

2025 年 11 月 10 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 11 月 07 日
收盘价（港元）	23.62
一年内最高/最低（港元）	30.75/18.36
总市值（百万港元）	20,600.16
流通市值（百万港元）	20,600.16
资产负债率（%）	30.07

资料来源：聚源数据

和黄医药 (00013. HK)

——关注 ATTC 平台价值，潜力管线不断开发中

投资要点：

- **事件：**和黄医药于 2025 年 10 月 31 日举行的投资者会议中分享最新关键研发和业务进展。此次活动重点展示了和黄医药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。
- **突破性 ATTC 平台及其潜力管线。**ATTC 平台是公司特有的新型癌症精准治疗药物开发平台，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。不同于传统的基于细胞毒素的抗体偶联药物 ("ADC")，ATTC 通过结合靶向疗法，其抗肿瘤活性和安全性均有望更优。基于此平台孵化的第一款潜力管线为 HMPL-A251，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。体内/体外临床前实验中，HMPL-A251 展现出良好的抗肿瘤疗效和耐受性。基于临床前数据，和黄医药计划从 2025 年底开始推动 HMPL-A251 进入临床开发。
- **后期项目不断推进，未来可期。**1) 呋喹替尼 FRUSICA-2 研究：呋喹替尼联合信迪利单抗用于二线治疗肾细胞癌的 III 期研究数据于 2025 年 ESMO 大会上公布，mPFS 22.2 个月，ORR 60.5%；2) 赛沃替尼注册研究：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，预计将于 2025 年年底完成患者招募；3) 索凡替尼用于胰腺癌：索凡替尼联合卡瑞利珠单抗、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 期部分的结果将于即将举行的科学会议上公布；4) HMPL-453：用于治疗晚期肝内胆管癌患者的中国注册性 II 期研究已完成入组，正在准备于 2026 年上半年提交新药上市申请。
- **盈利预测与评级：**我们预计 2025-2027 年公司总收入为 5.67、6.76、8.16 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 269 亿港元（汇率取 1 美元=7.77 港元）。公司创新管线潜力充足，未来可期，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	567	676	816
同比增长率（%）	96.5%	-24.8%	-10.0%	19.2%	20.7%
归母净利润（百万美元）	101	38	426	94	138
同比增长率（%）	127.9%	-62.6%	1029.3%	-78.0%	46.7%
每股收益（美元/股）	0.12	0.04	0.49	0.11	0.16
ROE（%）	13.80%	4.96%	36.03%	7.37%	9.78%
市盈率（P/E）	31.09	73.29	6.29	28.53	19.45

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)			
	2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
营业收入	567	676	816	货币资金	449	447	507
增长率	-10.0%	19.2%	20.7%	应收款项	166	179	204
营业成本	283	324	375	存货	42	47	55
%销售收入	50.0%	48.0%	46.0%	其他流动资产	782	882	982
毛利	283	351	440	流动资产	1,439	1,555	1,748
%销售收入	50.0%	52.0%	54.0%	权益性投资	113	138	164
其他收入	0	0	0	固定资产	98	103	109
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	4	3	3
销售费用	41	47	53	非流动资产	242	272	303
%销售收入	7.2%	7.0%	6.5%	资产总计	1,681	1,828	2,052
管理费用	51	54	53	应付款项	41	45	53
%销售收入	9.0%	8.0%	6.5%	短期借款	22	21	20
研发费用	136	203	237	其他流动负债	288	336	413
%销售收入	24.0%	30.0%	29.0%	流动负债	352	402	486
财务费用	-8	-6	-11	长期债务	64	69	74
%销售收入	-1.4%	-0.9%	-1.3%	其他长期负债	66	66	66
息税前利润 (EBIT)	498	99	143	非流动负债	131	136	141
%销售收入	87.9%	14.6%	17.5%	负债总计	482	538	627
投资收益	440	48	41	归属母公司股东权益	1,183	1,273	1,407
%税前利润	86.9%	46.0%	26.7%	少数股东权益	16	17	17
除税前利润	506	105	154	负债股东权益合计	1,681	1,828	2,052
利润率	89.3%	15.5%	18.8%				
所得税	76	10	15	比率分析			
所得税率	15.0%	10.0%	10.0%		2025E	2026E	2027E
净利润(含少数股东损益)	430	94	138	每股指标			
少数股东损益	4	0	1	每股收益	0.49	0.11	0.16
归属于母公司的净利润	426	94	138	每股净资产	1.36	1.46	1.61
增长率	1029.3%	-78.0%	46.7%	每股经营现金净流	-0.01	0.10	0.18
净利率	75.2%	13.9%	16.9%	每股股利	0.00	0.00	0.00
				回报率			
				净资产收益率	36.03%	7.37%	9.78%
				总资产收益率	25.34%	5.14%	6.71%
				投入资本收益率	32.94%	6.45%	8.46%
				增长率			
				营业收入增长率	-10.05%	19.18%	20.71%
				EBIT增长率	6009.54%	-80.15%	44.49%
				净利润增长率	1029.29%	-77.97%	46.71%
				总资产增长率	31.94%	8.71%	12.28%
				资产管理能力			
				应收账款周转天数	89.4	68.6	61.5
				存货周转天数	58.7	49.6	49.2
				应付账款周转天数	53.0	47.6	47.1
				固定资产周转天数	60.4	53.6	46.8
				偿债能力			
				流动比率	4.09	3.87	3.59
				速动比率	3.97	3.75	3.48
				净负债/股东权益	-30.21%	-27.63%	-28.91%
				EBIT利息保障倍数	146.9	27.7	38.2
				资产负债率	28.69%	29.43%	30.57%

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）。