



公司评级 买入（首次）

报告日期 2025 年 09 月 29 日

基础数据

09 月 26 日收盘价（港元）	9.09
总市值（亿港元）	1,047.39
总股本（亿股）	115.22

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：孙媛媛

S0190515090001

BUN498

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：黄翰漾

S0190519020002

请注意：黄翰漾并非香港证券及期货事务
监察委员会的注册持牌人，不可在香港从
事受监管的活动。

huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：杨希成

S0190522090002

请注意：杨希成并非香港证券及期货事务
监察委员会的注册持牌人，不可在香港从
事受监管的活动。

yangxicheng@xyzq.com.cn

石药集团(01093.HK)

集采压力下业绩短期承压，创新转型与 BD 成果亮眼

投资要点：

- **事件：整体业绩短期承压，下半年有望环比改善：**石药集团发布 2025 年中期业绩，报告期内实现收入总额 132.73 亿元，同比下降 18.5%。其中成药业务收入 102.48 亿元，同比减少 24.4%，主要系核心产品多美素®、津优力®纳入集采后价格下调所致。2025H1，公司实现归母净利润 25.48 亿元，同比下降 15.6%；毛利率 65.6%，同比下降 6.0%，主要受成药业务收入结构变化及集采降价影响。鉴于公司 2025 年上半年业绩主要受集采与医保谈判降价影响，我们判断渠道库存已回归健康水平。展望下半年，随着奥马珠单抗、恩朗苏拜单抗等创新药陆续放量，在创新驱动与库存出清共同推动下，公司业绩有望环比改善，实现稳健增长。
- **国际化战略兑现，创新投入与 BD 合作贡献新引擎：**面对集采常态化挑战，公司坚定推进“创新+国际化”双轮驱动战略。25H1，公司研发费用达 26.83 亿元，同比增长 5.5%，占成药收入比重 26.2%。25 年初以来，公司共完成 4 项 BD，累计合同金额 97.1 亿美元，重大合作包括：与 AZ 就 AI 药物发现平台达成潜在交易总额超 53 亿美元的战略合作，与 Madrigal 就口服 GLP-1 受体激动剂 SYH2086 达成总交易额为 20.75 亿美元的对外授权等。在创新与国际化双轮战略的持续驱动下，预计未来仍将有多项高价值 BD 陆续落地。
- **研发管线储备丰富，长期增长动能充足：**公司拥有在研创新管线 200 余项，160 余个临床试验进行中，近 60 项为 III 期试验，预计到 2028 年底将有 50 余款新药或新适应证申报上市。核心管线进展包括：1) SYS6010 (EGFR ADC) 首个 III 期临床已于 2025 年 3 月启动，针对 EGFR-TKI 经治 EGFRm NSCLC，已获 FDA 授予三项 FTD，BD 预期强烈。2) KN026 (HER2 双表位双抗) 联合化疗 2L 治疗 HER2+ GC/GEJC 已于 2025.09.11 获 NDA 受理，为中国首个在 GC 2L 治疗中获得阳性结果的抗 HER2 双抗药物。3) JSKN003 (HER2 双表位 ADC) 治疗 PROC、原发性腹膜癌或输卵管癌已于 2025.03 获 NMPA BTd 认定，2L 治疗 HER2 低表达 BC (vs. 化疗) 的 III 期临床、2L 治疗 HER2+ BC (vs. TDM1) 的 III 期临床已于 25H1 实现 FPI。
- **盈利预测与评级：**公司持续推动创新转型，成药业务短期虽受集采影响，但多恩达®、津立泰®等新品种快速放量，带动结构优化。原料药业务稳健增长，维生素 C 领域议价能力显著。预计 2025-2027 年收入分别为 281.0/288.7/301.3 亿元，归母净利润 45.1/49.0/53.0 亿元。基于创新管线潜力与成本管控，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**临床开发的进度或结果不及预期、商业化表现不及预期、政策变化超预期

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	29,009.25	28,099.76	28,868.93	30,134.18
同比增长	-7.76%	-3.14%	2.74%	4.38%
归母净利润（百万元）	4,328.04	4,514.57	4,898.08	5,303.64
同比增长	-26.31%	4.31%	8.49%	8.28%
毛利率	69.97%	69.50%	71.00%	72.00%
ROE	13.4%	12.3%	11.8%	11.3%
EPS（元）	0.37	0.39	0.43	0.46
P/E	12.96	23.20	21.38	19.75

