

和黄医药 (00013. HK)

优于大市

呋喹替尼海外销售持续增长，ATTC 平台即将产生首个临床阶段分子

核心观点

海外销售快速增长，国内销售面临一定的压力。和黄医药 2025 年上半年肿瘤产品销售总额为 2.34 亿美元（-4%）；主要产品中，呋喹替尼海外销售额为 1.63 亿美元（+25%），快速增长得益于海外市场准入的加速推进，呋喹替尼在国内的销售额为 0.43 亿美元（-29%）；赛沃替尼销售额为 0.15 亿美元（-41%），索凡替尼销售额为 0.13 亿美元（-50%）。肿瘤免疫业务综合收入为 1.44 亿美元（-14.9%），由于公司的主要产品在国内的销售面临一定竞争压力。基于来自合作伙伴的里程碑收入延迟至 2026 年及以后，以及索乐匹尼布在中国的上市时间预计推迟到 2025 年及以后，公司将肿瘤业务收入的指引调整为 2.7-3.5 亿美元（前值为 3.5-4.5 亿美元）。

赛沃替尼新适应症增量空间大，全球注册性临床顺利推进。基于 SACHI 研究的优秀数据，赛沃替尼和奥希替尼的联合疗法已在中国获批上市，预计参加今年的医保谈判，赛沃替尼新增覆盖 EGFR 突变且 MET 扩增的 NSCLC 患者。同时，全球注册性临床 SAFFRON 预计将于下半年完成患者招募，并于 26H1 读出数据。赛沃替尼有望成为公司第二个在美国获批上市的创新药产品。

ATTC 平台将产生首个进入临床的候选药物。公司的抗体靶向偶联药物（ATTC）平台预计在下半年有首个进入临床的分子，并计划在年内的学术会议上公布临床前数据。多个 ATTC 分子有望在未来带来合作和授权机会。

投资建议：由于公司上半年国内销售不及预期，我们下调公司的营收预测，预计 2025-27 年营收 6.04/7.18/8.29 亿美元（前值 7.35/8.52/9.56）；另一方面，因为公司上半年出售中药资产确认了收益，我们上调 25 年的利润预测，并下调 26-27 年的利润预测，预计 2025-27 年的归母净利润为 4.30/0.68/1.08 亿美元（前值 3.47/1.19/1.64）。我们认为，呋喹替尼的海外销售仍处于爬坡期，赛沃替尼有望在明年向 FDA 递交上市申请，创新的 ATTC 平台有望产出差异化的创新分子，维持“优于大市”评级。

风险提示：商业化进度不及预期，创新药研发进度不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	838	630	604	718	829
(+/-%)	96.5%	-24.8%	-4.2%	18.9%	15.5%
净利润(百万元)	101	38	430	68	108
(+/-%)	-127.9%	-62.6%	1040.2%	-84.3%	59.8%
每股收益(元)	0.12	0.04	0.49	0.08	0.12
EBIT Margin	2.2%	-6.9%	-0.5%	9.0%	13.1%
净资产收益率 (ROE)	13.8%	5.0%	36.1%	5.4%	7.9%
市盈率 (PE)	26.7	71.2	6.2	39.8	24.9
EV/EBITDA	1170.7	-491.8	5598.4	297.9	183.3
市净率 (PB)	3.68	3.53	2.26	2.14	1.97

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

医药生物 · 化学制药

证券分析师：陈曦炳 0755-81982939 chenxibing@guosen.com.cn S0980521120001	证券分析师：彭思宇 0755-81982723 cnpengsiyu@guosen.com.cn S0980521060003
证券分析师：陈益凌 021-60933167 chenyiling@guosen.com.cn S0980519010002	证券分析师：肖婧舒 0755-81982826 xiaojingshu@guosen.com.cn S0980525070001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	24.98 港元
总市值/流通市值	21785/21785 百万港元
52 周最高价/最低价	34.80/18.36 港元
近 3 个月日均成交额	261.18 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《和黄医药 (00013. HK) - 呋喹替尼海外销售表现亮眼，连续两年实现盈利》——2025-03-25
- 《和黄医药 (00013. HK) - 临床开发与商业化均取得进展》——2024-12-02
- 《和黄医药 (00013. HK) - 呋喹替尼海外销售迅速放量，研发管线顺利推进》——2024-08-02
- 《和黄医药 (00013. HK) - 小分子创新药为核心，商业化和出海持续兑现》——2024-05-24

公司海外销售快速增长，国内销售面临一定的压力。和黄医药 2025 年上半年肿瘤产品销售总额为 2.34 亿美元（-4%），呋喹替尼海外的销售占比最大。主要产品中，呋喹替尼海外销售额为 1.63 亿美元（+25%），得益于海外市场准入的加速推进，呋喹替尼在国内的销售额为 0.43 亿美元（-29%），索凡替尼销售额为 0.13 亿美元（-50%），赛沃替尼销售额为 0.15 亿美元（-41%），他泽司他销售额为 70 万美元（+49%）。肿瘤免疫业务综合收入为 1.44 亿美元（-14.9%），由于公司的主要产品在国内的销售面临一定竞争压力。基于来自合作伙伴的里程碑收入延迟至 2026 年及以后，以及索乐匹尼布在中国的上市时间预计推迟到 2025 年及以后，公司将肿瘤业务收入的指引调整为 2.7-3.5 亿美元（前值为 3.5-4.5 亿美元）。

图1：和黄医药收入及增速（单位：亿美元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：和黄医药归母净利润及增速（单位：亿美元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：和黄医药肿瘤免疫业务综合收入（单位：亿美元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：和黄医药研发费用及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2025 年上半年持续盈利，公司在手现金充沛。公司 2025 年上半年净收益为 4.55 亿美元（+1649.8%），主要来自核心产品的销售收入和出售上海和黄药业股权的所得款。公司研发开支减少至 0.72 亿美元（-24.2%），由于中国的临床项目分阶段开展，多个新药上市申请处于评审阶段，海外的临床项目已经结束及精简运作架构。销售及行政开支下降至 0.42 亿美元（-28.0%），体现公司精简销售队伍并加强支出控制的成效。截止 2025 年上半年，公司在手现金为 13.65 亿美元（含出售上海和黄药业所得款项），充足的现金储备有助于公司进一步推动创新平台的发展和推进创新管线的推进。

图5: 和黄医药管理费用及增速（单位：亿美元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 和黄医药销售费用及增速（单位：亿美元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

呋喹替尼继续拓展海外市场，国内持续拓展新适应症。呋喹替尼在日本上市后于2024年11月纳入医保，初期的销售表现强劲，在合作伙伴武田的推动下，抢占了一定的市场份额。同时，呋喹替尼已经累计在30多个国家获批或上市，2025年新增十多个市场，其中第二季度新增上市国家包括意大利、韩国和阿根廷，并在英格兰和威尔士获NICE推荐纳入NHS报销范围，海外商业化持续加速推进。呋喹替尼在国内的第三项适应症肾癌的国内临床3期研究取得积极结果，上市申请已经获得国家药监局受理，临床数据预计在2025年ESMO大会上读出。联合特瑞普利单抗或达伯舒治疗二线及以上MSS/pMMR结直肠癌的研究中发起的中国2期研究结果在AACR上公布。

赛沃替尼新适应症增量空间大，全球注册性临床顺利推进。赛沃替尼联合泰瑞沙治疗二线MET扩增EGFR突变NSCLC的SACHI中国3期临床研究在2025年ASCO上读出数据，并于2025年6月在国内获批上市，有望参与今年的医保谈判。2025年1月获批用于治疗一线及二线（附条件批准转为常规批准）METex14 NSCLC，2月份通过“1+”机制在中国香港获批用于治疗METex14 NSCLC。联合泰瑞沙治疗二线MET扩增或过表达的EGFR突变NSCLC的SAVANNAH全球临床2期的研究结果在2025年ELCC会议上公布，结果显示ORR为56%，mPFS为7.4个月及mDoR为7.1个月。治疗二线MET扩增或过表达的EGFR突变NSCLC的SAFRRON全球3期临床研究仍在积极入组患者，预计2025年下半年完成全部患者入组，2026年上半年读出临床数据。一线MET过表达的EGFR突变NSCLC的SANOVO中国临床3期研究预计2025年下半年完成患者入组。

其他核心产品的临床和商业化均顺利推进。索凡替尼治疗一线胰腺癌的国内临床2期研究已经完成患者入组，预计在2025年底读出临床2期部分数据。他泽司他治疗三线EZH2突变的复发/难治性滤泡性淋巴瘤的上市申请获得国家药监局附条件批准，治疗二线滤泡性淋巴瘤的SYMPHONY-1全球临床3期的国内临床研究继续入组患者。索乐匹尼布治疗温抗体型自身免疫性溶血性贫血(wAIHA)的ESLIM-02临床2期研究在EHA年会及《The Lancet Haematology》上公布，预计在2026年上半年提交新适应症的上市申请，免疫性血小板减少症的上市申请预计在2026年上半年重新提交，并于下半年滚动提交补充数据，同时继续推动海外的开发。

图7：和黄药业的管线进展

药物	研究	适应症	状态
呋喹替尼 ^{^^}	FRUSICA-1	二线, pMMR子宫内膜癌	2024年中国附条件批准
	FRUSICA-2	二线, 肾细胞癌	2025年6月中国新药上市申请获受理; 将于ESMO 2025公布数据
赛沃替尼 [*]	SACHI	二线, EGFR突变 MET扩增非小细胞肺癌	2025年6月中国获批
	SAVANNAH	二/三线, EGFR突变 MET扩增/过表达非小细胞肺癌	高、具有临床意义且持久的ORR
	SAFFRON	二/三线, EGFR突变 MET扩增/过表达非小细胞肺癌	入组中 (计划2025年下半年完成入组; 2026年上半年读出数据)
	SANOVO	一线, MET过表达非小细胞肺癌	入组中 (计划2025年下半年完成入组)
	注册研究	三线, MET扩增胃癌	2025年4月完成入组 (计划2025年提交上市申请)
	SAMETA	一线, MET驱动乳头状肾细胞癌	完成入组
	II/III期研究	一线, 胰腺导管腺癌	II期研究完成入组; 将于2025年下半年读出数据
他泽司他 [^]	桥接研究	三线, 复发/难治性滤泡性淋巴瘤	2025年3月中国获批
	SYMPHONY-1	二线, 滤泡性淋巴瘤	入组中 (和黄医药负责研究的中国部分)
索乐匹尼布	ESLIM-01	二线, 原发免疫性血小板减少症	拟于2026年上半年重新提交 (2024年中国新药上市申请获受理)
	ESLIM-02	二线, 温抗体型自身免疫性溶血性贫血	2025年6月完成入组
HMPL-453	注册研究	二线, 伴有FGFR2融合/重排的肝内胆管癌	2025年2月完成入组; 预计2026年上半年公布数据
HMPL-306	RAPHAEL	二线, 伴有IDH1/2的复发/难治性急性髓系白血病	2024年5月首名患者入组

NMPA = 国家药监局; pMMR = 错配修复正常; EGFR = 表皮生长因子受体突变; MET = 间充质上皮转化因子; ORR = 客观缓解率; NDA = 新药上市申请; ELCC = 欧洲肿瘤大会; IDH = 异柠檬酸脱氢酶; FGFR = 成纤维细胞生长因子受体
*与阿斯利康合作; ^ 与Ipsen合作; ^^与礼来合作

16

资料来源：和黄医药投资者交流资料，国信证券经济研究所整理

ATTC 平台将产生首个进入临床的候选药物。公司的抗体靶向偶联药物（ATTC）平台预计在下半年有首个进入临床的分子，并计划在年内的学术会议上公布临床前数据。多个 ATTC 分子有望在未来带来合作和授权机会。ATTC 平台为公司布局的全新技术平台，以单克隆抗体为骨架，优化的 linker 连接专利靶向小分子抑制剂 payload，开发能够覆盖多种肿瘤的候选药物，以克服化疗后的耐药问题，同时提高药物的安全性，助力 ATTC 分子的应用向前线推进，成为免疫疗法/化疗的一线标准治疗药物或其他靶向治疗药物的联用选择。

图8：和黄医药的 ATTC 和传统 ADC 对比

	传统 抗体偶联药物 (ADC)	和黄医药 抗体靶向偶联药物 (ATTC)
作用机制	- 有效载荷为细胞毒素 - 针对快速分裂中的细胞 (主要是癌细胞)	- 靶向针对癌症生长所需的蛋白质 - 与抗体形成具有协同效应的组合 - 可以与基于免疫疗法/化疗的一线标准治疗或其它靶向疗法联合用药 - 克服对化疗的耐药性 - 可实现长期用药
副作用	抗体相关的毒性 细胞毒素相关的关键毒性 ^[1] - 血液毒性 - 肝毒性 - 胃肠道毒性 - 神经毒性、眼毒性 - 间质性肺病	抗体相关的毒性 靶向疗法有效载荷相关的毒性 - 对肿瘤以外组织毒性或脱靶毒性较低 - 化合物相关的毒性 (如肝毒性、QT间期延长等) 较低 - 非遗传毒性、较低的骨髓毒性，适合长期用药
局限性	对化疗产生耐药性，缺乏针对性	对靶向疗法产生耐药性？
预测性生物标志物/敏感人群	无/不明确 伴有驱动基因的患者表现更差	明确 有驱动基因的患者应当最能从中获益

资料来源：和黄医药投资者交流资料，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级。由于公司上半年国内销售不及预期，我们下调公司的营收预测，预计 2025-27 年营收 6.04/7.18/8.29 亿美元（前值 7.35/8.52/9.56）；另一方面，因为公司上半年出售中药资产确认了收益，我们上调 25 年的利润预测，并下调 26-27 年的利润预测，预计 2025-27 年的归母净利润为 4.30/0.68/1.08 亿美元（前值 3.47/1.19/1.64）。我们认为，呋喹替尼的海外销售仍处于爬坡期，赛沃替尼有望在明年向 FDA 递交上市申请，创新的 ATTC 平台有望产出差异化的创新分子，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万美元）

	2022	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万美元）	2022	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	284	154	753	968	1208	营业收入	838	630	604	718	829
应收款项	160	180	165	177	182	营业成本	384	349	314	313	342
存货净额	50	50	47	44	49	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	6	7	8	销售费用	53	49	56	84	101
流动资产合计	1097	1067	1448	1530	1681	管理费用	382	276	237	256	278
固定资产	100	92	116	128	130	财务费用	(35)	(37)	2	(0)	(2)
无形资产及其他	5	4	4	4	3	投资收益	0	0	492	5	5
投资性房地产	30	28	28	28	28	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	48	83	83	83	83	其他收入	52	52	7	8	9
资产总计	1280	1274	1679	1773	1925	营业利润	106	45	494	78	124
短期借款及交易性金融负债	31	23	18	24	22	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	39	44	47	39	45	利润总额	106	45	494	78	124
其他流动负债	333	309	281	309	348	所得税费用	5	7	59	9	15
流动负债合计	403	377	346	372	415	少数股东损益	0	0	5	1	1
长期借款及应付债券	48	59	59	59	59	归属于母公司净利润	101	38	430	68	108
其他长期负债	85	66	66	66	66						
长期负债合计	133	126	126	126	126						
负债合计	536	502	472	498	541	净利润	101	38	430	68	108
少数股东权益	13	12	17	17	19	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	731	760	1190	1258	1366	折旧摊销	0	0	7	8	9
负债和股东权益总计	1280	1274	1679	1773	1925	公允价值变动损失	0	0	0	0	0

现金流量表（百万美元）

	2022	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2024	2025E	2026E	2027E
关键财务与估值指标	2022	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	82	(55)	(13)	10	34
每股收益	0.12	0.04	0.49	0.08	0.12	其它	0	0	5	1	1
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	183	(17)	429	86	152
每股净资产	0.84	0.87	1.36	1.44	1.57	资本开支	0	7	(30)	(20)	(10)
ROIC	3%	-5%	-1%	32%	61%	其它投资现金流	(285)	(79)	205	143	100
ROE	14%	5%	36%	5%	8%	投资活动现金流	(260)	(107)	175	123	90
毛利率	54%	45%	48%	56%	59%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	2%	-7%	-1%	9%	13%	负债净变化	30	11	0	0	0
EBITDA Margin	2%	-7%	1%	10%	14%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	97%	-25%	-4%	19%	16%	其它融资现金流	(13)	(29)	(5)	6	(2)
净利润增长率	-128%	-63%	1040%	-84%	60%	融资活动现金流	47	(6)	(5)	6	(2)
资产负债率	43%	40%	29%	29%	29%	现金净变动	(30)	(130)	599	216	240
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	313	284	154	753	968
P/E	26.7	71.2	6.2	39.8	24.9	货币资金的期末余额	284	154	753	968	1208
P/B	3.7	3.5	2.3	2.1	2.0	企业自由现金流	0	(85)	(39)	55	128
EV/EBITDA	1171	(492)	5598	298	183	权益自由现金流	0	(71)	(45)	61	127

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032