

ATTC 平台授权潜力大，后期项目快速推进

投资要点

- **事件：**和黄医药举办研发日，重点展示了公司在推进创新癌症和免疫疾病治疗方面的最新进展，包括介绍其新一代抗体靶向偶联药物 ("ATTC") 平台，以及后期管线候选药物的最新进展。
- **ATTC 平台有望重新定义癌症精准治疗，HMPL-A251 有望带来较 T-DXd 更佳疗效。**ATTC 平台代表着癌症精准治疗领域一项潜在的突破性进展，通过将单克隆抗体与专利靶向小分子抑制剂有效载荷 (payload) 相连接，实现双重作用机制。ATTC 平台首个候选药物 HMPL-A251 是一种 PAM-HER2 ATTC，由高选择性、强效的 PI3K/PIKK 抑制剂作为有效载荷和人源化抗 HER2 IgG1 抗体通过可裂解的连接子 (linker) 偶联而成。HMPL-A251 在体外模型中表现出 HER2 依赖的抗肿瘤活性，在 HER2 阳性的肿瘤细胞中，无论其 PAM 改变情况如何，均对其生长展现出强效的抑制作用。与德曲妥珠单抗 (T-DXd) 相比，HMPL-A251 在大多数试验模型中以等效剂量实现了更佳或相若的疗效。此外，由于游离有效载荷的血浆暴露量远低于 HMPL-A251 剂量，因此有效载荷相关的毒性预计较低。HMPL-A251 全球临床预计于 2025 年底启动，后续两个 ATTC 分子 HMPL-580 和 HMPL-A830 预计于 2026 年分别进入全球临床。
- **后期项目快速推进，核心产品适应症持续拓展。**赛沃替尼用于一线治疗伴有 MET 过表达的 EGFR 突变非小细胞肺癌患者的 SANOVO 中国 III 期研究已完成患者招募。用于二线治疗伴有 MET 扩增或过表达的 EGFR 突变非小细胞肺癌患者的 SAFFRON 全球 III 期研究入组进展顺利，已完成入组目标。索凡替尼联合恒瑞的卡瑞利珠单抗 (一种 PD-1 抗体)、白蛋白紫杉醇和吉西他滨用于一线治疗转移性胰腺导管腺癌的 II/III 期研究进展顺利。II 期部分的结果将于 12 月举行的 ESMO Asia 会议上公布。
- **FRUSICA-2 数据亮眼，呋喹替尼联合信迪利单抗有望成为晚期肾细胞癌患者有价值的新治疗选择。**FRUSICA-2 是一项随机、开放卷标、阳性对照的注册研究，旨在评估呋喹替尼和信迪利单抗联合疗法对比阿昔替尼或依维莫司单药疗法用于二线治疗晚期肾细胞癌的疗效和安全性。共 234 位患者被随机分配至呋喹替尼和信迪利单抗联合疗法治疗组，或阿昔替尼或依维莫司单药疗法治疗组。呋喹替尼联合信迪利单抗的盲态独立中心阅片 (BICR) 评估的中位 PFS 为 22.2 个月，阿昔替尼/依维莫司组则为 6.9 个月 ([HR] 0.373, $p < 0.0001$)。客观缓解率 (ORR) 分别为 60.5% 对比 24.3% ($p < 0.0001$)，中位缓解持续时间 (DoR) 分别为 23.7 个月对比 11.3 个月。基于 FRUSICA-2 研究的数据，中国国家药品监督管理局 (国家药监局) 已受理呋喹替尼和信迪利单抗的联合疗法用于既往接受过系统治疗失败的局部晚期或转移性的肾细胞癌患者的新药上市申请，预计将于 2026 年获批。
- **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。
- **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%	33.93%	2.61%	9.33%
PE	70.66	6.83	86.35	21.93

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)	19.08-30.55
3 个月平均成交量(百万)	9.84
流通股数(亿)	8.72
市值(亿)	207.19

相关研究

1. 和黄医药 (0013.HK)：收入短期承压，ATTC 潜在优势明显 (2025-08-13)
2. 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)
3. 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)

附：财务报表

资产负债表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	153.96	718.34	726.44	764.30	营业额	630.20	609.22	669.22	819.26
应收账款	155.54	125.11	137.44	168.25	销售成本	348.88	322.88	334.61	360.48
预付款项	13.31	32.06	35.22	43.12	其他费用	4.88	10.04	11.03	13.51
其他应收款	7.90	9.86	10.83	13.26	销售费用	48.62	45.69	40.15	32.77
存货	50.40	49.23	51.02	54.96	研发及管理费用	276.41	216.27	254.30	278.55
其他流动资产	685.45	519.48	570.65	698.59	财务费用	-37.21	1.86	0.35	0.27
流动资产总计	1066.56	1454.09	1531.59	1742.48	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	77.77	77.77	77.77	77.77	投资收益	46.47	0.00	0.00	0.00
固定资产	92.50	78.01	63.52	49.02	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	35.09	12.46	28.77	133.69
无形资产	4.50	3.75	3.00	2.25	其他非经营损益	10.27	477.45	10.00	10.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	45.36	489.91	38.77	143.69
其他非流动资产	32.88	32.88	32.88	32.88	所得税	7.19	97.98	7.75	21.55
非流动资产合计	207.64	192.40	177.16	161.92	税后利润	38.17	391.93	31.01	122.13
资产总计	1274.20	1646.49	1708.75	1904.40	归属于非控制股东利润	0.44	1.75	0.14	0.55
应付账款	42.52	47.89	49.63	53.47	归属于母公司股东利润	37.73	390.18	30.87	121.59
其他流动负	310.67	308.88	338.39	408.06	EBITDA	20.50	507.02	54.36	159.20
流动负债合计	376.56	356.77	388.02	461.53	NOPLAT	-9.31	11.46	23.30	113.87
长期借款	59.43	59.43	59.43	59.43	EPS(元)	0.04	0.45	0.04	0.14
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	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	502.34	482.55	513.80	587.31	成长能力				
股本	87.16	87.21	87.21	87.21	营收额增长率	-24.80%	-3.33%	9.85%	22.42%
归属于母公司股东权益	759.93	1150.26	1181.14	1302.72	EBIT 增长率	-88.39%	5931%	-92.04%	267.99%
归属于非控制股东权益	11.92	13.68	13.82	14.36	EBITDA 增长率	-73.87%	2373%	-89.28%	192.86%
权益合计	771.85	1163.94	1194.95	1317.09	税后利润增长率	-62.24%	926.8%	-92.09%	293.81%
负债和权益合计	1274.20	1646.49	1708.75	1904.40	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%
现金流量表 (百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E	估值倍数				
税后经营利润	-9.58	9.97	23.01	113.63	P/E	70.66	6.83	86.35	21.93
折旧与摊销	12.34	15.24	15.24	15.24	P/S	4.23	4.38	3.98	3.25
财务费用	-37.21	1.86	0.35	0.27	P/B	3.51	2.32	2.26	2.05
其他经营资金	34.94	180.43	-38.16	-99.51	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性现金净流量	0.50	207.50	0.45	29.64	EV/EBIT	30.05	-0.70	-8.86	-2.60
投资性现金净流量	-96.06	381.96	8.00	8.50	EV/EBITDA	11.96	-0.67	-6.37	-2.35
筹资性现金净流量	-30.67	-25.08	-0.35	-0.27	EV/NOPLAT	-26.31	-29.85	-14.87	-3.29
现金流量净额	-126.23	564.38	8.09	37.86					

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

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	jjj@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
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn