



## 25Q3 主业环比改善，管线快速推进 ——石药集团（1093.HK）2025 年三季度业绩点评

### ■ 事件

公司发布 2025 年三季度业绩公告，前三季度实现收入约 198.9 亿元（-12.3%，同比，下同），净利润约 35.1 亿元（-7.1%）；其中，第三季度实现收入约 66.2 亿元（+3.4%），环比增长 5.7%；第三季度净利润约 9.6 亿（+27.2%）。相比于 Q1 和 Q2 的同比负增速，Q3 单季度收入和净利润同比增速均转正。2025 年前三季度研发费用约 41.9 亿元（+7.9%），占成药业务收入 27.1%，目前公司有近 90 个产品处于临床试验的不同阶段，其中 14 个已递交上市申请。

### ■ 核心观点

#### 单三季度成药业务收入降幅收窄

2025 年前三季度成药业务收入约 154.5 亿元（-17.2%），主要系药品集中带量采购及国家医保药品目录内药品价格调整等行业政策的持续影响所致。其中，单 Q3 成药业务收入约 52.0 亿（+1.59%，其中授权费收入约为 4.7 亿元）。若剔除授权费收入影响，第三季度销售货物收入约为 47.4 亿元（-7.5%）。尽管仍为负增长，但相较于上半年的大幅下滑，第三季度销售货物收入降幅已显著收窄：其中 Q3 呼吸系统领域收入约 3.2 亿元（+73.0%）；消化代谢领域收入约 2.5 亿元（+13.9%）；心血管领域收入约 4.7 亿元（+17.7%）。除成药业务外，前三季度原料药产品收入 30.1 亿元（+10.3%），其中维生素 C 销售收入达 17.9 亿元（+22.3%）；另外，功能食品及其他业务收入 14.4 亿元（+11.2%）。

#### 研发管线快速推进，核心品种步入关键阶段

据 SABCS 官网和公司公告，公司将于 12 月首次公布 DP303c 与 TDM1 治疗 HER2 阳性晚期乳腺癌的随机、开放标签、III 期试验的中期分析数据；2025 年 4 月，SYS6010 在中国开展治疗二线 EGFR 突变 NSCLC 的三期临床，实现首例受试者入组；2025 年 9 月，司美格鲁肽注射液公布其减重适应症 III 期临床试验 Topline 结果；依达格鲁肽 α 注射液的上市申请已于 10 月获国家药监局受理；JMT101 注射液联合伊立替康对照瑞戈非尼治疗三线及以上野生型结直肠癌 III 期临床试验，于 10 月实现首例受试者入组。

### ■ 盈利预测与投资建议

我们预计 25-27 年营业收入分别约 288/304/317 亿元（yoy-1%/+5%/+4%）；归母净利润分别约 53.2/51.9/56.5 亿元（yoy+23%/-3%/+9%），2025/11/28 对应 25-27 年 PE 估值分别约 16X/16X/15X。我们认为，25 年 Q3 开始成药业务收入降幅缩窄，在研管线快速推进，Q3 授权收入进一步增加，持续覆盖，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

创新管线研发/上市不及预期；集采降价超预期；海外业务拓展风险。

### ■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	29009	28816	30376	31705
年增长率（%）	-8%	-1%	5%	4%
归属于母公司的净利润	4328	5322	5186	5649
年增长率（%）	-26%	23%	-3%	9%
每股收益（元）	0.37	0.46	0.45	0.49
市盈率（X）	11.78	15.56	15.97	14.66

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025 年 11 月 28 日收盘价）

## 买入(维持)

行业：医药生物

日期：2025 年 12 月 01 日

分析师：彭波

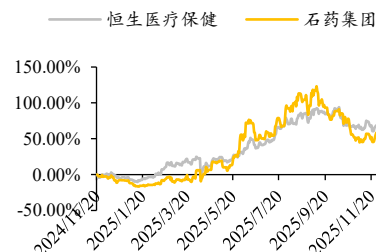
E-mail：pengbo@yongxingsec.com

SAC 编号：S1760524100001

### 基本数据

收盘价(元, HKD)	7.91
12mthH 股价格区间(元, HKD)	4.15-11.45
总股本(百万股)	11522
无限售 H 股/总股本	100%
流通市值(亿元, HKD)	911

