

医药	收盘价 港元 28.02	目标价 港元 37.60↓	潜在涨幅 +34.2%
----	-----------------	------------------	----------------

2025 年 8 月 8 日

和黄医药 (13 HK)

1H25 短期承压，但平台长期差异化价值不改，维持买入

虽然公司 1H25 业绩承压，但我们依旧看好商业化品种新增适应症对潜在销售峰值的持续扩容作用，并预计 2H25 起实现经营层面盈亏平衡。公司差异化显著的 ATTC 平台即将进入临床研究验证阶段，长期平台价值和 BD 潜力仍远被市场低估，维持买入。

④ **1H25 承压，中国内地销售受竞争影响较大：**总收入同比下降 9%，肿瘤/免疫业务收入下降 15%，不及我们和市场的预期。肿瘤产品收入下降 4%，其中：1) 呋喹替尼海外销售+25%（固定汇率，下同），得益于新国家市场启动商业化、医保报销覆盖扩大、下游治疗需求强劲等，但中国内地销售-29%，主要受竞品瑞戈非尼纳入集采、贝伐跨线使用、Lonsurf®持续放量等影响。2) 赛沃替尼和索凡替尼销售分别下降 41%/50%，同样受到竞争影响，例如赛沃面临四款纳入医保的同类竞品，而索凡受奥曲肽仿制药等生长抑素类似物的份额挤压。管理层将 2025 全年肿瘤/免疫收入指引从 3.5-4.5 亿美元下调至 2.7-3.5 亿美元，主因 BD 里程碑收入和索乐匹尼布中国获批上市时间延迟至 2025 年后。得益于费用端的降本增效努力，公司 1H25 经营亏损显著收窄，我们预计 2H25 起有望实现经营层面盈亏平衡。

④ **维持买入，关注差异化 ATTC 平台：**根据 1H25 业绩表现和最新竞争格局，我们下调公司三大商业化品种的销售预测，下调 2025-27 年收入预测 11-14%，下调 DCF 目标价至 37.6 港元/24.1 美元（HCM US）。公司差异化 ATTC 平台（抗体-小分子抑制剂）的首款候选药物 HMPL-A251 有望于 2H25 在中美启动针对实体瘤的 I 期研究，该产品靶向在肿瘤中高表达的成熟治疗靶点，在肿瘤模型中显示出比单抗+小分子抑制剂联用更显著的抗瘤活性、初步验证两者之间的协同效应，同时安全性优于小分子抑制剂单药，而和化疗联用之后的抑瘤效果更进一步（图表 1-2）。2026 年还将有两款 ATTC 分子进入临床，随着初步临床阶段数据产生，这些产品的潜在 BD 交易机会可期。其他短期催化剂包括：1) 2H25 新适应症医保谈判情况：赛沃 EGFR-TKI 耐药 MET+ NSCLC、呋喹 2L 子宫内膜癌；2) 赛沃全球 III 期 SAFFRON 研究（泰瑞沙耐药 NSCLC）明年读出数据、进行全球申报，值得重点关注。

盈利预测变动

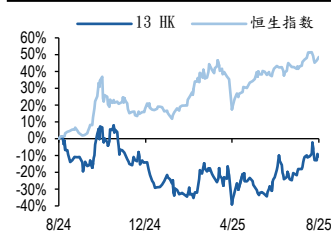
人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	629	708	-11%	682	793	-14%	718	819	-12%
毛利润	274	386	-29%	325	470	-31%	357	496	-28%
毛利率	43.5%	54.6%	-11.1ppts	47.6%	59.2%	-11.6ppts	49.7%	60.6%	-10.9ppts
归母净利润	452	452	0%	54	149	-64%	81	173	-53%
净利率	71.9%	63.9%	8.0ppts	7.9%	18.7%	-10.9ppts	11.3%	21.1%	-9.8ppts

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	33.75
52周低位 (港元)	19.08
市值 (百万港元)	48,978.60
日均成交量 (百万)	7.63
年初至今变化 (%)	24.26
200天平均价 (港元)	23.96

资料来源：FactSet

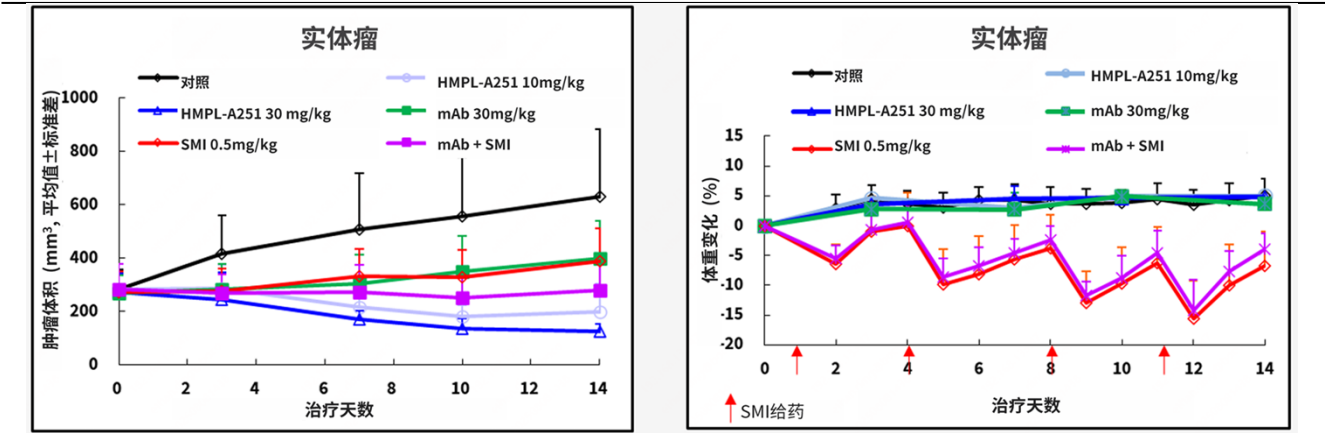
丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

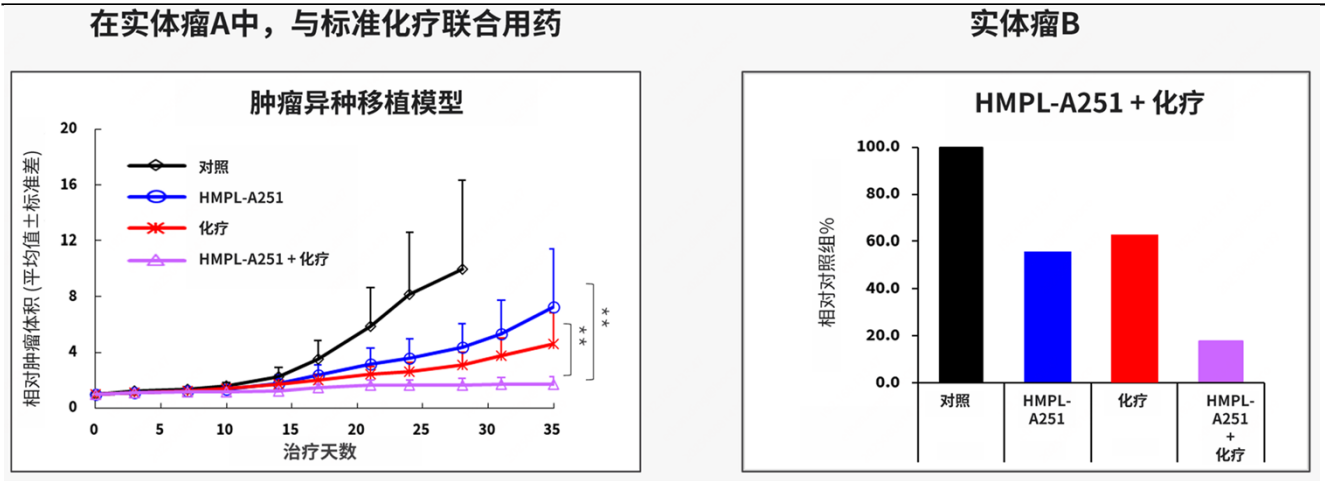
Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

图表 1：HMPL-A251 在肿瘤模型中的抑瘤效果优于单抗、小分子抑制剂单药



资料来源：公司资料，交银国际

图表 2：HMPL-A251 与化疗联用在肿瘤模型中的抑瘤效果



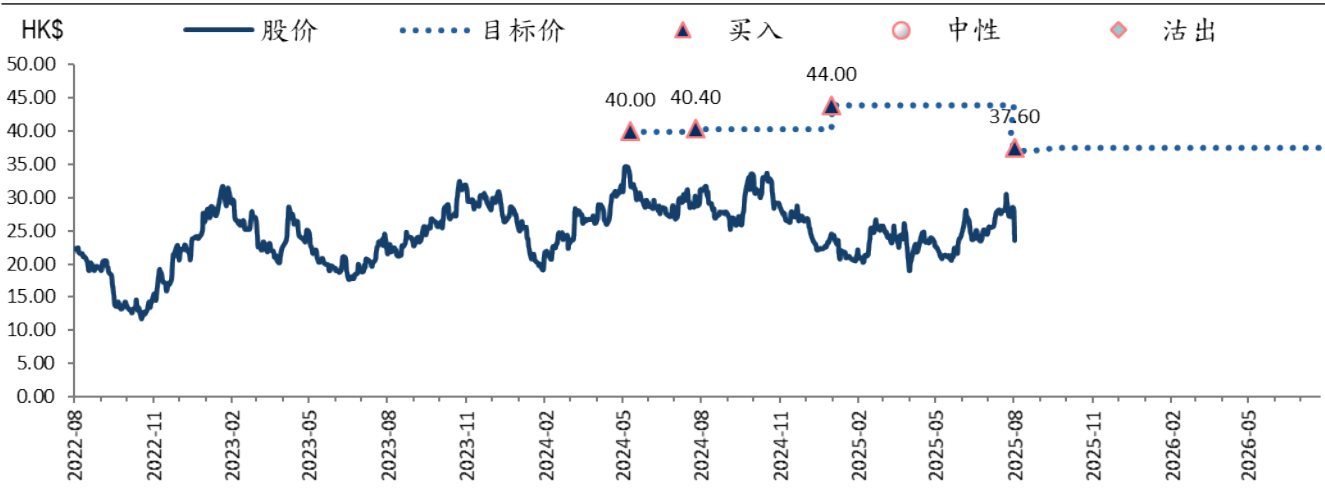
资料来源：公司资料，交银国际

图表 3：和黄医药：DCF 估值模型

人民币百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E																				
收入	629	682	718	787	847	905	945	983	1,028	1,053	1,079																				
EBIT	8	53	83	145	202	254	298	341	388	417	447																				
EBIT*(1-t)	8	45	71	124	172	216	254	290	329	355	380																				
加：折旧摊销	9	9	10	11	11	12	12	13	13	13	13																				
减:营运资金增加/ （减少）	8	(9)	(15)	(20)	(14)	(12)	(8)	(8)	(15)	(11)	(12)																				
减:资本开支	(9)	(17)	(17)	(17)	(16)	(15)	(16)	(17)	(14)	(14)	(14)																				
自由现金流	16	28	49	98	153	200	241	278	313	343	368																				
永续增长率	3%	<table><tr><th colspan="2">WACC</th></tr><tr><td>无风险利率</td><td>4.0%</td></tr><tr><td>市场风险溢价</td><td>7.0%</td></tr><tr><td>贝塔</td><td>1.05</td></tr><tr><td>股权成本</td><td>11.4%</td></tr><tr><td>税前债务成本</td><td>5.0%</td></tr><tr><td>税后债务成本</td><td>4.3%</td></tr><tr><td>预期债权比例</td><td>20.0%</td></tr><tr><td>有效税率</td><td>15.0%</td></tr><tr><td>WACC</td><td>9.9%</td></tr></table>										WACC		无风险利率	4.0%	市场风险溢价	7.0%	贝塔	1.05	股权成本	11.4%	税前债务成本	5.0%	税后债务成本	4.3%	预期债权比例	20.0%	有效税率	15.0%	WACC	9.9%
WACC																															
无风险利率	4.0%																														
市场风险溢价	7.0%																														
贝塔	1.05																														
股权成本	11.4%																														
税前债务成本	5.0%																														
税后债务成本	4.3%																														
预期债权比例	20.0%																														
有效税率	15.0%																														
WACC	9.9%																														
自由现金流现值	1,210																														
终值现值	2,332																														
企业价值	3,542																														
净现金	650																														
少数股东权益	12																														
股权价值（百万美元）	4,204																														
股权价值（百万港元）	32,789																														
股份数量（百万）	872																														
每股价值(港元， 2026年12月31日)	37.60																														
每ADR价值(美元， 2026年12月31日)	24.10																														

资料来源：交银国际预测

图表 4：和黄医药 (13 HK) 评级及目标价



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 5：交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
13 HK	和黄医药	买入	23.54	37.60	59.7%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	171.30	225.00	31.3%	2025 年 08 月 07 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	29.86	33.00	10.5%	2025 年 07 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	160.40	140.00	-12.7%	2025 年 07 月 11 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	71.30	72.50	1.7%	2025 年 07 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	91.25	84.00	-7.9%	2025 年 06 月 06 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	64.70	66.00	2.0%	2025 年 05 月 22 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	403.00	400.00	-0.7%	2025 年 05 月 16 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	37.43	65.00	73.7%	2025 年 05 月 14 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	68.15	57.00	-16.4%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	5.10	6.60	29.4%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	16.95	28.75	69.6%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	9.10	5.00	-45.0%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	56.05	51.00	-9.0%	2025 年 03 月 25 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	29.36	25.00	-14.8%	2025 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	16.43	18.00	9.6%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	74.57	93.30	25.1%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	45.36	33.10	-27.0%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
1177 HK	中国生物制药	买入	7.36	8.00	8.7%	2025 年 07 月 18 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	35.38	33.00	-6.7%	2025 年 06 月 19 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	12.31	14.30	16.1%	2025 年 06 月 04 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.43	14.00	66.1%	2024 年 04 月 01 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	36.61	40.20	9.8%	2025 年 06 月 19 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	10.26	7.20	-29.8%	2025 年 05 月 30 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	60.99	51.00	-16.4%	2025 年 04 月 01 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.20	3.75	17.3%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	32.94	42.00	27.5%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测 数据截至 2025 年 8 月 7 日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	838	630	629	682	718
主营业务成本	(384)	(349)	(355)	(357)	(361)
毛利	454	281	274	325	357
销售及管理费用	(133)	(113)	(96)	(99)	(101)
研发费用	(302)	(212)	(170)	(173)	(173)
经营利润	18	(44)	8	53	83
财务成本净额	35	37	0	0	0
其他非经营净收入/费用	52	52	482	5	5
税前利润	106	45	490	58	88
税费	(5)	(7)	(38)	(4)	(6)
非控股权益	(0)	(0)	0	0	0
净利润	101	38	452	54	81
作每股收益计算的净利润	101	38	452	54	81

资产负债表 (百万元美元)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	284	154	618	627	658
应收账款及票据	117	156	148	157	172
存货	50	50	51	52	52
其他流动资产	646	707	711	716	721
总流动资产	1,097	1,067	1,529	1,551	1,603
物业、厂房及设备	100	92	93	101	107
其他长期资产	83	115	106	130	154
总长期资产	183	208	199	231	261
总资产	1,280	1,274	1,728	1,782	1,864
短期贷款	31	23	23	23	23
应付账款	36	43	44	45	46
其他短期负债	336	311	311	311	311
总流动负债	403	377	378	379	380
长期贷款	48	59	59	59	59
其他长期负债	85	66	66	66	66
总长期负债	133	126	126	126	126
总负债	536	502	504	504	505
股本	87	87	87	87	87
储备及其他资本项目	643	673	1,125	1,178	1,260
股东权益	731	760	1,212	1,266	1,347
非控股权益	13	12	12	12	12
总权益	743	772	1,224	1,278	1,359

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	106	45	490	58	88
折旧及摊销	8	12	9	9	10
营运资本变动	71	(62)	8	(9)	(15)
其他经营活动现金流	34	5	(642)	(33)	(35)
经营活动现金流	219	0	(135)	25	48
资本开支	(33)	(18)	(9)	(17)	(17)
其他投资活动现金流	(259)	(78)	608	0	0
投资活动现金流	(291)	(96)	599	(17)	(17)
负债净变动	62	6	0	0	0
权益净变动	(4)	(35)	0	0	0
股息	(9)	(1)	0	0	0
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	49	(31)	0	0	0
汇率收益/损失	(6)	(3)	0	0	0
年初现金	313	284	154	618	627
年末现金	284	154	618	627	658

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(美元)					
核心每股收益	0.119	0.044	0.518	0.061	0.093
全面摊薄每股收益	0.116	0.043	0.518	0.061	0.093
利润率分析(%)					
毛利率	54.1	44.6	43.5	47.6	49.7
EBITDA利润率	3.2	(5.0)	2.7	9.1	13.0
EBIT利润率	2.2	(6.9)	1.2	7.8	11.6
净利率	12.0	6.0	71.9	7.9	11.3
盈利能力(%)					
ROA	7.9	3.0	26.2	3.0	4.4
ROE	13.6	4.9	36.9	4.2	6.0
ROIC	12.2	4.4	34.6	3.9	5.6
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.7	2.8	4.0	4.1	4.2
存货周转天数	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
应收账款周转天数	90.0	90.0	85.0	83.0	81.0
应付账款周转天数	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。