运资本变动	117,013	(28,551)	-	-	-
经营活动现金净额	219,258	497	(63,963)	(4,333)	22,850
购买物业及设备	(32,612)	(17,933)	(13,359)	(12,335)	(14,144)
权益投资所得	29,495	-	508,000	-	-
其他	(350,126)	(96,060)	(504,371)	(12,335)	(14,144)
投资活动现金净额	(291,136)	(96,060)	511,629	(12,335)	(14,144)
出售普通股所得款项	5,094	790	-	-	-
贷款所得款项	61,705	5,607	-	-	-
其他	(18,139)	(37,064)	-	-	-
融资活动现金净额	48,660	(30,667)	-	-	-
现金增加 (减少) 净额	(23,218)	(126,230)	447,667	(16,667)	8,706
期初现金	313,278	283,589	153,958	601,625	584,957
汇率变动的影响, 净额	(6,471)	(3,401)	-	-	-
期末现金	283,589	153,958	601,625	584,957	593,663

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (美元)					
每股盈利	0.12	0.04	0.37	0.15	0.23
每股净资产	0.86	0.88	1.39	1.43	1.56
每股销售额	0.96	0.72	0.77	0.94	1.08
同比变动 (%)					
收入	96.5%	-24.8%	6.0%	23.1%	14.7%
税后利润	NM	-62%	757%	-60%	52%
归母净利润	NM	-63%	757%	-60%	55%
费用率 (%)					
研发费用/收入	36.0%	33.7%	34.0%	32.0%	31.0%
销售费用/收入	6.4%	7.7%	7.5%	7.0%	6.5%
管理费用/收入	9.5%	10.2%	10.0%	9.0%	8.0%
利润率 (%)					
毛利率	54.1%	44.6%	45.1%	48.4%	53.2%
归母净利率	12.0%	6.0%	48.4%	15.6%	21.2%
回报率 (%)					
平均股本回报率	-17.5%	9.0%	14.9%	18.1%	12.1%
平均资产回报率	-10.1%	5.5%	10.9%	12.8%	8.8%
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.7	2.8	4.4	3.8	4.3
速动比率 (x)	2.6	2.7	4.3	3.7	4.2
现金比率 (x)	0.7	0.4	1.8	1.4	1.6
估值					
市盈率 (x)	28.5	75.7	8.8	22.2	14.6
市净率 (x)	3.9	3.7	2.4	2.3	2.1
市销率 (x)	3.4	4.6	4.3	3.5	3.1

图表 2: SPDBI 目标价: 和黄医药 (HCM.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 和黄医药 (13.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	264.2	买入	230.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	25.8	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	16.2	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	29.7	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	38.0	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	266.3	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	157.6	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	227.6	买入	273.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.8	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	64.0	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	21.6	持有	26.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	36.8	持有	35.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	9.0	买入	9.2	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	18.0	持有	14.5	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	43.2	买入	60.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	2.1	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.8	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	74.5	买入	65.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	7.0	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	39.2	买入	58.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	0.9	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	33.9	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	38.5	买入	28.1	生物科技
2256.HK Equity	和誉	8.5	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	8.5	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	46.6	买入	61.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.7	买入	5.5	制药
2359 HK Equity	药明康德	71.7	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	69.6	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	17.4	买入	16.8	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	27.8	持有	22.4	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	27.7	持有	18.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	45.9	买入	35.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	244.0	买入	350.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	20.0	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	3.3	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.4	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.2	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	13.1	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	19.8	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	16.1	买入	16.4	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	372.2	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	13.7	买入	16.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	9.2	买入	10.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.7	买入	6.8	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	4.3	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	5.2	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.4	持有	6.6	互联网医疗

注: 数据截至 2025 年 3 月 20 日港股收盘。资料来源: Bloomberg、浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

