2025 年 08 月 12 日

证券研究报告•2025 半年报点评

和黄医药（0013.HK）医疗保健

当前价：24.06 港元

目标价：——港元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

收入短期承压，ATTC 潜在优势明显

投资要点

- **事件：**和黄医药公布 2025 年中期业绩，2025 年上半年收入达 2.8 亿美元，肿瘤/免疫业务综合收入为 1.4 亿美元，其中和黄医药录得的呋喹替尼海外收入 4310 万美元，呋喹替尼中国收入 3360 万美元，索凡替尼收入 1270 万美元，赛沃替尼收入为 900 万美元。下调 2025 年肿瘤业务收入指引至 2.7 亿至 3.5 亿美元。

- **竞争加剧，三款核心产品国内收入下滑。**由于竞品的联合疗法及仿制药和生物类似药进入三线结直肠癌领域，呋喹替尼的竞争压力提升。在神经内分泌瘤领域，由于生长抑素类似药物的竞争，索凡替尼的收入出现下滑。受 MET 外显子 14 跳变非小细胞肺癌的数个竞品药物的上市并纳入国家医保目录影响，赛沃替尼收入下降。三款产品市场竞争加剧以及销售团队结构优化，但近期已恢复增长。

- **核心产品适应症持续拓展。**2025 年 6 月，赛沃替尼新增适应症，联合泰瑞沙用于二线治疗 EGFR 突变且伴 MET 扩增的非小细胞肺癌。赛沃替尼的 SAFFRON 全球 III 期研究正在进行中，目标于 2025 年下半年完成患者招募，并于 2026 年上半年读出数据。呋喹替尼二线治疗肾细胞癌的 II/III 期研究达到主要终点，其新药上市申请于 2025 年 6 月获国家药监局受理。索凡替尼用于一线治疗胰腺导管腺癌的一项 II/III 期研究正在进行中，预计 2025 年下半年读出数据。

- **ATTC 潜在优势明显，首个临床试验预计于 2025 年底启动。**新一代抗体靶向偶联药物（ATTC）使用靶向小分子取代传统以毒素为基础的有效载荷，因此具有与化疗或其他靶向药物联合用药的潜力，有助于前线治疗。此外，ATTC 有望进一步优化小分子药物的效力，避免因狭窄的治疗窗口带来的限制，通过降低对肿瘤以外组织毒性或脱靶毒性，旨在将高效浓度的小分子抑制剂送达目标位置，使长期用药成为可能。全球首个临床试验预计将于 2025 年底启动。

- **盈利预测：**随着多款创新药的逐步落地和全球市场的放量，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 6.09、6.69 和 8.19 亿美元，其中肿瘤/免疫服务板块收入分别为 3.29、3.89 和 5.39 亿美元。

- **风险提示：**研发不及预期风险，商业化不及预期风险，市场竞争加剧风险，药品降价风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	630.20	609.22	669.22	819.26
增长率	-24.80%	-3.33%	9.85%	22.42%
归属母公司净利润（百万美元）	37.73	390.18	30.87	121.59
增长率	-62.56%	934.15%	-92.09%	293.81%
每股收益 EPS（美元）	0.04	0.45	0.04	0.14
净资产收益率 ROE	4.96%	33.92%	2.61%	9.33%
PE	70.85	6.85	86.58	21.98

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxy@swsc.com.cn

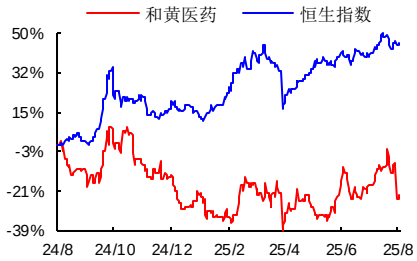
分析师：汤泰萌

执业证号：S1250522120001

电话：021-68416017

邮箱：ttm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	19.08-33.75
3 个月平均成交量(百万)	10.15
流通股数(亿)	8.72
市值(亿)	209.83

相关研究

1. 和黄医药（0013.HK）：业绩符合预期，综合收入 2025 年全年指引为 3.5 至 4.5 亿美元 (2025-03-24)
2. 和黄医药（0013.HK）：出售非核心合资企业，赛沃替尼成功 NDA (2025-01-03)

盈利预测

关键假设：

假设 1：呋喹替尼是一款高选择性及强效的血管内皮生长因子受体（VEGFR1、2、3）口服抑制剂。三线结直肠癌于 2018 年在国内上市，二线子宫内膜癌于 2024 年 12 月在国内上市，结直肠癌于 2023 年在美国上市，于 2024 年在日本和欧洲上市。假设 2025-2027 年结直肠癌渗透率为 26%、25%和 24%，子宫内膜癌渗透率为 2%、13%和 21%，对应中国收入为 6.5、7.7、8.6 亿元。假设 2025-2027 年美国结直肠癌渗透率为 8.3%、10.3%和 11.3%，日本渗透率为 6.1%、11.1%和 15.1%，欧洲渗透率为 2%、4%和 9%，对应收入为 4、5.5 和 6.9 亿美元。对应 2025-2027 年国内综合收入 0.69、0.81 和 0.91 亿美元，对应海外综合收入 1.2、1.6 和 2.1 亿美元。

假设 2：赛沃替尼是一款口服 MET 抑制剂。MET14 跳跃突变非小细胞肺癌于 2021 年上市，二线治疗 MET 扩增的非小细胞肺癌适应症于 2025 年 6 月获批上市。假设 2025-2027 年 MET14 跳跃突变非小细胞肺癌渗透率分别为 11.5%、10.5%、9.5%，对应收入为 2.5、2.3 和 2.1 亿元；假设 2026-2027 年二线治疗 MET 扩增的非小细胞肺癌渗透率为 2%和 12%，对应收入为 1.7 和 6.2 亿元。假设 MET+胃癌于 2027 年上市，2027 年渗透率为 5%，对应收入为 1.45 亿元。综上，对应国内收入 2.5、4 和 10.4 亿元。假设美国 NSCLC 适应症于 2027 年上市，2027 年渗透率为 5%，对应 1.1 亿美元。综上，对应 2024-2026 年国内综合收入 0.18、0.29 和 0.76 亿美元，对应 2027 年海外综合收入 0.16 亿美元。

假设 3：索凡替尼是一款口服小分子抑制剂，假设 2025-2027 年胰腺神经内分泌瘤渗透率 10%、9%和 8%，2025-2027 年非胰腺神经内分泌瘤渗透率分别为 3.1%、2.1%和 1.6%，假设胰腺癌于 2027 年上市，2027 年渗透率为 2%，对应收入为 1.8、1.3 和 3.2 亿元，对应公司综合收入 0.25、0.18 和 0.43 亿美元。

假设 4：假设索乐匹尼布 2027 年上市，2027 年渗透率为 0.5%，对应收入为 0.46 亿元，对应综合收入 0.06 亿美元。

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 6.09、6.69 和 8.19 亿美元，其中肿瘤/免疫服务板块收入分别为 3.29、3.89 和 5.39 亿美元。

表：公司收入预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
合计（亿美元）	**6.3**	**6.09**	**6.69**	**8.19**
呋喹替尼（亿美元）	国内：0.863； 海外：1.1	国内：0.69 海外：1.2	国内：0.81 海外：1.64	国内：0.91 海外：2.1
赛沃替尼（亿美元）	0.245	国内：0.18	国内：0.29	国内：0.76 海外：0.16
索凡替尼（亿美元）	0.49	0.25	0.18	0.43
索乐匹尼布（亿美元）				0.06
其他研发服务收入（亿美元）	0.25	0.37	0.37	0.37
里程碑收入（亿美元）	0.67	0.6	0.6	0.6
肿瘤/免疫服务合计（亿美元）	3.63	3.29	3.89	5.39
其他业务收入（亿美元）	2.67	2.8	2.8	2.8

*数据来源：wind，西南证券。*美元兑人民币为 7.36，港币兑人民币为 0.93*

附：财务报表

资产负债表（百万美元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	153.96	718.34	726.44	764.30
应收账款	155.54	125.11	137.44	168.25
预付款项	13.31	32.06	35.22	43.12
其他应收款	7.90	9.86	10.83	13.26
存货	50.40	49.23	51.02	54.96
其他流动资产	685.45	519.48	570.65	698.59
流动资产总计	1066.56	1454.09	1531.59	1742.48
长期股权投资	77.77	77.77	77.77	77.77
固定资产	92.50	78.01	63.52	49.02
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	4.50	3.75	3.00	2.25
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	32.88	32.88	32.88	32.88
非流动资产合计	207.64	192.40	177.16	161.92
资产总计	1274.20	1646.49	1708.75	1904.40
应付账款	42.52	47.89	49.63	53.47
其他流动负	310.67	308.88	338.39	408.06
流动负债合计	376.56	356.77	388.02	461.53
长期借款	59.43	59.43	59.43	59.43
其他非流动负债	66.35	66.35	66.35	66.35
非流动负债合计	125.78	125.78	125.78	125.78
负债合计	502.34	482.55	513.80	587.31
股本	87.16	87.21	87.21	87.21
归属于母公司股东权益	759.93	1150.26	1181.14	1302.72
归属于非控制股股东权益	11.92	13.68	13.82	14.36
权益合计	771.85	1163.94	1194.95	1317.09
负债和权益合计	1274.20	1646.49	1708.75	1904.40

现金流量表（百万美元）	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	-9.58	9.97	23.01	113.63
折旧与摊销	12.34	15.24	15.24	15.24
财务费用	-37.21	1.86	0.35	0.27
其他经营资金	34.94	180.43	-38.16	-99.51
经营性现金净流量	0.50	207.50	0.45	29.64
投资性现金净流量	-96.06	381.96	8.00	8.50
筹资性现金净流量	-30.67	-25.08	-0.35	-0.27
现金流量净额	-126.23	564.38	8.09	37.86

利润表（百万美元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	630.20	609.22	669.22	819.26
销售成本	348.88	322.88	334.61	360.48
其他费用	4.88	10.04	11.03	13.51
销售费用	48.62	45.69	40.15	32.77
研发及管理费用	276.41	216.27	254.30	278.55
财务费用	-37.21	1.86	0.35	0.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	46.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	35.09	12.46	28.77	133.69
其他非经营损益	10.27	477.45	10.00	10.00
税前利润	45.36	489.91	38.77	143.69
所得税	7.19	97.98	7.75	21.55
税后利润	38.17	391.93	31.01	122.13
归属于非控制股股东利润	0.44	1.75	0.14	0.55
归属于母公司股东利润	37.73	390.18	30.87	121.59
EBITDA	20.50	507.02	54.36	159.20
NOPLAT	-9.31	11.46	23.30	113.87
EPS(元)	0.04	0.45	0.04	0.14

财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收额增长率	-24.80%	-3.33%	9.85%	22.42%
EBIT 增长率	-88.39%	5931%	-92.04%	267.99%
EBITDA 增长率	-73.87%	2373%	-89.28%	192.86%
税后利润增长率	-62.24%	926.8%	-92.09%	293.81%
盈利能力				
毛利率	44.64%	47.00%	50.00%	56.00%
净利率	6.06%	64.33%	4.63%	14.91%
ROE	4.96%	33.92%	2.61%	9.33%
ROA	2.96%	23.70%	1.81%	6.38%
ROIC	-1.58%	1.55%	4.30%	20.04%
估值倍数				
P/E	70.85	6.85	86.58	21.98
P/S	4.24	4.39	3.99	3.26
P/B	3.52	2.32	2.26	2.05
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBIT	30.14	-0.69	-8.84	-2.60
EV/EBITDA	11.99	-0.67	-6.36	-2.35
EV/NOPLAT	-26.39	-29.79	-14.84	-3.28

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzr@swsc.com.cn