



石药集团 (01093.HK)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

创新加码，pharma 转型成果渐显

事件简评

8 月 22 日，公司宣布，上半年营收 132.73 亿元，同比减少 18.5%；公司股东应占溢利 24.48 亿元，同比减少 15.6%，业绩符合预期。

经营分析

集采风险逐步出清，动能转化、创新加码。1) 1H25，公司成药收入 102.48 亿元，同比降低 24.4%。其中神经系统收入 37.55 亿元 (-28.3%)、抗肿瘤收入 10.51 亿元 (-60.8%)、抗感染收入 16.57 亿元 (-28.2%)、心血管收入 8.68 亿元 (-29.3%)、呼吸系统收入 5.8 亿元 (-23.9%)、消化代谢收入 7.39 亿元 (-18.3%)。公司上述板块收入下滑主要系部分产品纳入医保或集采导致药品价格下滑所致。我们认为，公司核心产品受集采或医保谈判所带来的风向逐步释放，后续伴随创新产品逐步上市、产品结构改善，公司有望实现增长恢复。2) 1H25，公司普卢格列汀片、奥马珠单抗、美洛昔康注射液(III)三款创新产品获批上市，另外公司还递交了 5 款药物的上市申请：阿瑞匹坦注射液、伊立替康脂质体注射液、棕榈酸帕利哌酮注射液(1M)、普瑞巴林缓释片、司美格鲁肽注射液，公司创新矩阵日渐丰富。

研发费用维持高水平，创新驱动成果渐显。1) 2025 年上半年研发费用达人民币 26.83 亿元，同比增加 5.5%、约占成药业务收入 26.2%。目前近 90 个产品在临床试验的不同阶段，其中 12 个已递交上市申请，超 30 个重点产品处于注册临床阶段。2) 海外临床加速推进，截至 2025 年年中，公司有 9 款创新药获美国 FDA 临床试验，包括：JMT108(PD-1/IL15)、SYH2059 片(PDE4B 抑制剂)、SYH2051 片(选择性 ATM 抑制剂)、JMT203(GFRAL)、SYS6040(ADC)等均获得 FDA 的临床批件。3) BD 出海捷报频传。2025 年 2、5、6、7 月，公司与 Radiance Biopharma, Inc.、CiplaUSA, Inc.、AZ、MadrigalPharma-ceuticals, Inc. 达成多项 BD 合作协议，其中与 AZ 及 MadrigalPharma 的交易公司将收取 1.1 及 1.2 亿美金首付款，以及 52.2 亿美元和 19.55 亿美金的里程碑付款。我们认为公司体内管线丰富、技术领先，因此公司仍有较多的潜在 BD 亮点。

盈利预测、估值与评级

鉴于公司现有业务的风险逐渐出清，以及公司创新管线丰富所带来的潜在 BD 收入，我们预计 2025/26/27 年公司实现营业收入 292.00/302.37/319.53 亿元，归母净利润 47.98/48.20/50.87 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

竞争加剧风险、临床试验结果不及预期风险、临床时间及资金成本超预期风险、BD 不及预期风险、上市进度不及预期风险。

医药组

分析师：甘坛煥 (执业 S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

分析师：赵海春 (执业 S1130514100001)

zhaohc@gjzq.com.cn

联系人：刘创

liuchuang@gjzq.com.cn

市价 (港币)：10.510 元

相关报告：

1. 《石药集团港股公司点评：神经领域稳增，肿瘤板块承压，创新可期待》，2024.8.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	31,450	29,009	29,200	30,237	31,953
营业收入增长率	1.66%	-7.76%	0.66%	3.55%	5.68%
归母净利润(百万元)	5,873	4,328	4,798	4,820	5,087
归母净利润增长率	-3.58%	-26.31%	10.86%	0.46%	5.55%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.38	0.42	0.42	0.44
每股经营性现金流净额	0.35	0.39	0.41	0.40	0.39
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.69%	13.41%	12.95%	11.51%	10.83%
P/E	14.24	12.73	25.24	25.12	23.80
P/B	2.60	1.72	3.27	2.89	2.58

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	30,937	31,450	29,009	29,200	30,237	31,953
增长率	11.0%	1.7%	-7.8%	0.7%	3.6%	5.7%
主营业务成本	8,680	9,273	8,711	8,000	8,500	9,000
%销售收入	28.1%	29.5%	30.0%	27.4%	28.1%	28.2%
毛利	22,256	22,177	20,299	21,200	21,737	22,953
%销售收入	71.9%	70.5%	70.0%	72.6%	71.9%	71.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	10,337	9,141	8,662	8,468	8,769	9,266
%销售收入	33.4%	29.1%	29.9%	29.0%	29.0%	29.0%
管理费用	1,173	1,190	1,080	1,080	1,119	1,182
%销售收入	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
研发费用	3,987	4,830	5,191	5,986	6,199	6,550
%销售收入	12.9%	15.4%	17.9%	20.5%	20.5%	20.5%
息税前利润 (EBIT)	7,365	7,155	5,622	6,078	6,060	6,358
%销售收入	23.8%	22.8%	19.4%	20.8%	20.0%	19.9%
财务费用	-218	-234	44	-89	-135	-181
%销售收入	-0.7%	-0.7%	0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.6%
投资收益	-15	-54	-89	0	0	0
%税前利润	-0.2%	-0.7%	-1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	6,854	7,065	5,830	6,049	6,030	6,326
营业利润率	22.2%	22.5%	20.1%	20.7%	19.9%	19.8%
营业外收支						
税前利润	7,582	7,389	5,579	6,167	6,195	6,539
利润率	24.5%	23.5%	19.2%	21.1%	20.5%	20.5%
所得税	1,350	1,317	1,240	1,357	1,363	1,439
所得税率	17.8%	17.8%	22.2%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	6,232	6,073	4,339	4,810	4,832	5,100
少数股东损益	141	199	11	12	12	13
归属于母公司的净利润	6,091	5,873	4,328	4,798	4,820	5,087
净利率	19.7%	18.7%	14.9%	16.4%	15.9%	15.9%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	6,091	5,873	4,328	4,798	4,820	5,087
少数股东损益	141	199	11	12	12	13
非现金支出	-310	220	-316	-17	-18	-19
非经营收益						
营运资金变动	798	-3,032	-817	-96	-173	-563
经营活动现金净流	7,627	4,179	4,535	4,685	4,629	4,505
资本开支	-2,723	-1,893	-2,679	-1,280	-860	-710
投资	-4,075	1,913	-1,615	-460	-710	-1,196
其他	2	587	436	173	30	32
投资活动现金净流	-6,796	607	-3,858	-1,567	-1,540	-1,874
股权募资	-14	-200	-2,089	0	0	0
债权募资	-135	-166	-124	-50	-35	-45
其他	-1,755	-1,934	-3,040	0	0	0
筹资活动现金净流	-1,904	-2,301	-5,253	-50	-35	-45
现金净流量	-1,059	2,490	-4,573	3,068	3,054	2,586

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,001	10,491	5,917	8,985	12,039	14,625
应收款项	7,529	10,514	10,508	10,609	10,986	11,610
存货	2,555	3,139	3,130	2,889	3,069	3,250
其他流动资产	5,872	2,601	2,333	2,042	1,944	2,303
流动资产	23,957	26,745	21,888	24,525	28,038	31,788
%总资产	57.4%	57.8%	49.3%	50.0%	51.7%	53.4%
长期投资	1,395	1,468	1,527	1,587	1,647	1,707
固定资产	9,582	10,417	11,374	12,324	12,884	13,304
%总资产	22.9%	22.5%	25.6%	25.1%	23.8%	22.3%
无形资产	3,538	3,660	3,973	4,303	4,603	4,893
非流动资产	17,813	19,537	22,501	24,534	26,204	27,754
%总资产	42.6%		50.7%	50.0%	48.3%	46.6%
资产总计	41,770	46,282	44,389	49,059	54,242	59,542
短期借款	153	450	392	342	307	262
应付款项	2,010	2,842	2,613	2,444	2,597	2,775
其他流动负债	6,794	6,891	6,629	6,570	6,803	6,870
流动负债	8,958	10,183	9,634	9,357	9,708	9,907
长期贷款	29	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,141	1,082	889	1,026	1,026	1,026
负债	10,128	11,264	10,523	10,383	10,734	10,933
普通股股东权益	30,198	33,203	32,265	37,063	41,883	46,970
其中：股本	10,899	10,899	11,033	11,033	11,033	11,033
未分配利润	19,360	22,616	21,869	26,667	31,487	36,575
少数股东权益	1,444	1,815	1,602	1,614	1,626	1,638
负债股东权益合计	41,770	46,282	44,389	49,059	54,242	59,542

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.51	0.49	0.37	0.42	0.42	0.44
每股净资产	2.53	2.79	2.77	3.22	3.64	4.08
每股经营现金净流	0.64	0.35	0.39	0.41	0.40	0.39
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	20.17%	17.69%	13.41%	12.95%	11.51%	10.83%
总资产收益率	14.58%	12.69%	9.75%	9.78%	8.89%	8.54%
投入资本收益率	19.02%	16.58%	12.76%	12.15%	10.79%	10.15%
增长率						
主营业务收入增长率	11.02%	1.66%	-7.76%	0.66%	3.55%	5.68%
EBIT 增长率	10.39%	-2.84%	-21.42%	8.10%	-0.29%	4.92%
净利润增长率	8.67%	-3.58%	-26.31%	10.86%	0.46%	5.55%
总资产增长率	20.23%	10.80%	-4.09%	10.52%	10.57%	9.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	77.1	94.1	119.6	118.9	117.9	116.8
存货周转天数	104.4	110.5	129.5	135.4	126.2	126.4
应付账款周转天数	75.3	94.2	112.7	113.8	106.8	107.4
固定资产周转天数	105.4	114.5	135.2	146.1	150.1	147.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.10%	-25.58%	-13.69%	-19.69%	-24.61%	-27.44%
EBIT 利息保障倍数	295.9	276.3	128.7	—	—	—
资产负债率	24.25%	24.34%	23.71%	21.16%	19.79%	18.36%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	5	11	20
增持	0	0	0	1	6
中性	0	0	0	4	6
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.56	1.56

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究