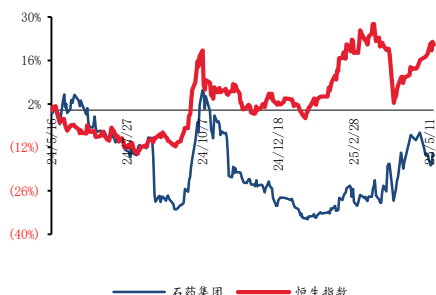


医药

石药集团：八大创新平台进入兑现期，重磅品种启动关键临床

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	115.18/115.18
总市值/流通(亿港元)	657.69/657.69
12 个月内最高/最低价(港元)	7.83/4.27

相关研究报告

<<穿越风雪, 奔赴山海——2025 年医药行业投资策略>>--2025-01-06

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

证券分析师：张懿

电话：021-58502206

E-MAIL: zhangyi@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523100002

报告摘要

● 恩必普和明复乐促进神经系统领域稳健增长

公司一方面通过医院渠道加大患者教育, 另一方面在零售药店大力推广恩必普胶囊剂型, 提升卒中患者出院后持续用药的可及性, 促进恩必普继续保持稳健增长。

2024 年 2 月, 明复乐获批第二项新适应症, 用于急性缺血性卒中患者的溶栓治疗 (发病<4.5h)。通过学术推广和医院开发, 有望快速增长贡献增量。

● 新型 EGFR ADC 有望破局肺癌 EGFR-TKI 耐药

2025 年 AACR 年会上公司公布了新型 EGFR ADC (SYS6010) 截至 2025 年 1 月 10 日的 I 期临床研究初步结果, 在 224 例可评估晚期实体瘤患者中, 客观缓解率 ORR 为 31.3%, 疾病控制率 DCR 为 85.3%; 在 4.8 mg/kg 组, ORR 达 37.5%, DCR 达 83.0%。

在 102 例 EGFR 突变非鳞 NSCLC 患者中, ORR 为 39.2%, DCR 达 93.1%; 其中单纯 EGFR-TKI 耐药的 EGFR 敏感突变非鳞 NSCLC (n=19): ORR 高达 63.2%, DCR 为 94.7%; 而 EGFR-TKI 和含铂化疗双耐药的 EGFR 敏感突变非鳞 NSCLC (n=78): ORR 为 33.3%, DCR 为 92.3%。SYS6010 在 EGFR-TKI 耐药 NSCLC 患者中展现的高缓解率, 验证其有望克服 TKI 耐药问题。

2024 年 8 月 26 日, 公司启动了 SYS6010 联合奥希替尼一线治疗 EGFR 突变型局部晚期或转移性 NSCLC 的 Ib/III 期临床研究。2023 年 3 月 18 日, 公司启动了 SYS6010 的首个 III 期临床试验, 旨在评估 SYS6010 (剂量 4.8mg/kg) 在 EGFR-TKI 治疗失败的 EGFR 突变型局部晚期或转移性 NSCLC 患者中的安全性与有效性, 计划入组 380 名患者, 主要研究终点为 PFS, 该研究为国内第二款进入 III 期临床阶段的 EGFR ADC。

● 研发创新平台多个管线达成对外授权成为新增长点

公司近年来多款创新产品先后密集达成对外授权合作, 包括 Lp (a)、MAT2A、ROR1 ADC 和伊立替康脂质体等, 2025 年将确认以上几项授权收入, 此外还有多个创新管线有望达成大额对外授权。公司八大研发创新平台进入兑现期, 将成为新的增长点。

● 盈利预测与估值

考虑多项 BD 收入确认，我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入为 293.88/300.71/315.68 亿元，同比增速为 1.31%/2.32%/4.98%；归母净利润为 46.56/51.06/56.48 亿元，同比增速为 7.57%/9.66%/10.63%。对应 EPS 分别为 0.40/0.44/0.49 元，对应当前股价 PE 分别为 14/13/12 倍。

我们选取恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药和先声药业等业务有相似性的公司作为可比公司，石药集团市盈率相对较低。公司神经系统领域保持稳健增长，多个创新平台进入密集兑现期，未来三年将有多个创新产品先后获批上市，并有望达成多项大额对外授权，公司估值有望得到修复。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

创新管线研发不及预期风险；新品放量不及预期风险；医保支付政策调整带来的风险；部分产品集采降价风险；地缘政治风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	29009	29388	30071	31568
营业收入增长率(%)	-8%	1%	2%	5%
归母净利（百万元）	4328	4656	5106	5648
净利润增长率(%)	-26%	8%	10%	11%
摊薄每股收益（元）	0.37	0.40	0.44	0.49
市盈率（PE）	12.96	14.13	12.88	11.64

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 八大平台多款创新产品提供增长原动力	5
(一) 多款创新产品已上市，为长期发展提供动力	5
(二) 部分产品集采降价收入下滑，近年新增多个产品贡献增量	7
(三) 深耕八大创新研发平台，专注于自研管线开发	8
二、 多款抗肿瘤大分子创新药进入关键临床阶段	11
(一) EGFR ADC：启动两项 EGFR 突变 NSCLC 的关键临床	11
(二) HER2 ADC：两款产品启动四项 III 期临床研究	14
(三) HER2 双抗：聚焦乳腺癌和胃癌适应症	18
三、 延伸布局慢病管理领域高潜力赛道	21
(一) GLP-1 系列：多产品布局降糖、肥胖适应症开发	21
(二) siRNA 药物：两款产品已推进到临床阶段	22
四、 盈利预测及估值	25
(一) 盈利预测	25
(二) 投资建议：给予“买入”评级	26
五、 风险提示	27
1. 创新药研发不及预期风险	27
2. 新产品放量不及预期风险	27
3. 医保支付政策调整带来的风险	27
4. 部分产品集采降价带来的风险	27
5. 地缘政治风险	27

图表目录

图表 1： 2024 年各治疗领域销售收入和主要产品.....	5
图表 2： 公司历年收入和净利润情况	7
图表 3： 公司费用端整体控制较好	7
图表 4： 公司八大技术平台及部分代表性产品.....	8
图表 5： 公司近年部分对外授权和授权引进情况.....	9
图表 6： 公司处于临床阶段的重点创新产品.....	10
图表 7： 公司部分大分子创新产品进展（*中美双报）	11
图表 8： SYS6010 的分子结构.....	12
图表 9： SYS6010 的 I 期临床晚期实体瘤疗效数据(截至 2025 年 1 月 10 日).....	13
图表 10： SYS6010 的 I 期临床 EGFR 突变非鳞 NSCLC 疗效数据(截至 2025 年 1 月 10 日).....	13
图表 11： EGFR ADC（SYS6010）国内临床进展	14
图表 12： HER2 双表位 ADC（JSKN003）的结构和作用机制	15
图表 13： JSKN003 治疗 HER2 阳性（IHC 3+）实体瘤的疗效结果	15
图表 14： HER2 双表位 ADC（JSKN003）国内临床进展.....	16
图表 15： DP303c 治疗乳腺癌患者病灶大小相对于基线的最佳百分比变化	17
图表 16： 基于 RECIST 标准评估的 DP303c 治疗乳腺癌的肿瘤反应	18
图表 17： HER2 双抗 KN026 作用机制.....	19
图表 18： HER2 双抗 KN026 疗效和安全性数据	19
图表 19： HER2 双抗 KN026 临床进展.....	20
图表 20： GLP-1 系列产品降糖、肥胖适应症临床进展.....	21
图表 21： PCSK9 蛋白的生物学功能和 PCSK9 siRNA 的作用机制.....	22
图表 22： PCSK9 siRNA 早期临床研究结果	23
图表 23： AGT siRNA 临床前研究结果	24
图表 24： 营收与盈利预测	25
图表 25： 可比公司估值表	26

一、八大平台多款创新产品提供增长原动力

创新驱动型国际化制药企业。石药集团成立于1997年，多年来一直坚持“创新、国际化”双轮驱动战略，持续加大研发投入，已建立一支超过2000人的国际化研发团队，在石家庄、上海、北京及美国设立了研发中心；已建立一支超过10000人的专业营销团队，广泛覆盖全国医疗机构。公司已逐渐发展成为一家集研发、生产和销售于一体的创新驱动型国际化制药企业。

管线规模连续三年位列全球TOP25。根据国际知名咨询机构Citeline评选的全球TOP25管线规模药企，石药集团已连续三年进入TOP25行列。在Citeline最近发布的囊括全球6823家制药公司的《2025年医药研发年度回顾》报告中，石药集团管线规模上升5位进入全球第19位，在总部位于中国的制药公司中排名第3位。

(一)多款创新产品已上市，为长期发展提供动力

深耕三大板块，聚焦六大领域。公司建立了多元化的产品体系，深耕成药、原料药、功能食品等三大板块，聚焦抗肿瘤、精神神经、心血管、免疫与呼吸、消化代谢及抗感染等关键治疗领域，已上市了恩必普、明复乐、多恩益、多恩达、恩舒幸和津立泰等多款创新产品。

图表1：2024年各治疗领域销售收入和主要产品



资料来源：公司官网，公司交流材料，太平洋证券整理

恩必普（丁苯酞软胶囊/注射液）：中国心脑血管领域第一个1类新药，2004年获批上市用于急性缺血性脑卒中的治疗。恩必普获得多个专业机构及指南的推荐，已惠及4000余万名卒中患者。恩必普将于2025年执行新的医保价格，进一步提高产品的可及性。

明复乐（注射用重组人TNK组织型纤溶酶原激活剂）：中国第一个可以在救护车上给药的第二代溶栓药，2015年获批首个急性心肌梗死适应症，用于发病6h内急性心肌梗死患者的溶栓治疗，2024年进一步扩展到神经系统领域，用于发病4.5h内急性缺血性卒中患者溶栓治疗，显著扩大了明复乐的市场空间。2024年12月，国家卫生健康委办公厅发布《脑血管病防治指南（2024年版）》，明确推荐明复乐作为静脉溶栓方案的首选用药，验证明复乐在临床应用中的重要地位。

多恩益（盐酸伊立替康脂质体注射液）：2023年9月国内首仿上市，与5-氟尿嘧啶(5-FU)和亚叶酸(LV)联合用于治疗接受吉西他滨治疗后进展的转移性胰腺癌患者。目前，多恩益已获得国内外权威指南（NCCN/CSCO/CACA）共同推荐。2024年CSCO指南将该联合方案列为转移性胰腺癌二线及以上治疗的II级推荐，同时也纳入了胰腺癌一线治疗的推荐。目前，多恩益市场推广主要集中在消化道肿瘤领域，包括胰腺癌、胆道肿瘤和结直肠癌。

多恩达（盐酸米托蒽醌脂质体注射液）：化学药品2类新药，2022年1月获批上市，用于治疗复发/难治性外周T细胞淋巴瘤，是全球首个上市的米托蒽醌纳米制剂，并获得多个国家的专利授权，2023年纳入国家医保目录。目前，多恩达在弥漫大B细胞淋巴瘤、急性髓系白血病和鼻咽癌等多个血液肿瘤及实体瘤领域正在积极进行探索和研究。

恩舒幸（恩朗苏拜单抗注射液）：生物制品1类新药，2024年6月获批上市，用于宫颈癌二线及以上适应症，并于同年纳入国家医保目录。恩舒幸单药治疗二线及后线复发转移宫颈癌患者的中位生存期(mOS)可达21.3个月，显著优于同类产品的疗效。自上市以来，产品迅速上量，目前市场推广主要集中在妇科肿瘤，包括宫颈癌和子宫内膜癌，未来还将拓展至食管鳞癌、结直肠癌等实体瘤领域。

津立泰（纳鲁索拜单抗注射液）：生物制品1类新药，全球首个IgG4亚型RANKL抑制剂，于2023年9月批准上市，用于不可手术切除或手术切除可能导致严重功能障碍的骨巨细胞瘤成人患者，并于同年纳入国家医保目录。与临床治疗骨巨细胞瘤最常用的RANKL抑制剂地舒单抗相比，纳鲁索拜单抗起效更快，25周肿瘤反应率提升8.1%（94.1% vs. 86.0%），至肿瘤反应中位时间缩短2.05个月（0.95个月 vs. 3.00个月），保障患者可及早手术，较基线提高患者手术比例15.6%；且整体安全性良好，不良反应以1-2级为主，≥3级颌骨坏死、低钙、低磷血症等发生率低。目前，津立泰已纳入《中国肺癌骨转移临床诊疗指南（2024版）》的推荐。此外，津立泰在实体瘤骨转移、骨质疏松等领域也正在积极进行探索和研究。

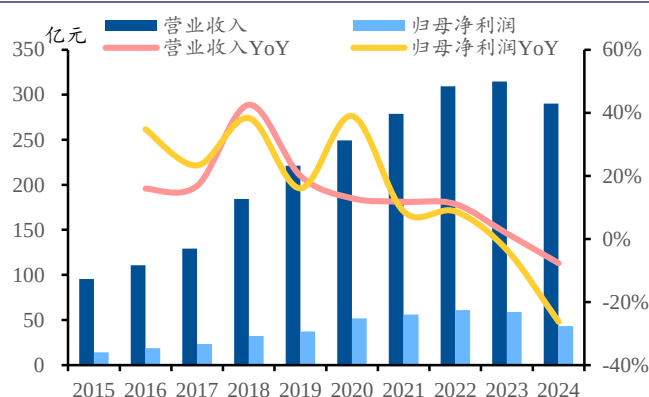
(二)部分产品集采降价收入下滑，近年新增多个产品贡献增量

收入端长期稳健增长。多款核心产品助力公司业绩长期稳健增长，2015-2024 年营业收入 CAGR 为 13.1%；归母净利润 CAGR 为 13.4%。近年来，部分抗肿瘤产品受集采影响，降价幅度较大，给营收带来一定压力。根据 2024 年年报，公司实现营业收入 290.09 亿元，同比下降 7.8%；归母净利润 43.28 亿元，同比下降 26.3%。

神经系统主要产品增长稳健。2024 年神经系统产品恩必普、恩理维（拉考沙胺注射液/片）和欧舒安（帕利哌酮缓释片）保持稳定增长；舒安灵（己酮可可碱缓释片/注射液）和欧来宁（奥拉西坦胶囊/注射用奥拉西坦）受到市场影响，销售收入出现下滑。明复乐用于治疗急性缺血性卒中患者的新适应症获得上市批准，将带来新的增长动力。

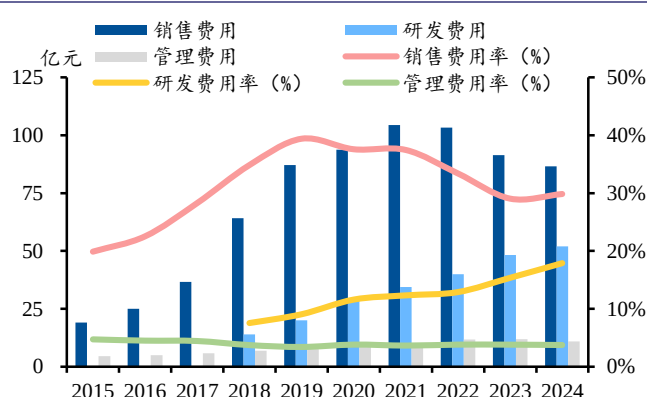
多款抗肿瘤产品上市贡献增量。2024 年两款抗肿瘤产品津优力（聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液）和多美素（盐酸多柔比星脂质体注射液）在京津冀联盟药品集采后，价格分别下调约 58%和 23%，导致收入出现大幅下滑。此外，多美素被纳入第十批国家集采目录，中标价格进一步降至 98 元/支，预期将对抗肿瘤领域的销售收入带来压力。但近年新上市多个抗肿瘤产品，如多恩益、多恩达和津立泰等快速增长，为销售收入带来新的贡献。

图表2：公司历年收入和净利润情况



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券整理

图表3：公司费用端整体控制较好



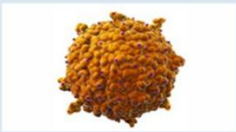
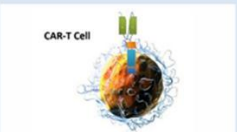
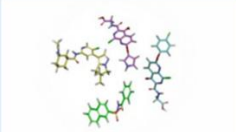
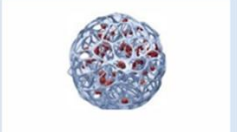
资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券整理

费用端整体控制较好。2024 年公司积极推广新上市产品同时加强费用管理，提高营销活动的效率，销售费用下降至 86.62 亿元，较上年减少 5.2%；管理费用下降至 10.80 亿元，较上年减少 9.3%。同时，公司继续加大研发投入，研发费用增加至 51.91 亿元，较上年增加 7.5%。

(三)深耕八大创新研发平台，专注于自研管线开发

聚力搭建八大技术创新研发平台。公司一直坚持以创新融入国际研发格局，多年持续加大研发投入，搭建了包括纳米制剂、信使核酸（mRNA）、小干扰核酸（siRNA）、抗体/融合蛋白、细胞治疗、抗体偶联药物（ADC）等八大技术创新研发平台，专注于自研管线的开发，坚持以临床需求为导向，致力于布局新靶点，并积极探索基因治疗和细胞治疗等新兴领域，为创新药物的研发提供了强而有力的支持。

图表4：公司八大技术平台及部分代表性产品

纳米制剂	mRNA 疫苗	siRNA	ADC
			
➢ 米托蒽醌脂质体 ➢ 多西他赛白蛋白 ➢ 紫杉醇阳离子脂质体 ➢ 顺铂胶束	➢ 新冠病毒mRNA疫苗、RSV疫苗等多种预防性或治疗性疫苗	➢ PCSK9 siRNA ➢ AGT siRNA等慢病治疗药物	➢ EGFR ADC ➢ CLDN18.2 ADC ➢ Nectin4 ADC等
抗体/融合蛋白	细胞治疗	小分子	长效注射剂
			
➢ JMT103 (RANKL) ➢ JMT101 (EGFR) ➢ JMT106 (GPC3/IFN)	➢ SYS6020 (CAR-T anti-BCMA)	➢ 普卢格列汀 (DPP4) ➢ 盐酸阿哌西汀 ➢ SYHX1901 (Jak-TYK2) ➢ SYHA1813 (VEGFR/CSF1R)	➢ 奥曲肽长效注射液 ➢ 棕榈酸帕利哌酮注射液 ➢ 司美格鲁肽长效注射液

资料来源：公司官网，公司交流材料，太平洋证券整理

创新管线密集兑现，达成多项海外授权。公司凭借强大的研发引擎，在创新药物研发方面发展迅速，近年来创新成果不断涌现。

1) 在大分子领域：打造了领先的抗体偶联药物（ADC）平台，10 余个 ADC 产品已经进入不同临床阶段，已将 Claudin 18.2、Nectin-4 及 ROR1 等 ADC 授权海外制药公司。

2) 在小分子领域：率先将 AI 技术应用于研发和生产制造等关键环节。自主开发的 AI 小分子药物设计平台已成功产出临床前阶段的 Lp(a)小分子抑制剂 YS2302018 和新型甲硫氨酸腺苷转移

酶 2A (MAT2A) 抑制剂 SYH2039，并将全球权益分别授权予阿斯利康和百济神州。AI 小分子药物设计平台有望为未来的创新发展提供有力支撑。

3) 在细胞治疗领域：国际上首家将基于 LNP/mRNA 的 CAR-T 疗法推进临床，用于多发性骨髓瘤、系统性红斑狼疮和重症肌无力的治疗。

4) 在长效给药技术方面：打造了原位胶凝的平台，将奥曲肽、司美格鲁肽、亮丙瑞林等长效制剂推进临床。

5) 在纳米制剂方面：发明了新的白蛋白纳米递送技术，开发中的紫杉醇（白蛋白结合型）II 在头对头对照研究中展现的疗效和安全性结果均优于紫杉醇白蛋白制剂。多西他赛、西罗莫司等白蛋白制剂均已进入注册临床试验阶段。

6) 在 siRNA 药物方面：siRNA 药物研发在国内名列第一梯队，PCSK9、AGT 等产品已陆续进入临床。

7) 在 mRNA 疫苗开发方面：从预防性疫苗扩展到治疗性疫苗，VZV、HPV 等多个疫苗产品正在积极推进临床。

图表5：公司近年部分对外授权和授权引进情况

YS2302018 Lp(a)	SYH2039 MAT2A	SYS6005 ROR1 ADC	JSKN003
			
2024年10月，与 AstraZeneca 订立独家授权协议，以在全球开发、制造及商业化； 首付款：1亿美元 最高潜在里程碑付款：19.2 亿美元	2024年12月，与BeiGene订立独家授权协议，在全球开发、制造及商业化； 首付款：1.5亿美元 最高潜在里程碑付款：16.85 亿美元	2025年2月，与Radiance Biopharma订立独家授权协议，在海外许可区域内开发及商业化； 首付款：1500万美元 最高潜在里程碑付款：12.25 亿美元	2024年9月，与江苏康宁杰瑞生物制药有限公司订立独家授权许可协议，在中国大陆开发、销售、商业化等； 首付款：4亿人民币 最高潜在里程碑付款：26.8亿 人民币

资料来源：公司官网，公司交流材料，太平洋证券整理

重点创新产品积极推进临床，提供未来持续增长原动力。根据公司 2024 年年报，目前在研创新药和创新制剂 200 余项，其中大分子 90 余项，小分子 60 余项，新型制剂 50 余项；有 160 余个临床试验正在进行中，三期临床试验近 60 项。

1) 生物制剂方面：3 款产品商业化，2 款递交 BLA，8 款处于关键临床阶段，超 15 款处于临床开发阶段，涵盖抗体药物、细胞治疗、ADC 等多种药物形式。

2) 新型制剂方面：3 款产品商业化，6 款递交 NDA，3 款处于关键临床阶段，超 5 款处于临

床开发阶段，涵盖脂质体、白蛋白、纳米晶等多种药物形式。

3) 小分子药物方面：1 款产品商业化，8 款处于关键临床阶段，超 10 款处于临床开发阶段。

图表6：公司处于临床阶段的重点创新产品

I 期临床			II 期临床（概念性验证）		II/III 期关键临床			上市申请
NBL-012 IL23-P19	NBL-015 CLDN18.2 mAb	NBL-020 TNFR2	ALMB0166 Cx43i mAb	ALMB0168 Cx43s mAb	JMT101 EGFR mAb	DP303C HER2 ADC	SYS6010 EGFR ADC	巴托利单抗
NBL-028 CLDN6-CD137	JMT203 GFRAL	JMT202 FGFR1c/βkloth	JMT601 CD20/CD47	CM326 TSLP	KN026 Her2 双抗	TG103 Fc-GLP1	CLDN18.2 ADC	乌司奴单抗
SYS6011	SYS6045 ADC	SYS6023 ADC	SYS6002 Nectin-4 ADC	SYHA1813 VEGFR/CSF1R	帕妥珠单抗	JMT103 骨转移	司库奇尤 单抗	阿瑞匹坦 注射液
SYS6005 ROR1 ADC	SYS6041 Fra ADC	SYS6043 B7H3 ADC	SYH2053 PCSK9 siRNA	紫杉醇 阳离子脂质体	右美沙芬安非 他酮缓释片	阿姆西汀 5-HT/NE	司美格鲁肽 注射液	注射液紫杉醇 白蛋白结合型II
SYS6020 BCMA-CarT	SYS6016 RSV mRNA	SYS6026 HPV mRNA	前列地尔 脂质体	奥曲肽长效 注射液	SYHX1901 Jak-TYK2	缬沙坦左旋氨 氯地平片	普瑞巴林 缓释片	美洛昔康钠晶 注射液
SYS6017 VZV mRNA	JMT108 PD1 / IL15	SYHX1903 CDK9			毛果芸香碱 滴眼液	希美替尼片	多西他赛 白蛋白	丁酸氯维地平 注射用乳剂
SYHA1815 FGFR/RET	SYHX2005 FGFR4	SYH2043 CDK2/4/6			米托蒽醌脂质 体（鼻咽癌）	西罗莫司 白蛋白	伊立替康脂质体 （胰腺癌辅助）	两性霉素B 脂质体（美国）
SYH2045 PRMT5	SYHX2001 PRMT5	SYH2051 ATM			谷美替尼片	柔红霉素阿糖 胞苷脂质体	JSKN003	伊立替康脂质体 （美国）
SYH2059 PDE4B	SYH2062 AGT siRNA	亮丙瑞林缓释 注射液（1M）						
司美格鲁肽长 效注射液	纳米药物 SYHA1908	顺铂胶束						

■ 生物制剂
■ 化学药品
■ 新型制剂

资料来源：公司官网，公司交流材料，太平洋证券整理

多个管线取得突破性成果，未来创新产品将密集上市。公司研发的 EGFR ADC、Nectin-4 ADC、HER2 双抗、西罗莫司白蛋白制剂等重点产品多次获得中国和美国监管机构授予的突破性治疗认定和快速通道资格。预计截止 2028 年底，公司将有 50 余款新药/新适应症申报上市。

二、多款抗肿瘤大分子创新药进入关键临床阶段

多款大分子药物进入关键临床阶段。公司在双抗和 ADC 等大分子药物管线上进行了广泛布局，针对 HER2、EGFR、Trop2、Claudin 18.2 等靶点，研发多个临床阶段的药物，适应症主要集中在胃癌、乳腺癌、卵巢癌、结直肠癌等实体瘤大适应症。其中 KN026（HER2 双抗）、DP303c（HER2 ADC）、SYS6010（EGFR ADC）和 SYSA1801（CLDN18.2 ADC）等管线进展较快，已进入关键临床阶段。

图表7：公司部分大分子创新产品进展（*中美双报）

主要候选药品	靶点	类型	临床I期	临床II期	临床II/III期	上市申请	上市
奥马珠单抗	IgE	生物类似物	慢性自发性荨麻疹, 哮喘				★
乌司奴单抗	IL-12/IL-23	生物类似物	银屑病				
司库奇尤单抗	IL-17A	生物类似物	银屑病				
帕妥珠单抗	HER2	生物类似物	乳腺癌				
KN026	HER2	双抗	2L 胃癌 (III期), 1L 乳腺癌 (III期), 乳腺癌新辅助 (III期)				
JMT601*	CD47/CD20	双抗	NHL及其他血液肿瘤				
NBL-028*	CLDN6-CD137	双抗	晚期肿瘤				
DP303c	HER2 ADC	抗体-药物偶联物	乳腺癌				
SYS6010*	EGFR ADC	抗体-药物偶联物	1L/2L EGFR突变型NSCLC (III期)				
SYSA1801*	CLDN18.2 ADC	抗体-药物偶联物	CLDN18.2阳性 HER2阴性的胃腺癌 (III期)				
SYS6002*	Nectin-4 ADC	抗体-药物偶联物	晚期肿瘤				
SYS6023*	ADC	抗体-药物偶联物	晚期肿瘤				
SYS6005*	ROR1 ADC	抗体-药物偶联物	晚期肿瘤				
SYS6041	Frα ADC	抗体-药物偶联物	晚期肿瘤				
SYS6043*	B7H3 ADC	抗体-药物偶联物	晚期肿瘤				

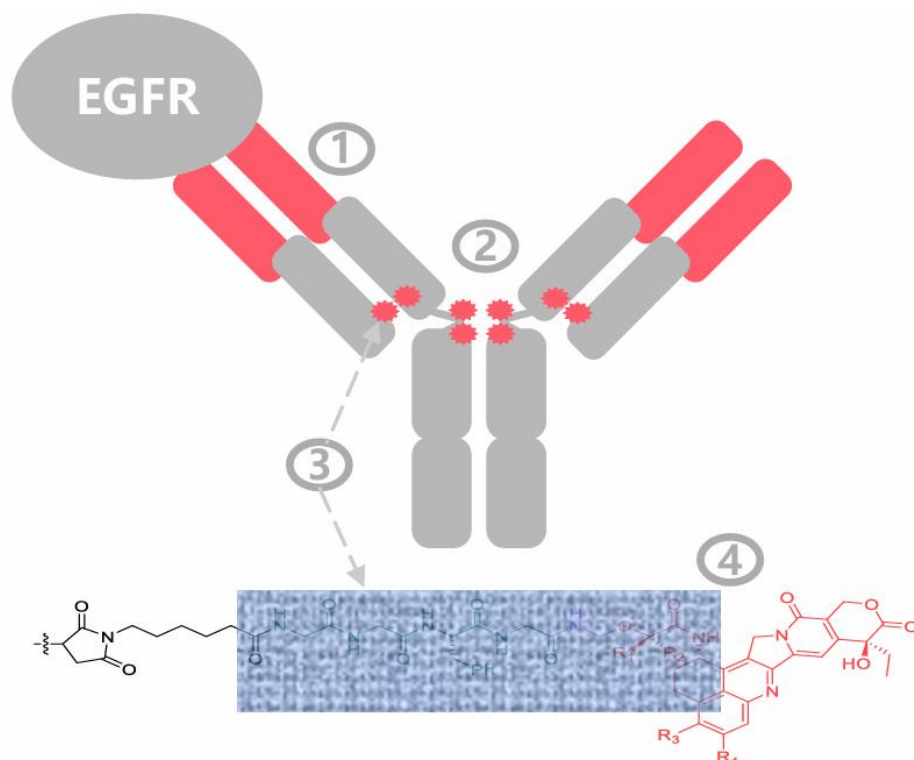
资料来源：公司官网，公司交流材料，太平洋证券整理

(一)EGFR ADC：启动两项 EGFR 突变 NSCLC 的关键临床

亟需新型疗法克服 EGFR-TKI 耐药问题。表皮生长因子受体 (EGFR) 在多种肿瘤 (如肺癌、头颈癌、结直肠癌) 细胞表面高表达。尽管关于 EGFR 突变 NSCLC 治疗取得了巨大进展，主要疗法有酪氨酸激酶抑制剂 (EGFR-TKI) 和 EGFR 单抗 (如西妥昔单抗及帕尼单抗) 等，但 EGFR-TKI 获得性耐药仍然是一个亟待解决的问题。近年来多种靶向 EGFR 的 ADC 和双抗药物成为研发热点，并展现出更好的临床效果。

SYS6010 是石药集团开发的一款新型 EGFR ADC，由高亲和力的 EGFR 人源化 IgG1 单克隆抗体，通过可裂解的 GGFG 四肽连接子与新型拓扑异构酶 I 抑制剂 (JS-1) 偶联组成，并采用优化的药物抗体比 (DAR 值=8)，在增强疗效的同时，降低血液毒性和脱靶效应，提高患者耐受性。

