和黄医药（00013.HK）

呋喹替尼海外销售表现亮眼，连续两年实现盈利

优于大市

核心观点

销售快速增长，海外商业化成最大增量。和黄医药2024年肿瘤产品的总销售额为5.01亿美元（+134%），呋喹替尼在海外的销售贡献最大增量。主要产品中，呋喹替尼在海外的首个完整年度销售2.91亿美元，呋喹替尼在中国销售1.15亿美元（+7%），赛沃替尼销售0.46亿美元（-2%），索凡替尼销售0.49亿美元（+12%）。肿瘤免疫业务综合收入为3.63亿美元（-31%），下降因23年收到武田首付款形成高基数。预计呋喹替尼在美国、欧盟和日本等地的销售放量会成为2025年销售增长的主要驱动力；公司给予肿瘤免疫业务综合收入2025年全年指引为3.5-4.5亿美元。

呋喹替尼海外不断开拓，赛沃替尼联合治疗进展顺利。呋喹替尼在2024年6月和9月分别在欧盟和日本获批，除此之外，在阿根廷、瑞士、加拿大、英国等地也已获批上市，不断开拓商业化区域。赛沃替尼联合奥昔替尼二线治疗EGFRm/MET扩增NSCLC患者的适应症已在中国申报上市，赛沃替尼联合奥昔替尼的SAVANNAH临床将在ELCC上读出数据，显示出持久的临床缓解。索凡替尼联合卡瑞利珠单抗一线治疗胰腺癌的2/3期临床已完成2期部分入组。创新的ATTC平台预计将于25年产生进入临床阶段的分子。

连续两年实现盈利，在手现金充沛。公司2024年的净收益为0.38亿美元，主要依靠产品销售实现盈利。公司的研发开支减少至2.12亿美元（-30%），主要由于境外团队重组，海外临床费用大幅下降；销售及行政开支下降至1.13亿美元（-15%），体现出行政开支的严格控制和销售团队的规模效应。截至24年底，公司的在手现金约8.36亿美元；并且，公司拟以6.08亿美元出售上海和黄药业45%的股权，预计将进一步充实现金储备。

风险提示：创新药研发失败或进度低于预期；商业化不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

由于公司今年拟出售中药资产，预计将产生4.77亿美元的税前收益，我们上调公司2025-26年的盈利预测，预计2025-27年公司的归母净利润为3.47、1.19、1.64亿美元（25-26年前值0.61、1.08亿美元），同比增长818%、-66%、37%。公司创新药销售表现优异，研发端顺利推进，财务状况良好，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	838	630	735	852	956
(+/-%)	96.5%	-24.8%	16.6%	15.9%	12.2%
净利润(百万元)	101	38	347	119	164
(+/-%)	-127.9%	-62.6%	818.4%	-65.5%	37.4%
每股收益（元）	0.12	0.04	0.40	0.14	0.19
EBIT Margin	2.2%	-6.9%	-0.5%	9.0%	13.1%
净资产收益率（ROE）	13.8%	5.0%	31.3%	9.7%	11.8%
市盈率（PE）	26.5	70.8	7.7	22.4	16.3
EV/EBITDA	1164.8	-489.4	6616.9	254.7	160.2
市净率（PB）	3.66	3.52	2.41	2.18	1.92

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

医药生物·化学制药

证券分析师：陈曦炳
0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

证券分析师：彭思宇
0755-81982723
pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	23.95港元
总市值/流通市值	20875/20875百万港元
52周最高价/最低价	35.90/19.80港元
近3个月日均成交额	165.74百万港元

市场走势

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

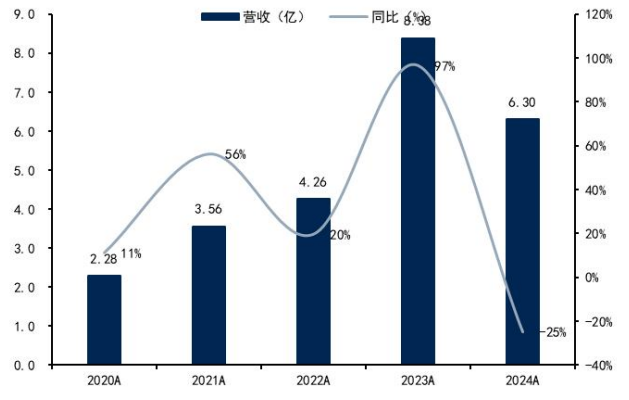
《和黄医药（00013.HK）-临床开发与商业化均取得进展》——2024-12-02

