

和黄医药 (00013.HK)

2025 年 08 月 13 日

公司业绩阶段性承压，静待更多管线价值兑现

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

余汝意（分析师）

余克清（分析师）

聂媛媛（联系人）

yuruyi@kysec.cn

yukeqing@kysec.cn

nieyuanyuan@kysec.cn

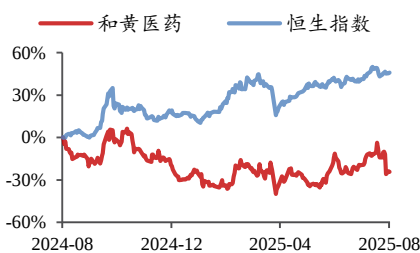
证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790525010002

证书编号：S0790124050002

日期	2025/8/12
当前股价(港元)	24.060
一年最高最低(港元)	34.800/18.360
总市值(亿港元)	209.83
流通市值(亿港元)	209.83
总股本(亿股)	8.72
流通港股(亿股)	8.72
近 3 个月换手率(%)	77.29

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《呋喹替尼全球销售超 4 亿美元，公司实现盈利——公司信息更新报告》
-2025.3.21

《呋喹替尼海外快速放量，赛沃替尼国内进展顺利——公司信息更新报告》
-2025.2.6

● 国内市场竞争加剧，公司业绩阶段性承压

2025H1 公司总收入为 2.78 亿美元（同比-9.16%），其中肿瘤/免疫业务综合收入 1.44 亿美元（同比-15%）。其中，公司核心产品呋喹替尼海外市场依旧维持较高增长，海外销售额同比增长 25%至 1.63 亿美元。公司上半年收入下滑主要是由于国内市场竞争加剧及公司销售团队和营销战略调整带来阶段性影响，因此我们下调公司 2025-2027 年归母净利润，分别为 23.67/5.01/6.82 亿元（原预计为 23.83/7.97/9.61 亿元），EPS 为 2.7/0.6/0.8 元，当前股价对应 PE 为 8.1/38.1/28.0 倍。基于公司多款核心产品依旧保持较强竞争力，且 ATTC 产品即将申报 IND，我们维持“买入”评级。

● 多款产品注册及临床进展顺利，血液肿瘤产品开启商业化

呋喹替尼联合达伯舒用于治疗肾细胞癌（RCC）的 FRUSICA-2 中国 III 期研究取得积极结果，新药上市申请已于 2025 年 6 月获 CDE 受理。索凡替尼联合化疗用于一线治疗转移性胰腺癌的 II/III 期研究进展顺利，有望于 2025H2 读出 II 期部分数据。公司首款血液肿瘤药物他泽司他已在中国内地商业化上市。

● 全新 ATTC 平台产品即将申报 IND，有望为管线注入新动力

公司正式推出自主研发的新一代抗体靶向偶联药物（ATTC）平台，该平台通过将单克隆抗体与靶向小分子抑制剂（SMI）有效载荷相结合，而非传统的细胞毒性药物。与传统 ADC 相比，ATTC 平台具备与化疗或其他靶向药联合用药的潜力，有望克服耐药性并适用于长期给药。公司计划于 2025 年年底左右启动首款 ATTC 候选药物的中国及全球临床试验，并于 2026 年提交更多候选药物的全球 IND 申请。公司出售非核心资产后公司现金储备充裕，截至 2025 年 6 月 30 日现金及短期投资达 13.6 亿美元。

● 风险提示：药物临床研发失败、药物安全性风险、核心成员流失等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5935	4522	4274	4674	5398
YOY(%)	99.9	-23.8	-5.5	9.4	15.5
净利润(百万元)	715	271	2367	501	682
YOY(%)	127.9	-62.1	774.2	-78.8	0.0
毛利率(%)	54.0	44.6	39.0	40.0	42.0
净利率(%)	12.1	6.1	58.3	10.8	12.7
ROE(%)	13.8	13.8	32.0	6.1	7.7
EPS(摊薄/元)	0.8	0.3	2.7	0.6	0.8
P/E(倍)	31.8	84.1	8.1	38.1	28.0
P/B(倍)	4.4	4.2	2.4	2.3	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所（注：USD/CNY=7.14、HKD/CNY=0.91）

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7783	7653	10265	10816	11952
现金	6290	5999	8670	9236	10321
应收账款	1137	1292	1198	1180	1172
存货	357	362	398	400	459
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1298	1490	1568	1622	1681
固定资产及在建工程	708	664	751	794	754
无形资产及其他长期资产	590	826	817	828	927
资产总计	9082	9143	11833	12438	13633
流动负债	2860	2702	2783	2763	3298
短期借款	221	168	160	213	211
应付账款	258	305	387	341	409
其他流动负债	2363	2218	2225	2196	2665
非流动负债	946	903	1045	1191	1191
长期借款	342	426	569	715	715
其他非流动负债	604	476	476	476	476
负债合计	3806	3605	3828	3954	4490
股本	618	625	625	625	625
储备	4624	4911	7253	7729	8386
归母所有者权益	5184	5453	7795	8272	8929
少数股东权益	91	86	210	212	215
负债和股东权益总计	9082	9143	11833	12438	13633

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1556	4	-361	-152	516
税前利润	715	271	2367	501	682
折旧和摊销	58	89	37	40	39
营运资本变动	510	-446	147	-58	487
其他	272	90	-2912	-633	-693
投资活动现金流	-2066	-689	2802	-366	57
资本开支	-231	-129	-98	-64	0
其他	-1835	-561	2900	-302	57
融资活动现金流	345	-220	122	184	-20
股权融资	-28	-59	0	0	0
银行借款	438	260	134	200	-3
其他	-64	-7	0	0	0
汇率变动对现金的影响	-46	-24	-24	-24	-24
现金净增加额	-211	-930	2539	-358	528
期末现金总额	2012	1105	3643	3286	3813

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5935	4522	4274	4674	5398
营业成本	2728	2503	2607	2805	3131
营业费用	379	349	331	351	369
管理费用	566	461	438	416	396
其他收入/费用	2143	1522	1446	1446	1446
营业利润	130	-314	-549	-344	57
净财务收入/费用	-251	-361	-238	-284	-35
其他利润	-336	52	-3049	-651	-713
除税前利润	749	325	2738	592	805
所得税	32	52	246	89	121
少数股东损益	2	3	125	2	3
归母净利润	715	271	2367	501	682
EBITDA	557	53	2537	347	809
扣非后净利润	715	271	2367	501	682
EPS(元)	0.82	0.31	2.72	0.57	0.78

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	99.9	-23.8	-5.5	9.4	15.5
营业利润(%)	-104.5	-340.5	74.9	-37.3	-116.6
归属于母公司净利润(%)	127.9	-62.1	774.2	-78.8	0.0
获利能力					
毛利率(%)	54.0	44.6	39.0	40.0	42.0
净利率(%)	12.1	6.1	58.3	10.8	12.7
ROE(%)	13.8	13.8	32.0	6.1	7.7
ROIC(%)	8.2	8.2	26.0	2.8	6.5
偿债能力					
资产负债率(%)	41.9	39.4	32.4	31.8	32.9
净负债比率(%)	-27.5	-9.2	-36.4	-27.8	-31.6
流动比率	2.7	2.8	3.7	3.9	3.6
速动比率	2.6	2.7	3.5	3.8	3.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	5.9	3.7	3.3	4.5	5.1
应付账款周转率	7.2	8.9	7.5	7.7	8.4
存货周转率	7.2	7.0	6.9	7.0	7.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.8	0.3	2.7	0.6	0.8
每股经营现金流(最新摊薄)	1.8	0.0	-0.4	-0.2	0.6
每股净资产(最新摊薄)	6.0	6.3	8.9	9.5	10.2
估值比率					
P/E	31.8	84.1	8.1	38.1	28.0
P/B	4.4	4.2	2.4	2.3	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn