

2025 年 06 月 06 日

国内领先综合性制药企业，创新出海点燃新引擎

石药集团 (1093. HK)

公司核心产品市场表现良好，未来创新药和仿制药项目有望陆续上市，为公司带来新的增长动力：公司作为中国领先的综合性制药企业，主要从事化学原料药、化学制剂、中成药、生物制药等的研发、生产和销售，产品涵盖心脑血管、抗肿瘤、抗感染、糖尿病等多个治疗领域，具有较强的研发能力和市场竞争力。根据公司公告，2024 年公司全年营收 290.09 亿元，股东应占溢利 43.28 亿元，短期受集采政策的影响导致产品价格下降，成本相对上升，长期来看管线内产品将注入新亮点。公司有八款产品已提交上市申请，其中伊立替康脂质体与两性霉素 B 脂质体已申请在美国上市，另有超 20 种产品进入 II/III 期关键临床，包括潜力双抗产品 KN026 与减重药物 TG103Fc-GLP1 及司美格鲁肽。

SYS6010：潜在同类最优的 EGFR ADC

SYS6010 作为一种 EGFR 抗体-偶联药物，其与肿瘤细胞表面的 EGFR 受体结合后，通过内吞作用进入到细胞内，在溶酶体内被蛋白酶降解，释放毒素小分子 JS-1 (新型拓扑异构酶 I 抑制剂)，JS-1 和 DNA 形成稳定复合物，诱导 DNA 损伤，进而导致细胞凋亡，且发挥旁观效应非特异性杀伤周围肿瘤组织细胞。临床前研究发现 SYS6010 对 EGFR 高表达的人结直肠癌 (DiFi)、人乳腺癌 (MDA-MB-468) 移植瘤模型具有抗肿瘤作用，对一代 TKI 吉非替尼耐药的非小细胞肺癌 PC9-GR、L858R/T790M 双突变的非小细胞肺癌 NCI-H1975、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 等移植瘤模型也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。根据 2025AACR 官网，在免疫治疗和化疗均失败的患者中，EGFR 野生型 nsq-NSCLC 患者在 ≥ 4.8 mg/kg 组的 ORR 和 DCR 分别为 50% (3/6) 和 83.3% (5/6)，显示出了良好的治疗潜力。根据公司官方公众号，2025 年 5 月 19 日，公司的 SYS6010 于近日获得美国食品药品监督管理局授予用于治疗不伴有表皮生长因子受体 (EGFR) 突变或其他驱动基因改变 (AGA) 的，且既往经含铂化疗和抗 PD-(L)1 治疗后疾病进展的晚期或转移性非鳞非小细胞肺癌 (Nsq-NSCLC) 成年患者的快速通道资格认定 (Fast Track Designation, FTD)。我们认为，凭借在 EGFR-TKI 耐药与野生型患者的优异临床数据，SYS6010 有望形成差异化的竞争优势，并与跨国药企展开深度的商业化合作。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格(港元)：	
最新收盘价(港元)：	8.86
股票代码：	1093
52 周最高价/最低价(港元)：	9.01/4.27
总市值(亿港元)	1,020.52
自由流通市值(亿港元)	1,020.52
自由流通股数(百万)	11,518.25



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110002
联系电话：

分析师：孙子豪
邮箱：sunzh@hx168.com.cn
SAC NO: S1120523120003
联系电话：

盈利预测

公司主营业务收入稳定，另考虑潜在多项 BD 出海，我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 305/320/339 亿元，同比增速为 5.03%/5.11%/6.01%；归母净利润为 53.9/56.8/60.6 亿元，同比增速为 24.62%/5.36%/6.58%，对应 EPS 分别为 0.47/0.49/0.53 元，PE 分别为 19/18/17 倍，对应 2025 年 6 月 6 日股价 8.86 港币，假设港币兑换人民币汇率为 0.91537，对应股价人民币 8.11 元。我们选取恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药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。考虑到公司传统业务保持稳健增长，多个创新平台进入密集兑现期，并有望达成多项大额对外授权，未来三年将有多个创新产品先后获批上市，看好公司未来发展；首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

创新管线研发不及预期风险；部分产品集采降价风险；新品上市不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	31450.11	29009.25	30468.00	32024.00	33949.00
YoY (%)	1.66%	-7.76%	5.03%	5.11%	6.01%
归母净利润(百万元)	5873.33	4328.04	5393.49	5682.34	6056.10
YoY (%)	-3.58%	-26.31%	24.62%	5.36%	6.58%
毛利率 (%)	70.51%	69.97%	71.28%	70.33%	69.95%
每股收益 (元)	0.49	0.37	0.47	0.49	0.53
ROE (%)	0.18	0.13	0.14	0.13	0.12
市盈率	14.68	12.96	18.92	17.96	16.85

资料来源：华西证券研究所

正文目录

1. 国内领先综合性制药企业，创新出海点燃新引擎.....	4
2. 全方位创新能力，产品矩阵丰富.....	7
3. 创新转型下的 ADC 平台持续迸发活力.....	10
4. 深耕慢病赛道，心血管与内分泌代谢管线稳健发展.....	20
5. 盈利预测与估值.....	24
6. 风险提示.....	25

图表目录

图 1 公司发展历程.....	4
图 2 成药各治疗领域产品概况.....	5
图 3 公司积极拓展海外业务.....	6
图 4 公司近两年普药上市计划.....	6
图 5 公司营业收入情况（2019-2025Q1）.....	7
图 6 公司深化 BD 战略布局，构建国际化 BD 生态系统.....	7
图 7 八大创新研发平台.....	8
图 8 创新产品矩阵丰富.....	9
图 9 公司研发费用占营收比重持续增加（2019-2025Q1）.....	10
图 10 全球 ADC 市场规模预计.....	11
图 11 SYS6010 设计思路.....	12
图 12 SYSA1801 分子设计.....	15
图 13 SYS6002 分子设计.....	16
图 14 公司 HER2 ADC 在多肿瘤中具备 BIC 潜力.....	18
图 15 JSKN003 全球临床汇总（截至 2025 年 5 月）.....	19
图 16 中国 2 型糖尿病治疗药物市场规模(2018-2032E).....	21
图 17 中国肥胖症药物市场规模(2018-2032E).....	22
图 18 公司心血管与内分泌代谢管线情况（截至 2025 年 Q1）.....	23
表 1 截止 25 年 5 月，SYS6010 国内临床进展.....	13
表 2 SYS6010 与竞品在 EGFR 突变/野生 NSCLC 患者的数据对比.....	14
表 3 截止 2024 年 1 月，Nectin-4 ADC 全球竞争格局.....	17
表 4 公司处于临床阶段的 GLP-1 系列产品主要开发的适应症和研发进展（截至 2025 年 1 月）.....	24
表 5 石药集团营收拆分.....	25
表 6 可比公司估值表（截止 2025 年 6 月 6 日）.....	25

1. 国内领先综合性制药企业，创新出海点燃新引擎

石药控股集团有限公司是一家集创新药物研发、生产和销售为一体的国家创新型企业，总部位于中国河北省石家庄市。公司成立于1997年，1994年在中国香港联合交易所上市，是中国首家在中国香港上市的大型医药企业。公司主要从事化学原料药、化学制剂、中成药、生物制药等的研发、生产和销售，产品涵盖心脑血管、抗肿瘤、抗感染、糖尿病等多个治疗领域。截至目前全集团现有资产总额786亿元，员工2.8万人。

图1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华西证券研究所

依托纳米制剂药物、mRNA、ADC 等八大技术平台，公司聚焦肿瘤、精神神经、心血管、免疫和呼吸、代谢及抗感染六大领域。在心脑血管、抗肿瘤等领域，公司上市了恩必普、明复乐、多思益、津立泰、海益坦、多思达、恩舒幸、善泽平等创新药。恩必普、玄宁、津优力均获国家科技进步二等奖，为制药领域最高国家奖项。

图 2 成药各治疗领域产品概况



资料来源：公司 25Q1 财报公开交流材料，华西证券研究所

公司积极拓展国际业务，稳步推进新步伐，根据公司公告，24 年公司新设立了美国制剂销售公司和东南亚新药开发事业部，致力于加快高端复杂注射制剂、单抗等生物制剂以及吸入剂等多类型高端产品在欧美市场的立项与拓展。在「一带一路」沿线国家如新加坡、泰国、马来西亚和越南设立公司，推动产品注册和销售。在印尼和菲律宾，公司与战略客户合作开展新药开发业务，通过一系列举措，不断提升海外业务。

图 3 公司积极拓展海外业务



资料来源：公司官网，华西证券研究所

根据公司公开材料，预计 2025-26 年获批普药项目 20 余项；另有处于药学研究阶段约 30 项，预计持续为公司贡献稳健收入。

图 4 公司近两年普药上市计划

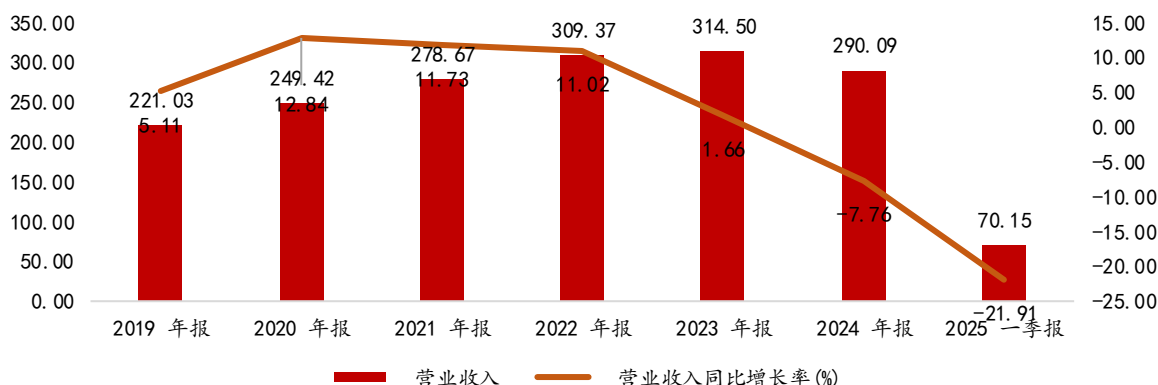
2025			2026		
帕拉米韦注射液 (300mg/60ml) 抗感染 ✓	瑞戈非尼片 肿瘤 ✓	艾普拉唑肠溶片 消化与代谢 ✓	蔗糖铁注射液 其他	枸橼酸坦度螺酮片 精神神经	兰索拉唑肠溶胶囊 消化与代谢
他克莫司缓释胶囊 免疫	磷酸奥司他韦干混悬剂 抗感染 ✓	美沙拉秦肠溶片 免疫	艾司奥美拉唑镁肠溶 干混悬剂 消化与代谢	布地奈德肠溶胶囊 自身免疫	利那洛肽胶囊 消化与代谢
富马酸伏诺拉生片 消化与代谢 ✓	腺苷钴胺胶囊 其他	己酮可可碱缓释片 心脑血管	环孢素软胶囊 自身免疫	乌帕替尼缓释片 自身免疫	恩格列净二甲双胍 缓释片 消化与代谢
			西格列汀二甲双胍 缓释片 消化与代谢	利奈唑胺干混悬剂 抗感染	注射用硫酸艾沙康唑 抗感染

资料来源：公司公开交流材料，华西证券研究所

不惧集采，创新出海启动公司第二生长曲线。根据公司公告，2024 年公司全年营收 290.09 亿元，较 2023 年的 314.50 亿元下降 7.7%；股东应占溢利 43.28 亿元，同比减少 26.3%。这一下滑主要归因于成药业务收入下降，尤其是抗肿瘤、呼吸系统、心脑血管等核心管线销售额的减少。此外，集采政策的影响导致产品价格下降，24 年公司两款产品津优力® 和多美素® 在京津冀「3+N」联盟药品集中采购中，随着集采结果自 2024 年 3 月份起陆续在各相关省份执行，这两个产品的收入出现了大幅下滑。随着 2025 年 Q1 业绩的披露，公司未来无论是同比口径还是环比口径均有望积

极向好。同时，业绩承压情况下，公司依然保持着对研发的高度重视和持续投入。近年来，石药集团在研产品频繁获得交易，代表公司转型升级决心。

图 5 公司营业收入情况（2019-2025Q1）



资料来源：单位：亿元，同花顺，华西证券研究所

图 6 公司深化 BD 战略布局，构建国际化 BD 生态系统



资料来源：公司公开交流材料，华西证券研究所

2. 全方位创新能力，产品矩阵丰富

为了惠及更多临床患者，公司先后建立了包括纳米制剂、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，为创新药物的研发提供了强而有力的支持。

图 7 八大创新研发平台



资料来源：公司公开交流材料，华西证券研究所

公司目前已建立了拥有 2000 人的研发团队，包含千名硕士、博士等高学历人才，并在创新药、仿制药、生物药、抗体药物等方面，建立了完备的研发体系，跻身国内一流的研发型制药企业。

根据公司官网，截至目前，公司在研创新药项目有 200 余个，其中大分子 90 余个、小分子 60 余个、新型制剂 50 余个。预计截止 2028 年底，将有 50 余款新药或新适应症申报上市。公司已取得海外临床批件 30 余个，16 个新产品/新适应症获得美国 FDA 快速通道或孤儿药资格认定，14 个产品获 ANDA 批件。治疗高血压的玄宁，以新分子药进入美国市场，是中国本土企业首个获得美国 FDA 完全批准的创新药。

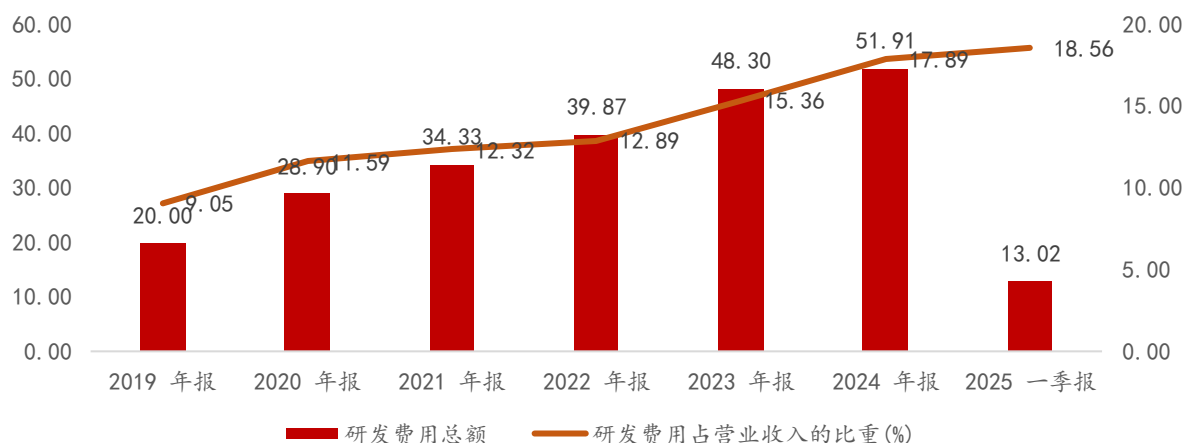
图 8 创新产品矩阵丰富



资料来源：公司公开交流材料，华西证券研究所

公司不断持续加大研发投入，研发效率稳步提升。2025Q1，公司研发费用较去年同期增加 11.4%至人民币 13.02 亿元，约占成药业务收入 23.7%。根据公司年报，24 年年内公司共获得 6 项创新产品药品注册批件；4 款创新产品上市申请获得受理；60 项临床试验批件；3 项突破性治疗认定。此外公司在北美地区获得 6 项创新药临床试验批件，2 项快速通道资格认定。创新药物的研发和临床开发按计划有序推进，临床推进速度领先行业平均水平。

图9 公司研发费用占营收比重持续增加（2019-2025Q1）



资料来源：单位：亿元，同花顺，华西证券研究所

3. 创新转型下的 ADC 平台持续迸发活力

新一代癌症疗法，竞争百亿美元市场。随着全球人口的老齡化趋势加剧，癌症的发病率也显著增加，这导致了对更有效治疗方法和药物的持续需求。同时，癌症的多样化和复杂性促使了对新型抗癌药物的研发和推广，以满足不同类型和阶段的癌症患者的个性化治疗需求。尽管治疗癌症的新方法越来越多样化，但癌症治疗的基本目标仍然相似：更有效杀灭癌症且避免对于正常细胞的影响。

ADC 已经成为癌症治疗的关键治疗方式。随着 ADC 在泛肿瘤治疗及一线疗法中不断证明其有效性，预计 ADC 的市场规模将大幅增长。根据百利天恒2024年年报，2023年，全球 ADC 市场规模达到 101 亿美元，预计到 2033 年将达到 1,519 亿美元，同期 ADC 占整个肿瘤市场的份额预计将由 4.5% 增加至 26.4%。于 2023 年，中国及美国的 ADC 市场分别达到 2 亿美元及 35 亿美元，并预期于 2033 年将分别增长至 247 亿美元及 698 亿美元。下图载列所示期间全球、中国、美国及世界其他地区的 ADC 市场规模：

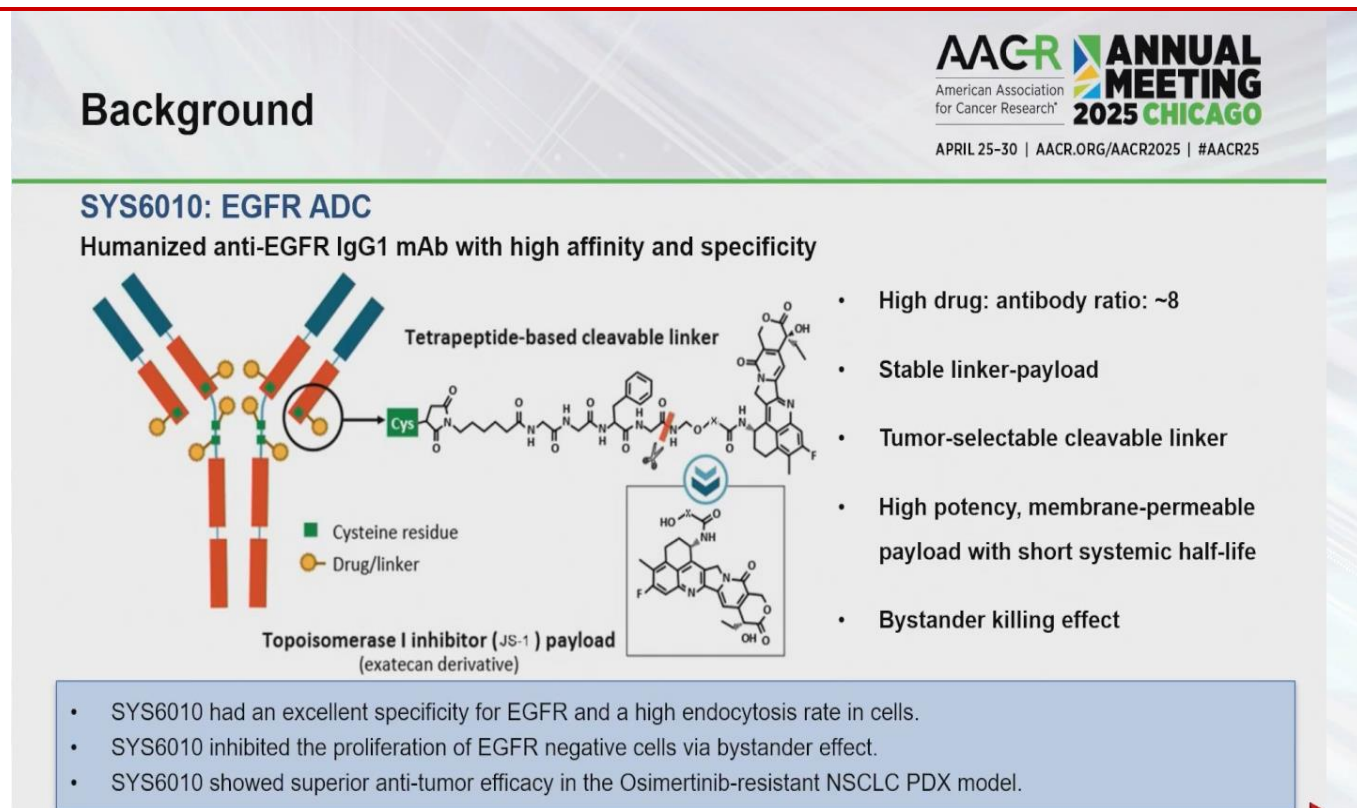
图 10 全球 ADC 市场规模预计



资料来源：百利天恒招股书，华西证券研究所

计算机辅助设计，高效临床推进。公司自有的 ADC 平台，是基于计算机辅助药物设计（CADD）的抗体工程改造平台技术，结合 DiscoveryStudio 等计算机辅助模拟工具，全面优化了抗体的药效、安全性和药代动力学等特性。此平台可开发不同作用机制的 payload 来匹配合适的适应症，并且覆盖肿瘤及非肿瘤多个治疗领域；其连接子（linker）平台可基于不同靶点、病灶处微环境、适应症等来选择最优化的 linker 来保证稳定性、PK、并且发挥最大 payload 释放效率。其偶联平台包含主流偶联技术及自主知识产权定点偶联技术，新型的偶联药物平台采用不同药物分子设计，提供了更多临床治疗方案。根据公司 2024 年报，目前在此平台开发的 3 款 ADC 已经进入关键临床阶段，包括 DP303c（HER2ADC）、SYS6010（EGFR ADC）、SYSA1801 注射液（CLDN18.2 ADC）。

图 11 SYS6010 设计思路



资料来源：2025AACR，华西证券研究所

1) SYS6010 (EGFR ADC)：潜在同类最优的 EGFR ADC。

SYS6010 是一款靶向 EGFR 肿瘤相关抗原的抗体偶联药物 (ADC)，通过与肿瘤细胞表面的靶抗原结合，使得药物被内吞进入细胞后释放小分子毒素杀伤肿瘤细胞。该药物在中国和美国均已获得临床试验许可，相关临床试验正在开展中。

表 1 截止 25 年 5 月，SYS6010 国内临床进展

适应症	靶点	联合用药	标准分期	专业标题	试验状态	试验范围	试验状态变更日期	首次公示日期	目标入组人数（国内）
EGFR 突变型局部晚期或转移性 NSCLC 患者	EGFR		III 期	SYS6010 对比含铂化疗治疗 EGFR TKI 治疗失败的 EGFR 突变型局部晚期或转移性非小细胞肺癌的随机、开放、多中心、III 期临床试验	尚未招募	国内试验	2025-03-18	2025-03-18	380
EGFR 表达的晚期实体瘤（包括但不限于乳腺癌）	EGFR	CP0301, SYH2051	I/II 期	评价 SYS6010 单药或联合 SYH2051 对比研究者选择的化疗在 EGFR 表达的晚期不可切除或转移性实体瘤（包括但不限于乳腺癌）患者中的安全性和有效性的 Ib/II 期临床研究	尚未招募	国内试验	2024-12-23	2024-12-23	410
EGFR 表达阳性或突变的实体瘤，包括：小细胞肺癌和非小细胞肺癌	EGFR	SYH2051, CP0301	I 期	评价 SYS6010 单药、SYS6010 联合 SYH2051 双药在晚期实体瘤患者中安全性和有效性的 Ib 期临床研究	招募中	国内试验	2025-05-13	2024-12-17	806
晚期实体瘤	EGFR	CP0301, SYH2051, CP0301, SYH2051, 贝伐珠单抗	I/II 期	评价 SYS6010 单药、SYS6010+SYH2051 双药及 SYS6010+SYH2051 双药联合贝伐珠单抗在晚期实体瘤中安全性和有效性的 Ib/II 期临床研究	尚未招募	国内试验	2024-11-19	2024-11-19	138
EGFR 及 ALK 野生型晚期非小细胞肺癌和其他晚期实体瘤	EGFR	CP0301, 恩朗苏拜单抗, CP0301, 恩朗苏拜单抗, 顺铂/卡铂	I/II 期	评价 SYS6010 联合恩朗苏拜单抗注射液土化疗在 EGFR 及 ALK 野生型晚期非小细胞肺癌和其他晚期实体瘤患者中的安全性、耐受性、药代动力学特征和初步疗效的开放、多中心 I/II 期临床试验	招募中	国内试验	2025-04-01	2024-09-09	540
EGFR 突变型局部晚期或转移性非小细胞肺癌	EGFR	CP0301, 奥希替尼	III 期	评估 SYS6010 联合奥希替尼在 EGFR 突变型局部晚期或转移性非小细胞肺癌患者中的安全性和有效性的随机、开放、多中心、Ib/III 期临床试验	尚未招募	国内试验	2024-08-26	2024-08-26	668
EGFR 表达的晚期实体瘤	EGFR		II 期	评价 SYS6010 不同给药方案在晚期实体瘤患者中的安全性、耐受性和有效性的 II 期临床试验	招募中	国内试验	2024-10-10	2024-08-13	196
晚期实体瘤	EGFR		I 期	评价 SYS6010 在晚期实体瘤患者中的安全性、耐受性、药代动力学特征和初步疗效的 I 期临床试验	招募中	国内试验	2024-05-07	2023-05-15	304

资料来源：丁香园 INSIGHT，华西证券研究所

SYS6010 作为一种 EGFR 抗体-偶联药物，其与肿瘤细胞表面的 EGFR 受体结合后，通过内吞作用进入到细胞内，在溶酶体内被蛋白酶降解，释放毒素小分子 JS-1 (新型拓扑异构酶 I 抑制剂)，JS-1 和 DNA 形成稳定复合物，诱导 DNA 损伤，进而导致细胞凋亡，且发挥旁观效应非特异性杀伤周围肿瘤组织细胞。临床前研究发现 SYS6010 对 EGFR 高表达的人结直肠癌 (DiFi)、人乳腺癌 (MDA-MB-468) 移植瘤模型具有抗肿瘤作用，对一代 TKI 吉非替尼耐药的非小细胞肺癌 PC9-GR、L858R/T790M 双突变的非小细胞肺癌 NCI-H1975、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 等移植瘤模型也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。

表 2 SYS6010 与竞品在 EGFR 突变/野生 NSCLC 患者的数据对比

试验药	CP0301	芦比沙定维替	依维替替尼	德达博妥单抗	翰森维妥单抗
靶点 / 成分类别	EGFR 吡咯并喹唑啉ADC	TROP2 抗HER3嵌合ADC	EGFR, HER3 吡咯并喹唑啉ADC	TROP2 吡咯并喹唑啉ADC	HER3 吡咯并喹唑啉ADC
申办者	礼来公司/礼来中国投资有限公司	Klus Pharma, 四川科伦药业股份有限公司	四川科伦药业股份有限公司, 西药网药业	第一共株式会社, 阿南利康制药	Baxter Oncology GmbH, 第一共株式会社
项目最新状态	临床III期 2024.08.26	批准上市 2024.11.22	临床III期 2023.10.31	批准上市 2024.12.27	临床I/II期(未获批) 2023.12.22
代号 / 登记号	· SYS6010-001 · CT020231332	· KL264-01 · Trofase-001 · MK-2870-001 · NCT04152499	· NCT05194982	· TROPION-Lung01 · NCT04656652	· HERTHENA-Lung01 · NCT04619804
适应症	· 实体瘤 (晚期/转移) 二线 三线 三线+ · 非小细胞肺癌	· 非小细胞肺癌 (晚期/转移, EGFR敏感/野生) 二线 三线	· 非小细胞肺癌	· 非小细胞肺癌 (晚期/转移) 二线 三线	· 非小细胞肺癌 (晚期/转移, EGFR敏感/野生) 三线
人群特征	232 patients received ≥ 1 dose of SYS6010. Most frequent cancer type was non-small cell lung cancer (NSCLC, n=137).	21 pts with EGFR wild type had received median prior 3 regimens of therapy including anti-PD-1/L1 inhibitors. 22 pts with EGFR mutant had progressed on or after TKI therapy. 50% of whom also failed at least one line of chemotherapy	-	In total, 299 and 305 patients were randomized to receive Dato-DXd/docetaxel, respectively	-
人数	N=232	N=43	N=114	N=604	N=225
分期	III期	II期	II期	II期	II期
只展示相同指标	☒				
指标 / 人数	晚期 (N=232)	试验组 (N=43) 对照组 (N=22)	试验组 (N=38) 对照组 (N=39)	试验组 (N=299) 对照组 (N=305)	试验组 (N=225) 对照组 (N=229)
分期特征	advanced solid tumors	Overall EGFR mutant EGFR wild type	EGFR mutant EGFR wt	non-small cell lung cancer non-small cell lung cancer non-squamous NSCLC squamous NSCLC	overall Previous 3G EGFR TKI patients with nonmetastatic brain metastases
给药周期	CP0301	芦比沙定维替 5 mg/kg Q2W 5 mg/kg Q2W	依维替替尼 5 mg/kg Q2W	Dato-DXd 6 mg/kg docetaxel 75 mg/m2 Q3W	5.6 mg/kg once every 3 weeks
ORR	32.8%	43.6%	83.2%	4.4%	29.8%
mPFS		7.2months	5.9months	4.4months	5.5months
DCR	86.2%	72.7%	94.0%	85.3%	72.7%
mOS		22.6months	14.1months	12.5months	11.9months
mDOR		9.2months	6.7months	11.8months	6.4months
OS		56.5% (18mo mH)	76.2% (18mo mH)	25.8% (24mo mH)	14.6% (24mo mH)
TRAE	91.8% (any)	69.8% (grade 3)	anemia (59%/25%), leukopenia (59%/25%), neutropenia (51%/32%), thrombocytopenia (48%/22%), nausea (36%/1%), vomiting (34%/2%), alopecia (27%/0%), decreased appetite (24%/1%), asthenia (22%/0%), The most common Grade ≥3 TRAEs were neutrophil count decreased (34.3%), anemia (30.2%), WBC count decreased (25.6%), stomatitis (9.3%), and rash (7.0%).	25% (grade 3)	42% (grade 3)
结论	SYS6010 demonstrated a tolerable safety profile with promising efficacy in patients with advanced solid tumors, particularly in non-squamous NSCLC subjects with EGFR TKI resistance or EGFR wild type.	The updated data continues to demonstrate that SKS264 monotherapy delivers promising clinical efficacy with manageable toxicity in pretreated advanced NSCLC pts. A Phase 3 global study of SKS264 in pts with 3L+ EGFR mutant NSCLC (NCT05674598) and a Phase 3 study of SKS264 in China in pts with 3L+ EGFR mutant NSCLC (NCT0579319) are ongoing.	BL-80101 demonstrated encouraging efficacy in heavily pre-treated metastatic/locally advanced NSCLC, especially in pts with EGFRmut. The observed toxicity is deemed acceptable.	TROPION-Lung01 did not meet the second dual primary endpoint of OS; however, Dato-DXd showed a numerical improvement in OS over docetaxel in the full NSCLC analysis set. In the pre-specified non-squamous NSCLC subgroup, Dato-DXd demonstrated a clinically meaningful trend towards prolonged OS compared with docetaxel. The overall safety and efficacy profile of Dato-DXd supports its use as a potential therapeutic option for patients with non-squamous NSCLC who are eligible for subsequent therapy.	After tumor progression with EGFR TKI therapy and PBC in patients with EGFR-mutated NSCLC, HER3-DXd once every 3 weeks demonstrated clinically meaningful efficacy with durable responses, including in CNS metastases.
来源	2025 AACR, 2025 AACR Poster	2024 AACR, 四川科伦药业股份有限公司	2023 ESMO	2024 WCLC, 第一共株式会社, 阿南利康制药, pubmed, 2024 WCLC ePoster/Slides	pubmed, 第一共株式会社, 2023 WCLC, 2024 ESMO
首次发表	2025-04-27	2024-04-09	2023-10-21	2024-09-09	2023-12-10

资料来源：丁香园 INSIGHT，华西证券研究所

EGFR-TKI 耐药适应症数据优异，针对野生型患者具有临床潜力。根据公司官方公众号，在 2025AACR 年会上公司披露了截止至 2025 年 1 月 10 号的初步结果。共纳入 269 例患者，其中包括 164 例非小细胞肺癌(61.0%)，中位既往治疗线数为 3(范围 1-11)。患者的中位年龄为 57.0 岁，65.4%为男性患者。整体耐受性良好，仅在 6.4 mg/kg 发生 1 例 DLT(4 级血小板计数降低)，MTD 未达到。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。在 224 例可评估患者中，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%。

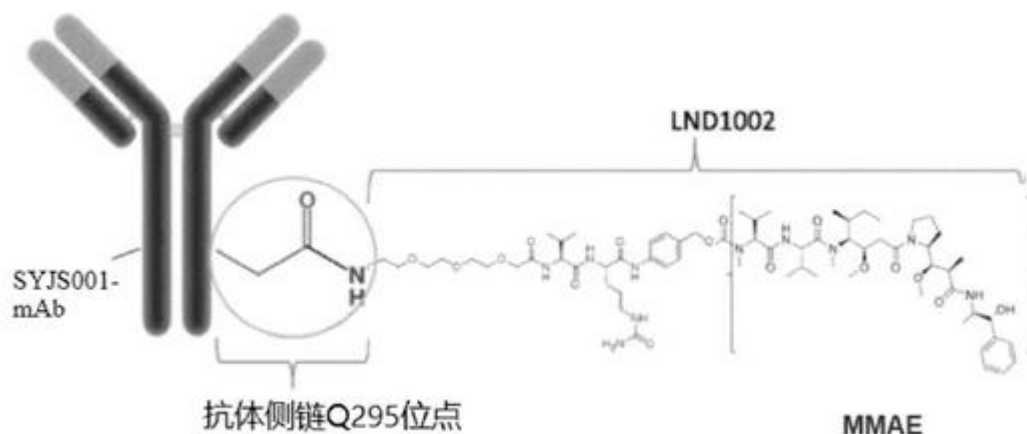
在 102 例 EGFR 突变非鳞 NSCLC 患者中，ORR 为 39.2%，DCR 达 93.1%；其中单纯 EGFR-TKI 耐药的 EGFR 敏感突变非鳞 NSCLC(n=19)：ORR 高达 63.2%，DCR 为 94.7%；而 EGFR-TKI 和含铂化疗双耐药的 EGFR 敏感突变非鳞 NSCLC(n=78)：ORR 为 33.3%，DCR 为 92.3%。

根据 2025AACR 官网，在免疫治疗和化疗均失败的患者中，EGFR 野生型 nsq-NSCLC 患者在 ≥4.8 mg/kg 组的 ORR 和 DCR 分别为 50% (3/6) 和 83.3% (5/6)，显示出了良好的治疗潜力。

根据公司官方公众号，2025 年 5 月 19 日，公司的 SYS6010 于近日获得美国食品药品监督管理局授予用于治疗不伴有表皮生长因子受体 (EGFR) 突变或其他驱动基因改变 (AGA) 的，且既往经含铂化疗和抗 PD-(L)1 治疗后疾病进展的晚期或转移性非

鳞非小细胞肺癌（Nsq-NSCLC）成年患者的快速通道资格认定（Fast Track Designation, FTD）。我们认为，凭借在 EGFR-TKI 耐药与野生型患者的优异临床数据，SYS6010 有望形成差异化的竞争优势，并与跨国药企展开深度的商业化合作。

图 12 SYSA1801 分子设计



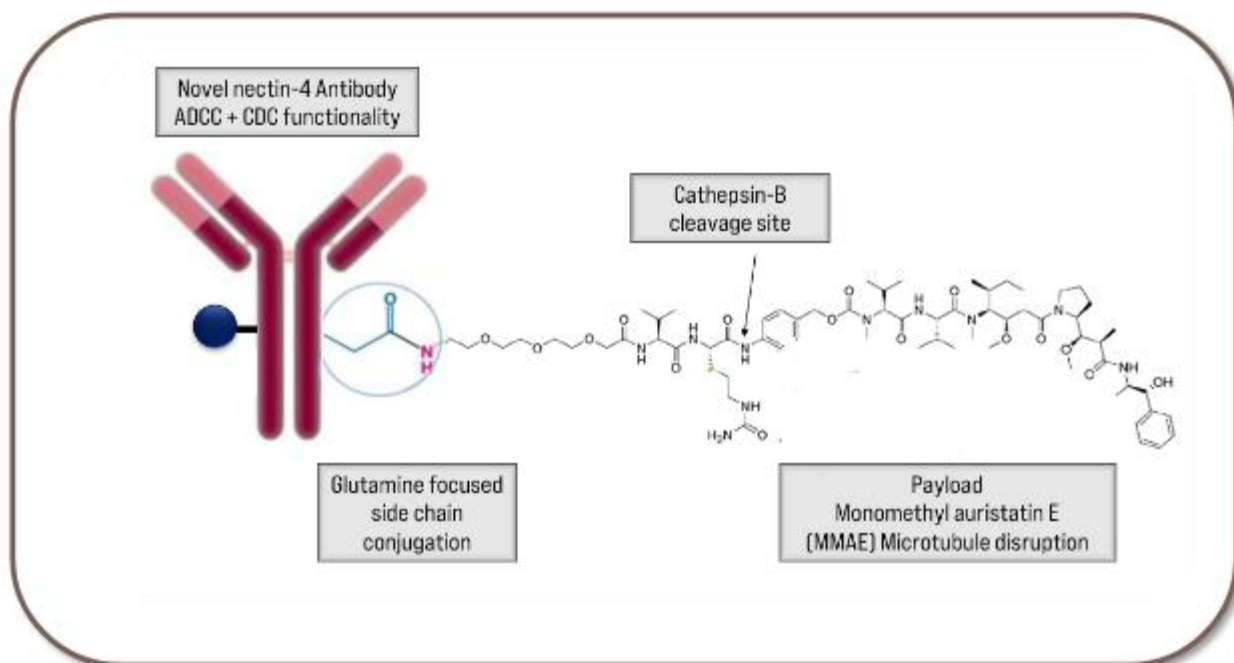
资料来源：抗体圈，华西证券研究所

2) SYSA1801 (CLDN18.2 ADC)

SYSA1801 注射液是石药集团研发的重组抗人 CLDN18.2 单克隆抗体-MMAE 偶联药物，由 1 个抗 CLDN18.2 全人源单克隆抗体在每个重链 Q295 位氨基酸上偶联 1 个 MMAE 衍生物（LND002）构成，通过选择性结合于 CLDN18.2 受体环 1，在靶细胞内容酶体降解释放出活性化疗药物 MMAE，而发挥抗肿瘤作用。

根据公司官网，截至 2022 年 11 月 5 日，共有 33 例受试者入组，包括 26 例胃癌和 7 例胰腺癌。25 例（75.8%）受试者发生与研究药物相关的不良事件（TRAE），其中 8 例（24.2%）发生 3 级及以上 TRAE；21 例受试者可评估疗效，其中包括 17 例胃癌受试者，胃癌人群的 ORR 和 DCR 分别为 47.1%（95%CI 23.0-72.2%，8PRs）和 62.7%（95%CI 38.3-85.8%，3SDs）。此外，有 2 例胃癌受试者的疗效格外亮眼，1 例既往接受靶向 CLDN18.2 单抗治疗失败者在接受 SYSA1801 治疗后获得 PR，另 1 例接受 SYSA1801 治疗后获得持久的 PR，至截止日期时已经长达 44 周。

图 13 SYS6002 分子设计



资料来源：Corbus Pharmaceuticals 官网，华西证券研究所

3) SYS6002 (Nectin-4 ADC)

SYS6002 是公司研发的重组人源化抗 Nectin-4 ADC，采用公司专有的酶催化定点抗体偶联技术。该 ADC 产品的连接子稳定性更高、具有更好的安全性和疗效潜能，可与肿瘤表面的特异性受体结合，通过内吞作用进入细胞，释放毒素，达到杀伤肿瘤细胞的作用。2022 年 10 月，SYS6002 获 CDE 批准临床。临床前研究显示，该产品对多种症均显示较好的抗肿瘤作用。

Nectin-4 可以促进肿瘤增生、血管生成、淋巴管生成以及淋巴转移，在包括膀胱癌、三阴性乳腺癌、肺癌、结直肠癌、胰腺癌、卵巢癌等多个症种中高表达，而在健康人体组织中低表达，阻断 Nectin-4 的表达可减少肿瘤增殖。

根据公司官网，据不完全统计，目前在研的 Nectin-4 ADC 约二十余种，仅有一款 nectin-4ADC 产品上市，是来自安斯泰来的 Enfortumab vedotin (Padcev)，于 2019 年被 FDA 获批用于治疗局部晚期和转移性尿路上皮癌。

表 3 截止 2024 年 1 月，Nectin-4 ADC 全球竞争格局

药品名称	研发机构	全球阶段	中国阶段
维恩妥尤单抗	Scagen(Pfizer); Agensys(Astellas Pharma)	批准上市	申请上市
9MW2821	迈威生物/上海药物研究所	III期临床	III期临床
SBT6290	Silverback Therapeutics(ARS Pharmaceuticals)	I/II期临床	临床前
ADRX-0706	Adcentrx Therapeutics	I期临床	临床前
BAT8007	百奥泰	I期临床	I期临床
SHR-A2102	恒瑞医药	I期临床	I期临床
SKB410	Merck & Co./科伦博泰生物	I期临床	I期临床
SYS6002	石药集团/Corbus Pharmaceuticals	I期临床	I期临床
IPH45	Inmate Pharma	申报临床	临床前
ADC2204	鲁南制药/爱科瑞思	临床前	临床前
BA3361	BioAtla	临床前	临床前
ETx-22	Mablink Bioscience(Eli Lilly); Heidelberg Pharma; Emergence Therapeutics(Eli Lilly)	临床前	临床前
HLX44	汉霖生技	临床前	临床前
JS114	君实生物	临床前	临床前
N41mab-vcMMAE	University of Marseille	临床前	临床前
NTX1105	Nectin Therapeutics	临床前	临床前
Nectin-4 ADC	NovaRock Biotherapeutics	临床前	临床前
Nectin-4 TRAAC	Tallac Therapeutics	临床前	临床前
OBI-904	浩鼎生技	临床前	临床前
TAC-003	Tallac Therapeutics	临床前	临床前
anti-Nectin-4-AT1020 ADC	Anwita Biosciences	临床前	临床前
anti-nectin-4 ADC	Araris Biotech	临床前	临床前
targeting Nectin4 ADC	糖岭生物	临床前	临床前

资料来源：公司官网，华西证券研究所

根据公司官网，2023 年 2 月，公司与 Corbus Pharmaceuticals 就 SYS6002 的开发及商业化订立独家授权协议。根据协议条款：石药巨石生物同意授予 Corbus 在美国、英国、加拿大、澳大利亚等一些国家在该地区开发及商业化该产品的独家授权，石药巨石生物将收取 7,500,000 美元的首付款，并有权收取最多 130,000,000 美元的潜在开发及监管里程碑付款、以及最多 555,000,000 美元的潜在销售里程碑付款。总交易金额高达 6.925 亿美元。

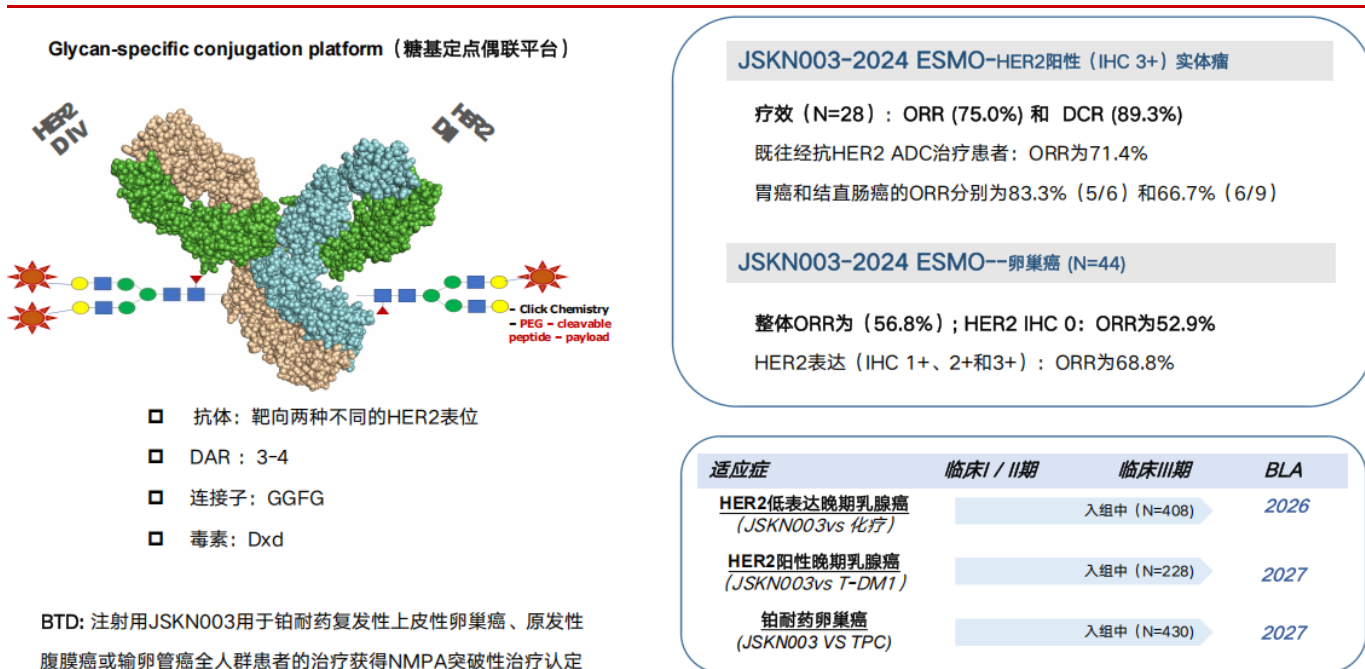
根据公司官网，截止至 2024 年 1 月 11 日，共有 18 例入组至 6 个剂量组（0.2、0.6、1.2、1.8、2.7、3.6mg/kg）肿瘤类型包括尿路上皮癌、乳腺癌等，受试者年龄分布在 35-76 岁，72%为女性，入组前的中位治疗线数为 5 线。试验数据显示，在 0.2-3.6mg/kg 剂量组均未观察到 DLT 事件；大部分与治疗药物相关的不良事件为 1~2 级，其中最常见的为干眼等眼部毒性和贫血；尚未发生神经周围病变及皮疹等不良事

件。SYS6002 在预计起效剂量下的 ORR 和 DCR 分别达到 43% (3/7) 和 71% (5/7)；在较低剂量组 (1.2mg/kg) 即出现 PR；至截止日期时观察到的最长反应时间是 11 个周期 (约 10 个月)，并仍在治疗中。

4) JSKN003 (HER2-ADC)

JSKN003 是康宁杰瑞利用糖基定点偶联平台，基于 KN026 自主研发的 HER2 双抗 ADC，能够结合肿瘤细胞表面的 HER2，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。较同类 ADC 药物，JSKN003 具有更好的血清稳定性、更强的旁观者杀伤效应，有效地扩大了治疗窗。2024 年 9 月，康宁杰瑞与石药集团全资子公司津曼特生物达成授权合作，津曼特生物获得在中国内地开发、销售、许诺销售及商业化 JSKN003 用于治疗肿瘤相关适应症的独家许可及再许可权。

图 14 公司 HER2 ADC 在多种肿瘤中具备 BIC 潜力



资料来源：公司公告，华西证券研究所

根据医药观澜，据康宁杰瑞新闻稿介绍，在中国和澳大利亚进行的多项不同阶段的临床研究显示了 JSKN003 良好的安全性。在接受过多线抗肿瘤治疗的多种晚期实体瘤患者中，尤其是在铂耐药卵巢癌、HER2 表达的乳腺癌以及 HER2 高表达的其他实体瘤患者中疗效明显。JSKN003 已被中国国家药品监督管理局 (NMPA) 药品审评中心 (CDE) 纳入突破性治疗品种，用于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。目前 JSKN003 治疗 HER2 低表达乳腺癌、铂耐药卵巢癌、HER2 阳性乳腺癌的三项 3 期临床研究以及多个探索性 2 期临床研究正在顺利进行。

图 15 JSKN003 全球临床汇总（截至 2025 年 5 月）

主要试验药	登记号/代号	适应症	疗法	试验状态	项目全球最高进度
JSKN003	NCT05494918 JSKN003-101	HER2低表达乳腺癌；HER2阳性乳腺癌；卵巢上皮癌；胃癌；结直肠癌；胃肠道肿瘤	二线，三线，末线	招募中	临床III期
JSKN003	NCT05744427 CTR20230072 JSKN003-102	HER2阳性乳腺癌；胃癌；HER2低表达乳腺癌；卵巢上皮癌；结直肠癌；胃肠道肿瘤	二线，三线，末线	招募中	临床III期
Anbenitamab-KN-026 恩朗苏拜单抗 JSKN003	NCT06998771 CTR20251968 JSKN003-003	胃癌	一线，辅助治疗，新辅助治疗	尚未招募	临床III期 批准上市 临床III期
JSKN003+恩沃利单抗-JSKN033	NCT06770881 CTR20244896	实体瘤	二线，三线，末线	招募中	临床I/II期
JSKN003	NCT06846437 CTR20250049	HER2阳性乳腺癌	二线，三线，末线	招募中	临床III期
JSKN003	NCT06751485 CTR20244822	卵巢上皮癌	二线，三线，末线	招募中	临床III期
JSKN003+恩沃利单抗-JSKN033	NCT06226766 JSKN033-101	胃肠道肿瘤；非小细胞肺癌；实体瘤；HER2阳性乳腺癌；HER2低表达乳腺癌；胆道癌	二线，三线，末线	招募中	临床I/II期
JSKN003	NCT06079983 CTR20232959	HER2低表达乳腺癌	二线，三线	招募中	临床III期

资料来源：insight 数据库，华西证券研究所

根据医药观澜，2025 年 6 月公司于 2025 年美国临床肿瘤学会（ASCO）年会上以 poster 形式公布了 HER2 双抗偶联药物（ADC）JSKN003 的多项临床研究数据，研究成果涵盖铂耐药卵巢癌、HER2 阳性乳腺癌、HER2 高表达胃肠道肿瘤。

JSKN003 治疗铂耐药卵巢癌（PROC）：46 例疗效可评估患者的中位随访时间为 9.3 个月。42 例患者（91.3%）出现肿瘤缩小；客观缓解率（ORR）为 63.0%，中位无进展生存期（PFS）为 7.7 个月，9 个月总生存率（OS）为 89.9%。在不同 HER2 表达亚组中均观察到疗效。在 HER2 IHC 0 患者中，ORR 为 52.4%，中位 PFS 为 6.6 个月；在 HER2 有表达（IHC 1+/2+/3+）患者中，ORR 达到 72.2%，中位 PFS 达到 9.4 个月。

9 例患者（19.6%）发生 3-4 级治疗相关不良事件（TRAEs），6 例患者（13.0%）发生治疗相关严重不良事件（SAEs），无 TRAEs 导致死亡。5 例患者（10.9%）发生间质性肺炎（ILD），均为 1/2 级。

用于多线治疗后进展的 HER2 阳性乳腺癌：研究共入组 80 例未接受过德曲妥珠单抗（T-DXd）治疗的患者，在 75 例疗效可评估患者中，确认的 ORR 为 54.7%（95% CI：42.7-66.2），疾病控制率（DCR）和临床获益率（CBR）分别为 94.7%和 66.7%，其中：按剂量组分析，在接受 II 期推荐剂量（RP2D）6.3mg/kg 治疗的 30 例患者中确认的 ORR 为 73.3%，CBR 达到 83.3%；按治疗线数分析，既往接受一线治疗组 15 例患者 ORR 为 66.7%，既往接受二线治疗组 19 例患者 ORR 为 63.2%。

88 例患者总人群的中位缓解持续时间（DoR）为 18.4 个月（95% CI：9.9-NE）。截至数据截止日期，PFS 尚未成熟，3 个月和 6 个月 PFS 率分别为 88.4%（95% CI：78.8-93.8）和 75.4%（95% CI：62.3-84.4）。

15.9%的患者发生 3 级及以上 TRAEs，5.7%的患者发生治疗相关 SAEs，12.5%的患者因 TRAEs 导致剂量下调，1 例患者因 TRAEs 终止治疗，无 TRAEs 导致死亡。

治疗晚期 HER2 高表达（IHC 3+）胃肠道肿瘤患者：截至数据截止日，48 例患者完成至少一次基线后肿瘤评估，ORR 为 62.5%，DCR 达到 93.8%。27 例 GC/GEJC 患者 ORR 为 63.0%、DCR 为 92.6%，21 例 CRC 患者 ORR 为 61.9%、DCR 为 95.2%，其中 20 例 BRAF 基因 V600E 野生型 CRC 患者 ORR 达到 65.0%。

24 例既往接受过伊立替康治疗的患者（4 例为 GC/GEJC、20 例为 CRC）ORR 为 58.3%。

GC/GEJC 患者中位 DoR 为 9.6 个月（95% CI：3.0-NE），CRC 患者中位 DoR 为 12.1 个月（95% CI：5.8-NE）。GC/GEJC 患者中位 PFS 为 9.6 个月（95% CI：4.3, 11.6）、6 个月 PFS 率为 70.4%；CRC 患者中位 PFS 为 13.8 个月（95% CI：6.8, NE）、6 个月 PFS 率达 88.9%。

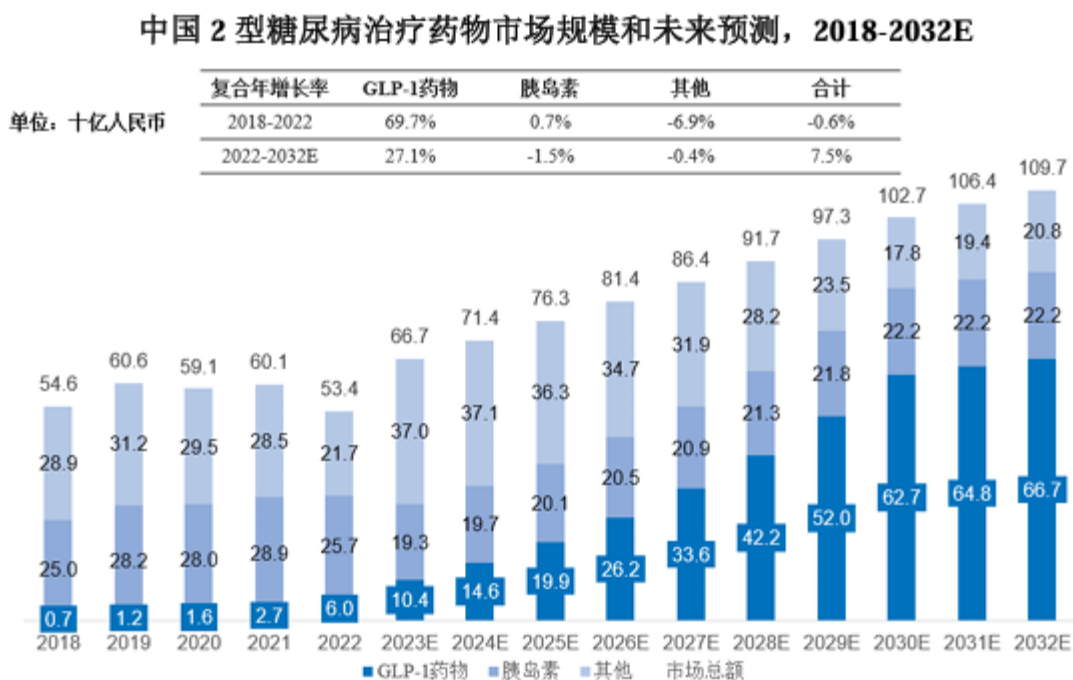
18.0%的患者发生 3 级及以上 TRAEs，6.0%的患者发生治疗相关 SAEs。20.0%的患者因 TRAEs 导致剂量下调，在 RP2D 剂量下这一比例为 16.3%；无 TEAEs 导致终止治疗或死亡。

总体来看，公司 ADC 开发策略兼具创新性与务实性，通过差异化靶点选择和技术优化，展现出成为国内 ADC 领域头部玩家的潜力。公司以丰富的产品管线、先进的技术、国际化的布局以及顺利的临床进展，为整个集团的发展奠定了坚实的基础，成为中国乃至全球 ADC 药物研发领域厚积薄发的新势力。

4. 深耕慢病赛道，心血管与内分泌代谢管线稳健发展

内分泌代谢市场巨大，降糖、减肥一片蓝海。根据公司公告，2018 年至 2022 年，受传统降糖药物集采等因素影响，中国 2 型糖尿病治疗药物市场规模由 546 亿元降低至 534 亿元，但对于以 GLP-1 受体激动剂为代表的创新糖尿病药物，市场仍然呈高速增长态势。受创新糖尿病药物的推动以及患者综合健康管理的意识提升等因素影响，中国 2 型糖尿病治疗药物市场规模将继续稳步增长，预计于 2025 年达到 763 亿元，2032 年达到 1,097 亿元，主要的增量市场来源于 GLP-1 受体激动剂。

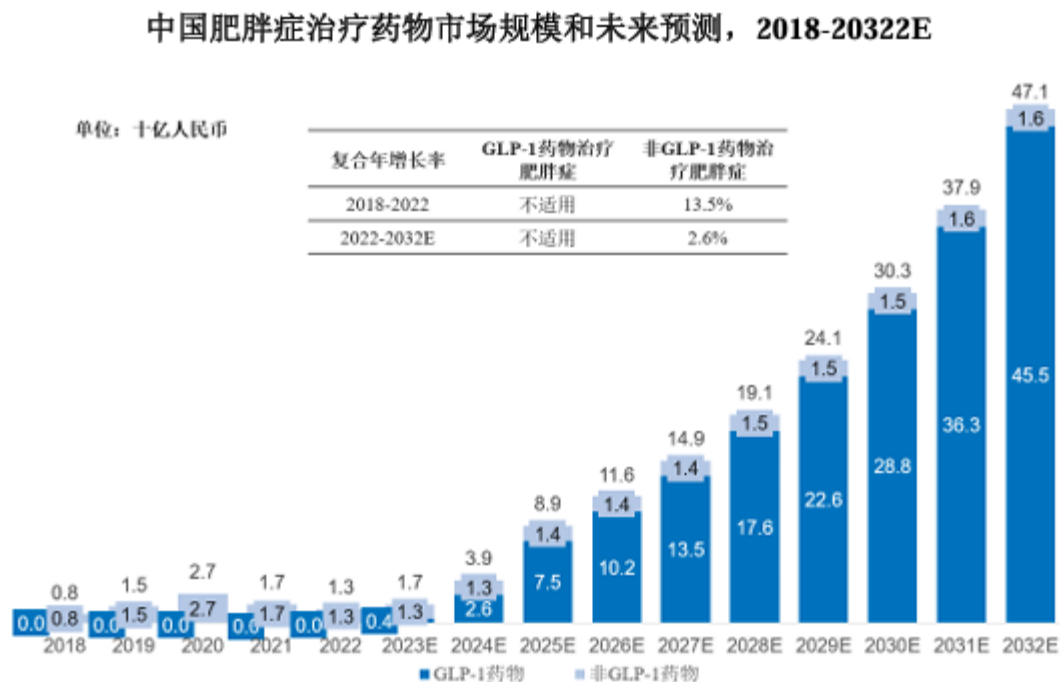
图 16 中国 2 型糖尿病治疗药物市场规模 (2018-2032E)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

中国肥胖症患病人数的持续增加带来了严重的疾病负担，临床上亟须安全有效的治疗药物。根据《中国居民肥胖防治专家共识》，2021 年，中国归因于超重和肥胖的医疗费用超过 2,000 亿元，预计到 2030 年将达到 4,180 亿元，届时在全国医疗费用总额中的占比高达 21.5%。因此，肥胖症治疗药物市场的增长空间十分可观。2018-2022 年，中国肥胖症治疗药物市场由 8 亿元增长至 13 亿元，复合年增长率为 13.5%。预计中国肥胖症治疗药物市场将持续高速增长，2025 年达到 89 亿元，2032 年达到 472 亿元。其中，GLP-1 类药物为主要的市场增长动因。

图 17 中国肥胖症药物市场规模 (2018-2032E)

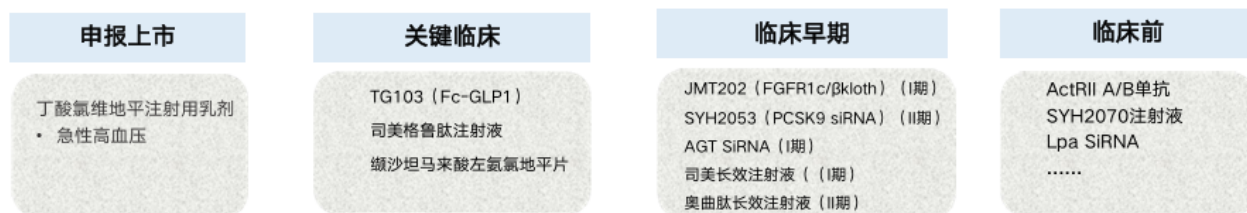


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司重视慢病领域，在心血管和代谢领域，公司布局了包括 TG103（创新型长效重组人源胰高血糖素样肽-1（GLP-1）Fc 融合蛋白）治疗糖尿病和肥胖，普卢格列汀二甲双胍缓释片及普卢格列汀达格列净二甲双胍缓释片用于糖尿病的治疗，缬沙坦马来酸左氨氯地平片治疗高血压等。

图 18 公司心血管与内分泌代谢管线情况（截至 2025 年 Q1）

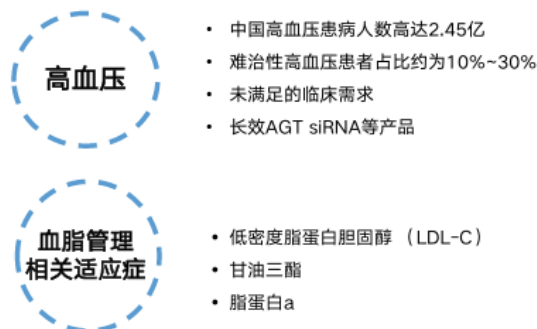
心血管与内分泌代谢：慢病管理领域延伸



GLP-1系列产品降糖、肥胖适应症开发

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

后续管线适应症延伸



资料来源：公司官网演示材料，华西证券研究所

GLP-1 系列产品覆盖降糖、减重等代谢适应症。根据公司公告，公司进入临床阶段的代谢的在研管线主要包括 TG103 注射液及司美格鲁肽注射液（长效胰高糖素样肽-1 (GLP-1) 类似物）、司美格鲁肽长效注射液，其中 TG103 注射液获批临床的适应症包括 2 型糖尿病、超重/肥胖、非酒精性脂肪肝炎和阿尔茨海默症，超重/肥胖和 2 型糖尿病适应症已进入 III 期临床；司美格鲁肽注射液获批临床的适应症包括 2 型糖尿病、超重/肥胖，均已进入 III 期临床；司美格鲁肽长效注射液获批临床的适应症为超重/肥胖，目前处于 I 期临床阶段。TG103 注射液和司美格鲁肽注射液预计从 2026 年起陆续上市，司美格鲁肽长效注射液预计将于 2032 年获批上市。

表 4 公司处于临床阶段的 GLP-1 系列产品主要开发的适应症和研发进展（截至 2025 年 1 月）

序号	产品名称	适应症	产品阶段
1	创新型长效重组人源胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) Fc 融合蛋白 (TG103 注射液)	超重/肥胖	III 期临床
		2 型糖尿病	III 期临床
		非酒精性脂肪肝炎	II 期临床
		阿尔茨海默症	II 期临床
2	长效胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 类似物 (司美格鲁肽注射液)	2 型糖尿病	III 期临床
		超重/肥胖	III 期临床
3	司美格鲁肽长效注射液	超重/肥胖	I 期临床

资料来源：公司公告，华西证券研究所

通过 siRNA 药物拓展心血管市场。根据公司官网，2024 年 11 月 30 日，公司自主研发的化学 1 类新药 SYH2053 注射液[双链小干扰 RNA (siRNA) 药物]已获得中华人民共和国国家药品监督管理局批准，可以在中国开展临床试验。该产品是一款通过偶联乙酰半乳糖胺 (GalNAc) 实现肝脏靶向递送的 siRNA 药物。该产品以 PCSK9 为靶点，用于治疗成人原发性高胆固醇血症或混合型血脂异常，并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。临床前研究显示，该产品的药物活性作用时间明显长于同类型 siRNA 产品，并具有良好的安全性，极具临床开发价值。该产品亦是本集团首个获批临床试验的 siRNA 产品。

根据公司官网，2024 年 12 月 23 日，公司自主研发的化学 1 类新药 SYH2062 注射液（双链小干扰 RNA (siRNA) 药物）已获得中华人民共和国国家药品监督管理局批准，可以在中国开展临床试验。该产品是一款通过偶联乙酰半乳糖胺 (GalNAc) 递送的 siRNA 药物，可以靶向抑制血管紧张素原 (AGT)，适用于治疗高血压。该产品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，该产品的药物活性作用时间明显长于同类型 siRNA 产品，预期具有药物作用效果持久、安全性良好及患者依从性高等差异化优势，有较大临床开发价值。

5. 盈利预测与估值

公司主营业务收入稳定，另考虑潜在多项 BD 出海，我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 305/320/339 亿元，同比增速为 5.03%/5.11%/6.01%；归母净利润为 53.9/56.8/60.6 亿元，同比增速为 24.62%/5.36%/6.58%，对应 EPS 分别为 0.47/0.49/0.53 元，PE 分别为 19/18/17 倍，对应 2025 年 6 月 6 日股价 8.86 港币，假设港币兑换人民币汇率为 0.91537，对应股价人民币 8.11 元。我们选取恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药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。考虑到公司传统业务保持稳健增长，多个创新平台进入密集兑现期，并有望达成多项大额对外授权，未来三年将有多个创新产品先后获批上市，看好公司未来发展；首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5 石药集团营收拆分

单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31,450	29,009	30,468	32,024	33,949
YoY	1.66%	-7.76%	5.03%	5.11%	6.01%
1、成药	25,637	23,736	24,220	25,460	27,130
YoY	4.56%	-7.42%	2.04%	5.12%	6.56%
2、原料产品	3,641	3,583	4,468	4,695	4,854
YoY	13.91%	-7.18%	24.70%	5.08%	3.39%
2.1、抗生素	1,712	1,589	2,410	2,536	2,615
YoY	13.91%	-7.18%	51.67%	5.23%	3.12%
2.2、维生素 C	1,929	1,994	2,058	2,159	2,239
YoY	-23.72%	3.37%	3.21%	4.91%	3.71%
3、功能食品及其它	2,172	1,690	1,780	1,869	1,965
YoY	-8.93%	-22.19%	5.33%	5.00%	5.14%

资料来源：wind，华西证券研究所

表 6：可比公司估值表（截止 2025 年 6 月 6 日）

代码	公司	股价（元）	归母净利润（百万元）			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
2196. HK	恒瑞医药	16.540	2769.89	3411.00	4049.00	13	12	10
3692. HK	翰森制药	27.200	4371.82	4467.31	4806.08	22	33	31
1177. HK	中国生物制药	4.550	3499.83	3632.53	4110.03	16	22	19
	平均值		3547.18	3836.95	4321.70	17	22	20
1093. HK	石药集团	8.860	4328.04	5393.49	5682.34	13	19	18

资料来源：wind，华西证券研究所（注：可比公司盈利预测来自 6 月 6 日 wind 一致预测）

6. 风险提示

创新管线研发不及预期风险；部分产品集采降价风险；新品上市不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	29570.34	30468.00	32024.00	33949.00	净利润	4328.04	5393.49	5682.34	6056.10
YoY (%)	-6.73%	3.04%	5.11%	6.01%	折旧和摊销	1339.45	785.37	782.10	778.99
营业成本	8710.54	8750.00	9500.00	10200.00	营运资金变动	-817.26	-238.09	-256.05	-304.11
营业税金及附加					经营活动现金流	4534.66	5329.14	5565.87	5850.38
销售费用	8662.31	8835.72	8966.72	9335.98	资本开支	-2678.88	-720.00	-720.00	-720.00
管理费用	1079.60	1157.78	1216.91	1290.06	投资	-1615.44	159.00	159.00	159.00
财务费用	43.67	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	-3858.20	-20.14	-8.23	106.78
资产减值损失					股权募资	-2089.16	0.00	0.00	0.00
投资收益	-89.47	15.78	16.29	16.80	债务募资	-124.36	-30.00	-30.00	-30.00
营业利润	5830.02	6133.62	6463.96	6893.32	筹资活动现金流	-5253.33	-30.00	-30.00	-30.00
营业外收支					现金净流量	-4573.47	5279.00	5527.63	5927.16
利润总额	5578.73	6758.76	7120.73	7589.10	主要财务指标				
所得税	1239.90	1351.75	1424.15	1517.82	成长能力				
净利润	4338.83	5407.01	5696.59	6071.28	营业收入增长率	-7.76%	5.03%	5.11%	6.01%
归属于母公司净利润	4328.04	5393.49	5682.34	6056.10	净利润增长率	-26.31%	24.62%	5.36%	6.58%
YoY (%)	-26.31%	24.62%	5.36%	6.58%	盈利能力				
每股收益 (元)	0.37	0.47	0.49	0.53	毛利率	69.97%	71.28%	70.33%	69.95%
资产负债表 (百万元)					净利率	14.92%	17.70%	17.74%	17.84%
货币资金	5917.38	11196.38	16724.01	22651.17	总资产收益率 ROA	9.75%	10.83%	10.16%	9.68%
预付款项					净资产收益率 ROE	13.41%	14.32%	13.11%	12.26%
存货	3130.01	3111.11	3377.78	3626.67	偿债能力				
其他流动资产	49.82	60.94	64.05	67.90	流动比率	2.27	2.79	3.23	3.66
流动资产合计	21888.14	27242.31	33286.43	39845.05	速动比率	1.94	2.47	2.90	3.32
长期股权投资	1526.89	1577.89	1628.89	1679.89	现金比率	0.61	1.15	1.63	2.08
固定资产	11374.44	11410.22	11444.21	11476.50	资产负债率	23.71%	21.16%	19.61%	18.45%
无形资产	3972.87	3871.72	3775.64	3684.36	经营效率				
非流动资产合计	22500.85	22570.08	22653.99	22740.99	总资产周转率	0.64	0.65	0.61	0.57
资产合计	44388.99	49812.40	55940.41	62586.04	每股指标 (元)				
短期借款	392.20	362.20	332.20	302.20	每股收益	0.37	0.47	0.49	0.53
应付账款及票据	2613.00	2625.00	2850.00	3060.00	每股净资产	2.77	3.27	3.76	4.29
其他流动负债	6294.59	6398.28	6725.04	7129.29	每股经营现金流	0.39	0.46	0.48	0.51
流动负债合计	9634.03	9751.10	10291.53	10898.88	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	888.67	788.00	679.00	646.00	PE	12.96	18.92	17.96	16.85
非流动负债合计	888.67	788.00	679.00	646.00	PB	1.72	2.71	2.35	2.07
负债合计	10522.70	10539.10	10970.53	11544.88					
股本	11032.75	11032.75	11032.75	11032.75					
少数股东权益	1601.60	1615.11	1629.35	1644.53					
股东权益合计	33866.29	39273.30	44969.88	51041.16					
负债和股东权益合计	44388.99	49812.40	55940.41	62586.04					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。