图表8: SYS6010 的分子结构

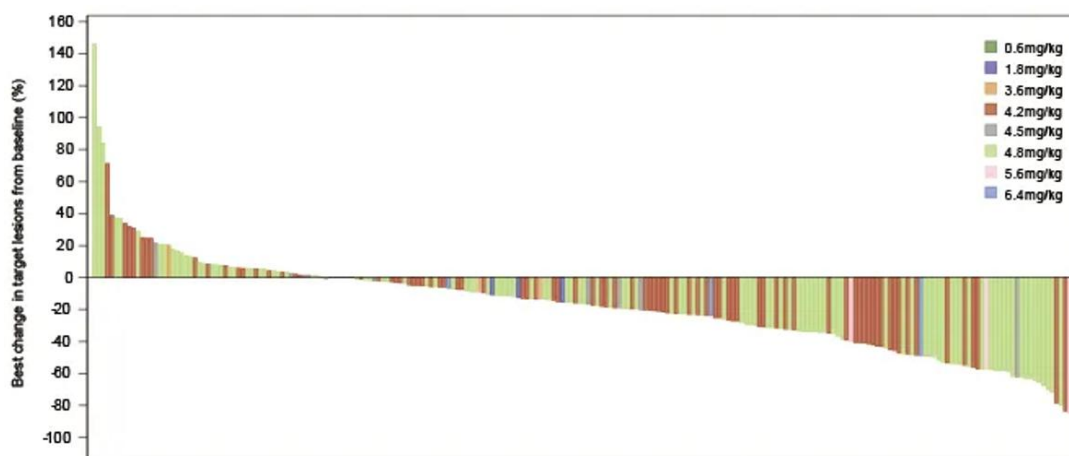


资料来源：公司官网，公司交流材料，太平洋证券整理

SYS6010 有望破局肺癌 EGFR-TKI 耐药。临床前研究显示，SYS6010 可剂量依赖性地抑制免疫缺陷小鼠中的 EGFR 突变或高表达的肿瘤，并且对一代 TKI 吉非替尼耐药的肺腺癌 PC9-GR、L858R/T790M 双突变的非小细胞肺癌 NCI-H1975，以及对三代 TKI 奥希替尼耐药且 Ex19del/T790M/C797S 三突变的非小细胞肺癌 PC9-DTC 等移植瘤模型均有显著的抗肿瘤作用，药效均显著优于基于 MMAE 或 Dxd 等成熟毒素的对照 ADC 药物。

SYS6010 整体耐受性良好。公司在 2025 年 AACR 年会上公布了 SYS6010 截至 2025 年 1 月 10 日的 I 期临床研究初步结果，共纳入 269 例患者，其中包括 164 例非小细胞肺癌患者，既往治疗线数的中位数为 3 线（范围 1-11）。SYS6010 仅在 6.4 mg/kg 发生 1 例 DLT（4 级血小板计数降低），未达到 MTD。尽管 97.8% 患者出现治疗相关不良事件（TRAEs）， ≥ 3 级 TRAEs 发生率为 49.8%，主要为血液学毒性，包括白细胞减少（47.8%）、贫血（46.1%）、恶心（46.1%）、血小板减少（44.8%）等，多数可通过剂量调整或支持治疗管理。

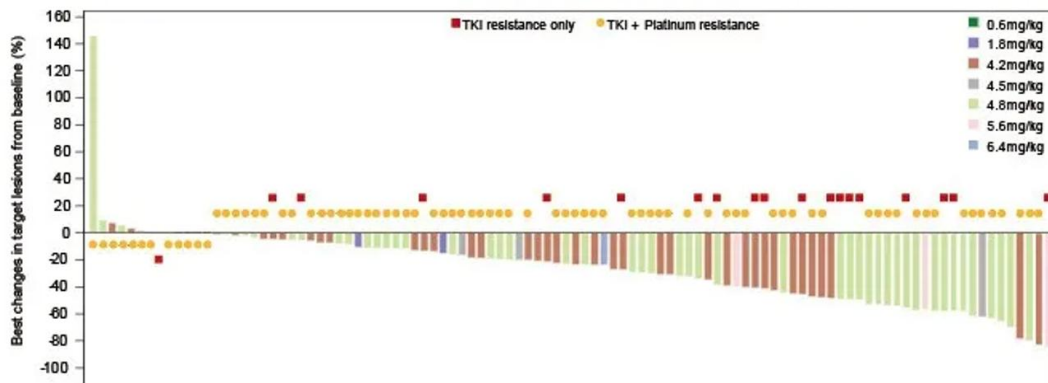
图表9: SYS6010 的 I 期临床晚期实体瘤疗效数据(截至 2025 年 1 月 10 日)



资料来源: AACR2025, 公司官微, 太平洋证券整理

SYS6010 展现出优秀的疗效。在 224 例可评估晚期实体瘤患者中, 客观缓解率 ORR 为 31.3%, 疾病控制率 DCR 为 85.3%; 在 4.8 mg/kg 组, ORR 达 37.5%, DCR 达 83.0%。

图表10: SYS6010 的 I 期临床 EGFR 突变非鳞 NSCLC 疗效数据(截至 2025 年 1 月 10 日)



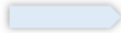
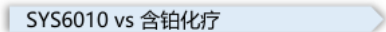
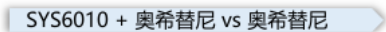
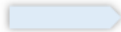
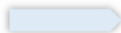
资料来源: AACR2025, 公司官微, 太平洋证券整理

在 102 例 EGFR 突变非鳞 NSCLC 患者中, ORR 为 39.2%, DCR 达 93.1%; 其中单纯 EGFR-TKI 耐药的 EGFR 敏感突变非鳞 NSCLC (n=19): ORR 高达 63.2%, DCR 为 94.7%; 而 EGFR-TKI 和含铂化疗双耐药的 EGFR 敏感突变非鳞 NSCLC (n=78): ORR 为 33.3%, DCR 为 92.3%。

SYS6010 在 EGFR-TKI 耐药 NSCLC 患者中展现的高缓解率，验证其有望克服 TKI 耐药问题。

SYS6010 获得 2 项 FTD 和 1 项 BTD。目前 SYS6010 已获得美国 FDA 授予的两项快速通道资格，用于 EGFR 高表达，接受含铂化疗和 PD-L1 耐药的晚期鳞状非小细胞肺癌，以及 EGFR 靶向治疗耐药/复发，或不适合接受 EGFR 靶向治疗 EGFR 突变的 NSCLC。并在中国被纳入突破性治疗品种。SYS6010 已被 CDE 授予经 EGFR-TKI 和含铂化疗治疗失败的 EGFR 突变阳性晚期 NSCLC 突破性治疗。

图表 11: EGFR ADC (SYS6010) 国内临床进展

适应症	治疗	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	备注
晚期实体瘤	单药				进行中 (中美)
2L EGFRmut NSCLC	单药				启动
1L EGFRmut NSCLC	SYS6010+ 奥希替尼				Ib/III 期 Ib 期入组中
EGFR wt NSCLC 和晚期实体瘤	SYS6010+SG001±化疗				Ib 期
结直肠癌, 肺癌, EGFR 表达乳腺癌及晚期实体瘤	SYS6010+SYH2051				Ib/II 期

资料来源：公司官网，公司交流材料，太平洋证券整理

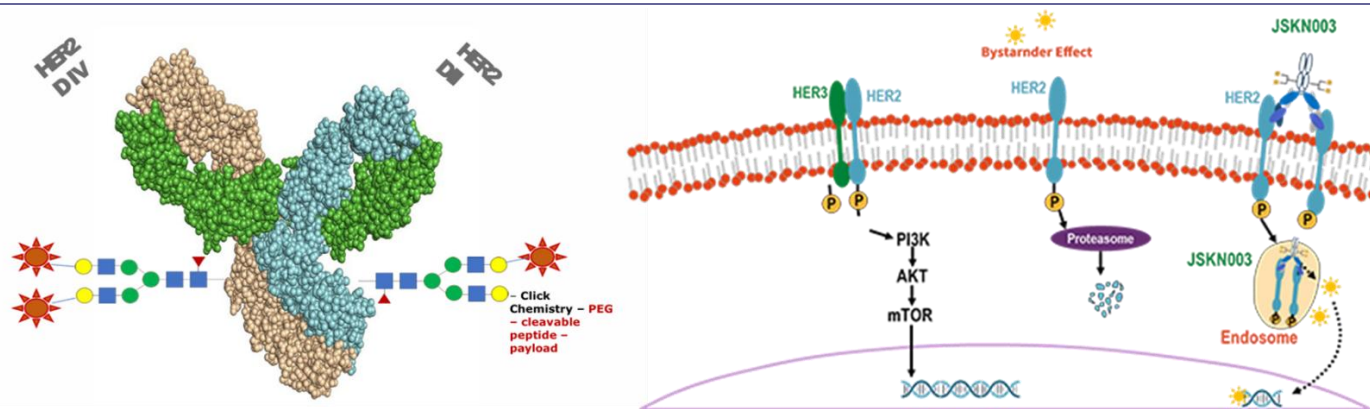
SYS6010 已启动两项关键临床研究。2024 年 8 月 26 日，公司启动了 SYS6010 联合奥希替尼一线治疗 EGFR 突变型局部晚期或转移性 NSCLC 的 Ib/III 期临床研究。2023 年 3 月 18 日，公司启动了 SYS6010 的首个 III 期临床试验，旨在评估 SYS6010（剂量 4.8mg/kg）在 EGFR-TKI 治疗失败的 EGFR 突变型局部晚期或转移性 NSCLC 患者中的安全性与有效性，计划入组 380 名患者，主要研究终点为 PFS，该研究为国内第二款进入 III 期临床阶段的 EGFR ADC。

(二)HER2 ADC：两款产品启动四项 III 期临床研究

(1) JSKN003：新型靶向 HER2 双表位的抗体偶联药物 (ADC)

JSKN003 是由康宁杰瑞开发的靶向 HER2 双表位的抗体偶联药物 (ADC)，通过其糖基定点偶联技术平台，将拓扑异构酶 I 抑制剂连接至抗 HER2 双特异性抗体 KN026 的 N 糖基化位点，可通过细胞内吞释放拓扑异构酶 I 抑制剂，进而发挥抗肿瘤作用。

图表12: HER2 双表位 ADC (JSKN003) 的结构和作用机制



资料来源：康宁杰瑞官网，公司交流材料，太平洋证券整理

石药集团获得 JSKN003 国内开发及商业化授权。2024 年 9 月，石药集团全资子公司津曼特生物与康宁杰瑞签订了独家授权许可协议，获得 JSKN003 在中国大陆的开发和商业化权利。根据协议，津曼特生物将支付 4 亿元首付款，最高 8.3 亿元的研发及监管里程碑付款，以及最多 18.5 亿元的销售里程碑付款，并按销售额支付两位数分成。

JSKN003 展现广泛抗肿瘤活性和良好的安全性。JSKN003 在 HER2 高表达实体瘤、抗 HER2 药物耐药人群及铂耐药卵巢癌患者中均展现出良好安全性与广泛抗肿瘤活性，具备成为新一代 HER2 ADC 药物的临床潜力。

图表13: JSKN003 治疗 HER2 阳性 (IHC 3+) 实体瘤的疗效结果

Efficacy evaluable patients	Total	2.1 mg/kg	4.2 mg/kg	5.2 mg/kg	6.3 mg/kg	7.3 mg/kg	8.4 mg/kg
N	28	1	1	1	17	5	3
Best Overall Response (BOR), n (%)							
Complete Response (CR)	0	0	0	0	0	0	0
Partial Response (PR)	21 (75.0)	1 (100)	0	1 (100)	11 (64.7)	5 (100)	3 (100)
Stable Disease (SD)	4 (14.3)	0	1 (100)	0	3 (17.6)	0	0
Progression Disease (PD)	3 (10.7)	0	0	0	3 (17.6)	0	0
ORR*, n (%) (95% CI)	21 (75.0)	1 (100)	0	1 (100)	11 (64.7)	5 (100)	3 (100)
DCR, n (%) (95% CI)	25 (89.3)	1 (100)	1 (100)	1 (100)	14 (82.4)	5 (100)	3 (100)

* Including unconfirmed response (PR or CR)

资料来源：康宁杰瑞官网，太平洋证券整理

1) 在中国进行的 JSKN003-102 研究中，共纳入 46 例 HER2 表达 (IHC $\geq$ 1+) 的晚期实体瘤患者，JSKN003 单药 Q3W 给药展现出良好耐受性，未出现剂量限制性毒性 (DLT) 或治疗相关死亡，仅 13% 患者出现 $\geq$ 3 级不良反应，主要为淋巴细胞减少和中性粒细胞减少，ORR 达 51.4%，DCR 为 91.9%，其中 HER2 IHC 3+ 患者的 ORR 高达 76.5%，显示在高表达人群中具有显著疗效。

2) 在 JSKN003-101 与 JSKN003-102 的联合分析中，共纳入 24 例 HER2 IHC 3+ 晚期实体瘤患者，ORR 也达到 72.7%，DCR 高达 95.5%，且在接受过抗 HER2 ADC 治疗的患者中 ORR 仍可达 80%，显示该药物在重度预处理及耐药患者中仍具疗效潜力。

3) 在一项针对 27 例铂耐药卵巢癌 (PROC) 患者的汇总分析中，JSKN003 同样展现出跨 HER2 表达水平的抗肿瘤活性，其中 HER2 表达 (IHC 1+–3+) 患者 ORR 为 61.1%，即便在 HER2 IHC 0 患者中也有 2 例达到部分缓解，总体 ORR 为 59.1%，常见不良反应为贫血、腹泻、恶心等 1–2 级事件，治疗相关 3 级不良事件仅发生于 2 例患者，未见停药或死亡。

图表 14: HER2 双表位 ADC (JSKN003) 国内临床进展

适应症	临床 I / II 期	临床 III 期	BLA
HER2 低表达晚期乳腺癌 (JSKN003 vs 化疗)		入组中 (N=408)	2026
HER2 阳性晚期乳腺癌 (JSKN003 vs T-DM1)		入组中 (N=228)	2027
铂耐药卵巢癌 (JSKN003 VS TPC)		入组中 (N=430)	2027

资料来源：公司官网，公司交流材料，太平洋证券整理

JSKN003 开展多项 III 期临床研究。尽管 HER2 ADC 领域已有多个获批产品，如 Enhertu (DS-8201，阿斯利康) 和 Kadcylla (T-DM1，罗氏)，但仍存在耐药性、HER2 低表达患者疗效不足等挑战。JSKN003 作为国产 HER2 ADC 领先项目，目前正在澳大利亚开展 I 期临床研究，同时在中国开展三项 III 期临床研究。

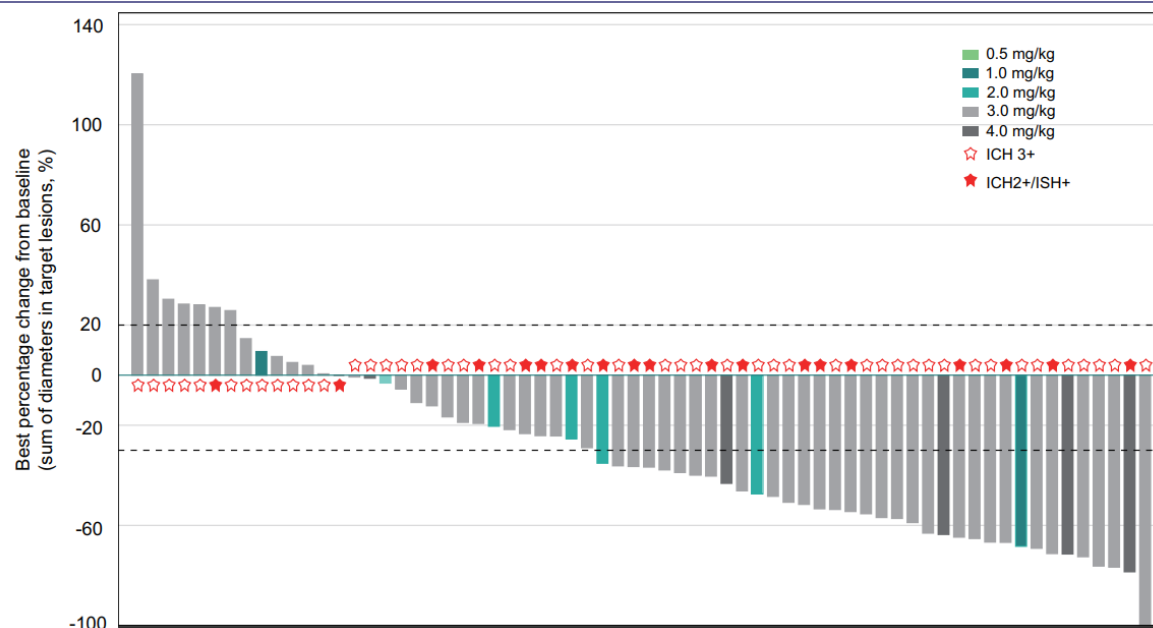
2024 年 12 月，JSKN003 在中国启动对照研究者选择化疗治疗二线及以上治疗的铂耐药复发性上皮性卵巢癌、原发性腹膜癌或输卵管癌患者 III 期临床试验。2025 年 2 月，JSKN003 在中国启动对照 TDM1 治疗二线及以上 HER2 阳性晚期乳腺癌的 III 期临床试验。2025 年 3 月，JSKN003 单药治疗铂耐药复发性上皮性卵巢癌、原发性腹膜癌或输卵管癌患者获得突破性治疗认定。

(2) DP303c：自研 HER2 单抗-MMAE 偶联药物

DP303c 采用位点特异性偶联技术平衡疗效与安全性。DP303c 是石药集团自主研发的首个靶向 HER2 的抗体药物偶联物（ADC），主要用于治疗 HER2 阳性的多种实体瘤，包括胃癌、乳腺癌和其他相关癌症，已获得 FDA 孤儿药认证。DP303c 采取了位点特异性偶联技术，即定点酶法偶联将抗 HER2 抗体与细胞毒素 MMAE 精确连接，确保药物的均一性和稳定性，平均药物抗体比值（DAR）为 2.0，使细胞毒性药物有效负载，提高抗癌活性的同时又避免过量毒性。

DP303c 在 HER2 低表达肿瘤中也表现出疗效。传统 HER2 靶向疗法（如曲妥珠单抗）主要针对 HER2 高表达患者。临床前研究发现，DP303c 对 HER2 高表达和低表达的癌细胞均表现出显著的抑制作用，其抗肿瘤活性与恩美曲妥珠单抗（T-DM1）相当，临床开发和应用潜力巨大。

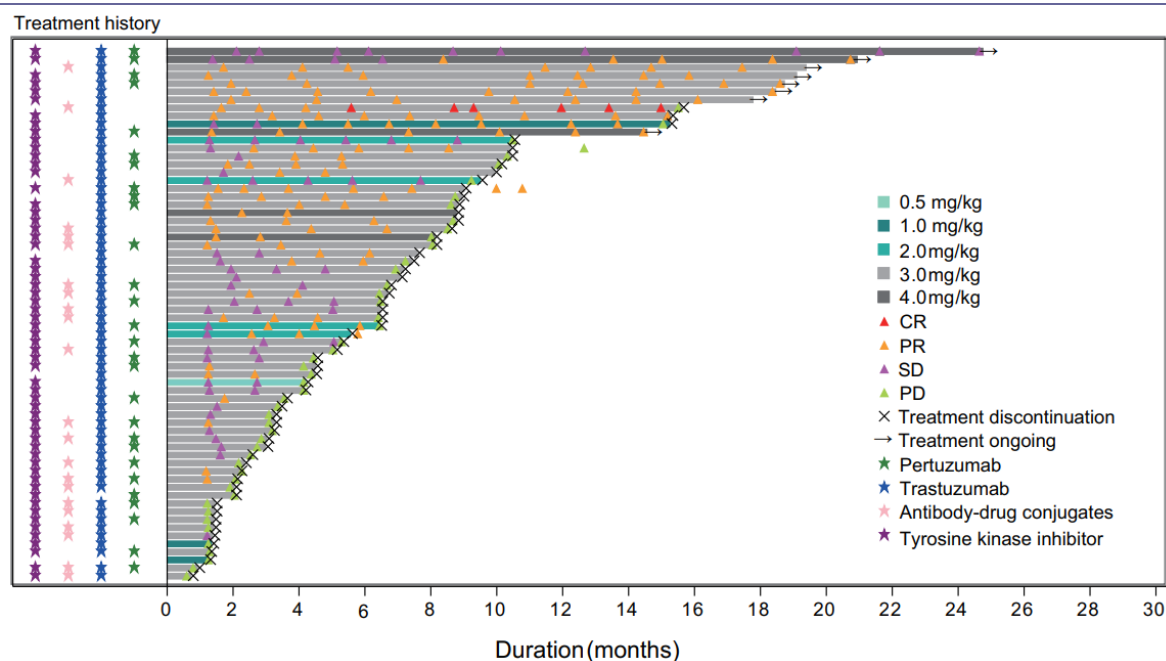
图表15：DP303c 治疗乳腺癌患者病灶大小相对于基线的最佳百分比变化



资料来源：《First-in-human study of DP303c, a HER2-targeted antibody-drug conjugate in patients with HER2 positive solid tumors》，太平洋证券整理

DP303c 展现出良好的临床疗效。2024 年 8 月，DP303c 治疗 HER2 表达的晚期实体瘤的 I 期临床研究结果发表在国际期刊 NPJ Precision Oncology (IF 7.9)。研究结果显示，DP303c 在 HER2 表达的晚期实体瘤，尤其是 HER2 表达的乳腺癌中展现出良好的疗效。DP303c 在 HER2 阳性乳腺癌患者中显示出 51.5% 的客观缓解率（ORR）和 77.3% 的疾病控制率（DCR），中位无进展生存期（PFS）为 6.4 个月。2024 年 2 月，DP303c 启动二线及以上 HER2 阳性晚期乳腺癌 III 期临床试验。

图表16：基于 RECIST 标准评估的 DP303c 治疗乳腺癌的肿瘤反应



资料来源：《First-in-human study of DP303c, a HER2-targeted antibody-drug conjugate in patients with HER2 positive solid tumors》，太平洋证券整理

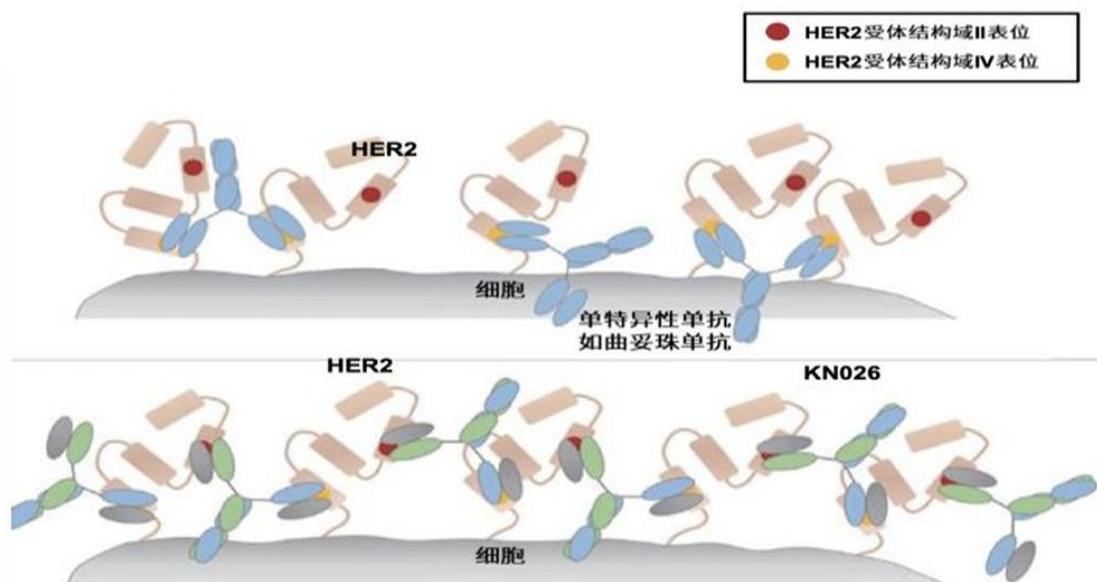
DP303c 展现出良好的体内稳定性。DP303c 的药代动力学特征良好，在 1.0 mg/kg 至 4.0 mg/kg 剂量范围内表现出较长的半衰期和较低的清除率，在 3.0 mg/kg 剂量水平下，DP303c 的半衰期为 2.9 天，显示出良好的体内稳定性。

(三)HER2 双抗：聚焦乳腺癌和胃癌适应症

KN026 可双重阻断 HER2 的两个非重迭表位。KN026 是康宁杰瑞采用 Fc 异二聚体平台技术 (CRIB) 开发的抗 HER2 双特异性抗体，可同时结合 HER2 的两个非重迭表位，导致 HER2 信号阻断，优于曲妥珠单抗或者帕妥珠单抗单用，可达到曲妥珠单抗和帕妥珠单抗联用的效果，如展示出更高的亲和力，在 HER2 阳性肿瘤细胞株中具备优效的肿瘤抑制作用。同时，KN026 对 HER2 中低表达肿瘤和曲妥珠单抗抗性细胞株也有抑制作用。

石药集团获得 KN026 国内开发及商业化授权。2021 年 8 月，石药集团全资子公司津曼特生物获得康宁杰瑞的在研产品 HER2 双特异性抗体 KN026 在乳腺癌及胃癌领域的独家开发及商业化授权。

图表17：HER2 双抗 KN026 作用机制



资料来源：公司官网，公司交流材料，太平洋证券整理

图表18：HER2 双抗 KN026 疗效和安全性数据

	HER2+乳腺癌 1L (n=57)	HER2+乳腺癌 新辅助 (n=30)	HER2+胃癌 ≥2L (N=39)
组合疗法	+化疗	+化疗	+化疗
总生存期OS	77.9% (30m)	-	13.2
中位无进展 生存期PFS	26.9m (未成熟)	-	8.6m
客观缓解率 ORR	76.4%	56.7% (tpCR)	40%
≥3级 AE	KN026相关 TEAE 40.4%	TEAE 53.3%	TEAE 74.4%
发表期刊	2023 ESMO	2023 ESMO	2024 ESMO

资料来源：公司官网，公司交流材料，太平洋证券整理

KN026 获突破性疗法认定。2023 年 11 月，KN026 联合化疗获得 NMPA 纳入突破性治疗药物品种名单，适应症为联合化疗药物用于一线标准治疗（曲妥珠单抗联合化疗）失败的 HER2 阳性局部晚期、复发或转移性的胃癌（包括胃-食管结合部腺癌）。

KN026 关键性 II/III 期临床研究取得积极结果。2024 年 9 月，KN026 联合治疗 HER2 阳性晚期不可切除或转移性胃癌/胃食管结合部腺癌的 II 期临床研究结果在 2024 年 ESMO 年会上发表。研究结果显示，KN026 联合治疗在二线及以上 HER2 阳性胃癌/胃食管结合部腺癌患者中具有突出的疗效，安全性良好。

2025 年 4 月 30 日，石药集团宣布 KN026 关键性 II/III 期临床研究（KC-WISE）的期中分析结果，KN026 联合化疗用于至少接受过一种系统性治疗（必须包含曲妥珠单抗联合化疗）失败的 HER2 阳性局部晚期、复发或转移性胃癌的 KC-WISE 研究，达到预先设定的 PFS 终点，并具有 OS 获益趋势。

图表19：HER2 双抗 KN026 临床进展

适应症	临床II期	临床III期	BLA
乳腺癌			
1L乳腺癌 (联合多西他赛白蛋白)	入组中 (N=880)		2027
乳腺癌新辅助 (联合多西他赛白蛋白)	入组中 (N=520)		2026
胃癌			
2L HER2阳性胃癌 (联合化疗)	入组中 (N=246)		2025

资料来源：公司官网，公司交流材料，太平洋证券整理

KN026 三项大适应症有望近三年内递交 BLA。目前，KN026 联合化疗用于 HER2 阳性胃癌二线治疗（已获得 NMPA 突破性疗法认定），以及 KN026 联合多西他赛（白蛋白结合型）用于 HER2 阳性乳腺癌一线治疗和 HER2 阳性乳腺癌新辅助治疗的三项 III 期临床正在积极入组中，有望近三年内分别递交 BLA。

三、延伸布局慢病管理领域高潜力赛道

慢病领域重点布局大适应症。公司在代谢和心血管领域进行了重点布局，包括 GLP-1 受体激动剂 TG103 用于治疗糖尿病和肥胖，ActRII A/B 单抗 JMT206 与司美格鲁肽或其他 GLP-1R 类药物联用达到减重增肌效果，新型 PCSK9 siRNA 药物 SYH2053 用于治疗成人原发性高胆固醇血症或混合型血脂异常，新型 AGT siRNA 药物 SYH2062 用于治疗高血压等。

(一)GLP-1 系列：多产品布局降糖、肥胖适应症开发

GLP-1-Fc 融合蛋白具有超长效潜能。TG103 是一款创新型长效重组人源胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) Fc 融合蛋白，为 GLP-1R 激动剂，具有两周注射 1 次的超长效潜能，在糖尿病和减肥等领域优势明显。2018 年 12 月，石药集团获得天境生物开发的 TG103 在中国内地进行所有适应症开发与商业化的权益。

图表20：GLP-1 系列产品降糖、肥胖适应症临床进展

适应症	临床 I 期	临床 III 期	上市申请
TG103 (Fc-GLP1) (1类)			
肥胖		完成入组，随访中	2025
2型糖尿病		完成入组，随访中	2026
司美格鲁肽注射液 (2.2类)			
肥胖		完成入组，随访中	2025
2型糖尿病		完成入组，随访中	2025
其他产品			
司美格鲁肽长效注射液	入组中		2030

资料来源：公司官网，公司交流材料，太平洋证券整理

TG103 两项 III 期临床推进顺利。2024 年 1 月，TG103 在中国开展的用于治疗超重和肥胖的 III 期临床试验完成全部受试者入组，2025 年 3 月完成数据库锁库。2024 年 12 月，TG103 在中国

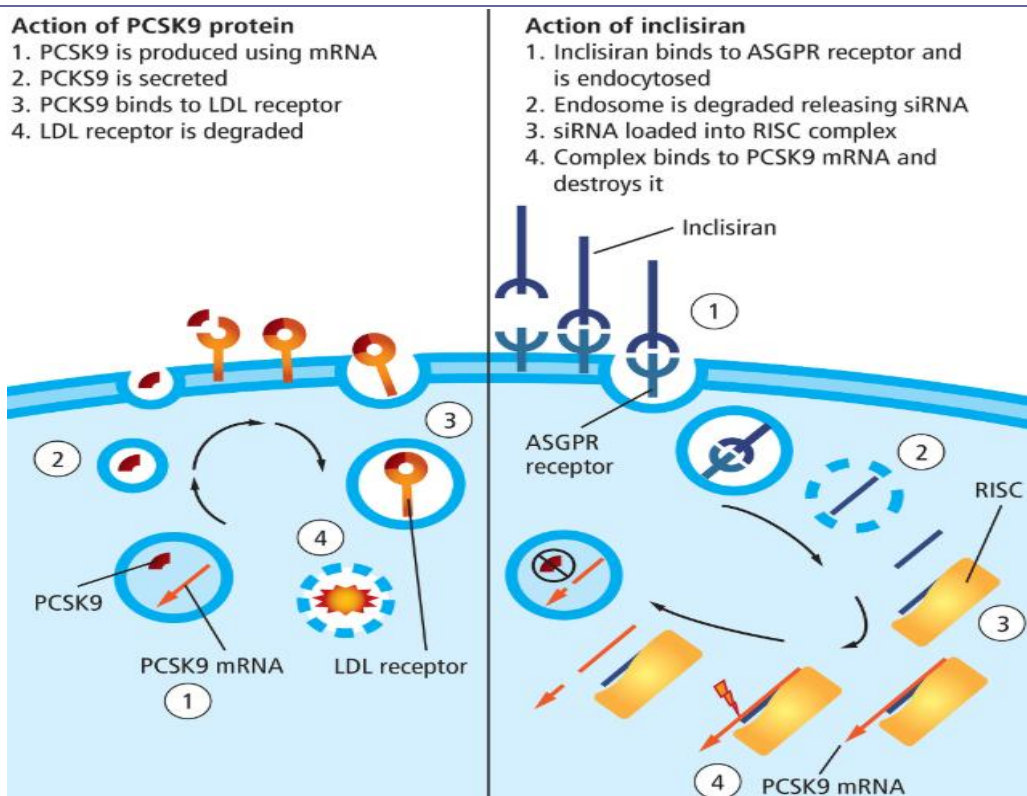
开展的用于治疗 2 型糖尿病的 III 期临床试验完成全部受试者入组。

司美格鲁肽注射液两项 III 期临床已完成入组。2024 年 8 月，司美格鲁肽注射液在中国开展的用于治疗 2 型糖尿病的 III 期临床试验完成全部受试者入组。2024 年 9 月，司美格鲁肽注射液在中国开展的用于体重管理的 III 期临床试验完成全部受试者入组。

(二) siRNA 药物：两款产品已推进到临床阶段

PCSK9 siRNA 竞争格局好。 PCSK9 是主要由肝脏合成的分泌型丝氨酸蛋白酶，可与肝细胞上低密度脂蛋白胆固醇受体(LDL-R) 结合并使 LDL-R 降解，从而减少 LDL-R 对血液中 LDL-C 的清除，升高 LDL-C 的水平。目前，国内已批准上市的三款 PCSK9 抑制剂包括：PCSK9 单抗依洛尤单抗（瑞百安，Evolocumab）和阿利西尤单抗（波立达，Alirocumab）以及一款 PCSK9 siRNA 英克司兰钠注射液（乐可为，Inclisiran）。

图表21：PCSK9 蛋白的生物学功能和 PCSK9 siRNA 的作用机制

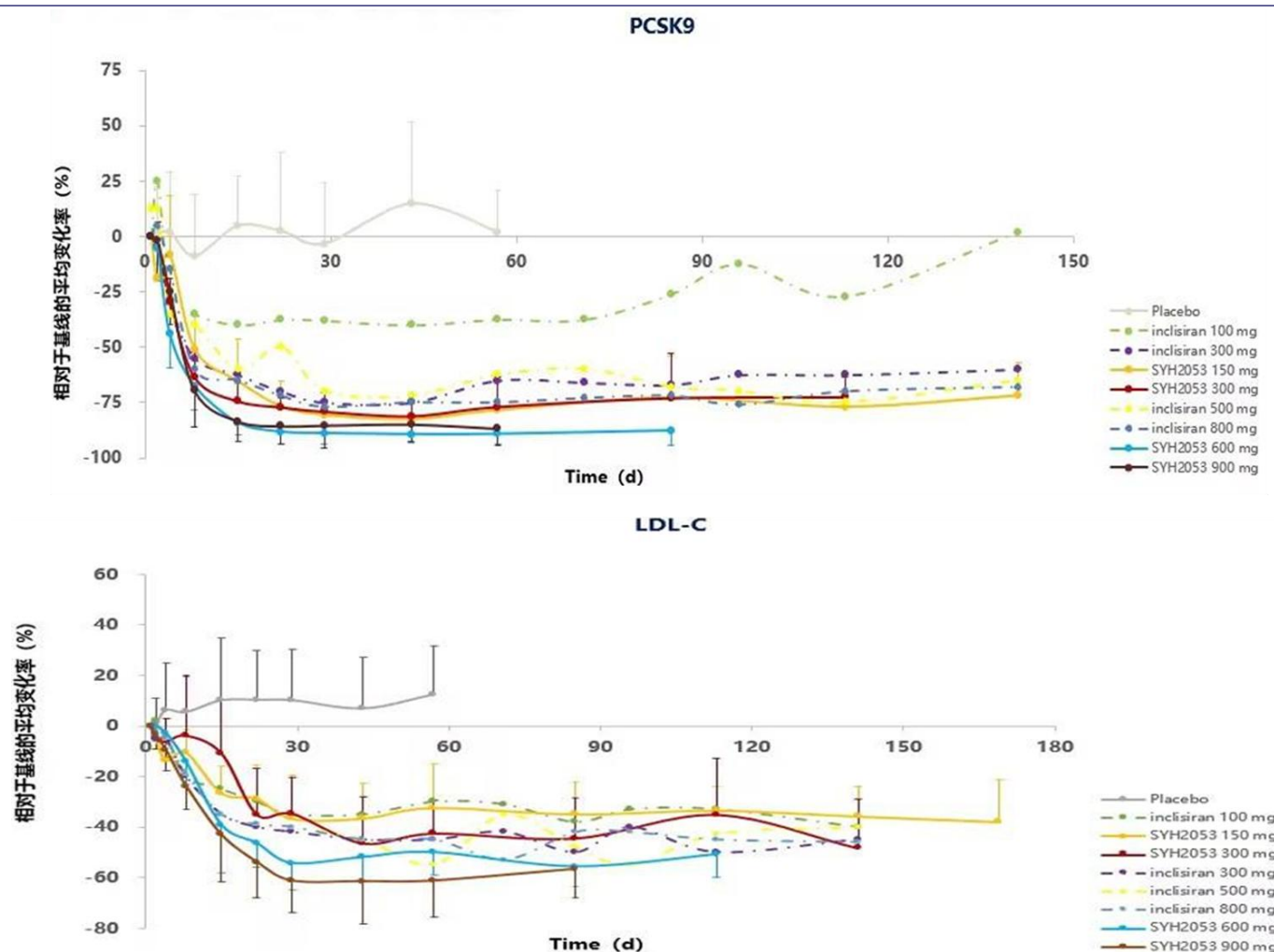


资料来源：Inclisiran, Practical Diabetes 2021, 太平洋证券整理

SYH2053 药物活性作用时间明显长于同类产品。2023 年 11 月 30 日，石药集团自主研发的首个通过偶联乙酰半乳糖胺（Gal NAc）实现肝脏靶向递送的 PCSK9 双链小干扰 RNA（PCSK9 siRNA）药物 SYH2053 获得 NMPA 批准开展临床研究，用于治疗成人原发性高胆固醇血症或混合型血脂异常。

SYH2053 通过优化的全序列化学修饰策略，实现更持久的基因沉默效果，早期临床研究结果表明，150mg 剂量对 PCSK9 蛋白的敲低效率明显优于 300mg 的同类型 siRNA 产品 Inclisiran（非头对头）。目前，SYH2053 已完成中国 I 期临床研究，并于 2024Q4 启动 II 期临床研究。

图表22：PCSK9 siRNA 早期临床研究结果

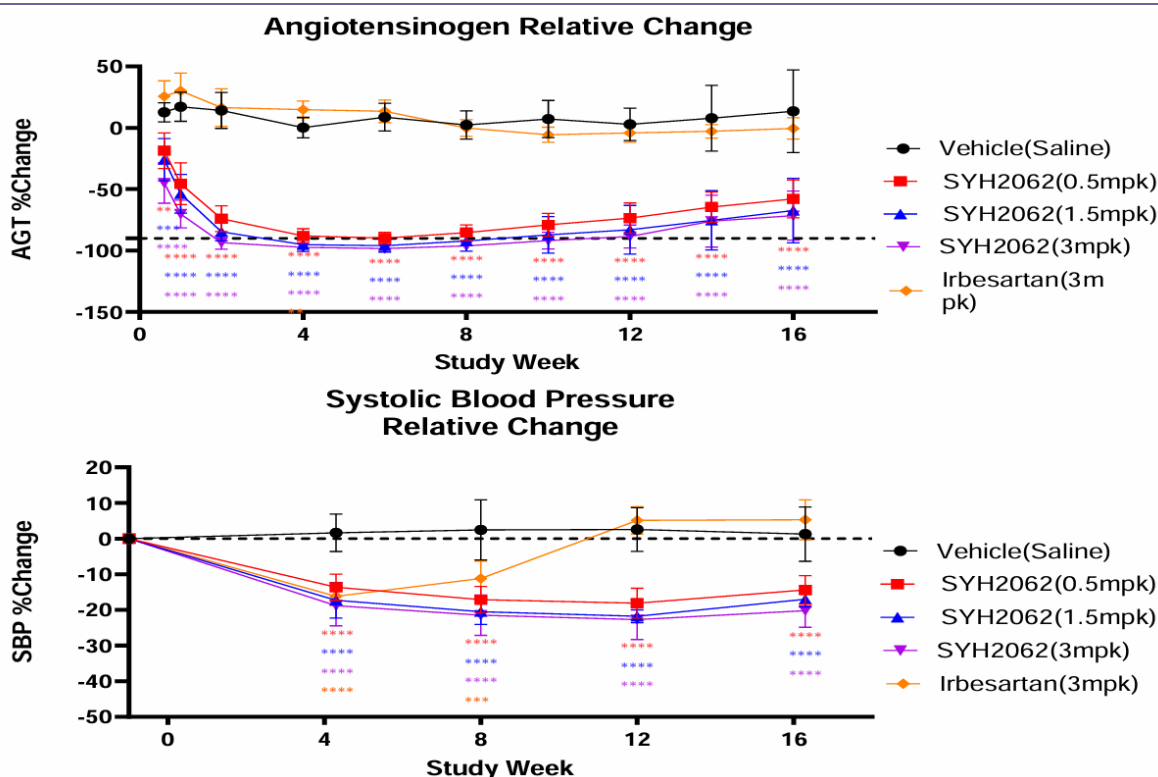


资料来源：公司官网，公司交流材料，太平洋证券整理

SYH2062 药物活性作用时间明显长于同类产品。2024 年 12 月 23 日，石药集团又一款通过 Gal NAc 递送的靶向抑制血管紧张素原（AGT）siRNA 药物 SYH2062 获得 NMPA 批准开展临床研究，用于治疗高血压。2025Q1 已启动I期临床。

SYH2062 通过优化序列和化学修饰的策略，实现更持久的基因沉默效果，有望成为每 6 个月给药一次的稳定控压药物。临床前研究显示，SYH2062 的药物活性作用时间明显长于同类型 siRNA 产品，与对照组相比，高血压猴血清 AGT 蛋白水平降低 90% 以上；与给药前相比，3mpk 的 SYH2062 将高血压猴的 SBP 降低 20% 并维持超过 4 个月。

图表23：AGT siRNA 临床前研究结果



资料来源：公司官网，公司交流材料，太平洋证券整理

四、盈利预测及估值

(一)盈利预测

考虑多项 BD 收入确认,我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入为 293.88/300.71/315.68 亿元,同比增速为 1.31%/2.32%/4.98%;归母净利润为 46.56/51.06/56.48 亿元,同比增速为 7.57%/9.66%/10.63%。对应 EPS 分别为 0.40/0.44/0.49 元,对应当前股价 PE 分别为 14/13/12 倍。

图表24：营收与盈利预测

单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31,450	29,009	29,388	30,071	31,568
YoY	1.66%	-7.76%	1.31%	2.32%	4.98%
成药	25,637	23,736	24,028	24,551	25,883
YoY	4.56%	-7.42%	1.23%	2.17%	5.42%
抗生素	1,712	1,589	1,637	1,686	1,736
YoY	13.91%	-7.18%	3.00%	3.00%	3.00%
维生素 C	1,929	1,994	1,914	1,972	2,031
YoY	-23.72%	3.37%	-4.00%	3.00%	3.00%
功能食品及其它	2,172	1,690	1,808	1,863	1,918
YoY	-8.93%	-22.19%	7.00%	3.00%	3.00%
归母净利润	5,873	4,328	4,656	5,106	5,648
YoY	-3.58%	-26.31%	7.57%	9.66%	10.63%

资料来源：携宁，太平洋证券整理

关键假设：

(1) 神经系统领域继续保持稳健增长。

恩必普：公司一方面通过医院渠道加大患者教育，另一方面在零售药店大力推广胶囊剂型，提升卒中患者出院后持续用药的可及性，促进恩必普继续保持稳健增长。

明复乐：2024 年 2 月，明复乐获批第二项新适应症，用于急性缺血性卒中患者的溶栓治疗（发病<4.5h）。公司进行了大量学术推广和医院开发，2025 年有望快速增长贡献增量。

(2) 肿瘤领域新品入院贡献增量。

公司积极推广近年获批的纳鲁索拜单抗、米托蒽醌脂质体、伊立替康脂质体、两性霉素 B 脂质体等新产品，抓住市场机遇提升份额，有望逐步贡献增量，减缓津优力和多美素降价影响。

(3) 创新管线对外授权持续落地。

公司近年来多款创新产品先后密集达成对外授权合作，包括 Lp (a)、MAT2A、ROR1 ADC 和伊立替康脂质体等，2025 年将确认以上几项授权收入，此外还有多个创新管线有望达成大额对外授权，研发创新平台将成为新的增长点。

(二)投资建议：给予“买入”评级

我们选取恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药和先声药业等业务有相似性的公司作为可比公司，石药集团市盈率相对较低。公司神经系统领域保持稳健增长，多个创新平台进入密集兑现期，未来三年将有多个创新产品先后获批上市，并有望达成多项大额对外授权，公司估值有望得到修复。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表25：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600276.SH	恒瑞医药	53.69	0.99	1.11	1.28	1.48	46.21	48.29	41.84	36.22
3692.HK	翰森制药	22.60	0.79	0.80	0.87	1.01	21.73	28.13	26.00	22.37
1177.HK	中国生物制药	3.90	0.21	0.21	0.24	0.27	15.91	18.58	16.42	14.63
2096.HK	先声药业	8.40	0.31	0.48	0.58	0.70	22.66	17.67	14.54	11.97
平均值		-	-	-	-	-	26.63	28.17	24.70	21.30
1093.HK	石药集团	5.71	0.40	0.49	0.52	0.54	11.90	11.66	11.08	10.67

资料来源：WIND，太平洋证券整理（注：收盘价为 2025/5/15 价格，除恒瑞医药外，其他公司为港币，可比公司 EPS 为 WIND 一致预期）

五、风险提示

1. 创新药研发不及预期风险

创新药研发具有较大不确定性，临床试验过程中影响因素较多，存在临床数据不及预期而研发失败的风险。

2. 新产品放量不及预期风险

新产品放量影响因素较多，包括产品竞争格局、销售团队建设等。肿瘤可选疗法较多，销售竞争较激烈。

3. 医保支付政策调整带来的风险

近年来参加医保谈判的创新药产品逐渐增多，创新药医保价格谈判可能不及预期，医保支付政策可能根据医保基金结余情况进行调整带来的政策风险。

4. 部分产品集采降价带来的风险

近年来国家和地方联盟先后组织多批次仿制药集采，部分纳入集采产品降价幅度较大，公司部分产品可能因国家和地方药品集采带来销售下滑的风险。

5. 地缘政治风险

当前国际关系错综复杂，大国间地缘政治与意识形态竞争加剧，创新药面临一定的地缘政治风险。

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	21,888	24,140	26,902	30,355
现金	5,917	9,492	11,960	14,976
应收账款及票据	9,555	8,931	9,419	9,875
存货	3,130	2,930	3,085	3,244
其他	3,285	2,787	2,438	2,259
非流动资产	22,501	24,619	27,293	29,928
固定资产	11,374	11,951	12,864	13,697
无形资产	3,973	4,590	5,185	5,727
其他	7,154	8,078	9,244	10,504
资产总计	44,389	48,759	54,195	60,283
流动负债	9,634	9,265	9,512	9,871
短期借款	392	192	122	10
应付账款及票据	2,613	2,494	2,636	2,758
其他	6,629	6,580	6,755	7,104
非流动负债	889	893	899	903
长期债务	0	4	10	14
其他	889	889	889	889
负债合计	10,523	10,158	10,411	10,774
普通股股本	11,033	11,033	11,033	11,033
储备	21,869	26,528	31,637	37,289
归属母公司股东权益	32,265	36,924	42,033	47,685
少数股东权益	1,602	1,677	1,751	1,825
股东权益合计	33,866	38,601	43,784	49,509
负债和股东权益	44,389	48,759	54,195	60,283

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,535	6,931	6,398	7,233
净利润	4,328	4,656	5,106	5,648
少数股东权益	11	75	74	74
折旧摊销	1,339	1,329	1,441	1,561
营运资金变动及其他	-1,144	871	-222	-50
投资活动现金流	-3,858	-3,154	-3,865	-4,110
资本支出	-2,679	-2,522	-2,950	-2,936
其他投资	-1,179	-633	-915	-1,174
筹资活动现金流	-5,253	-205	-69	-110
借款增加	-124	-197	-64	-108
普通股增加	-2,089	0	0	0
已付股利	-3,234	0	0	0
其他	194	-9	-5	-3
现金净增加额	-4,573	3,575	2,467	3,017

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	29,009	29,388	30,071	31,568
其他收入	561	304	373	413
营业成本	8,711	8,578	8,892	9,344
销售费用	8,662	8,493	8,540	8,555
管理费用	1,080	1,058	1,022	1,042
研发费用	5,191	5,560	5,408	5,771
财务费用	44	-50	-90	-117
除税前溢利	5,579	5,916	6,506	7,204
所得税	1,240	1,184	1,326	1,482
净利润	4,339	4,731	5,180	5,722
少数股东损益	11	75	74	74
归属母公司净利润	4,328	4,656	5,106	5,648
EBIT	5,622	5,865	6,416	7,087
EBITDA	6,962	7,194	7,857	8,648
EPS (元)	0.37	0.40	0.44	0.49

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-7.76%	1.30%	2.32%	4.98%
归属母公司净利润	-26.31%	7.57%	9.66%	10.63%
获利能力				
毛利率	69.97%	70.81%	70.43%	70.40%
销售净利率	14.92%	15.84%	16.98%	17.89%
ROE	13.41%	12.61%	12.15%	11.85%
ROIC	12.76%	12.09%	11.63%	11.36%
偿债能力				
资产负债率	23.71%	20.83%	19.21%	17.87%
净负债比率	-16.31%	-24.08%	-27.01%	-30.20%
流动比率	2.27	2.61	2.83	3.08
速动比率	1.94	2.28	2.50	2.74
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.63	0.58	0.55
应收账款周转率	3.01	3.18	3.28	3.27
应付账款周转率	3.19	3.36	3.47	3.46
每股指标 (元)				
每股收益	0.37	0.40	0.44	0.49
每股经营现金流	0.39	0.60	0.56	0.63
每股净资产	2.77	3.21	3.65	4.14
估值比率				
P/E	12.96	14.13	12.88	11.64
P/B	1.72	1.78	1.56	1.38
EV/EBITDA	7.20	7.85	6.87	5.88

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。