

## 买入

2025 年 12 月 8 日

### 集采业绩压力逐渐过去，公司加大研发投入

►**2025 年前 3 季度调整后归母净利润-15.2%:** 2025 年前 3 季度营收 198.9 亿元，同比-12.3%；毛利率 65.6%，销售费率（占成药收入比）和行政费率（占收入比）同比下降 4.4 和 0.8 个百分点至 31.1%和 3.1%。研发费用占成药收入比同比上升 6.3 个百分点至 27.1%。归母净利润、扣非后归母净利润分别为 35.1 亿元（-7.1%）和 30.8 亿元（-23.0%），扣非后归母净利率 15.5%（-2.1pp）。分板块看，成药板块收入 154.5 亿元（-17.2%，其中药品收入下降 25.5%至 139.1 亿元，另有 15.4 亿元的授权费收入），原料药板块中的维 C、抗生素及其他收入分别为 17.9 亿元（+22.3%）、12.2 亿元（-3.7%），功能食品板块收入 14.3 亿元（+11.2%）。成药溢利率为 20.9%（-1.8 个百分点，扣除授权收入和利润则只有 12.2%），维 C 溢利率同比上升 3.6 个百分点至 11.0%，抗生素溢利率同比-3.7 个百分点至 13.3%，咖啡因及其他经营溢利率+4.0 个 pp 至 20.6%。公司承诺 H2 派息不低于于 H1 (14 港仙)。

►**成药各板块业务情况:** 1、25 年前 3 季度神经系统收入同比-21.6%至 56.7 亿元，收入占成药比例 40.8%。2、受到集采影响肿瘤板块前 3 季度收入-56.8%至 16.5 亿元，占比 11.8%。3、抗感染板块前 3 季度收入-22.7%至 24.8 亿元，占比 17.9%。4、心血管领域前 3 季度收入-17.8%至 13.4 亿元，占比 9.7%。5、呼吸板块前 3 季度收入-4.8%至 9.0 亿元，占比 6.4%。6、消化和其他治疗领域前 3 季度收入分别-10.2%和+12.4%至 7.8 和 11.0 亿元，收入占比分别为 5.6%和 7.9%。

►**管线新旧交替:** 老产品克艾力、玄宁、多美素和津优力等因为集采影响收入下降，且集采续约规则对于集采产品未来影响仍有不确定性。目前恩必普未纳入参比制剂，故预计 2.5 年内仍较安全。未来将依靠新品拉动，如明复乐、伊立替康脂质体、米托蒽醌脂质体、奥马珠单抗和美洛昔康等创新产品持续贡献增量。TG103 注射液和司美格鲁肽（肥胖/糖尿病）、SYHX1901 片（Syk/Jak）、sys6093（TSLP 抗体）、JMT101（EGFR 单抗）、帕妥珠单抗、安尼妥注射液（HER2 双抗）、SYS6091（HER2 双表位 ADC）、SYS6010（EGFR ADC）、紫杉醇白蛋白 II，多西他赛白蛋白等将接替上市。

►**给予目标价 10.03 港元，买入评级:** 公司已对外授权产品有：SYH2039（MAT2A 抑制剂）、sys6005（ror1 ADC）、伊立替康脂质体、AI 药物发现平台、Lp(a)抑制剂、SYH2086（口服 GLP-1）和 SYS6002（Nectin-4 ADC），未来潜在授权机会的产品有：JMT101（EGFR 单抗-三线结直肠癌）、sys6010（EGFR ADC-非 EGFR 突变 2 线非鳞非小细胞肺癌）。我们以 DCF 为公司估值，其中 WACC 为 10%，永续增长 3%，得出公司的国内部分价值为 953 亿港元。基于公司的已有和潜在海外 BD，我们给予公司 213 亿港元的海外价值，综合得出公司 1165 亿港元的目标市值和 10.03 港元目标价，对应 2025 年和 26 年的 25.2 倍和 29.4 倍市盈率，维持买入评级。

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

### 主要数据

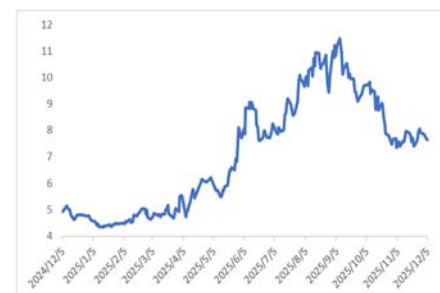
行业	医药
股价	7.64 港元
目标价	10.03 港元 (+31.3%)
股票代码	1093
已发行股本	115.22 亿股
市值	880.32 亿港元
52 周高/低	11.49/4.03 港元
每股净现值	3.2 港元
主要股东	蔡东晨及管理層 (29.76%)

### 盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入（百万人民币）	31,450	29,009	26,705	26,917	30,015
变动（%）	1.7%	-7.8%	-7.9%	0.8%	11.5%
归母净利润（百万人民币）	5,873	4,328	4,164	3,573	4,865
变动（%）	-3.6%	-26.3%	-3.8%	-14.2%	36.2%
每股基本收益（人民币分）	49.3	36.9	36.1	31.0	34.5
市盈率@7.64港元(倍)	14.1	18.8	19.2	22.4	20.1
每股派息（人民币分）	14.7	23.6	25.2	21.6	22.3
息率（%）	2.1%	3.4%	3.6%	3.1%	3.2%

