

买入

2025年4月15日

创新产品放量弥补集采承压，BD 持续落地尽显管线价值

► **全年业绩下滑，盈利略逊预期：** 公司 2024 年实现收入 290.1 亿元（同比-7.8%，下同），其中成药收入 237.4 亿元（-7.4%），原料药及功能食品 52.7 亿元（-9.3%）。毛利率 70.0%（-0.5pcts），研发费用 51.9 亿元（+7.5%），研发费用率 17.9%（+2.5pct）；管理费用率 3.7%（-0.1pct）；销售费用率 29.9%（+0.8pcts）。归母净利润 43.3 亿元（-26.3%）。

► **集采影响持续消化，新产品放量引领重回增长：** 分板块看，公司神经系统板块收入 96.5 亿元（+6.1%）。恩必普注射剂型受到院内处方影响，增长受限，但胶囊剂型 OTC 与互联网渠道仍有巨大的增长潜力。明复乐脑卒中适应症 2025 年起纳入医保目录，将进一步加速放量，助力其成为 10 亿大单品。肿瘤板块受到津优力和多美素集采影响较大，全年收入 44.0 亿元（-28.3%）。2025 年肿瘤板块仍需进一步消化集采影响，收入仍有下降趋势。但随着集采影响的消退，以及伊立替康脂质体、恩朗苏拜单抗等新产品的进一步放量，后续业绩表现有望迎来明显改善。此外，抗感染、心血管、呼吸、消化代谢、其他板块分别实现收入 40.9 亿（-3.5%）、20.8 亿（-14.8%）、12.0 亿（-23.1%）、10.5 亿（+18.1%）和 12.6 亿（+0.8%）。综合来看，2025 年多美素影响持续，但预计第十一批集采对公司影响有限。而创新产品陆续获批上市并持续放量，预计全年将提供超 15 亿元的增量。2025 年公司成药板块有望实现正增长。

► **在研产品不断推向商业化，BD 持续展现管线价值：** 2025 年，公司有望迎来 7 个新产品/新适应症获批上市，其中两性霉素 B 脂质体和伊立替康脂质体有望在美国获批。此外，公司已经提交了白紫 II 的上市申请，另计划提交 HER2 双抗 KN026、长效 GLP-1 TG-103 等 10 个新上市申请。后续管线中，最受关注的 EGFR ADC SYS6010 已于 2025 年 3 月启动了用于治疗 EGFR-TKI 治疗失败的 EGFR 突变 NSCLC 的 III 期临床，成为第二款进入 III 期临床的国产 EGFR ADC。此外，公司也计划今年上半年启动 3L 治疗 EGFR 突变和 EGFR 野生型 NSCLC 的 III 期临床。与美国 FDA 就 III 期临床开展的沟通也顺利进行中。BD 方面，公司 2025 年 2 月将 ROR1 ADC 授权给 Radiance Biopharma，取得了 1500 万美元首付款，另有潜在里程碑付款 12 亿美元。加上 Lp(a) 和 MAT2A，年底至今已达成 3 笔 BD。另有多条在研管线也具有实现 BD 的可能性。石药的创新管线不仅将为公司在销售端持续添砖加瓦，在 BD 出海方面也持续展现其管线价值。

► **目标价 7.14 港元，维持买入评级：** 我们采用 DCF 为公司估值，其中 WACC 为 11%，永续增长为 2%，测算得出目标价 7.14 港元，对应 2024 年 16.5 倍市盈率，较现价有 35.5% 上升空间，买入评级。

高小迪

852-25321960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要数据

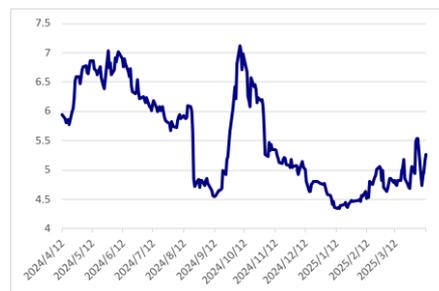
行业	医药
股价	5.27 港元
目标价	7.14 港元 (+35.5%)
股票代码	1093
已发行股本	115.44 亿股
市值	608.4 亿港元
52 周高/低	7.67/4.27 港元
每股净现值	2.77 港元
主要股东	蔡东晨及管理層 (29.67%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	31,450	29,009	30,339	33,576	35,206
变动 (%)	1.7%	-7.8%	4.6%	10.7%	4.9%
归母净利润 (百万人民币)	5,873	4,328	4,941	5,431	5,908
变动 (%)	-3.6%	-26.3%	14.2%	9.9%	8.8%
每股基本收益 (人民币分)	49.3	36.9	39.5	46.3	48.5
市盈率@5.27港元(倍)	9.8	13.1	12.2	10.4	9.9
每股派息 (人民币分)	14.8	23.8	15.8	13.9	14.5
息率 (%)	3.1%	4.9%	3.3%	2.9%	3.0%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>					
	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测		2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入	31,450,109	29,009,254	30,338,895	33,576,034	35,206,161	盈利能力					
毛利	22,176,686	20,298,711	21,229,104	23,494,234	24,634,887	毛利率 (%)	70.5%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
销售及管理费用	(9,140,652)	(8,662,306)	(8,264,801)	(8,651,538)	(8,418,419)	EBITDA 利率 (%)	26.4%	22.7%	24.5%	24.2%	25.1%
行政费用	(1,189,648)	(1,079,603)	(1,129,087)	(1,343,041)	(1,408,246)	净利率 (%)	18.7%	14.9%	16.3%	16.2%	16.8%
研发费用	(4,830,375)	(5,190,656)	(5,674,341)	(6,697,965)	(7,384,578)	营运表现					
其他费用	(100,743)	(97,213)	(97,213)	(97,213)	(97,213)	研发费率	15.4%	17.9%	18.7%	19.9%	21.0%
财务开支-净额	(25,896)	(43,673)	(43,673)	(43,673)	(43,673)	SG&A 收入 (%)	32.8%	33.6%	31.0%	29.8%	27.9%
税前盈利	7,389,372	5,578,726	6,373,455	7,014,270	7,636,222	实际税率 (%)	17.8%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%
所得税	(1,316,679)	(1,239,901)	(1,416,534)	(1,558,958)	(1,697,190)	股息支付率 (%)	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
少数股东权益	199,368	10,790	16,235	24,477	31,386	存货周转天数	112	131	136	138	143
净利润	5,873,325	4,328,035	4,940,686	5,430,835	5,907,646	应收账款天数	57	69	67	69	76
折旧及摊销	892,944	950,108	1,039,367	1,107,259	1,170,605	财务状况					
EBITDA	8,290,198	6,571,747	7,435,196	8,139,471	8,820,025	负债/权益	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
增长						收入/总资产	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
总收入 (%)	2%	-8%	5%	11%	5%	总资产/股本	4.2	4.0	4.0	4.3	4.7
EBITDA (%)	-1%	-21%	13%	9%	8%	盈利对利息倍数	320.1	150.5	170.2	186.4	202.0
资产负债表						现金流量表					
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>					
	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测		2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	2027预测
现金	12,015,223	6,777,199	4,411,762	5,974,326	7,789,662	税前利润	7,389,372	5,578,726	6,373,455	7,014,270	7,636,222
应收账款	9,554,505	9,196,162	10,441,019	11,785,220	13,308,856	营运资金变化	(3,477,730)	251,723	(1,693,537)	(1,543,875)	(1,739,393)
存货	3,138,664	3,130,014	3,671,514	3,973,916	4,303,320	其他经营性现金流变化	1,122,218	1,039,246	1,107,138	1,170,484	1,229,787
其他流动资产	2,036,553	2,784,769	2,766,813	2,749,755	2,733,549	所得税	(1,309,149)	(1,239,901)	(1,416,534)	(1,558,958)	(1,697,190)
总流动资产	26,744,945	21,888,144	21,291,108	24,483,216	28,135,387	营运现金流	4,178,815	5,629,794	4,370,522	5,081,921	5,429,426
固定资产	10,416,599	11,374,442	12,280,816	13,046,322	13,755,226	资本开支	(1,483,696)	(1,847,034)	(1,847,034)	(1,847,034)	(1,847,034)
无形资产	2,433,453	2,844,410	2,055,055	2,052,724	2,067,040	其他投资活动	2,090,963	(89,249)	(72,288)	(86,745)	(104,094)
其他非流动资产	682,351	711,799	668,247	624,695	581,143	投资活动现金流	607,267	(1,936,283)	(1,919,322)	(1,933,779)	(1,951,128)
总资产	46,282,170	44,388,991	43,865,421	47,777,152	52,106,991	股本变化	102,751	-	-	-	-
应付账款	2,841,739	2,613,000	2,674,230	2,745,585	2,827,997	负债变化	-	58,012	-	-	-
短期借款	450,216	392,204	392,204	392,204	392,204	股息	(2,752,256)	(3,051,891)	(1,855,932)	(1,629,250)	(1,706,635)
其他短期负债	6,890,618	6,628,823	6,642,456	6,656,771	6,671,801	其他融资活动	348,524	43,673	43,673	43,673	43,673
总短期负债	10,182,573	9,634,027	9,708,890	9,794,560	9,892,002	融资活动现金流	(2,300,981)	(2,950,206)	(1,812,259)	(1,585,577)	(1,662,962)
长期借款	-	-	-	-	-	现金变化	2,485,101	(6,718,024)	638,941	1,562,564	1,815,336
其他长期负债	574,843	424,731	424,731	424,731	424,731	期初持有现金	8,000,852	10,490,845	3,772,821	4,411,762	5,974,326
总负债	11,264,158	10,522,701	10,597,564	10,683,234	10,780,676	汇兑影响	4,892	-	-	-	-
股东权益	35,018,012	33,866,290	33,689,482	37,515,544	41,529,078	期末持有现金	12,015,223	6,777,199	4,411,762	5,974,326	7,789,662
每股账面值	2.94	2.85	2.83	3.15	3.49						
营运资本	16,562,372	12,254,117	11,582,218	14,688,656	18,243,385						

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。