

医药	收盘价 港元 10.51	目标价 港元 9.30个	潜在涨幅 -11.6%
----	-----------------	-----------------	----------------

2025 年 8 月 25 日

石药集团 (1093 HK)

2Q25 仍承压但业绩拐点将至，研发、BD 稳步推进，上调目标价

公司的存量大单品在 2Q25 继续受到集采、院端医保控费等压力，但我们看好 2H25 及 2026-27 年业绩复苏的机会，考虑到上述影响即将出清、重磅 BD 首付款对业绩的增厚、以及原料药/功能食品业务的反弹。我们上调目标价，当前公司估值合理，正向催化剂预期和风险已基本反映在股价中，维持中性。

④ **2Q25 成药业务继续承压，2H25 或有环比改善机会：**2Q25 收入同比降 18%，剔除授权费收入后的产品销售降 25%，分板块看：1) 成药板块收入同比降 24%，几乎所有治疗领域均有明显下滑，恩必普销售继续受到院端医保控费压力，同时多美素集采仍有参与影响。2) 原料产品和功能食品板块则继续复苏，收入分别同比增 12%/8%，得益于 VC 和咖啡因产品的恢复。管理层预计，2H25 收入将环比 1H25 增长 5%以上、同比 2H24 恢复正增长，主要来自恩必普胶囊院外自费市场的积极拓展、多美素降价影响基本出清、新产品放量（明复乐、奥马珠、PD-1、伊立替康脂质体等）；未来三年，收入增速有望重回双位数。公司宣布中期股息 0.14 港元/股，全年股息预计不低于 0.28 港元/股（对比去年 0.26 港元/股）。

④ **BD 驱动长期成长：**重点创新品种 EGFR ADC 的 NSCLC 适应症海外推进顺利，EGFR 经典突变三线野生型二线均将于年底前启动 III 期入组，中国内地经典突变二线 III 期入组进展顺利，联合奥希替尼方案的一线治疗即将进入 III 期阶段，后续将继续探索乳腺癌、消化道肿瘤。对外合作方面，公司将继续推进此前公告的三项潜在重磅 BD 交易中的剩余两项，力争年底前落地。公司前瞻性布局的八大创新研发平台不断产出优质资产，未来可持续关注多肽长效制剂、小干扰核酸、PD-1/IL-15 双抗、mRNA 疫苗等领域/产品的 BD 机会，相关授权费有望成为经常性收入和现金分红来源。

④ **上调目标价：**我们下调 2025-26 年收入预测以反映核心品种销售面临的压力，但高利润率的 BD 收入占比提升及持续的降本增效努力有望进一步改善费用率。我们将 DCF 估值模型滚动至 2026 年，上调目标价至 9.3 港元，对应 16 倍/1.8 倍 2026 年市盈率/PEG，当前估值合理，维持中性。

盈利预测变动

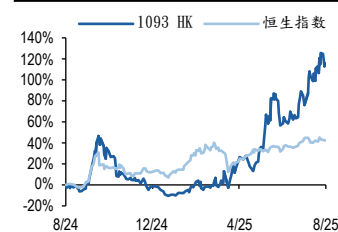
百万人民币	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	29,649	30,040	-1.3%	32,041	32,875	-2.5%	33,524	35,830	-6.4%
毛利润	20,161	20,427	-1.3%	21,948	22,519	-2.5%	23,132	24,902	-7.1%
毛利率	68.0%	68.0%	0.0ppt	68.5%	68.5%	0.0ppt	69.0%	69.5%	-0.5ppt
归母净利润	5,568	5,137	8.4%	6,091	5,698	6.9%	6,574	6,655	-1.2%
净利率	18.8%	17.1%	1.7ppt	19.0%	17.3%	1.7ppt	19.6%	18.6%	1.0ppt

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

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)	10.96
52周低位 (港元)	4.34
市值 (百万港元)	120,575.98
日均成交量 (百万)	203.52
年初至今变化 (%)	119.87
200天平均价 (港元)	6.89

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

图表 1：石药集团：DCF 估值模型

百万人民币	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	29,649	32,041	33,524	35,809	38,464	41,485	43,926	46,578	49,107	52,001	55,251
EBIT	6,516	7,122	7,697	8,590	9,623	10,682	11,587	12,487	13,327	14,284	15,359
EBIT * (1-t)	5,539	6,054	6,542	7,301	8,180	9,080	9,849	10,614	11,328	12,141	13,055
加：折旧摊销	1,059	1,156	1,260	1,363	1,472	1,587	1,710	1,837	1,970	2,106	2,248
减：营运资金增加/ (减少)	(407)	(1,444)	(612)	(914)	(589)	(774)	(479)	(883)	(544)	(812)	(681)
减：资本开支	(2,592)	(2,801)	(2,931)	(3,131)	(3,363)	(3,627)	(3,840)	(4,072)	(4,293)	(4,546)	(4,831)
自由现金流	3,599	2,965	4,259	4,620	5,700	6,265	7,240	7,495	8,460	8,889	9,792
永续增长率	1%										
自由现金流现值	41,625										
终值现值	52,343										
企业价值	93,969										
净现金	5,295										
少数股东权益	(1,901)										
股权价值 (百万人民币)	97,363										
股权价值 (百万港元)	107,100										
股份数量 (百万)	11,522										
每股价值 (港元)	9.30										

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%
WACC	9.4%

资料来源：公司资料，彭博，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：交银国际医药行业覆盖公司

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
6990 HK	科伦博泰生物	买入	466.60	507.00	8.7%	2025 年 08 月 21 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	35.53	74.00	108.3%	2025 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	25.40	37.60	48.0%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	187.40	225.00	20.1%	2025 年 08 月 07 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	31.08	33.00	6.2%	2025 年 07 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	176.90	140.00	-20.9%	2025 年 07 月 11 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	69.65	72.50	4.1%	2025 年 07 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	99.45	84.00	-15.5%	2025 年 06 月 06 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	81.10	66.00	-18.6%	2025 年 05 月 22 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	73.10	57.00	-22.0%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	6.41	6.60	3.0%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	10.80	5.00	-53.7%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	57.70	70.00	21.3%	2025 年 08 月 20 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	18.52	28.75	55.3%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	32.92	34.00	3.3%	2025 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	15.43	18.00	16.7%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	80.97	93.30	15.2%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	47.92	33.10	-30.9%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	14.10	16.40	16.3%	2025 年 08 月 22 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	36.64	48.00	31.0%	2025 年 08 月 19 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	8.17	9.10	11.4%	2025 年 08 月 19 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.46	14.00	65.5%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	10.51	9.30	-11.6%	2025 年 08 月 25 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	76.40	70.40	-7.8%	2025 年 08 月 22 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	37.58	40.20	7.0%	2025 年 06 月 19 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.22	3.75	16.5%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	32.72	42.00	28.4%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 8 月 22 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	29,649	32,041	33,524
主营业务成本	(9,273)	(8,711)	(9,488)	(10,093)	(10,392)
毛利	22,177	20,299	20,161	21,948	23,132
销售及管理费用	(10,330)	(9,742)	(7,715)	(8,482)	(8,864)
研发费用	(4,830)	(5,191)	(5,930)	(6,344)	(6,571)
经营利润	7,016	5,366	6,516	7,122	7,697
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	448	497	527
税前利润	7,389	5,579	6,964	7,619	8,223
税费	(1,317)	(1,240)	(1,254)	(1,371)	(1,480)
非控股权益	(199)	(11)	(143)	(156)	(169)
净利润	5,873	4,328	5,568	6,091	6,574
作每股收益计算的净利润	5,873	4,328	5,568	6,091	6,574

资产负债表简表 (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	5,917	6,015	4,828	4,620
有价证券	0	0	0	0	0
应收账款及票据	9,555	9,196	9,649	10,541	11,319
存货	3,139	3,130	3,628	4,004	4,310
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	3,645	3,392	3,443	3,475
总流动资产	26,745	21,888	22,684	22,815	23,724
投资物业	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	10,417	11,374	12,592	13,884	15,179
其他有形资产	0	0	0	0	0
无形资产	2,199	2,610	2,925	3,278	3,654
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
总长期资产	19,537	22,501	24,034	25,679	27,350
总资产	46,282	44,389	46,718	48,494	51,073
短期贷款	450	392	392	392	392
应付账款	2,842	2,613	3,158	2,981	3,454
其他短期负债	6,891	6,629	6,629	6,629	6,629
总流动负债	10,183	9,634	10,179	10,002	10,475
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
总长期负债	1,082	889	889	889	889
总负债	11,264	10,523	11,067	10,891	11,363
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	22,874	24,670	26,608
股东权益	33,203	32,265	33,906	35,702	37,641
非控股权益	1,815	1,602	1,744	1,901	2,069
总权益	35,018	33,866	35,651	37,603	39,710

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	6,964	7,619	8,223
折旧及摊销	950	1,172	1,059	1,156	1,260
营运资本变动	(2,919)	(1,133)	(407)	(1,444)	(612)
利息调整	0	0	0	0	0
税费	(1,309)	(1,693)	(1,254)	(1,371)	(1,480)
其他经营活动现金流	67	609	253	(51)	(32)
经营活动现金流	4,179	4,535	6,616	5,909	7,359
资本开支	(265)	(560)	(464)	(502)	(525)
投资活动	0	0	0	0	0
其他投资活动现金流	1,131	(3,298)	(2,128)	(2,299)	(2,406)
投资活动现金流	866	(3,858)	(2,592)	(2,801)	(2,931)
负债净变动	(28)	(9)	0	0	0
权益净变动	(200)	(1,579)	0	0	0
股息	(2,726)	(3,234)	(3,926)	(4,295)	(4,636)
其他融资活动现金流	395	(431)	0	0	0
融资活动现金流	(2,560)	(5,253)	(3,926)	(4,295)	(4,636)
汇率收益/损失	5	3	0	0	0
年初现金	8,001	10,491	5,917	6,015	4,828
年末现金	10,491	5,917	6,015	4,828	4,620

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.495	0.369	0.483	0.529	0.571
全面摊薄每股收益	0.495	0.369	0.483	0.529	0.571
每股账面值	2.789	2.772	2.943	3.099	3.267
利润率分析(%)					
毛利率	70.5	70.0	68.0	68.5	69.0
EBITDA利润率	25.9	23.1	25.6	25.8	26.7
EBIT利润率	23.5	19.2	23.5	23.8	24.5
净利率	18.7	14.9	18.8	19.0	19.6
盈利能力(%)					
ROA	12.7	9.8	11.9	12.6	12.9
ROE	16.8	12.8	15.6	16.2	16.6
ROIC	16.6	12.6	15.4	16.0	16.4
其他					
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	2.3	2.3
存货周转天数	123.5	131.2	139.6	144.8	151.4
应收账款周转天数	110.9	115.7	118.8	120.1	123.2
应付账款周转天数	111.9	109.5	121.5	107.8	121.3

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 9 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**

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、武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、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、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份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，并可能受送递延误、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。