《和黄医药（00013.HK）-呋喹替尼海外销售迅速放量，研发管线顺利推进》——2024-08-02

《和黄医药（00013.HK）-小分子创新药为核心，商业化和出海持续兑现》——2024-05-24

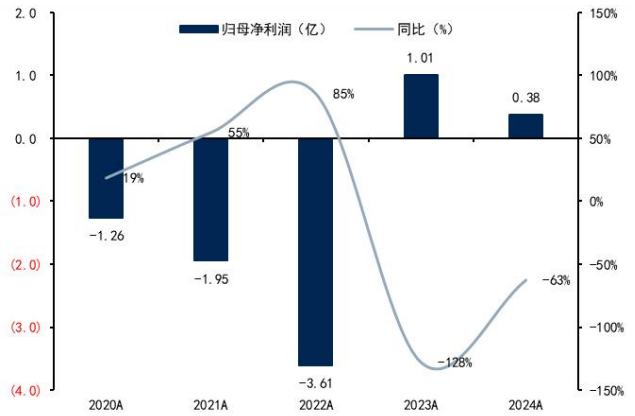
销售快速增长，海外商业化成最大增量。和黄医药 2024 年肿瘤产品的总销售额为 5.01 亿美元（+134%），呋喹替尼在海外的销售贡献最大增量。主要产品中，呋喹替尼在海外的首个完整年度销售 2.91 亿美元，呋喹替尼在中国销售 1.15 亿美元（+7%），赛沃替尼销售 0.46 亿美元（-2%），索凡替尼销售 0.49 亿美元（+12%）。肿瘤免疫业务综合收入为 3.63 亿美元（-31%），下降因 23 年收到武田首付款形成高基数。预计呋喹替尼在美国、欧盟和日本等地的销售放量会成为 2025 年销售增长的主要驱动力；公司给予肿瘤免疫业务综合收入 2025 年全年指引为 3.5-4.5 亿美元。

图1：和黄医药营业收入及增速（单位：亿美元、%）



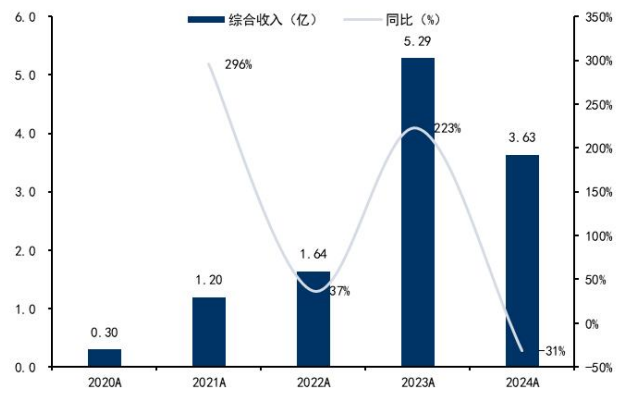
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：和黄医药归母净利润及增速（单位：亿美元、%）



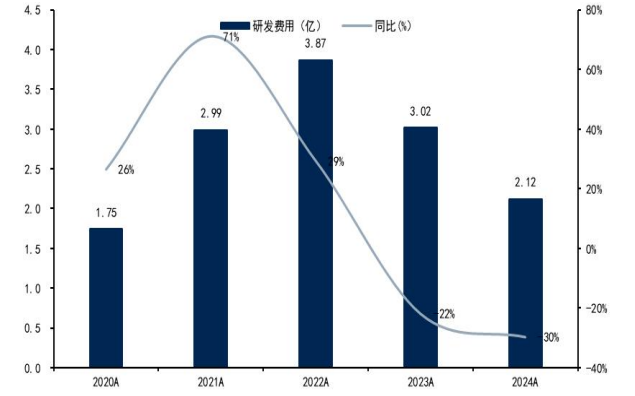
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：肿瘤免疫业务综合收入（单位：亿美元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

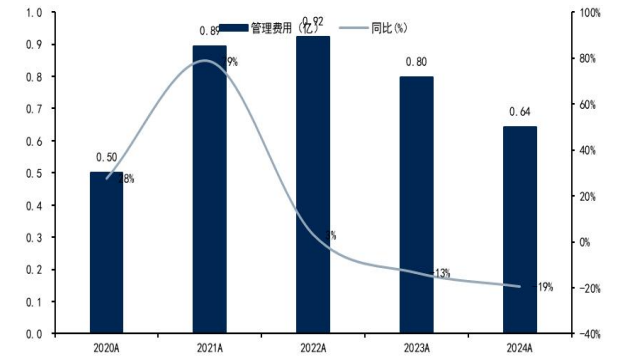
图4：和黄医药研发费用及增速（单位：亿美元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

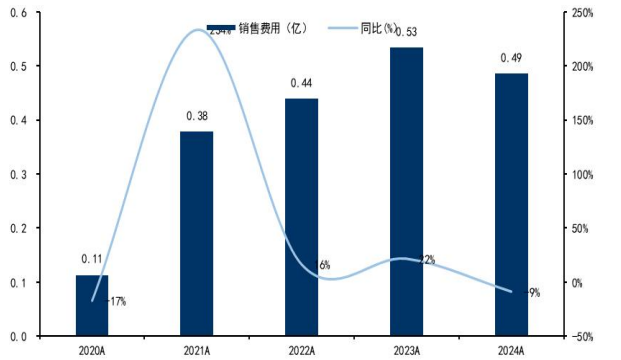
依靠产品销售实现盈利，在手现金充沛。公司 2024 年的净收益为 0.38 亿美元，主要依靠产品销售实现盈利。公司的研发开支减少至 2.12 亿美元（-30%），主要由于境外团队重组，海外临床费用大幅下降；销售及行政开支下降至 1.13 亿美元（-15%），体现出行政开支的严格控制和销售团队的规模效应。截至 24 年底，公司的在手现金约 8.36 亿美元；并且，公司拟以 6.08 亿美元出售上海和黄药业 45%的股权，预计将进一步充实现金储备。

图5：和黄医药管理费用及增速（单位：亿美元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：和黄医药销售费用及增速（单位：亿美元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

呋喹替尼海外不断开拓，赛沃替尼联合治疗进展顺利。呋喹替尼在 2024 年 6 月和 9 月分别在欧盟和日本获批，除此之外，在阿根廷、瑞士、加拿大、英国等地也已获批上市，不断开拓商业化区域。赛沃替尼联合奥昔替尼二线治疗 EGFRm/MET 扩增 NSCLC 患者的适应症已在中国申报上市，赛沃替尼联合奥昔替尼的 SAVANNAH 临床将在 ELCC 上读出数据，显示出持久的临床缓解。索凡替尼联合卡瑞利珠单抗一线治疗胰腺癌的 2/3 期临床已完成 2 期部分入组。创新的 ATTC 平台预计将于 25 年产生进入临床阶段的分子。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。由于公司今年拟出售中药资产，预计将产生 4.77 亿美元的税前收益，我们上调公司 2025-26 年的盈利预测，预计 2025-27 年公司的归母净利润为 3.47、1.19、1.64 亿美元(25-26 年前值 0.61、1.08 亿美元），同比增长 818%、-66%、37%。公司创新药销售表现优异，研发端顺利推进，财务状况良好，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万美元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	284	154	693	959	1257
应收款项	160	180	201	210	209
存货净额	50	50	57	52	57
其他流动资产	0	0	7	9	10
流动资产合计	**1097**	**1067**	**1436**	**1564**	**1766**
固定资产	100	92	116	128	130
无形资产及其他	5	4	4	4	3
投资性房地产	30	28	28	28	28
长期股权投资	48	83	83	83	83
资产总计	**1280**	**1274**	**1667**	**1807**	**2010**
短期借款及交易性金融负债	31	23	18	24	22
应付款项	39	44	57	46	52
其他流动负债	333	309	343	367	401
流动负债合计	**403**	**377**	**419**	**438**	**476**
长期借款及应付债券	48	59	59	59	59
其他长期负债	85	66	66	66	66
长期负债合计	**133**	**126**	**126**	**126**	**126**
负债合计	**536**	**502**	**544**	**564**	**601**
少数股东权益	13	12	16	17	19
股东权益	731	760	1106	1226	1390
负债和股东权益总计	**1280**	**1274**	**1667**	**1807**	**2010**

关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.12	0.04	0.40	0.14	0.19
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	0.84	0.87	1.27	1.41	1.59
ROIC	3%	-5%	-1%	45%	83%
ROE	14%	5%	31%	10%	12%
毛利率	54%	45%	48%	56%	59%
EBIT Margin	2%	-7%	-1%	9%	13%
EBITDA Margin	2%	-7%	0%	10%	14%
收入增长	97%	-25%	17%	16%	12%
净利润增长率	-128%	-63%	818%	-66%	37%
资产负债率	43%	40%	34%	32%	31%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	26.5	70.8	7.7	22.4	16.3
P/B	3.7	3.5	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	1165	(489)	6617	255	160

利润表（百万美元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**838**	**630**	**735**	**852**	**956**
营业成本	384	349	382	372	394
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	53	49	68	100	116
管理费用	382	276	289	304	320
财务费用	(35)	(37)	2	(0)	(2)
投资收益	0	0	397	53	53
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
其他收入	52	52	7	8	9
营业利润	106	45	398	137	188
营业外净收支	0	0	0	0	0
利润总额	**106**	**45**	**398**	**137**	**188**
所得税费用	5	7	48	16	23
少数股东损益	0	0	4	1	2
归属于母公司净利润	**101**	**38**	**347**	**119**	**164**

现金流量表（百万美元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	**101**	**38**	**347**	**119**	**164**
资产减值准备	0	0	0	0	0
折旧摊销	0	0	7	8	9
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	(35)	(37)	2	(0)	(2)
营运资本变动	82	(55)	12	9	35
其它	0	0	4	1	2
经营活动现金流	**183**	**(17)**	**369**	**137**	**210**
资本开支	0	7	(30)	(20)	(10)
其它投资现金流	(285)	(79)	205	143	100
投资活动现金流	**(260)**	**(107)**	**175**	**123**	**90**
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	30	11	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0	0
其它融资现金流	(13)	(29)	(5)	6	(2)
融资活动现金流	**47**	**(6)**	**(5)**	**6**	**(2)**
现金净变动	**(30)**	**(130)**	**539**	**267**	**298**
货币资金的期初余额	313	284	154	693	959
货币资金的期末余额	284	154	693	959	1257
企业自由现金流	0	(85)	(15)	64	144
权益自由现金流	0	(71)	(21)	70	143

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032