

医药	收盘价 港元 24.48	目标价 港元 35.10↓	潜在涨幅 +43.4%
----	-----------------	------------------	----------------

2026年1月23日

和黄医药 (13 HK)

拐点将至，关注产品销售复苏、海外关键临床数据和 ATTC；维持买入

⊕ **SAFFRON 研究有望显著扩大赛沃替尼全球市场潜力：**II 期 SAVANNAH 研究中，赛沃+奥希组合在奥希耐药且伴 MET 过表达/扩增的 NSCLC 患者中取得显著且持久的缓解率（BICR 评估 ORR 55%、mPFS 7.5 个月）。在此基础上，在中国进行的 III 期 SACHI 研究进一步提供确证性证据：ITT 人群（三代 EGFR 经治+未经治）中，联合靶向方案疗效显著优于化疗，mPFS 8.2 个月 vs. 4.5 个月（HR 0.34， $p < 0.0001$ ）；mOS 22.9 个月 vs. 17.7 个月（HR 0.84，调整交叉治疗影响后 HR 0.24-0.62，SAFFRON 研究中无交叉治疗设计）；在三代 EGFR TKI 经治亚组中的疗效与 ITT 人群相若（mPFS 6.9 个月 vs. 3.0 个月，HR 0.32， $p < 0.0001$ ）。以上结果均优于 MARIPOSA-2 研究中埃万妥+化疗在 MET 扩增亚组的结果（mPFS 4.4 个月，HR：0.51， $p=0.078$ ），且安全性更佳。基于上述结果，我们认为正在进行的 SAFFRON 全球 III 期研究成功概率较大，为双靶的全球应用提供更多证据。公司预计于 2026 年中读出 SAFFRON 数据并向 FDA 提交 NDA、2027 年有望获批，我们预计赛沃替尼全球销售峰值或超 18 亿美元。

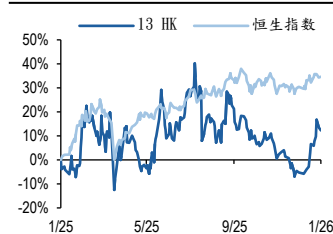
⊕ **ATTC 平台进入临床开发：**公司首款 ATTC 候选分子 HMPL-A251（HER2 单抗偶联 PAM 通路抑制剂）已于 2025 年 12 月完成首个全球 I 期研究的首例患者给药。随着初始安全性和疗效数据逐步出炉，我们建议重点关注该产品的 BD 出海潜力。在临床前研究中，HMPL-A251 的有效载荷展现出高选择性、强效且广谱的抗肿瘤活性。其疗效和耐受性优于单抗+TKI 的联合疗法，显示出协同效应；与化疗联用可进一步提升疗效，游离有效载荷的血浆暴露量极低，预示着优异的安全性及在前线治疗中的应用潜力。另有两款暂未披露靶点的 ATTC 候选分子将分别于 1H26 和 2H26 进入临床。

⊕ **产品销售即将重新步入增长通道：**随着销售团队调整基本完成、美国 Medicare 调整的边际影响减弱，我们看好 2026 年 4 款商业化产品的国内外销售恢复快速增长；同时索乐匹尼布的 ITP（重新提交）和 waiHA 适应症有望于 2026 年提交 NDA，我们预计 2027 年获批上市。我们下调 2025-26 年收入预测，但上调 2027 年及未来年度预测，以反映对赛沃替尼更乐观的全球销售预测，下调目标价至 35.1 港元/22.5 美元（HCM US/买入）。我们认为，经历临床和商业化短期波动后，公司 2026 年起整体经营逐步回到正轨，多个催化剂有望推动估值修复，维持买入及重点推荐。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	30.55
52周低位 (港元)	19.08
市值 (百万港元)	42,917.87
日均成交量 (百万)	2.91
年初至今变化 (%)	18.72
200天平均价 (港元)	24.36

资料来源：FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	838	630	545	640	739
同比增长 (%)	96.5	-24.8	-13.5	17.4	15.4
净利润 (百万美元)	101	38	453	84	123
每股盈利 (美元)	0.12	0.04	0.52	0.10	0.14
同比增长 (%)	-127.8	-62.8	1,077.3	-81.4	45.8
前EPS预测值 (美元)			0.52	0.06	0.09
调整幅度 (%)			0.2	57.3	51.3
市盈率 (倍)	26.5	71.2	6.0	32.5	22.3

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 和黄医药：财务预测变动

百万美元	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	545	629	-13%	640	682	-6%	739	718	3%
毛利润	225	274	-18%	308	325	-5%	390	357	9%
毛利率	41.3%	43.5%	-2.2ppts	48.1%	47.6%	0.5ppts	52.8%	49.7%	3.1ppts
归母净利润	453	452	0%	84	54	57%	123	81	51%
归母净利率	83.0%	71.9%	11.1ppts	13.2%	7.9%	5.3ppts	16.6%	11.3%	5.3ppts

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 和黄医药：DCF 估值模型

人民币, 百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	545	640	739	800	866	946	1,012	1,071	1,112	1,153	1,188
EBIT	-16	51	97	132	170	231	280	323	360	394	421
EBIT*(1-t)	(16)	43	82	112	145	196	238	275	306	335	358
加: 折旧摊销	9	9	10	11	11	12	12	13	13	13	14
减: 营运资金增加/ (减少)	16	(13)	(17)	(22)	(19)	(17)	(14)	(13)	(15)	(15)	(15)
减: 资本开支	(8)	(16)	(17)	(17)	(16)	(16)	(17)	(18)	(16)	(15)	(15)
自由现金流	2	24	58	84	121	175	218	257	289	318	341

永续增长率 3%

自由现金流现值 1,084

终值现值 2,163

企业价值 3,247

净现金 667

少数股东权益 12

股权价值 (百万美元) 3,925

股权价值 (百万港元) 30,619

股份数量 (百万) 872

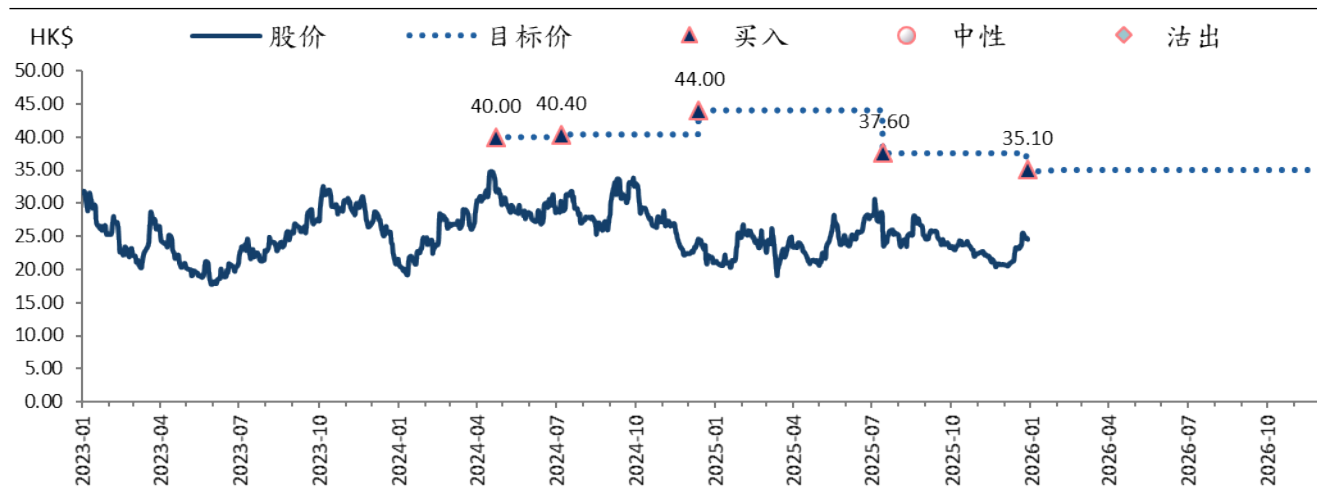
每股价值(HKD, 2026年12月31日) 35.10

每 ADR 价值(USD, 2026年12月31日) 22.50

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.05
股权成本	11.4%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	9.9%

资料来源: 交银国际研究

图表 3: 和黄医药 (13 HK) 评级及目标价



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4:交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
13 HK	和黄医药	买入	24.48	35.10	43.4%	2026 年 01 月 23 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	89.65	136.00	51.7%	2026 年 01 月 13 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	买入	9.62	13.00	35.1%	2025 年 12 月 10 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	23.96	39.50	64.9%	2025 年 11 月 27 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	20.76	72.00	246.8%	2025 年 11 月 17 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	199.80	231.00	15.6%	2025 年 11 月 10 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	416.80	549.00	31.7%	2025 年 10 月 22 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	38.80	84.00	116.5%	2025 年 09 月 01 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	81.40	105.00	29.0%	2025 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	56.70	78.00	37.6%	2025 年 08 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	112.40	183.00	62.8%	2025 年 08 月 27 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	3.60	8.80	144.4%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	68.30	91.00	33.2%	2026 年 01 月 19 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	13.19	28.75	118.0%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	38.96	34.00	-12.7%	2025 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
AZN US	阿斯利康	买入	91.69	93.30	1.8%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	54.94	33.10	-39.8%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	11.68	16.40	40.4%	2025 年 08 月 22 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	40.32	48.00	19.0%	2025 年 08 月 19 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	6.50	9.10	40.0%	2025 年 08 月 19 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.83	14.00	58.6%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	9.68	7.30	-24.6%	2025 年 11 月 21 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	73.75	69.50	-5.8%	2025 年 10 月 28 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	31.80	40.20	26.4%	2025 年 06 月 19 日	制药
6078 HK	海吉亚医疗	买入	13.59	18.00	32.4%	2025 年 03 月 31 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	30.50	42.00	37.7%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	2.52	3.30	30.9%	2025 年 08 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测 截至 2026 年 1 月 23 日

财务数据

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	838	630	545	640	739
主营业务成本	(384)	(349)	(320)	(332)	(349)
毛利	454	281	225	308	390
销售及管理费用	(133)	(113)	(93)	(101)	(107)
研发费用	(302)	(212)	(148)	(156)	(187)
经营利润	18	(44)	(16)	51	97
财务成本净额	35	37	42	42	42
其他非经营净收入/费用	52	52	502	5	5
税前利润	106	45	528	98	144
税费	(5)	(7)	(76)	(14)	(21)
非控股权益	(0)	(0)	0	0	0
净利润	101	38	453	84	123
作每股收益计算的净利润	101	38	453	84	123

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	284	154	608	643	714
应收账款及票据	117	156	137	151	169
存货	50	50	46	48	50
其他流动资产	646	707	732	737	742
总流动资产	1,097	1,067	1,522	1,579	1,675
物业、厂房及设备	100	92	92	99	106
其他长期资产	83	115	106	130	154
总长期资产	183	208	198	229	260
总资产	1,280	1,274	1,720	1,807	1,934
短期贷款	31	23	23	23	23
应付账款	36	43	35	38	42
其他短期负债	336	311	311	311	311
总流动负债	403	377	369	372	376
长期贷款	48	59	59	59	59
其他长期负债	85	66	66	66	66
总长期负债	133	126	126	126	126
总负债	536	502	495	498	502
股本	87	87	87	87	87
储备及其他资本项目	643	673	1,126	1,210	1,333
股东权益	731	760	1,213	1,297	1,420
非控股权益	13	12	12	12	12
总权益	743	772	1,225	1,309	1,432

资料来源：公司资料，交银国际预测

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	106	45	528	98	144
折旧及摊销	8	12	9	9	10
营运资本变动	71	(62)	16	(13)	(17)
其他经营活动现金流	34	5	(701)	(43)	(50)
经营活动现金流	219	0	(147)	52	87
资本开支	(33)	(18)	(8)	(16)	(17)
其他投资活动现金流	(259)	(78)	608	0	0
投资活动现金流	(291)	(96)	600	(16)	(17)
负债净变动	62	6	0	0	0
权益净变动	(4)	(35)	0	0	0
股息	(9)	(1)	0	0	0
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	49	(31)	0	0	0
汇率收益/损失	(6)	(3)	0	0	0
年初现金	313	284	154	608	643
年末现金	284	154	608	643	714

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(美元)					
核心每股收益	0.119	0.044	0.519	0.097	0.141
全面摊薄每股收益	0.116	0.043	0.519	0.097	0.141
利润率分析(%)					
毛利率	54.1	44.6	41.3	48.1	52.8
EBITDA利润率	3.2	(5.0)	(1.3)	9.4	14.4
EBIT利润率	2.2	(6.9)	(3.0)	8.0	13.1
净利率	12.0	6.0	83.0	13.2	16.6
盈利能力(%)					
ROA	7.9	3.0	26.3	4.7	6.4
ROE	13.6	4.9	37.0	6.4	8.6
ROIC	12.2	4.4	34.6	6.1	8.1
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.7	2.8	4.1	4.2	4.4
存货周转天数	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
应收账款周转天数	90.0	90.0	85.0	83.0	81.0
应付账款周转天数	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2026年1月23日
和黄医药 (13 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司以及红星冷链（湖南）股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。