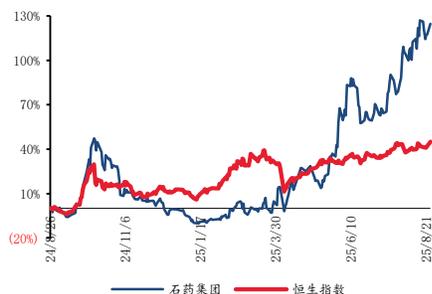


医药

石药集团：多项资产出海贡献增量，EGFR ADC 稳步推进临床

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	115.22/115.22
总市值/流通(亿港元)	1,250.13/1,250.13
	13
12个月内最高/最低价(港元)	11.13/4.27

相关研究报告

<<石药集团：八大创新平台进入兑现期，重磅品种启动关键临床>>--2025-05-17

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

证券分析师：张懿

电话：021-58502206

E-MAIL: zhangyi@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523100002

事件：公司近期发布 2025 年半年度报告：2025 年上半年公司实现收入 132.73 亿元，同比下降 18.5%，主要受多美素、津优力等核心产品纳入国家集采目录，价格大幅下调影响；2025 年上半年公司归母净利润 25.48 亿元，同比下降 15.64%。

成药业务短期承压，2025H2 有望逐渐改善

2025 年上半年，公司成药业务收入为 102.48 亿元，同比下滑 24.4%，主要受多美素、津优力等核心产品 4 月份开始执行集采价格影响，但通过患者教育和市场推广，恩必普、明复乐等核心产品收入有望带动公司整体营收改善。

2025 年上半年，公司原料药业务收入 20.75 亿元，同比增长 11.9%，其中维生素 C 销售收入 11.96 亿元，同比提升 21.6%。2025 年上半年，公司功能食品及其他业务收入 9.51 亿元，同比增长 8.0%。

多项资产出海成为新增长点，EGFR ADC 全球临床稳步推进

公司持续加大投入推进创新药研发，2025 年上半年研发费用达 26.83 亿元，同比增加 5.5%。2025 年多款创新资产达成对外授权合作，包括 ROR1 ADC、伊立替康脂质体、AI 药物发现平台和小分子 GLP-1 受体激动剂等。此外，公司还有多项创新资产有望达成大额对外授权。

新型 EGFR ADC (SYS6010) 已获得三项 FDA 快速通道资格认定和一项 NMPA 突破性疗法认定。2024 年 8 月 26 日，公司启动了 SYS6010 联合奥希替尼一线治疗 EGFR 突变型局部晚期或转移性 NSCLC 的 Ib/III 期临床研究。2025 年 3 月 18 日，公司启动了 SYS6010 的首个 III 期临床试验，旨在评估 SYS6010(剂量 4.8mg/kg)在 EGFR-TKI 治疗失败的 EGFR 突变型局部晚期或转移性 NSCLC 患者中的安全性与有效性，计划入组 380 名患者，主要研究终点为 PFS，该研究为国内第二款进入 III 期临床阶段的 EGFR ADC。此外，公司准备启动 SYS6010 三线治疗 EGFR 突变型 NSCLC 和二线治疗 EGFR 野生型 NSCLC 的美国 III 期临床研究。

盈利预测及投资评级：考虑多项海外授权收入确认，我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入为 293.88/300.71/315.68 亿元，同比增速为 1.30%/2.32%/4.98%；归母净利润为 46.56/51.07/56.49 亿元，同比增速为 7.57%/9.68%/10.63%。对应 EPS 分别为 0.40/0.44/0.49 元，对应当前股价 PE 分别为 26/24/21 倍。维持“买入”评级。

风险提示：创新管线研发不及预期风险；新品放量不及预期风险；医保支付政策调整带来的风险；部分产品集采降价风险；地缘政治风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	29009	29388	30071	31568
营业收入增长率(%)	-7.76%	1.30%	2.32%	4.98%
归母净利润（百万元）	4328	4656	5107	5649
净利润增长率(%)	-26.31%	7.57%	9.68%	10.63%
摊薄每股收益（元）	0.37	0.40	0.44	0.49
市盈率（PE）	12.96	26.01	23.71	21.43

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	21,888	24,281	27,040	30,491
现金	5,917	9,633	12,098	15,112
应收账款及票据	9,555	8,931	9,419	9,875
存货	3,130	2,930	3,085	3,244
其他	3,285	2,787	2,438	2,259
非流动资产	22,501	24,612	27,286	29,922
固定资产	11,374	11,951	12,864	13,697
无形资产	3,973	4,590	5,185	5,727
其他	7,154	8,072	9,237	10,497
资产总计	44,389	48,893	54,326	60,413
流动负债	9,634	9,265	9,512	9,871
短期借款	392	192	122	10
应付账款及票据	2,613	2,494	2,636	2,758
其他	6,629	6,580	6,755	7,104
非流动负债	889	1,030	1,036	1,040
长期债务	0	4	10	14
其他	889	1,026	1,026	1,026
负债合计	10,523	10,295	10,548	10,911
普通股股本	11,033	11,033	11,033	11,033
储备	21,869	26,525	31,632	37,281
归属母公司股东权益	32,265	36,920	42,027	47,677
少数股东权益	1,602	1,677	1,751	1,825
股东权益合计	33,866	38,598	43,778	49,501
负债和股东权益	44,389	48,893	54,326	60,413

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,535	6,931	6,400	7,234
净利润	4,328	4,656	5,107	5,649
少数股东权益	11	75	74	74
折旧摊销	1,339	1,329	1,441	1,561
营运资金变动及其他	-1,144	871	-222	-50
投资活动现金流	-3,858	-3,010	-3,865	-4,110
资本支出	-2,679	-2,522	-2,950	-2,936
其他投资	-1,179	-489	-915	-1,174
筹资活动现金流	-5,253	-205	-69	-110
借款增加	-124	-197	-64	-108
普通股增加	-2,089	0	0	0
已付股利	-3,234	0	0	0
其他	194	-9	-5	-3
现金净增加额	-4,573	3,715	2,465	3,014

资料来源：携宁，太平洋证券

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	29,009	29,388	30,071	31,568
其他收入	561	304	373	413
营业成本	8,711	8,578	8,892	9,344
销售费用	8,662	8,493	8,540	8,555
管理费用	1,080	1,058	1,022	1,042
研发费用	5,191	5,560	5,408	5,771
财务费用	44	-50	-91	-118
除税前溢利	5,579	5,916	6,507	7,205
所得税	1,240	1,184	1,327	1,482
净利润	4,339	4,731	5,181	5,723
少数股东损益	11	75	74	74
归属母公司净利润	4,328	4,656	5,107	5,649

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-7.76%	1.30%	2.32%	4.98%
归属母公司净利润	-26.31%	7.57%	9.68%	10.63%
获利能力				
毛利率	69.97%	70.81%	70.43%	70.40%
销售净利率	14.92%	15.84%	16.98%	17.90%
ROE	13.41%	12.61%	12.15%	11.85%
ROIC	12.76%	12.09%	11.63%	11.37%
偿债能力				
资产负债率	23.71%	21.06%	19.42%	18.06%
净负债比率	-16.31%	-24.45%	-27.33%	-30.48%
流动比率	2.27	2.62	2.84	3.09
速动比率	1.94	2.30	2.51	2.76
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.63	0.58	0.55
应收账款周转率	3.01	3.18	3.28	3.27
应付账款周转率	3.19	3.36	3.47	3.46
每股指标 (元)				
每股收益	0.37	0.40	0.44	0.49
每股经营现金流	0.39	0.60	0.56	0.63
每股净资产	2.77	3.20	3.65	4.14
估值比率				
P/E	12.96	26.01	23.71	21.43
P/B	1.72	3.28	2.88	2.54
EV/EBITDA	7.20	15.52	13.89	12.26

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。