

## 石药 (1093 HK, 买入, 目标价: HK\$8.88)

买入

持有

卖出

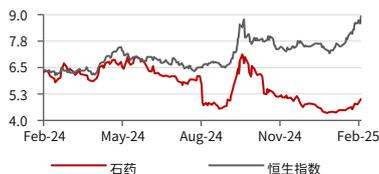
目标价: HK\$8.88 当前股价: HK\$5.01

股价上行/下行空间	+77%
52 周最高/最低价 (HK\$)	7.83/4.27
市值 (US\$mn)	7,709
当前发行数量(百万股)	11,954
三个月平均日交易额 (US\$mn)	40
流通盘占比 (%)	41
主要股东 (%)	
鼎大集团有限公司	10
联诚控股有限公司	8
瑞银集团	7

按 2025 年 2 月 21 日收市数据

资料来源: FactSet

### 股价表现



资料来源: FactSet

## SYS6005 授权达成, 创新转型里程碑

- SYS6005 药物对外授权有望获得 1500 万美元首付款。
- ROR1 靶点在多种恶性肿瘤具有特异性表达, 有望成为肿瘤治疗的新“黄金靶点”。
- 维持买入评级和 DCF 目标价 8.88 港币。

**事件:** 2 月 19 日, 公司公告, 公司附属石药巨石自主研发的靶向 ROR1 的 ADC 药物 SYS6005 与 Radiance Biopharma 达成独家授权协议, 权益覆盖区域包括美国、加拿大、英国、澳大利亚和欧盟等市场。公司将获得 1500 万美元首付款, 并有资格获得最高 1.5 亿美元的开发和监管里程碑付款和最高 10.75 亿美元的销售里程碑付款。

**ROR1 有望成为下一个“黄金靶点”:** SYS 6005 是一款重组抗人类受体酪氨酸激酶样孤儿受体 1 (ROR1) 抗体药物偶联物 (ADC), 具有高度的技术创新性和市场潜力。ROR1 在人正常组织中低表达或不表达, 但在多种恶性肿瘤或组织中高度表达, 如慢性淋巴细胞白血病 (CLL)、乳腺癌、卵巢癌、黑色素瘤、肺腺癌等。ROR1 的作用机制涉及介导非经典的 Wnt 信号通路, 尤其是 Wnt5a, 参与 NF-κB 亚基 p65 的磷酸化, 激活肿瘤细胞中 NF-κB 通路, 促进细胞迁移和侵袭。2024 年 12 月, 默沙东 (MRK US, 未覆盖) 在第 66 届美国血液学学会 (ASH) 上发布了其针对 ROR1 靶点的 ADC-zilovetamab vedotin 的 II 期研究结果, 在一线治疗弥漫大 B 细胞淋巴瘤 (DLBCL) 患者方面, 1.75mg/kg 的联合治疗剂量组实现了 100% 的完全缓解 (CR)。根据 ASH 年会报告, 该药物已经进入 III 期临床试验阶段, 是全球进展最快的 ROR1 靶点 ADC 药物。

**公司在 ADC 研发上推进迅速:** 在 ADC 领域, 石药首款 ADC 药物 DP303c 在 2019 年 10 月才进入临床。根据公司 2023 年年报, 公司已有近 10 款 ADC 产品获得临床试验批准, 并且多款已经推入 III 期阶段。2023 年 2 月 13 日, 公司公告与 Corbus Pharmaceuticals (CRBP US, 未覆盖) 就 SYS6002 (靶向 Nectin-4 ADC) 达成授权协议, 协议总金额接近 7 亿美元。

**维持买入评级和 DCF 目标价 8.88 港币:** 我们的目标价对应 2025 年 P/E 为 18x, 略高于可比公司平均值的 15x。我们认为公司创新转型符合市场预期, 因此相对其他仿制药为主的 可比公司理应获得一些估值溢价。

**风险提示:** 1) 集采降价导致公司利润降低; 2) 核心药物专利到期导致市场份额下降; 3) 新药研发进度不达预期。

### 研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

### 财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	30,937	31,450	31,583	32,296	32,215
毛利润 (RMBmn)	22,256	22,177	22,740	23,415	23,517
归母净利润 (RMBmn)	6,232	6,073	6,108	6,525	6,909
每股收益 (RMB)	0.51	0.49	0.50	0.53	0.57
市盈率 (x)	15.4	13.4	11.1	8.7	8.2

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

## 附录

### 【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

### 【法律声明】

#### 一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。