

医药	收盘价 港元 7.62	目标价 港元 7.20个	潜在涨幅 -5.5%	2025年5月30日
----	----------------	-----------------	---------------	------------

## 石药集团 (1093 HK)

### 1Q25 业绩继续承压，多项重磅出海交易即将达成；上调目标价

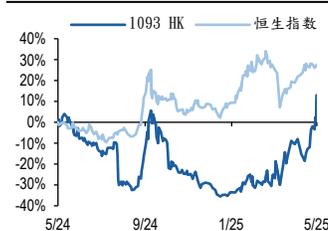
公司 1Q25 业绩继续承受来自集采和医保控费的压力，但 2Q25 起有望逐季改善。公司预计 2025 年将达成三项 50 亿美金以上的 BD 授权交易。

- 集采+医保控费，1Q25 各板块全面承压：**剔除 BD 收入后，公司 1Q25 收入同比降 30%，其中成药业务板块下降 37%，各核心治疗领域均呈现下滑态势：**1）**CNS 同比降 30%，主因院端医保控费叠加医保谈判降价 13%，恩必普针剂院内销售下滑严重；**2）**肿瘤线核心品种持续遭受集采和渠道补差价的冲击，1Q25 销售额同比降 66%；**3）**抗感染、呼吸、心血管等领域在集采、1Q24 高基数等因素的影响下，出现不同程度的下滑。1Q25，公司录得 7.2 亿元（人民币，下同）的授权费收入，主要来自公司与阿斯利康（Lp(a)降脂药）和百济（MAT2A 抑制剂）的合作首付款。原料药产品收入同比增 15%，主要得益于 VC 市场需求及产品价格回升，但功能食品及其他业务收入同比降 9%，主因咖啡因市场需求及价格下跌影响。在高利润率授权费收入和降本控费努力下，1Q25 净利率提升 3.1ppts 至 21.1%。随着恩必普院外患者推广力度加大、多美素集采和渠道去库存影响企稳、明复乐等新产品医保准入后快速放量、以及更多 BD 收入确认（公司预计今年还将确认 10 亿元收入），2Q25 起公司业绩有望逐步环比改善。
- 多项重磅 BD 交易稳步推进，上调目标价：**管理层预计，2025 年公司有望达成三项大型海外授权交易，每项总金额超 50 亿美元，除 EGFR ADC 外还将有技术平台整体授权。对于 EGFR ADC，公司正在开展一项治疗二线 EGFR+ NSCLC 的中国 III 期研究，海外三线 EGFR 经典突变 NSCLC 研究已开始推进，6 月将和 FDA 进一步讨论针对二线 EGFR 野生型 NSCLC 研究的具体方案。基于更乐观的 BD 收入和经营费用率预期，我们上调公司 2025-27 年收入预测 1.5-7.5%、上调净利润预测 8-13%。我们上调公司 DCF 目标价至 7.2 港元，对应 14.7 倍 2025 年市盈率和 1.1 倍 2025 年 PEG。我们认为，当前股价已基本反映对 2025 年业绩压力和未来 BD 交易的预期，估值倍数合理、后续上升空间有限，**维持中性评级。**

#### 个股评级

中性

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位 (港元)	7.62
52周低位 (港元)	4.34
市值 (百万港元)	87,392.26
日均成交量 (百万)	446.14
年初至今变化 (%)	59.41
200天平均价 (港元)	5.11

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

#### 盈利预测变动

百万人民币	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	30,040	29,600	1.5%	32,875	31,594	4.1%	35,830	33,320	7.5%
毛利润	20,427	20,868	-2.1%	22,519	22,432	0.4%	24,902	23,824	4.5%
毛利率	68.0%	70.5%	-2.5ppt	68.5%	71.0%	-2.5ppt	69.5%	71.5%	-2.0ppt
归母净利润	5,137	4,754	8.1%	5,698	5,324	7.0%	6,655	5,895	12.9%
净利率	17.1%	16.1%	1.0ppt	17.3%	16.9%	0.5ppt	18.6%	17.7%	0.9ppt

资料来源: FactSet, 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，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 石药集团：DCF 估值模型

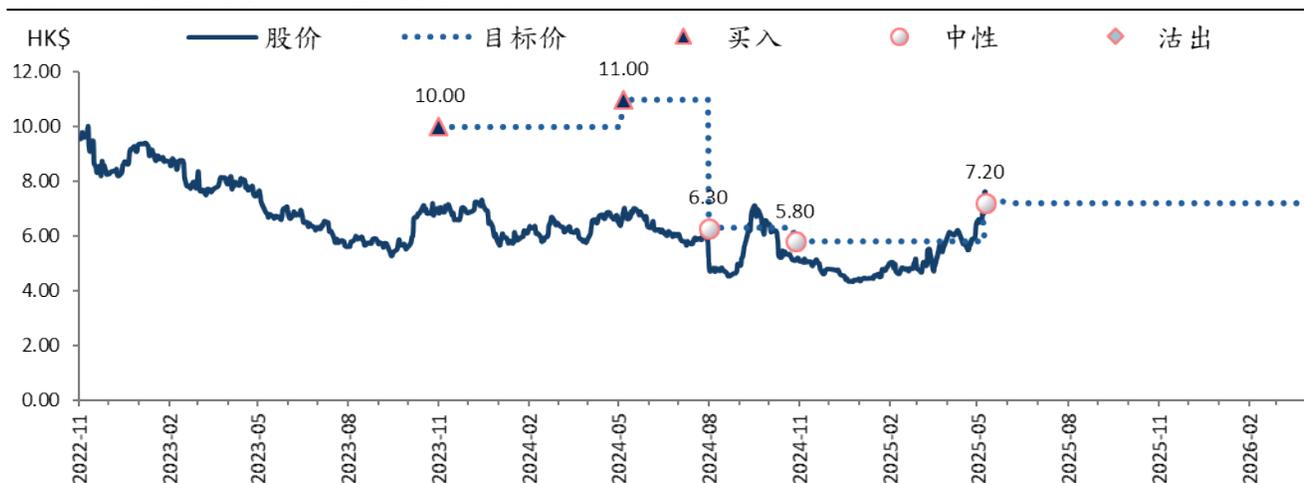
人民币，百万元	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	30,040	32,875	35,830	37,608	39,465	41,395	43,515	45,846	47,924
EBIT	5,971	6,617	7,760	8,721	9,558	10,327	11,130	11,924	12,622
EBIT*(1-t)	5,076	5,625	6,596	7,413	8,124	8,778	9,461	10,135	10,729
加：折旧摊销	993	1,092	1,200	1,317	1,434	1,552	1,673	1,795	1,921
减：营运资金增加/（减少）	(1,195)	(999)	(1,535)	(678)	(1,717)	(990)	(1,383)	(936)	(1,061)
减：资本开支	(2,626)	(2,874)	(3,133)	(3,288)	(3,450)	(3,619)	(3,804)	(4,008)	(4,190)
自由现金流	2,247	2,844	3,129	4,763	4,391	5,721	5,946	6,986	7,399
永续增长率	1%								
自由现金流现值	28,604								
终值现值	43,278								
企业价值	71,882								
净现金	5,447								
少数股东权益	(1,733)								
股权价值（百万人民币）	75,596								
股权价值（百万港元）	83,155								
股份数量（百万）	11,544								
<b>每股价值（港元）</b>	<b>7.20</b>								

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.1
股权成本	10.7%
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%
<b>WACC</b>	<b>9.4%</b>

资料来源：交银国际预测

图表 2：石药集团 (1093 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 3：交银国际医疗行业覆盖公司

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
9995 HK	荣昌生物	买入	46.35	66.00	42.4%	2025 年 05 月 22 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	307.00	400.00	30.3%	2025 年 05 月 16 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	28.29	65.00	129.8%	2025 年 05 月 14 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	86.95	115.00	32.3%	2025 年 04 月 23 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	43.80	65.00	48.4%	2025 年 03 月 27 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	41.50	57.00	37.3%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	3.88	6.60	70.1%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	148.90	208.80	40.2%	2025 年 03 月 03 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	21.95	44.00	100.4%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	62.10	60.00	-3.4%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.88	28.75	123.2%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	8.75	5.00	-42.8%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	40.15	51.00	27.0%	2025 年 03 月 25 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	25.75	25.00	-2.9%	2025 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	15.24	18.00	18.1%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	70.87	93.30	31.6%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	47.85	33.10	-30.8%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	12.20	11.20	-8.2%	2025 年 03 月 25 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	26.05	24.60	-5.6%	2025 年 03 月 24 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	37.95	42.50	12.0%	2024 年 08 月 30 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	4.42	4.80	8.7%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.81	14.00	79.3%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	7.62	7.20	-5.5%	2025 年 05 月 30 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	54.10	51.00	-5.7%	2025 年 04 月 01 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	2.80	3.75	34.0%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	36.75	42.00	14.3%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测，数据截至 2025 年 5 月 30 日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	31,450	29,009	30,040	32,875	35,830
主营业务成本	(9,273)	(8,711)	(9,613)	(10,356)	(10,928)
<b>毛利</b>	<b>22,177</b>	<b>20,299</b>	<b>20,427</b>	<b>22,519</b>	<b>24,902</b>
销售及管理费用	(10,330)	(9,742)	(8,958)	(9,952)	(10,728)
研发费用	(4,830)	(5,191)	(5,497)	(5,950)	(6,414)
<b>经营利润</b>	<b>7,016</b>	<b>5,366</b>	<b>5,971</b>	<b>6,617</b>	<b>7,760</b>
财务成本净额	(26)	(44)	0	0	0
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
其他非经营净收入/费用	399	256	454	510	564
<b>税前利润</b>	<b>7,389</b>	<b>5,579</b>	<b>6,426</b>	<b>7,127</b>	<b>8,324</b>
税费	(1,317)	(1,240)	(1,157)	(1,283)	(1,498)
非控股权益	(199)	(11)	(132)	(146)	(171)
<b>净利润</b>	<b>5,873</b>	<b>4,328</b>	<b>5,137</b>	<b>5,698</b>	<b>6,655</b>
作每股收益计算的净利润	5,873	4,328	5,137	5,698	6,655

资产负债简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	10,491	9,359	8,422	7,407	6,010
有价证券	0	0	0	0	0
应收账款及票据	9,555	9,196	9,898	10,818	11,956
存货	3,139	3,130	4,244	4,154	5,187
开发中物业及土地预付款	0	0	0	0	0
短期应收收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,561	203	(42)	19	82
<b>总流动资产</b>	<b>26,745</b>	<b>21,888</b>	<b>22,522</b>	<b>22,397</b>	<b>23,235</b>
投资物业	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	10,417	11,374	12,620	13,970	15,424
其他有形资产	0	0	0	0	0
无形资产	2,199	2,610	2,997	3,429	3,907
合资企业/联营公司投资	0	0	0	0	0
长期应收收入	0	0	0	0	0
其他长期资产	6,922	8,517	8,517	8,517	8,517
<b>总长期资产</b>	<b>19,537</b>	<b>22,501</b>	<b>24,134</b>	<b>25,916</b>	<b>27,848</b>
<b>总资产</b>	<b>46,282</b>	<b>44,389</b>	<b>46,656</b>	<b>48,314</b>	<b>51,083</b>
短期贷款	450	392	392	392	392
应付账款	2,842	2,613	3,234	3,065	3,702
其他短期负债	6,891	6,629	6,629	6,629	6,629
<b>总流动负债</b>	<b>10,183</b>	<b>9,634</b>	<b>10,255</b>	<b>10,086</b>	<b>10,723</b>
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,082	889	889	889	889
<b>总长期负债</b>	<b>1,082</b>	<b>889</b>	<b>889</b>	<b>889</b>	<b>889</b>
<b>总负债</b>	<b>11,265</b>	<b>10,523</b>	<b>11,144</b>	<b>10,975</b>	<b>11,612</b>
股本	10,899	11,033	11,033	11,033	11,033
储备及其他资本项目	22,304	21,232	22,747	24,427	26,389
<b>股东权益</b>	<b>33,203</b>	<b>32,265</b>	<b>33,779</b>	<b>35,460</b>	<b>37,422</b>
非控股权益	1,815	1,602	1,733	1,879	2,050
<b>总权益</b>	<b>35,018</b>	<b>33,866</b>	<b>35,513</b>	<b>37,339</b>	<b>39,472</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	7,389	5,579	6,426	7,127	8,324
折旧及摊销	950	916	993	1,092	1,200
营运资本变动	(2,919)	(98)	(1,195)	(999)	(1,535)
利息调整	0	0	0	0	0
税费	(1,309)	0	0	0	0
其他经营活动现金流	67	(1,714)	(912)	(1,344)	(1,561)
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,179</b>	<b>4,682</b>	<b>5,311</b>	<b>5,877</b>	<b>6,428</b>
资本开支	(265)	(454)	(470)	(515)	(561)
投资活动	0	0	0	0	0
其他投资活动现金流	873	(2,082)	(2,156)	(2,359)	(2,571)
<b>投资活动现金流</b>	<b>607</b>	<b>(2,536)</b>	<b>(2,626)</b>	<b>(2,874)</b>	<b>(3,133)</b>
负债净变动	(28)	0	0	0	0
权益净变动	(200)	0	0	0	0
股息	(2,726)	(3,234)	(3,623)	(4,018)	(4,693)
其他融资活动现金流	653	(44)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(2,301)</b>	<b>(3,277)</b>	<b>(3,623)</b>	<b>(4,018)</b>	<b>(4,693)</b>
汇率收益/损失	5	0	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>8,001</b>	<b>10,491</b>	<b>9,359</b>	<b>8,422</b>	<b>7,407</b>
<b>年末现金</b>	<b>10,491</b>	<b>9,359</b>	<b>8,422</b>	<b>7,407</b>	<b>6,010</b>

## 财务比率

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	0.495	0.369	0.445	0.494	0.576
全面摊薄每股收益	0.495	0.369	0.445	0.494	0.576
每股账面值	2.789	2.772	2.926	3.072	3.242
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	70.5	70.0	68.0	68.5	69.5
EBITDA利润率	25.9	21.7	23.2	23.5	25.0
EBIT利润率	23.5	19.2	21.4	21.7	23.2
净利率	18.7	14.9	17.1	17.3	18.6
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	12.7	9.8	11.0	11.8	13.0
ROE	16.8	12.8	14.5	15.3	16.9
ROIC	16.6	12.6	14.3	15.1	16.7
<b>其他</b>					
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	2.6	2.3	2.2	2.2	2.2
存货周转天数	123.5	131.2	161.2	146.4	173.3
应收账款周转天数	110.9	115.7	120.3	120.1	121.8
应付账款周转天数	111.9	109.5	122.8	108.0	123.6

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 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**

2025年5月30日  
石药集团 (1093 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期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期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期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、七牛智能科技有限公司、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、天津建设发展集团股份有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、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、Mirx Holding Company Limited及山东快驴科技发展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，或可能以受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，并可能受递送延误、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。**