

全球商业化进展顺利，提前实现盈利目标

——和黄医药 2024 年年报点评

核心观点

- 事件：**公司 2024 年实现收入 6.30 亿美元，其中肿瘤产品的综合收入为 2.72 亿美元，同比增长 65%；首付款、监管里程碑及研发服务/研发服务许可/其他业务收入分别为 0.67 亿/0.25 亿/2.67 亿美元。2024 年实现盈利 0.38 亿美元，截至去年底在手现金 8.32 亿美元（不含出售上海和黄的 6 亿美金），提前实现财务自给自足。
- 吠喹替尼全球快速放量，赛沃替尼临床积极推进。**1) 吠喹替尼：24 年实现销售额 4.05 亿美元（海外 2.90 亿美元/国内 1.15 亿美元），海外上市的首个完整年度保持良好势头，主要得益于在美国、欧盟、日本多个市场的快速放量。国内方面，吠喹替尼与信达 PD-1 联用治疗二线子宫内膜癌已于 24 年 12 月获批，治疗二线肾癌已达到三期主要临床终点，新增适应症有望贡献业绩增量。2) 赛沃替尼：国内方面，用于二线治疗 MET 扩增的 EGFR 突变非小细胞肺癌（SACHI）适应症已提交上市申请，一线治疗（SANOVO）正在积极入组；海外方面，全球关键二期临床试验（SAVANNAH）取得积极结果，同时三期临床（SAFFRON）有望今年完成患者入组。
- 自免及血液瘤产品获批在即，全新 ATTC 平台开启新一波候选药物的开发浪潮。**公司产品由实体瘤拓展至自免及血液瘤领域：首款自免产品索乐匹尼布有望于今年年底完成上市申请审评，他泽司他已于 3 月 21 日获批用于治疗复发或难治性滤泡性淋巴瘤。早研管线方面，基于 ATTC 平台的候选药物预计今年进入临床开发阶段，新一代技术平台解决肿瘤以外组织毒性或脱靶毒性，同时通过抗体和小分子靶向药物的协同组合来提高疗效。

盈利预测与投资建议

- 由于赛沃替尼海外获批具有不确定性，我们下调公司 2025-2026 年营业收入分别为 7.30、8.41 亿美元（原预测值为 8.44、10.00 亿美元），新增预测 2027 年收入 9.49 亿美元。根据可比公司，我们给予公司 2025 年 5.83 倍 PS，对应目标价为 37.99 港元（汇率约 7.78），维持买入评级。

风险提示

- 创新药研发进度不及预期、产品竞争加剧或者销售不及预期、公司中长期盈利能力下降的风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	838.00	630.20	730.03	840.85	948.58
同比增长(%)	96.52%	-24.80%	15.84%	15.18%	12.81%
归属母公司净利润(百万元)	100.78	37.73	468.43	100.26	151.48
同比增长(%)	127.93%	-62.56%	1141.58%	-78.60%	51.09%
每股收益(元)	0.12	0.04	0.54	0.12	0.17
毛利率(%)	54.12%	44.64%	49.64%	52.92%	54.37%
净利率(%)	12.06%	6.06%	64.23%	11.99%	16.03%
净资产收益率(%)	13.80%	4.96%	38.36%	7.60%	10.31%
市盈率(倍)	26.62	71.12	5.76	26.93	17.82
市净率(倍)	3.67	3.53	2.21	2.05	1.84

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

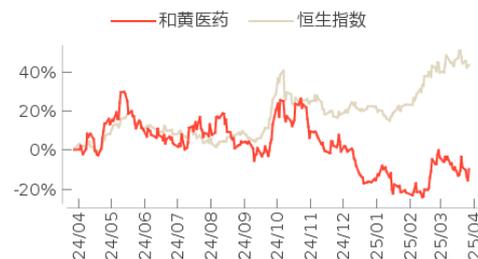
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年03月27日）	24.1 港元
目标价格	37.99 港元
52 周最高价/最低价	35.9/19.8 港元
总股本/流通 H 股（万股）	87,160/87,160
H 股市值（百万港币）	21,006
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 03 月 28 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-6.59	-9.74	8.07	-9.74
相对表现%	-3.94	-9.15	-9.29	-53.58
恒生指数%	-2.65	-0.59	17.36	43.84



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524020001 香港证监会牌照：BRX199
傅肖依	fuxiaoyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080006

相关报告

Pipeline 开花结果，出海正兑现：——和黄医药首次覆盖报告 2024-12-26

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				一致预期营业收入 (百万元)				PS			
		2025/3/27	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
百济神州	06160	148.75	-4.53	-3.31	0.36	2.75	17,645	27,343	35,679	43,988	11.78	7.60	5.83	4.73
信达生物	01801	42.73	-0.63	-0.06	0.20	0.94	6,206	9,422	11,047	14,325	11.28	7.43	6.34	4.89
康方生物	09926	66.13	2.26	-0.47	0.13	0.97	4,551	2,499	3,775	5,659	13.04	23.75	15.72	10.49
荣昌生物	09995	20.74	-2.78	-2.51	-1.72	-0.75	1,083	1,648	2,347	3,261	10.42	6.85	4.81	3.46
君实生物	01877	13.64	-2.31	-0.93	-0.39	0.34	1,534	1,784	2,526	3,607	8.77	7.54	5.32	3.73
	最大值										13.04	23.75	15.72	10.49
	最小值										8.77	6.85	4.81	3.46
	平均数										11.06	10.64	7.60	5.46
	调整后平均										11.16	7.52	5.83	4.45

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
资产负债表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	283.59	153.96	713.80	755.45	850.11	营业额	838.00	630.20	730.03	840.85	948.58
应收账款	116.89	155.54	149.92	172.68	194.81	销售成本	384.45	348.88	367.66	395.91	432.86
预付款项、按金及其他应收款	12.95	13.31	38.42	44.25	49.92	其他费用	8.40	4.88	21.90	16.82	18.97
其他应收款	28.23	7.90	11.82	13.61	15.36	销售费用	53.39	48.62	55.69	60.15	63.16
存货	50.26	50.40	56.06	60.37	66.00	管理费用	381.79	276.41	293.41	303.89	313.28
其他流动资产	604.91	685.45	622.50	717.00	808.86	财务费用	-35.39	-37.21	1.87	0.31	0.07
流动资产总计	1096.84	1066.56	1592.52	1763.37	1985.05	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	48.41	77.77	77.77	77.77	77.77	投资收益	0.00	46.47	0.00	0.00	0.00
固定资产	99.73	92.50	78.01	63.52	49.02	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	45.36	35.09	-10.51	63.77	120.25
无形资产	4.67	4.50	3.75	3.00	2.25	其他非经营损益	12.95	10.27	485.35	10.53	9.72
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	58.31	45.36	474.84	74.30	129.96
其他非流动资产	30.13	32.88	32.88	32.88	32.88	所得税	-42.79	7.19	5.92	-26.49	-22.10
非流动资产合计	182.93	207.64	192.40	177.16	161.92	税后利润	101.09	38.17	468.92	100.79	152.06
资产总计	1279.77	1274.20	1784.92	1940.53	2146.97	归属于非控制股东利润	0.31	0.44	0.48	0.53	0.59
短期借款	31.16	23.37	0.00	0.00	0.00	归属于母公司股东利润	100.78	37.73	468.43	100.26	151.48
应付账款	36.33	42.52	54.53	58.72	64.20	EBITDA	31.13	20.50	491.95	89.85	145.28
其他流动负债	335.55	310.67	370.94	423.10	474.29	NOPLAT	56.50	-1.78	23.56	91.38	143.18
流动负债合计	403.03	376.56	425.48	481.82	538.49	EPS(元)	0.12	0.04	0.54	0.12	0.17
长期借款	48.19	59.43	59.43	59.43	59.43						
其他非流动负债	85.17	66.35	66.35	66.35	66.35						
非流动负债合计	133.36	125.78	125.78	125.78	125.78	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	536.39	502.34	551.26	607.60	664.27		2022	2023	2024E	2025E	2026E
股本	87.13	87.16	87.16	87.16	87.16	成长能力					
储备	651.58	684.35	684.35	684.35	684.35	营收额增长率	96.52%	-24.80%	15.84%	15.18%	12.81%
留存收益	-8.16	-11.59	449.74	548.47	697.65	EBIT增长率	105.47%	-64.43%	5746.38%	-84.35%	74.29%
归属于母公司股东权益	730.54	759.93	1221.25	1319.99	1469.17	EBITDA增长率	107.58%	-34.16%	2300.37%	-81.74%	61.69%
归属于非控制股东权益	12.85	11.92	12.41	12.94	13.53	税后利润增长率	128.05%	-62.24%	1128.50%	-78.51%	50.87%
权益合计	743.39	771.85	1233.66	1332.93	1482.69	盈利能力					
负债和权益合计	1279.77	1274.20	1784.92	1940.53	2146.97	毛利率	54.12%	44.64%	49.64%	52.92%	54.37%
现金流量表						净利率	12.06%	6.06%	64.23%	11.99%	16.03%
单位: 百万美元	2022	2023	2024E	2025E	单位: 百万元	ROE	13.80%	4.96%	38.36%	7.60%	10.31%
现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	ROA	7.87%	2.96%	26.24%	5.17%	7.06%
折旧与摊销	8.21	12.34	15.24	15.24	15.24	ROIC	2.57%	0.80%	33.96%	4.94%	7.77%
财务费用	-35.39	-37.21	1.87	0.31	0.07						
其他经营资金	-1776.56	-1998.64	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	估值倍数					
经营性现金净流量	219.26	0.50	112.77	1.44	55.72	P/E	26.79	71.56	5.76	26.93	17.82
投资性现金净流量	-291.14	-96.06	479.43	42.04	41.30	P/S	3.22	4.28	3.70	3.21	2.85
筹资性现金净流量	48.66	-30.67	-32.35	-1.83	-2.37	P/B	3.70	3.55	2.21	2.05	1.84
现金流量净额	-23.22	-126.23	559.84	41.65	94.65						

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn