

买入

业绩有望见底回升，创新药研发快速推进

石药集团 (1093.HK)

2025-12-8 星期一

【投资要点】

➤ 新药研发投入加大，研发平台优势明显

公司已建成一支逾 2000 人的国际化研发团队，聚焦于抗肿瘤、精神神经、心血管等治疗领域，拥有 8 大研发平台。研发费用 41.85 亿元，同比增长 7.9%，占成药收入 27.1%，显示公司持续高强度投入创新，有近 90 个产品在临床试验的不同阶段，14 款产品已递交上市申请，30 余款处于注册临床阶段，为未来收入结构转型奠定基础。公司计划在未来 5 年内申报近 50 款新产品/新适应症上市。

➤ 新药研发快速推进，出海成果突出

创新管线加速兑现，授权费收入 15.40 亿元贡献新增长极，海外授权协议累计潜在里程碑付款超 150 亿美元，国际化战略成效初显。SYS6091 (HER2 ADC)、SYS6010 (EGFR ADC)、安尼妥单抗 (HER2 双抗)、SYS6093 (TSLP 单抗) 等 8 款产品处于关键临床阶段，预计 2025 - 2027 年将密集迎来数据读出与上市申请。SYS6010 (EGFR ADC) 获 FDA 三项快速通道资格，获得 NMPA 突破性疗法认定，单药用于 EGFR-TKI 和含铂化疗治疗失败的 EGFR 突变阳性的 NSCLC，目前进行三期临床，有望 26 年递交申请上市，有望实现大金额 BD。SiRNA 管线覆盖 PCSK9、AGT、LP(a) 等靶点，技术平台领先。

➤ 单季度收入有所好转

2025 年前三季度营收 198.91 亿元，同比下滑 12.3%，实现净利润 35.11 亿元，同比减少 7.06%。主因成药业务受集采与医保降价拖累，收入降至 154.50 亿元 (-17.2%)。单季度来看，Q3 营业收入为人民币 66.2 亿元，同比增长 3.4%，环比增长 5.7%，净利润为 9.6 亿元，同比增长 27.2%。在医药行业集采降价背景下，公司将通过不断有新的产品线及强大的商业化团队及高效执行力强大的管理团队，推动业绩恢复增长。

➤ 给予“买入”评级，目标价 10.11 港元/股

公司积极布局创新药，研发投入加大，出海成果突出。预计 2025-27 年收入分别为人民币 275 亿、291 亿、306 亿元，净利润分别为人民币 45.78 亿、48.56 亿、52.78 亿，目标价 10.11 港元，对应 2026 年 PE 为 21.5 倍。给予买入评级，较现价有 35% 的升幅。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
营业额	31450.1	29009.3	27500.0	29100.0	30600.0
同比增长 (%)	1.66%	-7.76%	-5.20%	5.82%	5.15%
归母净利润	5873.32	4328.04	4577.60	4856.37	5277.52
同比增长 (%)	-3.58%	-26.31%	5.77%	6.09%	8.67%
每股盈利 (元)	0.53	0.38	0.40	0.43	0.47
PE@7.49HKD	12.92	18.08	16.94	15.97	14.58

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价: **10.11 港元**

现价: **7.49 港元**

预计升幅: **35.0%**

重要数据

日期	2025-12-8
收盘价 (港元)	7.49
总股本 (亿股)	115
总市值 (亿港元)	863
净资产 (亿元)	348
总资产 (亿元)	460
52 周高低 (港元)	11.63/4.27
每股净资产 (元)	2.89

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

鼎大集团有限公司 (10.58%)

联诚控股有限公司 (8.23%)

相关报告

石药集团 (1093.HK) - 首发报告

-20191016

石药集团 (1093.HK) - 更新报告

-20200827/20201124/20221028/20241227

研究部

姓名: 林兴秋

SFC: BLM040

电话: 0755-21519193

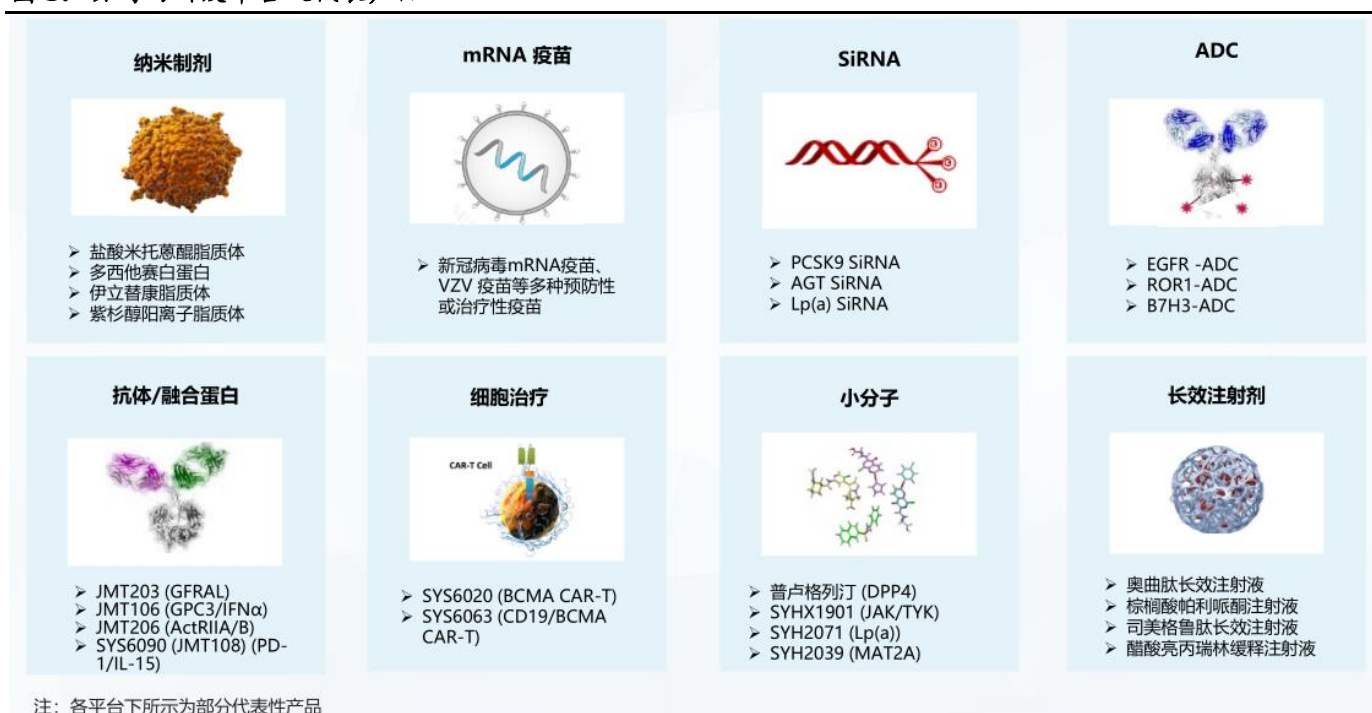
Email: linxq@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 新药研发投入加大，研发平台优势明显

公司已建成一支逾 2000 人的国际化研发团队，聚焦于抗肿瘤、精神神经、心血管等治疗领域，拥有 8 大研发平台。研发费用 41.85 亿元，同比增长 7.9%，占成药收入 27.1%，显示公司持续高强度投入创新，有近 90 个产品在临床试验的不同阶段，14 款产品已递交上市申请，30 余款处于注册临床阶段，为未来收入结构转型奠定基础。公司计划在未来 5 年内申报近 50 款新产品/新适应症上市。

图 1：公司的研发平台及代表产品



资料来源：公司官网演示材料、国元证券经纪（香港）整理

➤ 新药研发快速推进，出海成果突出

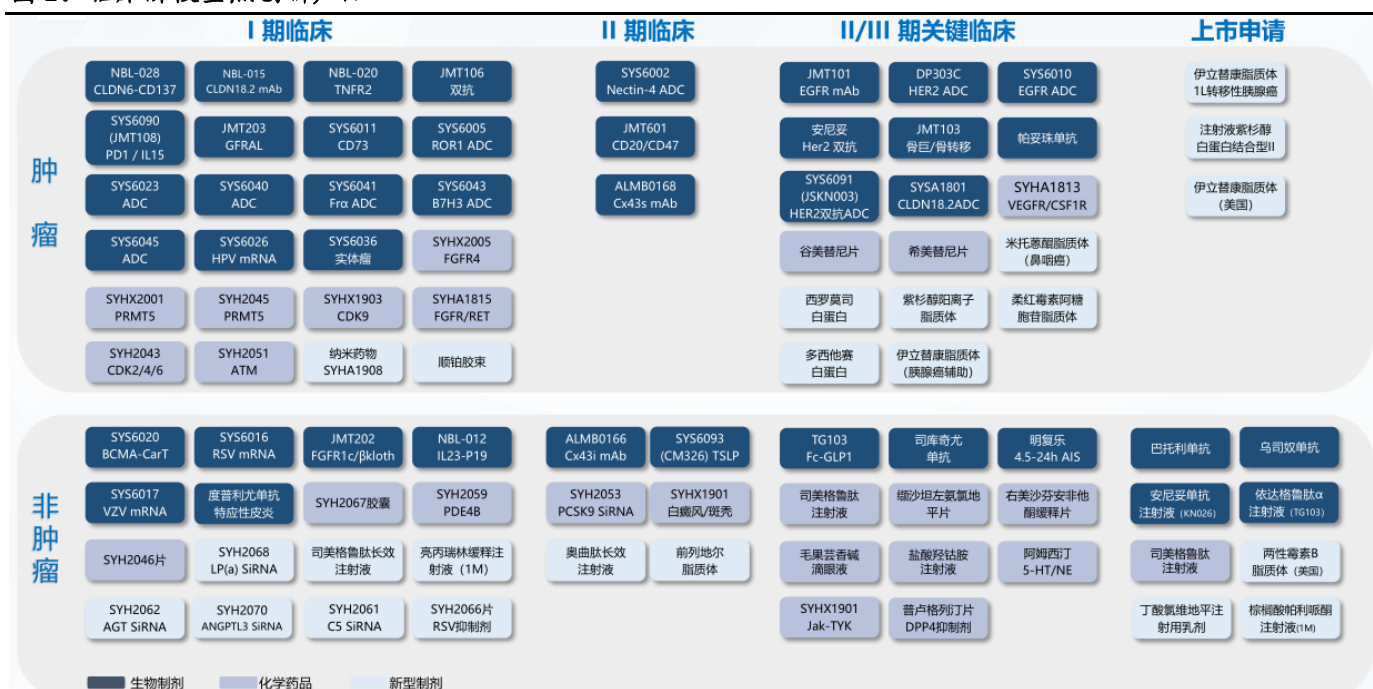
管线的关键临床进展：安尼妥单抗（KN026）：HER2 阳性胃癌/乳腺癌 III 期试验完成入组，ESMO 会议公布突破性数据。司美格鲁肽注射液：糖尿病 III 期完成，减重 III 期获 Topline 结果。

创新管线加速兑现，授权费收入 15.40 亿元贡献新增长极，海外授权协议累计潜在里程碑付款超 150 亿美元，国际化战略成效初显。SYS6005（ADC）：授权 Radiance，最高可获 12.4 亿美元里程碑付款。伊立替康脂质体：授权 Cipla USA，最高可获 10.4 亿美元里程碑付款。与阿斯利康合作 AI 药物发现平台：预付款

1.1 亿美元，总潜在价值超 53 亿美元。

SYH2086 (GLP-1)：授权 Madrigal，总潜在价值 20.75 亿美元。SYS6091 (HER2 ADC)、SYS6010 (EGFR ADC)、安尼妥单抗 (HER2 双抗)、SYS6093 (TSLP 单抗) 等 8 款产品处于关键临床阶段，预计 2025 - 2027 年将密集迎来数据读出与上市申请。SYS6010 (EGFR ADC) 获 FDA 三项快速通道资格，获得 NMPA 突破性疗法认定，单药用于 EGFR-TKI 和含铂化疗治疗失败的 EGFR 突变阳性的 NSCLC，目前进行三期临床，有望 26 年递交申请上市。SiRNA 管线覆盖 PCSK9、AGT、LP(a)等靶点，技术平台领先。

图 2：临床阶段重点创新产品



资料来源：公司官网演示材料、国元证券经纪（香港）整理

► 单季度收入有所好转

2025 年前三季度营收 198.91 亿元，同比下滑 12.3%，实现净利润 35.11 亿元，同比减少 7.06%。主因成药业务受集采与医保降价拖累，收入降至 154.50 亿元(-17.2%)。单季度来看，Q3 营业收入为人民币 66.2 亿元，同比增长 3.4%，环比增长 5.7%，净利润为 9.6 亿元，同比增长 27.2%。在医药行业集采降价背景下，公司将通过不断有新的产品线及强大的商业化团队及高效执行力强大的管理团队，推动业绩恢复增长。

➤ 给予“买入”评级，目标价 10.11 港元/股

公司积极布局创新药，研发投入加大，出海成果突出。董事会主席持续大金额增持，充分体现管理层对公司长期发展的信心。预计 2025-27 年收入分别为人民币 275 亿、291 亿、306 亿元，净利润分别为人民币 45.78 亿、48.56 亿、52.78 亿，目标价 10.11 港元，对应 2026 年 PE 为 21.5 倍。给予买入评级，较现价有 35% 的升幅。

表 1：行业相关上市公司估值

代码	证券简称	总市值(亿港元)		市盈率 PE		市净率 PB
		元)	TTM	25E	26E	
1276.HK	恒瑞医药	4,569.6	58.91	49.74	46.52	7.39
6160.HK	百济神州	3,112.95	559.48	145.45	57.04	9.29
2359.HK	药明康德	3,018.79	19.28	19.72	18.45	3.97
3692.HK	翰森制药	2,546.8	48.58	46.24	44.48	7.47
1801.HK	信达生物	1,473.01	118.63	131.4	67.46	9.31
2269.HK	药明生物	1,359.8	29.55	28.04	24.75	2.76
1177.HK	中国生物制药	1,271.98	29.96	24.12	24.55	3.48

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

【风险提示】

- (1) 新产品研发进度可能低于预期
- (2) 产品商业化进展不达预期
- (3) 国际形势复杂度超预期，创新药国际化进度低于预期

【财务报表摘要】

损益表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	30936.9	31450.1	29009.3	27500.0	29100.0	30600.0
销售成本	-8680.5	-9273.4	-8710.5	-8013.7	-8815.1	-9344.0
毛利	22256.4	22176.7	20298.7	19486.3	20284.9	21256.0
其他收入	603.8	626.3	561.1	610.0	650.0	682.0
其他收益及亏损净额	291.38	-104.94	-118.15	-113.42	-108.89	-104.53
行政费用	-1172.84	-1189.65	-1079.60	-1036.42	-994.96	-1014.86
经营盈利	7574.48	7436.60	5711.87	6055.28	6424.26	7031.39
财务开支	-24.89	-25.90	-43.67	-44.11	-44.55	-44.99
应占联营公司利润						
研发费用	-3986.52	-4830.38	-5190.66	-5398.29	-5614.22	-5838.79
其他开支	-80.33	-100.74	-97.21	0.00	0.00	0.00
税前盈利	7582.26	7389.37	5578.73	6011.17	6379.71	6986.39
所得税	-1350.21	-1316.68	-1239.90	-1382.57	-1467.33	-1606.87
少数股东应占利润	140.66	199.37	10.79	51.00	56.00	102.00
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
净利润	6091.39	5873.32	4328.04	4577.60	4856.37	5277.52
折旧及摊销	1047.94	1117.49	1339.45	1366.24	1393.56	1407.50
EBITDA	8622.42	8554.09	7051.32	7421.52	7817.82	8438.89
增长						
总收入 (%)		1.66%	-7.76%	-5.20%	5.82%	5.15%
EBITDA (%)		-0.79%	-17.57%	5.25%	5.34%	7.94%
净利润 (%)		-3.58%	-26.31%	5.77%	6.09%	8.67%

资产负债表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	8000.87	10490.86	5917.39	5915.15	6136.82	6705.87
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	7529.43	10514.00	10507.82	10612.89	10719.02	10826.21
其他短期投资	5794.86	2577.05	2283.11	1250.00	1262.50	1275.13
其他流动资产	77.16	24.38	49.82	50.32	50.82	51.33
流动资产	21402.32	23606.29	18758.14	17828.36	18169.16	18858.53
固定资产	9582.06	10416.60	11374.44	11715.67	12067.14	12429.16
其他非流动资产	8230.56	9120.63	11126.41	11443.67	11959.54	12501.25
非流动资产	17812.62	19537.23	22500.85	23159.35	24026.68	24930.41
总资产	41769.80	46282.18	44389.00	44149.02	45388.76	47013.79
流动负债	8958.00	10182.58	9634.02	9743.97	10175.02	10630.40
应付账款	2010.07	2841.74	2613.00	0.00	0.00	0.00
短期银行贷款	153.48	450.22	392.20	95.00	95.95	96.91
其他短期负债	6794.45	6890.62	6628.82	9648.97	10079.07	10533.49
非流动负债	1169.90	1081.59	888.67	897.56	906.53	915.60
长期银行贷款	28.95	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1140.95	1081.59	888.67	897.56	906.53	915.60
总负债	10127.90	11264.17	10522.69	10641.52	11081.55	11546.00
少数股东权益	1444.34	1814.80	1601.60	1615.00	1639.23	1672.01
股东权益	31641.90	35018.01	33866.31	33507.49	34307.21	35467.79

财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力						
毛利率 (%)		70.5%	70.0%	70.9%	69.7%	69.5%
EBITDA 利率 (%)		27.2%	24.3%	27.0%	26.9%	27.6%
净利率 (%)		18.7%	14.9%	16.6%	16.7%	17.2%
ROE	19.25%	16.77%	12.78%	13.66%	14.16%	14.88%
ROA	14.58%	12.69%	9.75%	10.37%	10.70%	11.23%
营运表现						
SG&A/收入 (%)		3.78%	3.72%	3.77%	3.42%	3.32%
实际税率 (%)	17.81%	17.82%	22.23%	23.00%	23.00%	23.00%
股息支付率 (%)	-34.42%	-46.42%	-74.72%	-71.35%	-67.93%	-63.13%
库存周转天数	215.49	162.16	97.36	58.16	59.16	60.16
应付账款天数						
应收账款天数		122.02	132.21	140.86	134.45	129.14
财务状况						
净负债/资产负债率	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.25
收入/总资产	0.74	0.68	0.65	0.62	0.64	0.65
总资产/股本	1.32	1.32	1.31	1.32	1.32	1.33

现金流量表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	6091.39	5873.32	4328.04	4577.60	4856.37	5277.52
折旧与摊销	1047.94	1117.49	1339.45	1366.24	1393.56	1407.50
营运资本变动	798.12	-3031.83	-817.26	-653.81	-666.88	-680.22
其他非现金调整	-310.38	219.83	-315.56	-3.00	-3.06	-3.12
营运现金流	7627.07	4178.81	4534.67	5287.03	5579.99	6001.68
资本开支	-2722.69	-1893.07	-2678.88	-1500.17	-1530.18	-1560.78
其他投资活动	-4073.29	2500.34	-1179.32	-398.09	-406.05	-414.18
投资活动现金流	-6795.98	607.27	-3858.20	-1898.27	-1936.23	-1974.96
负债变化	-135.24	-166.43	-124.36	-126.85	-129.38	-131.97
股本变化	0.00	0.00	106.43	0.00	0.00	0.00
股息	2096.96	2726.25	3233.82	3266.16	3298.82	3331.81
其他融资活动	-3865.79	-4860.80	-8469.23	-6532.32	-6597.64	-6663.62
融资活动现金流	-1904.07	-2300.98	-5253.34	-3393.01	-3428.20	-3463.78
汇率变动影响	4.00	5.00	6.00	7.00	7.00	8.00
现金变化	-1058.84	2489.99	-4573.47	-2.24	221.67	569.05
期初持有现金等价物	9059.71	8000.87	10490.86	5917.39	5915.15	6136.82
期末持有现金等价物	8000.87	10490.86	5917.39	5915.15	6136.82	6705.87

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>