

2025 年 03 月 25 日

和黄医药 (00013. HK)

投资评级：买入（维持）

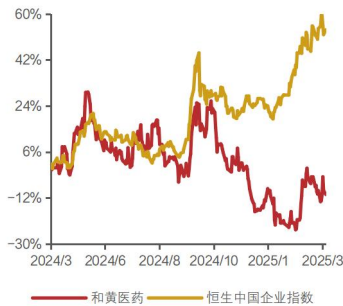
——迈入可持续盈利阶段，2025 年业绩指引增长积极

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 03 月 24 日

收盘价 (港元)	23.95
一年内最高/最低 (港元)	35.90/19.80
总市值 (百万港元)	20,874.85
流通市值 (百万港元)	20,874.85
资产负债率 (%)	39.42

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **公司事件：**3月19日，和黄医药发布2024年度业绩公告，2024年净利润3770万美元，截至24年底现金8.361亿美元结余充足，核心品种唑拉替尼全球销售超市场预期，其他管线进一步拓宽并取得切实进展。
- **公司2024年报要点及点评：1) 2024年公司业绩收入端符合预期，**2024年实现综合收入6.302亿美元，其中肿瘤免疫业务合计收入3.634亿美元，此前2024全年指引为3-4亿美元，符合预期。**2) 2024年肿瘤产品市场销售额增长134%至5.01亿美元。**公司分成后肿瘤产品综合收入2.715亿美元，同比增长65%，此前2024全年指引为30-50%增长。**3) 2024年应占净收益为3770万美元，略超预期，**提前实现财务自给自足，我们认为这意味着公司已进入可持续盈利阶段。除了产品高速放量以外，净利润超预期的另一个原因主要是由于研发/销售管理费用的控制下降，2024年研发费用2.12亿美元，同比下降30%，原因是研发管线整合以及海外团队重组。销售及行政开支1.13亿美元，同比下降15%，原因是销售团队生产力提升以及更严格的支出管控。**4) 公司充足的现金支持后续新药研发，**公司截至2024年底的现金余额为8.361亿美元。此外，公司以约6.08亿美元现金出售上海和黄药业的45.0%股权，并保留5.0%的股权，估计公司将录得税前收益约4.77亿美元。公司计划将充足现金投入抗体靶向偶联药物ATTC平台。**5) 业绩指引积极，公司指引2025年肿瘤/免疫业务综合收入全年为3.5-4.5亿美金，**核心驱动在于唑拉替尼海外美国/欧洲/日本等地的持续放量，及唑拉替尼国内新适应症获批（2L子宫内膜癌于24年12月获批），以及赛沃替尼2L EGFRm MET 扩增 NSCLC 适应症预计2025年中国获批（已于2024年12月受理NDA）。
- **公司未来催化：1) 唑拉海外放量：**欧洲/日本有望提供新增长动力。**2) 赛沃出海：**2L NSCLC 有望25年向FDA递交上市申请，SAVANNAH 数据于ELCC大会读出，结果显示BICR ORR为55%，DoR为9.9个月，PFS为7.5个月。**3) Syk 国内获批+出海：**二线ITP数据优异，BIC潜力。**4) 索凡替尼一线胰腺癌：**之前IIT研究疗效显著，mPFS 9个月，mOS 13.3个月，预计今年完成2期临床。**5) 抗体靶向偶联药物 ATTC 新故事：**特定靶点驱动，减轻化疗毒性，可与化疗一线联合，预计25H2启动临床。
- **盈利预测与评级：**我们预计2025-2027年公司总收入为6.94、8.44、9.96亿美元。通过DCF计算，假设永续增长率为2%，WACC为9.42%，公司合理股权价值为306亿港元（汇率取1美元=7.77港元）。公司创新产品管线丰富，全球化进展顺利，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**临床研发失败风险，竞争格局恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等。

盈利预测与估值 (美元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	838	630	694	844	996
同比增长率 (%)	96.52%	-24.80%	10.17%	21.61%	18.01%
归母净利润 (百万元)	101	38	393	179	241
同比增长率 (%)	127.93%	-62.56%	942.79%	-54.55%	34.52%
每股收益 (美元/股)	0.12	0.04	0.45	0.21	0.28
ROE (%)	13.8%	5.0%	34.2%	13.5%	15.4%
市盈率 (P/E)	31.09	73.29	6.90	15.18	11.28

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

图表 1：和黄医药临床后期管线布局



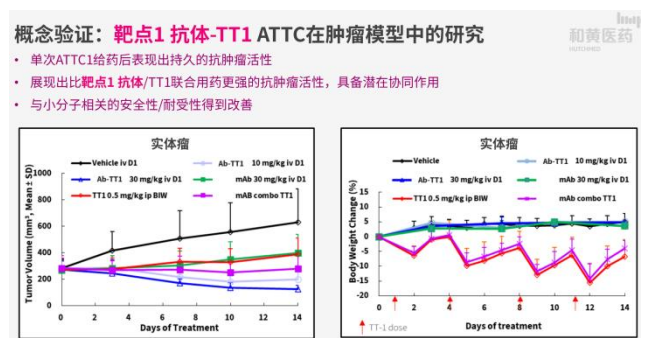
资料来源：公司 2024 年年报业绩材料，华源证券研究所

图表 2：ATTC 药物平台设计



资料来源：公司 2024 年年报业绩材料，华源证券研究所

图表 3：ATTC 在肿瘤模型中的研究



资料来源：公司 2024 年年报业绩材料，华源证券研究所

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：美元(百万)					单位：美元(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	630	694	844	996	货币资金	154	443	538	708
增长率	-24.8%	10.2%	21.6%	18.0%	应收款项	180	203	223	250
营业成本	349	347	405	458	存货	50	52	59	68
%销售收入	55.4%	50.0%	48.0%	46.0%	其他流动资产	682	782	882	982
毛利	281	347	439	538	流动资产	1,067	1,480	1,703	2,008
%销售收入	44.6%	50.0%	52.0%	54.0%	权益性投资	83	113	138	164
其他收入	0	0	0	0	固定资产	92	98	103	109
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	4	4	3	3
销售费用	49	51	55	63	非流动资产	208	242	272	303
%销售收入	7.7%	7.3%	6.5%	6.3%	资产总计	1,274	1,722	1,975	2,311
管理费用	64	62	60	63	应付款项	43	50	56	65
%销售收入	10.2%	9.0%	7.1%	6.3%	短期借款	23	22	21	20
研发费用	212	229	245	259	其他流动负债	311	353	420	504
%销售收入	33.7%	33.0%	29.0%	26.0%	流动负债	377	426	497	590
财务费用	-37	-8	-6	-12	长期债务	59	64	69	74
%销售收入	-5.9%	-1.2%	-0.7%	-1.2%	其他长期负债	66	66	66	66
息税前利润 (EBIT)	8	459	194	257	非流动负债	126	131	136	141
%销售收入	1.3%	66.2%	23.0%	25.8%	负债总计	502	556	633	731
投资收益	46	451	110	98	归属母公司股东权益	760	1,150	1,325	1,563
%税前利润	102.4%	96.5%	55.2%	36.6%	少数股东权益	12	16	17	18
除税前利润	45	468	200	268	负债股东权益合计	1,274	1,722	1,975	2,311
利润率	7.2%	67.3%	23.6%	26.9%					
所得税	7	70	20	27	比率分析				
所得税率	15.9%	15.0%	10.0%	10.0%		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润(含少数股东损益)	38	397	180	242	每股指标				
少数股东损益	0	4	1	1	每股收益	0.04	0.45	0.21	0.28
归属于母公司的净利润	38	393	179	241	每股净资产	0.87	1.32	1.52	1.79
增长率	-62.6%	942.8%	-54.6%	34.5%	每股经营现金净流	0.00	-0.03	0.14	0.24
净利率	6.0%	56.7%	21.2%	24.1%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					回报率				
					净资产收益率	4.96%	34.21%	13.49%	15.39%
					总资产收益率	2.96%	22.85%	9.05%	10.41%
					投入资本收益率	0.80%	31.17%	12.17%	13.79%
					增长率				
					营业收入增长率	-24.80%	10.17%	21.61%	18.01%
					EBIT增长率	-88.39%	5533.95%	-57.81%	32.45%
					净利润增长率	-62.56%	942.79%	-54.55%	34.52%
					总资产增长率	-0.44%	35.16%	14.68%	17.01%
					资产管理能力				
					应收账款周转天数	77.8	80.3	67.9	62.2
					存货周转天数	51.9	52.9	49.1	49.7
					应付账款周转天数	40.7	48.1	47.1	47.6
					固定资产周转天数	54.9	49.3	42.9	38.3
					偿债能力				
					流动比率	2.83	3.48	3.43	3.40
					速动比率	2.70	3.36	3.31	3.29
					净负债/股东权益	-9.22%	-30.57%	-33.34%	-38.81%
					EBIT利息保障倍数	2.8	135.5	54.4	68.6
					资产负债率	39.42%	32.30%	32.04%	31.62%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。