

香港股市 | 医药

石药集团（1093 HK）

一季度产品销售承压，未来有望达成多项授权

2025 年 1 季度产品销售收入逊预期

公司 2025 年 1 季度总收入同比下降 21.9%至 70.1 亿元（人民币，下同），股东净利润同比下降 8.4%至 14.8 亿元。虽然总收入与股东净利润均超预期，但如剔除 7.18 亿元的授权费收入，公司的产品销售收入较我们的预测低约 4.6%，主要是成药业务中产品销售收入的放缓造成。成药业务中，由于核心产品恩必普受医保控费影响，神经系统药物收入同比下降 29.5%。肿瘤药的销售仍受多美素与津优力集采的影响，1 季度销售收入下降 65.7%。由于多美素与津优力的集采是 2024 年 3 月起执行，我们原来也预计 1 季度销售收入仍将同比下滑，但实际降幅更大。

预计 2 季度起产品销售收入将缓步回升

由于多美素与津优力的集采是去年 3 月开始执行，因此截止 1 季度集采的影响已反映，而且公司表示肿瘤药恩朗苏拜单抗注射液与神经系统药物明复乐等 2024 年底入医保后销量也在增加，因此预计 2 季度后公司的产品销售收入将逐季环比缓步回升。

未来将达成多个重磅海外授权项目并获得授权费收入

公司 1 季度的 7.18 亿元授权费收入主要来自与百济神州（6160 HK）及阿斯利康（AZN US）签订的肿瘤药 MAT2A 及心血管药 LP(a)小分子抑制剂的海外授权。两家公司将共支付 2.5 亿美元（约 18 亿人民币）的首付款及最高 35.6 亿美元（约 256 亿人民币）的里程碑付款。公司又于 2025 年 2 月及 5 月分别与美国公司 Radiance Biopharma 及 Cipla USA 签订协议，将分别授予抗体偶联物（ADC）与肿瘤药伊立替康的海外开发及商业化权利，公司将共获 3,000 万美元首付款及最高 11.7 亿美元里程碑付款。按以上协议，预计公司 2025-26E 将至少分别获约 10 亿元的首付款，2027 年后也有望持续获里程碑收入。

此外，公司正与三家公司就若干产品的海外授权进行磋商，每项最高可能获 50 亿美元里程碑付款，公司预计其中一项 6 月底前将落实，如能成功将进一步增厚授权费收入。

目标价上调至 7.40 港元，给予“中性”评级

按照一季度情况，下调 2025-27E 产品销售收入预测，但总收入预测分别上调 0.2%、0.7%、0.9%，股东净利润预测上调 0.9%、0.4%、0.4%，反映授权费收入贡献，并增加 2028 年后授权费收入预测。根据调整后 DCF 模型，目标价从 6.30 港元上调至 7.40 港元。由于股价已上涨，给予“中性”评级，未来将根据新签授权协议等情况再调整。

风险提示：（一）药品降价幅度可能超预期；（二）新药临床试验及审批进度可能慢于预期；（三）新药上市后推广效果可能差于预期。

主要财务数据（百万 人民币）（12 月 31 日年结，估值更新至 2025 年 6 月 2 日）

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	31,450	29,009	29,887	33,703	37,948
增长率（%）	1.7	(7.8)	3.0	12.8	12.6
股东净利润	5,873	4,328	4,769	5,475	6,088
增长率（%）	(3.6)	(26.3)	10.2	14.8	11.2
每股盈利（人民币）	0.49	0.37	0.41	0.47	0.52
市盈率（倍）	14.3	19.2	17.4	15.2	13.6
每股股息（人民币）	0.26	0.24	0.25	0.28	0.31
股息率（%）	3.7	3.4	3.5	4.0	4.4
每股净资产（人民币）	2.9	2.8	2.9	3.1	3.3
市净率（倍）	2.4	2.6	2.4	2.3	2.1

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

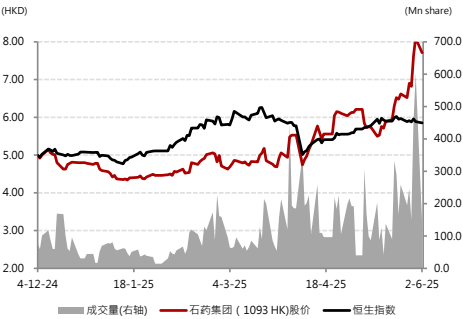
更新报告

评级：中性
目标价：7.40 港元

股票资料（更新至 2025 年 6 月 2 日）

收市价	7.71 港元
总市值	88,805.72 百万港元
流通股比例	68.65%
已发行总股本	11,518.25 百万
52 周价格区间	4.27-8.56 港元
3 个月日均成交额	975.00 百万港元
主要股东	蔡东晨等（占 21.12%）
来源：	彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20250402：石药集团（1093 HK）预计 2025 年起业绩将缓步回升

20241118：石药集团（1093 HK）：预计短期内业绩仍将承压

分析师

施佳丽（Scarlett Shi）

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1：DCF 模型（12 月 31 日年结）

百万人民币	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	6,329	7,282	8,123	8,679	9,160	9,620	10,261	10,631	11,216	11,517
加：折旧及摊销	1,726	1,880	2,059	2,275	2,411	2,541	2,677	2,782	2,902	2,987
减：税费	(1,453)	(1,730)	(1,975)	(2,062)	(2,176)	(2,285)	(2,437)	(2,525)	(2,664)	(2,736)
营运资本变动	(675)	(1,126)	(807)	(868)	(919)	(969)	(1,021)	(1,061)	(1,107)	(1,139)
资本开支	(2,168)	(2,444)	(2,752)	(2,957)	(3,134)	(3,303)	(3,480)	(3,616)	(3,772)	(3,883)
自由现金流	5,110	6,114	6,262	6,803	7,180	7,541	8,041	8,332	8,788	9,024
税后债务成本	3.75%									
无风险利率	2.4%									
风险溢价	8.0%									
贝塔系数	1.2									
权益成本	12.0%									
WACC	9.9%									
永续增长	3.0%									
股权价值（港币）	85,179									
每股内涵价值(港币)	7.40									

来源：中泰国际研究部预测

图表 2：每股股权价格敏感性分析

港元		永续增长率（%）				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	9.0%	7.92	8.14	8.39	8.70	9.06
	9.4%	7.48	7.66	7.87	8.11	8.39
WACC	9.9%	7.09	7.23	7.40	7.59	7.81
	10.4%	6.74	6.86	6.99	7.14	7.32
	11.0%	6.42	6.51	6.62	6.75	6.89

来源：中泰国际研究部预测

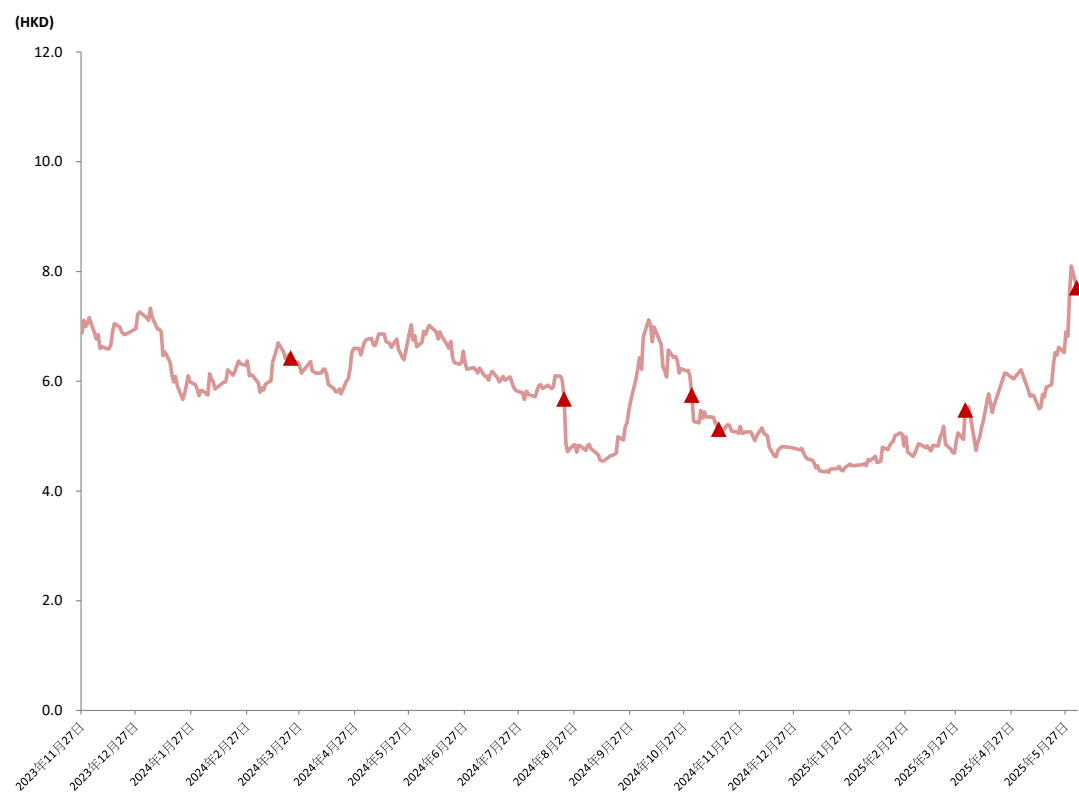
图表 3：财务摘要（年结：12 月 31 日；人民币百万元）

损益表						现金流量表					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	31,450	29,009	29,887	33,703	37,948	税前利润	7,389	5,579	6,289	7,236	8,077
成药	25,637	23,736	23,092	25,788	29,301	折旧及摊销	1,117	1,339	1,726	1,880	2,059
功能食品及其他	2,172	1,690	2,056	2,358	2,594	营运资金变动	(3,032)	(817)	(675)	(1,126)	(807)
原料产品	3,641	3,583	4,740	5,556	6,053	已付税款	(1,309)	(1,693)	(1,453)	(1,730)	(1,975)
销售成本	(9,273)	(8,711)	(10,100)	(11,201)	(12,639)	其他	13	127	40	46	46
毛利	22,177	20,299	19,787	22,501	25,309	经营业务现金净额	4,179	4,535	5,927	6,307	7,399
其它收入	626	561	473	460	518	购买厂房及设备	(1,624)	(2,015)	(2,168)	(2,444)	(2,752)
其它收益亏损净额	(105)	(118)	68	(43)	(49)	其他	2,490	(1,843)	0	0	0
销售及分销费用	(9,141)	(8,662)	(7,573)	(8,621)	(9,735)	投资活动现金净额	866	(3,858)	(2,168)	(2,444)	(2,752)
行政费用	(1,190)	(1,080)	(1,009)	(1,064)	(1,203)	净新增借款	503	0	0	0	0
研发开支	(4,830)	(5,191)	(5,319)	(5,892)	(6,653)	发行股份	0	0	0	0	0
其它费用	(101)	(97)	(82)	(43)	(49)	股息分派	(2,726)	(3,234)	(2,861)	(3,285)	(3,653)
经营溢利	7,437	5,712	6,346	7,299	8,140	其他	(336)	(2,020)	(40)	(46)	(46)
财务费用	(26)	(44)	(40)	(46)	(46)	融资活动现金净额	(2,560)	(5,253)	(2,901)	(3,331)	(3,698)
应占合营企业业绩	(13)	(44)	7	7	7	年初现金	8,001	10,491	5,917	6,775	7,307
应占联营公司业绩	(41)	(46)	(24)	(24)	(24)	现金增加净额	2,485	(4,577)	858	532	948
其他	33	0	0	0	0	汇率变动之影响净额	5	3	0	0	0
除税前溢利	7,389	5,579	6,289	7,236	8,077	年末现金	10,491	5,917	6,775	7,307	8,255
所得税开支	(1,317)	(1,240)	(1,453)	(1,730)	(1,975)						
年度溢利	6,073	4,339	4,836	5,488	6,102						
非控股权益	199	11	67	13	14						
股东净利润	5,873	4,328	4,769	5,475	6,088						
EBIT	7,415	5,622	6,329	7,282	8,123						
EBITDA	8,533	6,962	8,055	9,162	10,182						
资产负债表						重要指标					
	2023	2024E	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	3,139	3,130	4,139	3,922	5,174	增长率 (%)					
应收账款	5,869	5,161	6,203	6,611	7,817	收入	1.7	(7.8)	3.0	12.8	12.6
现金	12,015	6,777	7,635	8,167	9,115	毛利	(0.4)	(8.5)	(2.5)	13.7	12.5
其他	5,722	6,820	6,856	6,896	6,939	经营利润	-1.8	-23.2	11.1	15.0	11.5
流动资产	26,745	21,888	24,833	25,596	29,045	EBIT	-2.5	-24.2	12.6	15.1	11.5
物业、厂房及设备	10,417	11,374	12,127	12,981	13,948	EBITDA	-1.4	-18.4	15.7	13.7	11.1
无形资产及商誉	2,433	2,844	2,682	2,519	2,356	股东净利润	(3.6)	(26.3)	10.2	14.8	11.2
其他非流动资产	6,687	8,282	8,135	8,008	7,897	利润率(%)					
非流动资产	19,537	22,501	22,944	23,508	24,202	毛利率	70.5	70.0	66.2	66.8	66.7
总资产	46,282	44,389	47,777	49,104	53,247	净利润率	18.7	14.9	16.0	16.2	16.0
贸易应付款项	2,426	1,667	3,079	2,185	3,755	经营利润	23.6	19.7	21.2	21.7	21.4
短期借款	450	392	392	392	392	EBIT 利润率	23.6	19.4	21.2	21.6	21.4
其他流动负债	7,306	7,575	7,576	7,595	7,718	EBITDA 利润率	27.1	24.0	27.0	27.2	26.8
流动负债	10,183	9,634	11,047	10,171	11,865	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
长期借款	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	1,082	889	889	889	889	其他					
非流动负债	1,082	889	889	889	889	有效税率 (%)	17.8	22.2	23.1	23.9	24.5
总负债	11,264	10,523	11,936	11,060	12,753	ROAE (%)	17.6	12.6	13.7	14.8	15.5
股东权益	33,203	32,265	34,172	36,362	38,799	ROAA (%)	13.3	9.5	10.3	11.3	11.9
非控股权益	1,815	1,602	1,669	1,681	1,695	存货周转率（天）	112.0	131.3	131.3	131.3	131.3
总权益	35,018	33,866	35,841	38,044	40,494	应收帐周转率（天）	56.9	69.4	69.4	69.4	69.4
净现金/(负债)	11,565	6,385	7,243	7,775	8,723	应付账周转率（天）	77.4	85.8	85.8	85.8	85.8

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

石药集团（1093 HK）股价表现及评级时间表（单位：港元）



来源：彭博，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2024 年 3 月 25 日	HK\$6.43	买入（维持）	HK\$9.00
2	2024 年 8 月 22 日	HK\$5.68	中性（下调）	HK\$6.10
3	2024 年 11 月 1 日	HK\$5.75	中性（维持）	HK\$5.18
4	2024 年 11 月 18 日	HK\$5.13	中性（维持）	HK\$5.06
5	2025 年 4 月 2 日	HK\$5.48	增持（上调）	HK\$6.30
6	2025 年 6 月 3 日	HK\$7.71	中性（下调）	HK\$7.40

来源：彭博，中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805