### 最近一年股票与恒生医疗保健比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

### 相关报告：

《BD 持续落地，创新药管线快速推进》

——2025 年 09 月 01 日

资产负债表					现金流量表				
单位：百万元					单位：百万元				
至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	21,888	25,858	31,939	38,403	<b>经营活动现金流</b>	4,535	9,920	7,113	7,617
现金	5,917	13,681	19,218	25,218	净利润	4,328	5,322	5,186	5,649
应收账款及票据	9,555	5,603	5,907	6,165	少数股东权益	11	38	37	40
存货	3,130	3,194	3,347	3,474	折旧摊销	1,339	1,301	1,271	1,247
其他	3,285	3,379	3,467	3,546	营运资金变动及其他	-1,144	3,259	620	681
<b>非流动资产</b>	22,501	22,034	22,538	23,121	<b>投资活动现金流</b>	-3,858	-622	-1,517	-1,559
固定资产	11,374	11,115	10,926	10,802	资本支出	-2,679	-890	-940	-990
无形资产	3,973	3,822	3,680	3,546	其他投资	-1,179	268	-577	-569
其他	7,154	7,097	7,932	8,772	<b>筹资活动现金流</b>	-5,253	-1,534	-60	-58
<b>资产总计</b>	44,389	47,891	54,477	61,523	借款增加	-124	-50	-50	-50
<b>流动负债</b>	9,634	10,138	11,501	12,859	普通股增加	-2,089	0	0	0
短期借款	392	342	292	242	已付股利	-3,234	-1,484	-10	-8
应付账款及票据	2,613	3,082	3,524	3,961	其他	194	0	0	0
其他	6,629	6,714	7,685	8,655	<b>现金净增加额</b>	-4,573	7,764	5,536	6,000
<b>非流动负债</b>	889	0	0	0					
长期债务	0	0	0	0					
其他	889	0	0	0					
<b>负债合计</b>	10,523	10,138	11,501	12,859					
普通股股本	11,033	11,033	11,033	11,033					
储备	21,869	25,718	30,904	36,553					
<b>归属母公司股东权益</b>	32,265	36,114	41,300	46,949					
少数股东权益	1,602	1,639	1,676	1,715					
<b>股东权益合计</b>	33,866	37,753	42,976	48,664					
<b>负债和股东权益</b>	44,389	47,891	54,477	61,523					

利润表					主要财务比率				
单位：百万元					至 12 月 31 日				
至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>营业收入</b>	29,009	28,816	30,376	31,705	<b>成长能力</b>				
其他收入	0	504	504	504	营业收入	-7.76%	-0.67%	5.41%	4.37%
<b>营业成本</b>	8,711	10,086	10,571	10,970	归属母公司净利润	-26.31%	22.97%	-2.56%	8.92%
销售费用	8,662	6,916	7,138	7,292	<b>获利能力</b>				
管理费用	1,080	1,066	1,124	1,173	毛利率	69.97%	65.00%	65.20%	65.40%
研发费用	5,191	5,763	6,075	6,341	销售净利率	14.92%	18.47%	17.07%	17.82%
财务费用	44	-167	-360	-472	ROE	13.41%	14.74%	12.56%	12.03%
<b>除税前溢利</b>	5,579	6,700	6,528	7,111	ROIC	12.76%	13.72%	11.41%	10.86%
所得税	1,240	1,340	1,306	1,422	<b>偿债能力</b>				
<b>净利润</b>	4,339	5,360	5,223	5,689	资产负债率	23.71%	21.17%	21.11%	20.90%
少数股东损益	11	38	37	40	净负债比率	-16.31%	-35.33%	-44.04%	-51.32%
<b>归属母公司净利润</b>	4,328	5,322	5,186	5,649	流动比率	2.27	2.55	2.78	2.99
EBIT	5,622	6,533	6,168	6,638	速动比率	1.94	2.23	2.48	2.71
EBITDA	6,962	7,834	7,439	7,886	<b>营运能力</b>				
EPS (元)	0.37	0.46	0.45	0.49	总资产周转率	0.64	0.62	0.59	0.55
					应收账款周转率	3.01	3.80	5.28	5.25
					应付账款周转率	3.19	3.54	3.20	2.93
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.37	0.46	0.45	0.49
					每股经营现金流	0.39	0.86	0.62	0.66
					每股净资产	2.77	3.13	3.58	4.07
					<b>估值比率</b>				
					P/E	11.78	15.56	15.97	14.66
					P/B	1.57	2.29	2.01	1.76
					EV/EBITDA	6.47	8.87	8.59	7.34

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。	

## 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

**重要声明**

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。