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	21,888	25,127	29,260	33,896
货币资金	5,917	11,007	15,503	20,334
应收账款及票据	9,555	8,540	9,042	9,426
存货	3,130	2,927	2,905	2,930
其他	3,285	2,652	1,810	1,206
非流动资产	22,501	23,623	24,719	25,820
固定资产	11,374	12,374	13,374	14,374
无形资产	3,973	3,973	3,973	3,973
其他	7,154	7,276	7,372	7,473
资产总计	44,389	48,750	53,979	59,717
流动负债	9,634	9,271	9,532	9,898
短期借款	392	488	566	627
应付账款及票据	2,613	2,492	2,482	2,490
其他	6,629	6,291	6,485	6,781
非流动负债	889	1,026	1,026	1,026
长期债务	0	0	0	0
其他	889	1,026	1,026	1,026
负债合计	10,523	10,297	10,558	10,924
普通股股本	11,033	11,033	11,033	11,033
储备	21,869	26,383	31,280	36,582
归属母公司股东权益	32,265	36,778	41,675	46,978
少数股东权益	1,602	1,675	1,746	1,815
股东权益合计	33,866	38,453	43,421	48,793
负债和股东权益	44,389	48,750	53,979	59,717

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,535	5,097	4,283	4,855
归母净利润	4,328	4,515	4,898	5,304
少数股东权益	11	73	71	69
折旧和摊销	1,339	0	0	0
营运资金的变动	-1,144	509	-686	-518
投资活动现金流	-3,858	-57	188	-24
资本支出	-2,679	-1,000	-1,000	-1,000
其他投资	-1,179	943	1,188	976
筹资活动现金流	-5,253	51	25	1
借款增加	-124	95	78	61
普通股增加	-2,089	0	0	0
已付股利	-3,234	0	0	0
其他	194	-44	-53	-60
现金净增加额	-4,573	5,090	4,496	4,831

数据来源：ifind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算，港币兑人民币汇率取 0.92。

利润表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	29,009	28,100	28,869	30,134
其他收入	0	0	0	0
营业成本	8,711	8,570	8,372	8,438
销售费用	8,662	8,483	8,629	9,036
管理费用	1,080	1,055	1,082	1,129
研发费用	5,191	4,556	4,801	5,033
财务费用	44	44	53	60
除税前溢利	5,579	5,736	6,242	6,764
所得税	1,240	1,148	1,273	1,392
净利润	4,339	4,588	4,969	5,373
少数股东损益	11	73	71	69
归属母公司净利润	4,328	4,515	4,898	5,304
EBIT	5,622	5,780	6,294	6,824
EBITDA	6,962	5,780	6,294	6,824
EPS(元)	0.37	0.39	0.43	0.46

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入	-7.76%	-3.14%	2.74%	4.38%
归属母公司净利润	-26.3%	4.31%	8.49%	8.28%
盈利能力				
毛利率	69.97%	69.50%	71.00%	72.00%
归母净利率	14.92%	16.07%	16.97%	17.60%
ROE	13.41%	12.28%	11.75%	11.29%
ROIC	12.76%	11.87%	11.39%	10.97%
偿债能力				
资产负债率	23.71%	21.12%	19.56%	18.29%
净负债比率	-16.3%	-27.4%	-34.4%	-40.4%
流动比率	2.27	2.71	3.07	3.42
速动比率	1.94	2.39	2.76	3.12
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.60	0.56	0.53
应收账款周转率	3.01	3.11	3.28	3.26
应付账款周转率	3.19	3.36	3.37	3.39
每股资料 (元)				
每股收益	0.37	0.39	0.43	0.46
每股经营现金	0.39	0.44	0.37	0.42
每股净资产	2.77	3.19	3.62	4.08
估值比率 (倍)				
PE	12.96	23.20	21.38	19.75
PB	1.72	2.85	2.51	2.23

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
	行业评级	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
		推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证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广西交通投资集团有限公司、中港投资有限公司、中华人民共和国广东省深圳市人民政府、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳城投控股有限公司、稠州国际投资有限公司、创兴银行有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、天长市农业发展有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、中华人民共和国广东省人民政府、土耳其主权基金、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、徽商银行、运城发展投资集团有限公司、滨州智慧城市运营有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、历城国际发展有限公司、郑州城市发展集团有限公司、济南历城控股集团有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、新琪安集团股份有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、Sino Trendy Investment Limited、SHENZHEN MUNICIPAL PEOPLE'S GOVERNMENT OF GUANGDONG PROVINCE OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Taixing Runjia Holdings Ltd.、CHOUZHOU INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED、Chong Hing Bank Limited、YIWU STATE-OWNED CAPITAL OPERATION CO., LTD.、TIANCHANG AGRICULTURAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Shaoxing Shangyu State-owned Capital Investment and Operation Co. Ltd.、ZHENGDIING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、People's Government of Guangdong Province of the People's Republic of China、Turkey Wealth Fund、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Huishang Bank Corporation Limited、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI'AN HOLDING GROUP CO., LTD.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	香 港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk