

石药集团

1093 HK

中国医疗保健行业

本文内容由 Kylie Kwok (郭凯欣) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

清晰发展路线图

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 2 月 3 日发布的题为《A clear roadmap》的报告，分析旨在梳理石药集团（CSPC）核心海外授权资产的国际化进展路线图，预计目前已完成的业务拓展（BD）交易将于 2026 年转化为经常性收入。与阿斯利康（AstraZeneca）和 Madrigal 达成的四项重大业务拓展交易预计将合计带来约 102 亿美元的近期首付款及研发里程碑款，推动 2025-2027 年盈利显著提升。

中信里昂预计石药集团目前已完成的业务拓展交易将在 2026 年转化为经常性收入，主要受重大研发里程碑及顺利推进的海外研发进展支撑。礼来口服 GLP-1 受体激动剂 orforglipron、口服 Lp(a) 抑制剂 muvalaplin 等领跑项目取得的积极成果，叠加石药集团临床验证的超长效多肽技术平台，使得授权资产的里程碑款及未来销售分成具备高度可见性。除近期阿斯利康支付的 12 亿美元不可退还首付款外，1) 口服 Lp(a) 抑制剂、2) AI 驱动药物发现平台开发的小分子药物、3) 与阿斯利康合作的超长效注射剂候选药物，以及与 Madrigal 合作的口服 GLP-1 小分子药物，预计仅研发里程碑付款就将合计带来约 90 亿美元自由现金流，相关款项将于 2030 年前兑现。

中信里昂预计带量采购对肿瘤板块的冲击见底后，石药集团的核心盈利将触底回升。凭借 KN026（HER2/HER2 双抗）、白蛋白紫杉醇 II 期、TG103（GLP-1 受体激动剂）等关键产品上市，研究指出其国内业务将于 2025-2027 年复苏，并于 2027 年后重回加速增长轨道，主要增长驱动力包括 SYS6010（EGFR ADC）、SYS6090（PD-1/IL-15 双抗）及超长效 GLP-1 注射剂。

催化因素

主要催化因素包括石药集团的潜在海外研发项目进展，尤其是核心产品 EGFR ADC。其他催化因素包括：1) 主要海外合作伙伴阿斯利康对重点授权产品的临床开发计划；2) 创新药销售放量及 EGFR ADC、PD-1/IL-15 等重点产品的数据读出；3) 更多早期创新产品进入临床阶段以验证公司研发实力。

投资风险

风险包括带量采购扩大导致降价压力、产品上市进度不及预期、临床试验结果不及预期、业务拓展项目存在不确定性。常规风险：专利到期后竞争对手仿制药上市可能影响公司盈利能力。

公司概况

石药集团是中国综合性制药企业，按药品收入位列行业前十。2019-2023 年通过母公司化学药资产注入及从原料药生产商向复杂仿制药与创新药企业转型，实现盈利年复合增长率 3.1%。公司已建立八大创新研发平台，涵盖纳米制剂、mRNA 疫苗、siRNA、ADC、抗体到小分子药物等领域。

收入按产品分类

| | |
|------------|-------|
| 成药 | 81.5% |
| 功能食品及其他 | 7.0% |
| 原料产品 - 维 C | 6.1% |
| 原料产品 - 抗生素 | 5.4% |

资料来源: 中信里昂

收入按地区分类

| | |
|-------|-------|
| 欧洲 | 4.1% |
| 美洲 | 3.4% |
| 亚洲 | 91.8% |
| 中东及非洲 | 0.7% |

股票信息



资料来源: 彭博, 路孚特

股价(@ 2026 年 2 月 2 日): 9.15 港元

12 个月最高/最低价: 11.48 港元/4.46 港元

市值: 135.40 亿美元

3 个月日均成交额: 134.94 百万美元

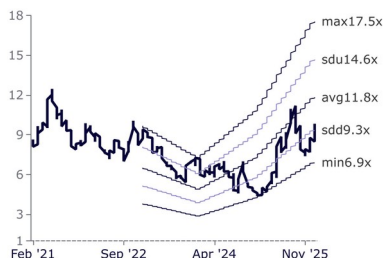
市场共识目标价(路孚特): 10.07 港元

主要股东:

Massive Giant Group Ltd. 10.56%

蔡东晨先生 10.42%

市盈率区间



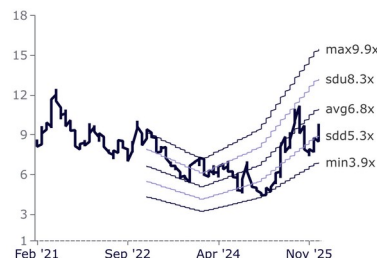
资料来源: 彭博

市净率区间



资料来源: 彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源: 彭博

同业比较

| 公司 | 代码 | 市值 (亿美元) | 股价 (lcc) | 市盈率 (倍) | | | 市净率 (倍) | | | 股息收益率 (%) | | | 股本回报率 (%) | | |
|-----|-----------|-------------|-------------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|-----------|-------|-------|-----------|-------|-------|
| | | | | FY24F | FY25F | FY26F | FY24F | FY25F | FY26F | FY24F | FY25F | FY26F | FY24F | FY25F | FY26F |
| 新诺威 | 300765 CH | 83.1 | 35.92 | 939.2 | 47.3 | 34.7 | 13.5 | 5.4 | 4.9 | 0.1 | 0.4 | 0.9 | 1.2 | 15.6 | 14.8 |
| 爱美客 | 300896 CH | 65.3 | 141.14 | 21.8 | 32.0 | 29.7 | 5.5 | 4.7 | 4.3 | 0.3 | 1.4 | 1.5 | 27.7 | 15.9 | 15.3 |

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 2 月 2 日的收盘价。lcc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资／产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资／产品专员个人观点，或投资／产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和／或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和／或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和／或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。