资料来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



资料来源：彭博

主要财务报表

1093.HK 损益表 <人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						财务分析 <人民币千元>, 财务年度截至<十二月>					
	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测		2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入	31,450,109	29,009,254	26,704,878	26,917,118	30,014,815	盈利能力					
毛利	22,176,686	20,298,711	17,358,170	17,496,127	19,809,778	毛利率 (%)	70.5%	70.0%	65.0%	65.0%	66.0%
销售及管理费用	(9,140,652)	(8,662,306)	(6,546,096)	(6,632,127)	(6,893,550)	EBITDA 利率 (%)	26.4%	22.7%	23.4%	20.8%	24.2%
行政费用	(1,189,648)	(1,079,603)	(838,251)	(861,348)	(900,444)	净利率 (%)	18.7%	14.9%	15.6%	13.3%	16.2%
研发费用	(4,830,375)	(5,190,656)	(5,687,389)	(6,010,365)	(6,418,133)	营运表现					
其他费用	(100,743)	(97,213)	(97,213)	(97,213)	(97,213)	研发费率	15.4%	17.9%	21.3%	22.3%	21.4%
财务开支-净额	(25,896)	(43,673)	(42,024)	(42,024)	(42,024)	SG&A/收入 (%)	32.8%	33.6%	27.7%	27.8%	26.0%
税前盈利	7,389,372	5,578,726	5,182,140	4,451,229	6,056,593	实际税率 (%)	17.8%	22.2%	19.1%	19.1%	19.1%
所得税	(1,316,679)	(1,239,901)	(988,553)	(849,123)	(1,155,365)	股息支付率 (%)	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
少数股东权益	199,368	10,790	29,706	29,118	36,486	存货周转天数	112	132	133	148	148
净利润	5,873,325	4,328,035	4,163,881	3,572,988	4,864,742	应收账款天数	57	62	76	86	89
折旧及摊销	892,944	950,108	1,172,377	1,189,007	1,253,628	财务状况					
EBITDA	8,290,198	6,571,747	6,261,477	5,593,725	7,257,320	负债/权益	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
增长						收入/总资产	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4
总收入 (%)	2%	-8%	-8%	1%	12%	总资产/股本	4.2	4.0	6.2	6.8	7.4
EBITDA (%)	-1%	-21%	-5%	-11%	30%	盈利对利息倍数	320.1	150.5	149.0	133.1	172.7
资产负债表 <人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						现金流量表 <人民币千元>, 财务年度截至<十二月>					
	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测		2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	2027预测
现金	12,015,223	6,777,199	28,607,145	31,976,797	36,511,627	税前利润	7,389,372	5,578,726	5,182,140	4,451,229	6,056,593
应收账款	9,554,505	9,196,162	10,441,019	11,785,220	13,308,856	营运资金变化	(3,477,730)	(396,202)	(1,693,537)	(1,543,875)	(1,739,393)
存货	3,138,664	3,130,014	3,671,514	3,973,916	4,303,320	其他经营性现金流	1,122,218	1,420,206	1,211,514	1,311,420	1,372,995
其他流动资产	2,036,553	2,784,769	2,766,813	2,749,755	2,733,549	所得税	(1,309,149)	(1,692,927)	(988,553)	(849,123)	(1,155,365)
总流动资产	26,744,945	21,888,144	45,486,491	50,485,687	56,857,352	营运现金流	4,178,815	4,534,664	3,711,564	3,369,651	4,534,831
固定资产	10,416,599	11,374,442	12,261,571	13,008,134	13,696,465	资本开支	(1,483,696)	(1,915,294)	(1,847,034)	(1,847,034)	(1,847,034)
无形资产	2,433,453	2,844,410	2,841,288	2,866,417	2,923,861	其他投资活动	4,771,956	1,439,263	1,847,034	1,847,034	1,847,034
其他非流动资产	682,351	711,799	696,031	680,263	664,495	投资活动现金流	3,288,260	(476,031)	-	-	-
总资产	46,282,170	44,388,991	68,969,543	74,724,663	81,826,334	股本变化	102,751	(1,816,582)	-	-	-
应付帐款	2,841,739	2,613,000	2,674,230	2,745,585	2,827,997	负债变化	-	-	-	-	-
短期借款	450,216	392,204	392,204	392,204	392,204	股息	(2,752,256)	(3,332,311)	(2,914,717)	(2,501,091)	(2,587,104)
其他短期负债	6,890,618	6,628,823	6,642,456	6,656,771	6,671,801	其他融资活动	2,649,505	5,148,893	2,914,717	2,501,091	2,587,104
总短期负债	10,182,573	9,634,027	9,708,890	9,794,560	9,892,002	融资活动现金流	-	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	-	-	现金变化	7,467,075	4,058,633	3,711,564	3,369,651	4,534,831
其他长期负债	574,843	424,731	424,731	424,731	424,731	期初持有现金	13,361,582	20,833,549	24,895,581	28,607,145	31,976,797
总负债	11,264,158	10,522,701	10,597,564	10,683,234	10,780,676	汇兑影响	4,892	3,399	-	-	-
股东权益	35,018,012	33,866,290	33,179,934	34,280,949	35,908,656	期末持有现金	12,015,223	6,777,199	28,607,145	31,976,797	36,511,627
每股账面值	2.94	2.85	2.79	2.88	3.02						
营运资本	16,562,372	12,254,117	35,777,601	40,691,127	46,965,350						

资料来源：公司资料，第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」），「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。