

和黄医药 (00013.HK)

2025 年中报点评：业绩略低于预期，下半年有望迎来困境反转

增持（下调）

2025 年 08 月 12 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 张翀翯

执业证书：S0600524120008

zhangchh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万美元）	838.00	630.20	560.00	635.91	711.90
同比(%)	96.52	(24.80)	(11.14)	13.55	11.95
归母净利润（百万美元）	100.78	37.73	413.55	14.50	62.82
同比(%)	127.93	(62.56)	996.09	(96.49)	333.23
EPS-最新摊薄（美元/股）	0.12	0.04	0.47	0.02	0.07
P/E（现价&最新摊薄）	26.55	70.92	6.47	184.55	42.60

投资要点

■ **事件：**公司 2025H1 总收入为 2.8 亿美元（同比-9.2%，其中肿瘤业务综合收入 1.69 亿美元【肿瘤产品销售分成后收入 0.99 亿美元（同比-22%），武田首款里程碑及研发服务收入 0.30e，AZ 的其他研发收入 1100 万美金】，其他业务（分销）收入 1.34 亿美元。主要商业化产品 25H1 的销售额如下：呋喹替尼海外 1.63 亿美元（同比+25%）；呋喹替尼国内 0.43 亿美元（同比-30%）；国内索凡替尼 0.13 亿美元（同比-50%）；赛沃替尼 0.09 亿美元（同比-31.3%）。2025 年全年肿瘤/免疫综合收入指引下调至 2.7-3.5 亿美元。25H1 研发费用 0.72 亿美元（同比-24%），销售及行政费用 0.42 亿美金（同比-28%），现金及等价物约 14 亿美元，现金流充裕。

■ **公司重要催化剂梳理：**1. 赛沃替尼第三项适应症（联合疗法用于治疗经 EGFR 抑制剂治疗后进展的伴 MET 扩增的 EGFR 突变 NSCLC）有望参加今年年底的国家医保谈判，针对 2L+ 胃癌适应症预计 25H2 报产；2. 赛沃替尼 2L 治疗伴有 MET 扩增或过表达的 EGFR 突变 NSCLC 的 SAFFRON 全球 III 期研究预计 2026 年上半年读出数据并向 FDA 提交上市申请；3. 索乐匹尼布预计于 2026 年上半年重新提交免疫性血小板减少症的上市申请，wAIHA 适应症预计今年年底-明年初读出国内 3 期临床数据，海外继续用新分子开发；4. 索凡替尼针对 1 线胰腺癌的 2 期研究 25H2 有望读出数据并开展 3 期临床；5. 新的抗体靶向偶联药物 (ATTC) 平台创新性强，计划 1-2 个新分子于 2025 年年底进入临床开发。

■ **盈利预测与投资评级：**由于出售上海和黄药业资产获得一次性投资收益，我们将 2025 年的归母净利润 0.49 亿美金上调至 4.14 亿美金。由于赛沃替尼海外上市时间推迟以及索乐匹尼布国内上市时间推迟，我们将 2026 年的归母净利润 0.96 亿美金下调至 0.15 亿美金。预计 2027 年归母净利润为 0.63 亿美金，对应 2025-2027 年 PE 估值为 6.5/184.6/42.6X。公司下半年依靠 ATTC 平台的新分子有望迎来困境反转，有望产生新的潜在出海分子，现金充裕有望引进成熟管线补充国内产品销售，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**产品注册审批进度不及预期；竞争格局加剧；商业化不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	24.16
一年最低/最高价	18.36/34.80
市净率(倍)	2.18
港股流通市值(百万港元)	21,070.21

基础数据

每股净资产(美元)	1.41
资产负债率(%)	30.07
总股本(百万股)	872.11
流通股本(百万股)	872.11

相关研究

《和黄医药(00013.HK.): 和黄医药 2024 年年报点评：呋喹替尼海外销售强劲，业绩持续盈利》

2025-03-24

《和黄医药(00013.HK.): 赛沃替尼成功续约医保谈判，美国报产在即》

2024-11-30

和黄医药三大财务预测表

资产负债表 (百万美元)					利润表 (百万美元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,066.56	1,431.77	1,489.99	1,555.88	营业总收入	630.20	560.00	635.90	711.90
现金及现金等价物	153.96	541.72	620.86	690.82	营业成本	348.88	350.00	400.00	400.00
应收账款及票据	155.54	136.89	105.98	98.87	销售费用	48.62	42.00	50.87	56.95
存货	50.40	48.61	55.56	55.56	管理费用	64.30	56.00	63.59	71.19
其他流动资产	706.66	704.55	707.59	710.63	研发费用	212.11	196.00	203.49	213.57
非流动资产	207.64	259.19	258.22	257.27	经营利润	(43.71)	(84.00)	(82.05)	(29.81)
固定资产	92.50	91.57	90.66	89.75	利息收入	40.08	43.08	50.83	52.42
商誉及无形资产	4.50	4.45	4.41	4.36	利息支出	2.87	0.00	0.00	0.00
长期投资	82.77	82.77	82.77	82.77	其他收益	51.86	462.86	46.47	46.37
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	45.36	421.94	15.26	68.97
其他非流动资产	27.88	80.40	80.40	80.40	所得税	7.19	4.22	0.61	5.52
资产总计	1,274.20	1,690.96	1,748.21	1,813.16	净利润	38.17	417.72	14.65	63.45
流动负债	376.56	315.38	355.25	354.00	少数股东损益	0.44	4.18	0.15	0.63
短期借款	23.37	23.37	23.37	23.37	归属母公司净利润	37.73	413.55	14.50	62.82
应付账款及票据	42.52	38.89	44.44	44.44	EBIT	8.15	378.86	(35.58)	16.55
其他	310.67	253.12	287.43	286.18	EBITDA	20.50	379.83	(34.62)	17.50
非流动负债	125.78	183.26	183.26	183.26					
长期借款	59.43	59.43	59.43	59.43					
其他	66.35	123.83	123.83	123.83					
负债合计	502.34	498.64	538.51	537.26					
股本	87.16	87.16	87.16	87.16					
少数股东权益	11.92	16.10	16.25	16.88					
归属母公司股东权益	759.93	1,176.22	1,193.46	1,259.01					
负债和股东权益	1,274.20	1,690.96	1,748.21	1,813.16					
					主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
					每股收益(美元)	0.04	0.47	0.02	0.07
					每股净资产(美元)	0.87	1.35	1.37	1.44
					发行在外股份(百万股)	872.11	872.11	872.11	872.11
					ROIC(%)	0.82	35.22	(2.66)	1.15
					ROE(%)	4.96	35.16	1.21	4.99
					毛利率(%)	44.64	37.50	37.10	43.81
					销售净利率(%)	5.99	73.85	2.28	8.82
					资产负债率(%)	39.42	29.49	30.80	29.63
					收入增长率(%)	(24.80)	(11.14)	13.55	11.95
					净利润增长率(%)	(62.56)	996.09	(96.49)	333.23
					P/E	70.92	6.47	184.55	42.60
					P/B	3.52	2.28	2.24	2.13
					EV/EBITDA	118.32	5.84	(61.76)	118.15

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为美元,美元港元汇率为2025年8月12日的1: 7.85,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>