

肿瘤产品收入超预期，创新管线持续兑现

核心观点

和黄医药公布 24 年业绩，肿瘤产品收入增长 65%，超出此前公司给出的全年 30-50%增长指引；24 年呋喹替尼海外商业化亮眼，首个完整年销售额突破 2.9 亿美元。公司 2025 年肿瘤业务收入指引为 3.5-4.5 亿美元。2025 年重点关注：（1）赛沃替尼 SAVANNAH 以及 SACHI 临床数据读出及新适应症国内获批进展；（2）呋喹替尼海外商业化表现；（3）索乐匹尼布国内获批上市以及海外一期临床进展。

事件

3 月 19 日，和黄医药公布 2024 年年报，全年综合总收入 6.30 亿美元，同比下降 25%；肿瘤业务收入 3.63 亿美元，同比增长 135%，其中肿瘤产品综合收入 2.71 亿美元，同比增长 65%。全年净收益为 3770 万美元，现金及等价物和短期投资 8.36 亿美元。

重要财务指标（百万美元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	838.00	630.20	691.57	864.36	1113.29
增长率(%)	96.5%	-24.8%	9.74%	24.98%	28.80%
净利润	100.78	37.73	103.15	166.50	246.38
增长率(%)	127.9%	-62.6%	173.40%	61.42%	47.98%
EPS(美元/股, 摊薄)	0.12	0.04	0.12	0.19	0.28
P/E(倍)	31.76	67.10	28.85	17.87	12.08

资料来源: iFinD, 中信建投证券

和黄医药(0013.HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

魏佳奥

weijiaao@csc.com.cn

010-56135336

SAC 编号:S1440524050001

发布日期: 2025 年 03 月 25 日

当前股价: 24.35 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.31/-2.62	9.93/-10.19	-11.62/-54.82
12 月最高/最低价(港元)		34.70/20.25
总股本(万股)		87,160.11
流通 H 股(万股)		87,160.11
总市值(亿港元)		212.23
流通市值(亿港元)		212.23
近 3 月日均成交量(万)		691.47
主要股东		
Hutchison Healthcare Holdings Limited		38.16%

股价表现



简评

肿瘤产品收入超预期，呋喹替尼海外商业化亮眼

24 年全年综合总收入 6.302 亿美元，同比下降 25%；肿瘤业务收入 3.63 亿美元，同比增长 135%，其中肿瘤产品综合收入 2.71 亿美元，同比增长 65%，超出此前 30-50%的收入指引。呋喹替尼作为核心产品表现亮眼，海外市场 24 年首个完整年销售额突破 2.9 美元，触发武田销售额里程碑付款，带动全年肿瘤产品综合收入同比增长 65%至 2.71 亿美元；国内市场呋喹替尼全年销售额 1.15 亿美元，同比增长 7%；索凡替尼全年销售额 4900 万美元，同比增长 12%；赛沃替尼销售额同比基本持平，为 4550 万美元。

研发管线持续推进，自研能力进一步证实

呋喹替尼通过 FRUSICA-1/2、SACHI 及 SAVANNAH 等多项多中心研究，在二线 pMMR 子宫内膜癌、EGFR 突变伴 MET 扩增非小细胞肺癌等适应症中展现出卓越疗效，其 SAVANNAH 研究因实现高且持久的客观缓解率 (ORR) 获 FDA 快速通道资格，2024 年更在中国斩获附条件批准及 NDA 受理，成为泛瘤种治疗的重要候选。

赛沃替尼聚焦 MET 信号通路异常驱动的实体瘤，SAFFRON 与 SANOVO 研究针对非小细胞肺癌的 MET 扩增/过表达亚型全面铺开，注册研究更将适应症扩展至三线胃癌，预计 2025 年完成全球入组，有望填补 MET 靶点治疗空白。

索凡替尼一线胰腺导管腺癌的 III 期研究完成入组，或为胰腺癌提供全新治疗范式；他泽司他凭借桥接研究数据于 2024 年提交三线滤泡性淋巴瘤中国 NDA，并与和黄医药联合推进 SYMPHONY-1 二线研究，加速血液肿瘤领域布局。

索乐匹尼布在 ESLIM-01/02 研究中突破性解决原发免疫性血小板减少症与温抗体型溶血性贫血，NDA 受理标志其或成血液疾病领域重磅产品。HMPL-453 与 HMPL-306 则瞄准 FGFR2 融合肝胆管癌及 IDH1/2 突变急性髓系白血病等罕见靶点，前者预计 2025 年完成关键数据读出，后者通过 RAPHAEL 研究开启复发难治性 AML 精准治疗新篇章。

图 1:和黄医药多元化且经验证的后期产品管线

药物	研究	适应症	状态
呋喹替尼 ^{^^}	FRUSICA-1	二线伴有pMMR的子宫内膜癌	2024年获中国附条件批准
	FRUSICA-2	二线肾细胞癌	顶线数据积极,有望提交中国NDA
赛沃替尼 [*]	SACHI	二线EGFRm MET扩增非小细胞肺癌	2024年中国NDA获受理(优先审评,中国突破性治疗品种)
	SAVANNAH	二/三线EGFRm MET扩增/过表达非小细胞肺癌	高,具临床意义且持久的ORR;ELCC数据读出(FDA快速通道)
	SAFFRON	二/三线EGFRm MET扩增/过表达非小细胞肺癌	入组中(计划2025年下半年完成入组)
	SANOVO	一线MET过表达非小细胞肺癌	入组中
	注册研究	三线MET扩增胃癌	入组中(计划2025年下半年完成入组)
索凡替尼	II/III期研究	一线胰腺导管腺癌	II期研究完成患者入组
他泽司他 [^]	桥接研究	三线复发/难治性滤泡性淋巴瘤	2024年中国NDA获受理(优先审评)
	SYMPHONY-1	二线滤泡性淋巴瘤	入组中(和黄医药负责中国部分研究)
索乐匹尼布	ESLIM-01	二线原发性免疫性血小板减少症	2024年中国NDA获受理(优先审评)
	ESLIM-02	二线温抗体型自身免疫性溶血性贫血	入组中(计划2025年下半年完成入组)
HMPL-453	注册研究	二线伴有FGFR2融合/重排的肝内胆管癌	2025年3月完成患者入组;预计2025年数据读出
HMPL-306	RAPHAEL	二线伴有IDH1/2的复发/难治性急性髓系白血病	2024年5月首名患者入组

pMMR = 错配修复正常; EGFRm = 表皮生长因子受体突变; MET = 间质上皮转化因子; ORR = 客观缓解率; NDA = 新药上市申请; ELCC = 欧洲肺癌大会; IDH = 异柠檬脱氢酶; FGFR = 成纤维细胞生长因子受体
*与阿斯利康合作; ^与Ipsen合作; ^^与礼来合作

数据来源:公司公告, 中信建投证券

ATTC 平台以抗体协同小分子抑制剂精准靶向肿瘤, 为长期安全用药与高效抗肿瘤提供革新方案

精准协同机制, 突破传统毒性局限。和黄医药的 ATTC (抗体靶向偶联药物) 通过靶向癌症生长关键蛋白, 将抗体与小分子抑制剂 (SMI) 高效结合, 实现协同抗肿瘤效应。相较于传统 ADC (抗体偶联药物) 依赖细胞毒素导致血液毒性、肝毒性等问题, ATTC 采用非基因毒性 SMI 载荷, 显著降低中靶/脱靶毒性及骨髓抑制风险, 更适合与化疗、免疫疗法联合应用, 甚至可长期用药。其核心创新在于优化连接子设计, 适配 SMI 的理化特性, 同时提升效价强度, 有效克服化疗耐药性, 为肺癌、胃癌等高发癌种提供更安全方案。

差异化设计: 从“杀伤”到“精准调控”。传统 ADC 以细胞毒素无差别攻击快速分裂细胞, 副作用大且缺乏预测性生物标志物, 而 ATTC 转向精准调控癌症驱动通路。ATTC 可递送 PROTAC 等大分子 SMI, 靶向蛋白-蛋白相互作用 (PPI), 直接干预肿瘤信号传导。这种设计不仅减少肝毒性、神经毒性等传统问题, 还能通过明确遗传驱动基因筛选获益人群, 提升治疗针对性。临床前数据显示, ATTC 在保持高效抗肿瘤活性的同时, 药代动力学表现更优——口服生物利用度问题迎刃而解, 药物相互作用风险降低, 为联合用药创造更大空间。

临床前景: 重新定义一线治疗标准。ATTC 的潜力在于其与现有疗法的深度整合。在肺癌、胃癌等领域, ATTC 可与化疗或 PD-1 抑制剂组成一线联合方案, 通过“减毒增效”策略延长患者生存期并改善生活质量。当前, 和黄医药已推动 ATTC 平台下多个分子进入临床, 覆盖 EGFR、MET、FGFR 等热门靶点, 未来有望填补 ADC 无法触及的治疗空白 (如耐药突变、罕见靶点)。这一技术不仅加速了“去化疗”趋势, 更引领癌症治疗从“广谱杀伤”迈向“精准可控”的新时代。

图 2:传统 ADC 与和黄医药 ATTC 的对比

传统的ADC vs. 和黄医药ATTC		
	 传统的 抗体偶联药物(ADC)	 和黄医药的 抗体靶向偶联药物(ATTC)
作用机制	- 细胞毒素药物载荷 - 靶向快速分裂的细胞 (主要是癌细胞)	- 靶向癌症生长所需蛋白 - 与抗体的协同作用 - 可以与免疫疗法/化疗为基础的一线标准治疗或其它靶向疗法联合用药 - 克服化疗耐药性 - 可长期给药
副作用	抗体相关毒性 细胞毒素相关的主要毒性 ^[1] - 血液毒性 - 肝毒性 - 胃肠道毒性 - 神经毒性, 眼毒性 - 间质性肺病	抗体相关毒性 基于靶向治疗(TT)的药物载荷 - 低中靶和脱瘤毒性 - 低化合物毒性, 例如肝脏毒性、QT间期延长等 - 非基因毒性, 低骨髓毒性, 适合长期使用
局限性	化疗耐药性, 非特异性	靶向治疗耐药性?
预测性生物标志物/ 敏感人群	无/不清晰 有遗传驱动基因的患者表现更差	清晰 有遗传驱动基因的患者应获益最多

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

创新驱动全球布局, 从自给自足盈利到多适应症药物分阶段上市。公司规划 2025-2029 年产品上市路线: 呋喹替尼、赛沃替尼、他泽司他等药物将在中国及全球针对 EMC、NSCLC、FL 等多种适应症分阶段上市, 涵盖“加速增长”(新地区推新产品/适应症)与“持续增长”阶段, 同时推进新型候选药物注册研究及 ATTCs 全球试验概念验证, 逐步构建药物研发与商业化布局。

图 3:和黄医药中长期战略规划



数据来源：公司公告，中信建投证券

期间费用分析：现金充裕，销售及研发费用下降明显

公司 24 年研发费用和销售及行政开支均有显著下降，研发费用从 2023 年的 3.02 亿美元下降至 2024 年的 2.12 亿美元，销售及行政开支也从 2023 年的 1.33 亿美元下降至 2024 年的 1.13 亿美元，主要得益于研发组合优先次序的整合及中国以外团队和项目的战略重组，以及销售团队生产力的提升及更严格的支出管控。24 年净利率 10.4%，资产负债率为 39.4%，相比 23 年下降 2.5 个百分点。截止 24 年底，公司现金及短期投资 8.36 亿美元。

盈利预测、估值和投资建议

我们预计 2025-2027 年，公司实现营业收入分别为 6.92 亿美元、8.64 亿美元、11.13 亿美元。考虑到公司呋喹替尼在海外商业化持续放量，赛沃替尼有望在未来在美国递交上市申请，同时 ATTC 新技术平台及全球化商业化网络深化，维持“买入”评级。

风险分析

新药研发不确定性风险：新药研发具有研发周期长、投入大、风险高、成功率低等特点，从实验室研究到新药获批上市，要经过临床前研究、临床试验、新药注册上市和售后监督等诸多复杂环节，每一个环节都有面临失败风险。

行业政策风险：因行业政策调整带来的研究设计要求变化、价格变化、带量采购政策变化、医保报销范围及比例变化等风险。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

研发不及预期风险：新药在研发过程中，从药物发现、临床前研究、临床试验到商业化上市，既存在因企业技术、流程等不达标可能面临的问题，也存在与监管方沟通不及时，不合规等风险。

销售不及预期风险：药物上市后在销售过程中会受到可能的疫情影响、物流运力不足、生产产能不足等风险。还需要警惕核心技术人员变动以及市场竞争加剧等风险。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

魏佳奥

中信建投证券制药及生物科技行业研究员，牛津大学生物无机化学博士，覆盖创新药，生物试剂等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk