

2025 年 08 月 15 日

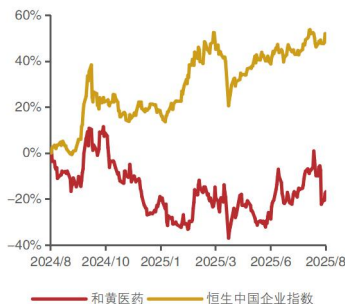
投资评级：买入（维持）

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 14 日

收盘价（港元）	25.20
一年内最高/最低（港元）	34.80/18.36
总市值（百万港元）	21,977.21
流通市值（百万港元）	21,977.21
资产负债率（%）	30.07

资料来源：聚源数据

和黄医药 (00013. HK)

—— 呋喹替尼海外销售强劲，ATTC 平台潜力可期

投资要点：

- 事件：**2025 年 8 月 7 日，和黄医药发布 2025 年上半年业绩，上半年总计收入为 2.78 亿美元，其中肿瘤/自免业务综合收入 1.44 亿美元，其他业务收入 1.34 亿美元。拆分具体产品来看：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，他泽司他收入为 70 万美元，武田首付款、里程碑及研发服务收入为 2950 万美元，其他收入为 1490 万美元。基于此，公司调整 2025 年肿瘤业务全年指引为 2.7–3.5 亿美元。
- 呋喹替尼海外放量销售快速上涨。**上半年呋喹替尼海外收入 4310 万美元，以武田制药销售口径统计，上半年海外呋喹替尼销售额为 1.63 亿美元，同比增长 25%，其主要得益于迄今在超过 30 个国家和地区获批后实现强劲销售增长，包括 2025 年新增加的十余个国家和地区。海外销售放量势头不减，未来有望增厚公司业绩。
- 赛沃替尼新适应症获批，多项适应症同步推进中。**已有适应症方面：赛沃替尼于 2025 年 6 月获批二线 MET 扩增的非小细胞肺癌治疗，有望参与今年医保谈判；一线和二线 MET 外显子 14 跳变非小细胞肺癌适应症按现行条款成功续约。临床进度方面：全球二/三线伴有 MET 异常的泰瑞沙难治性非小细胞肺癌正在进行 3 期注册研究，计划于 2025H2 完成入组；国内一线伴有 MET 过表达的 EGFR 突变阳性非小细胞肺癌正在进行 3 期注册研究；国内 MET 扩增的胃癌正在进行单臂研究，注册队列于 2023 年 3 月完成首例入组。
- 独特的 ATTC 平台，潜力管线不断催化。**公司独有的 ATTC 设计平台，与传统 ADC 药物相比，公司的 ATTC 设计药物靶向针对癌症生长所需的蛋白质，有望设计出与抗体有协同效应的组合，克服靶向疗法的耐药性及降低靶向疗法的毒性，从而实现长期用药的可能。通过 ATTC 平台已设计出 A251、A580 和 A830 三项潜力管线，分别有望于 2025H2、2026H1 和 2026H2 启动中美临床 1 期研究。
- 盈利预测与评级：**我们预计 2025–2027 年公司总收入为 5.80、7.13、9.01 亿美元。通过 DCF 计算，假设永续增长率为 2%，WACC 为 9.43%，公司合理股权价值为 280 亿港元（汇率取 1 美元=7.77 港元）。公司海外销售势头强劲，创新管线潜力充足，维持公司“买入”评级。
- 风险提示：**临床研发失败风险，竞争格局恶化风险、销售不及预期风险等。

盈利预测与估值（美元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	838	630	580	713	901
同比增长率（%）	96.5%	-24.8%	-8.0%	23.0%	26.4%
归母净利润（百万美元）	101	38	427	127	184
同比增长率（%）	127.9%	-62.6%	1032.3%	-70.2%	44.9%
每股收益（美元/股）	0.12	0.04	0.49	0.15	0.21
ROE（%）	13.8%	5.0%	36.1%	9.7%	12.4%
市盈率（P/E）	31.09	73.29	6.69	22.45	15.49

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：美元(百万)					单位：美元(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	630	580	713	901	货币资金	154	453	491	610
增长率	-24.8%	-8.0%	23.0%	26.4%	应收款项	180	169	189	226
营业成本	349	290	342	415	存货	50	43	50	61
%销售收入	55.4%	50.0%	48.0%	46.0%	其他流动资产	682	782	882	982
毛利	281	290	371	487	流动资产	1,067	1,448	1,611	1,879
%销售收入	44.6%	50.0%	52.0%	54.0%	权益性投资	83	113	138	164
其他收入	0	0	0	0	固定资产	92	98	103	109
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	4	4	3	3
销售费用	49	42	50	59	非流动资产	208	242	272	303
%销售收入	7.7%	7.2%	7.0%	6.5%	资产总计	1,274	1,690	1,883	2,182
管理费用	64	52	57	59	应付款项	43	42	47	59
%销售收入	10.2%	9.0%	8.0%	6.5%	短期借款	23	22	21	20
研发费用	212	139	214	261	其他流动负债	311	295	354	456
%销售收入	33.7%	24.0%	30.0%	29.0%	流动负债	377	359	423	536
财务费用	-37	-8	-6	-11	长期债务	59	64	69	74
%销售收入	-5.9%	-1.4%	-0.8%	-1.2%	其他长期负债	66	66	66	66
息税前利润 (EBIT)	8	500	136	195	非流动负债	126	131	136	141
%销售收入	1.3%	86.1%	19.1%	21.6%	负债总计	502	490	559	676
投资收益	46	440	83	82	归属母公司股东权益	760	1,184	1,308	1,489
%税前利润	102.4%	86.6%	58.2%	39.8%	少数股东权益	12	16	17	18
除税前利润	45	508	142	206	负债股东权益合计	1,274	1,690	1,883	2,182
利润率	7.2%	87.5%	19.9%	22.8%					
所得税	7	76	14	21					
所得税率	15.9%	15.0%	10.0%	10.0%					
净利润 (含少数股东损益)	38	432	128	185					
少数股东损益	0	4	1	1					
归属于母公司的净利润	38	427	127	184					
增长率	-62.6%	1032.3%	-70.2%	44.9%					
净利率	6.0%	73.7%	17.8%	20.5%					

现金流量表					比率分析				
单位：美元(百万)									
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	38	427	127	184	每股指标				
少数股东损益	0	4	1	1	每股收益	0.04	0.49	0.15	0.21
营运资金变动	-62	1	39	65	每股净资产	0.87	1.36	1.50	1.71
其他变动	24	-434	-78	-78	每股经营现金净流	0.00	0.00	0.10	0.20
经营活动现金流量净额	0	-1	89	172	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本开支	-18	-10	-10	-10	回报率				
投资	-79	-130	-125	-126	净资产收益率	4.96%	36.09%	9.73%	12.39%
其他	1	443	86	86	总资产收益率	2.96%	25.28%	6.76%	8.45%
投资活动现金流量净额	-96	303	-49	-49	投入资本收益率	0.80%	33.00%	8.66%	10.94%
股权募资	-35	0	0	0	增长率				
债权募资	6	4	4	4	营业收入增长率	-24.80%	-7.98%	22.97%	26.40%
其他	-1	-3	-4	-4	EBIT增长率	-88.39%	6026.02%	-72.75%	42.90%
筹资活动现金流量净额	-31	1	0	0	净利润增长率	-62.56%	1032.29%	-70.21%	44.91%
现金净变动	-130	299	38	120	总资产增长率	-0.44%	32.62%	11.45%	15.88%

资产管理能力					偿债能力				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
应收账款周转天数	77.8	88.3	67.5	60.2	流动比率	2.83	4.03	3.81	3.51
存货周转天数	51.9	58.0	48.9	48.2	速动比率	2.70	3.91	3.69	3.39
应付账款周转天数	40.7	52.4	46.9	46.1	净负债/股东权益	-9.22%	-30.51%	-30.18%	-34.21%
固定资产周转天数	54.9	59.1	50.7	42.4	EBIT利息保障倍数	2.8	147.3	38.2	52.0
					资产负债率	39.42%	28.99%	29.68%	30.99%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。