

医药	收盘价 港元 7.58	目标价 港元 8.05↓	潜在涨幅 +6.2%	2026年6月2日
----	----------------	-----------------	---------------	-----------

## 石药集团 (1093 HK)

### 1Q26 成药销售业务复苏态势良好、但原料药承压，下调目标价

1Q26 剔除授权费后的主业收入增长 0.4%，有复苏态势但略低于我们此前的预期，主因原料药业务在价格波动中承压。基于差异化平台的研发项目持续高效推进，下半年临床数据读出、BD 里程碑付款、IND 等积极实践。但考虑到主业绩复苏尚有不确定性，且当前估值合理，我们暂维持中性评级。

⊖ **1Q26 成药销售业绩复苏，原料药持续承压：**1Q26 成药业务销售（剔除授权费收入后）同比增长 6.2%，略好于我们此前的预期，分疾病领域看：1）CNS、心血管分别录得 22%/31% 的高增长，主要得益于恩必普院外自费销售增长，以及明复乐在心梗、脑梗等领域的持续推广；2）肿瘤线恢复正增长（+2%）。受产品价格波动的影响，VC 和抗生素原料药收入分别下降 19%/35%，功能食品销售稳定，收入+0.5%；原料药出口供销两旺，地缘不确定性影响原料价格上涨，后续收入趋势有望企稳。随着研发管线逐步进入商业化收获期，2026 年有望上市至少 10 款新产品，叠加集采影响缓和、核心大单品持续放量，管理层维持全年业绩恢复正增长的指引。扣除授权费收入后的销售毛利率为 77.3%，同环比均有上升。公司于近期从阿斯利康收到长效递送技术平台及多肽药物 AI 发现平台合作首付款 12 亿美元，管理层对全年 BD 收入的确认节奏表示乐观。

⊖ **多条管线研发取得积极进展：**1）与阿斯利康合作的代谢类项目：Lp(a) I 期已完成，小分子合作项目进入 I 期临床；GLP-1/GIP 双靶和 Amylin 长效制剂有望近期获得里程碑付款。2）肿瘤领域创新管线：B7H3 ADC 安全性优于竞品，即将于 ASCO 大会公布，未来重点推进 HER2 阴性乳腺癌人群；PD-1/IL-15 双抗有望于 2H26 公布 I 期数据，已在多个冷肿瘤中观察到积极疗效和安全性信号。3）PCSK9 小核酸项目在中国内地进展最快，首个 III 期已入组完成，in vivo CAR-T I 期已有积极信号，Lp(a) CAR-T 2H 进入 IND 阶段。

⊖ **下调目标价：**我们下调 2026 年、上调 2027-28 年财务预测，主要反映对授权费收入确认节奏、原料药收入更审慎的预测。下调目标价至 8.05 港元，当前估值合理（23 倍 2026 年市盈率），维持中性评级。

#### 盈利预测变动

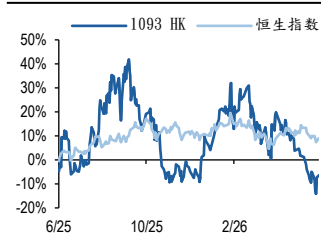
百万人民币	2026E			2027E			2028E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	31,107	34,943	-11.0%	31,721	26,006	22.0%	31,428	29,557	6.3%
毛利润	21,960	24,668	-11.0%	21,759	17,059	27.6%	21,872	20,423	7.1%
毛利率	70.6%	70.6%	0.0ppt	68.6%	65.6%	3.0ppt	69.6%	69.1%	0.5ppt
归母净利润	7,566	9,404	-19.5%	6,337	3,882	63.2%	5,728	5,097	12.4%
归母净利率	24.3%	26.9%	-2.6ppt	20.0%	14.9%	5.1ppt	18.2%	17.2%	1.0ppt

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

#### 个股评级

中性

#### 1 年股价表现



资料来源：FactSet

#### 股份资料

52周高位 (港元)	11.48
52周低位 (港元)	6.96
市值 (百万港元)	87,340.55
日均成交量 (百万)	169.70
年初至今变化 (%)	(10.08)
200天平均价 (港元)	8.76

资料来源：FactSet

#### 丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com  
(852) 3766 1834

#### 诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com  
(852) 3766 1845

图表 1：石药集团：DCF 估值模型

百万人民币	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	
收入	31,107	31,721	31,428	34,105	36,090	38,111	40,435	42,377	44,605	47,116	
EBIT	8,490	6,755	6,001	6,693	7,526	8,417	9,346	10,232	11,229	12,346	
EBIT * (1-t)	7,217	5,742	5,101	5,689	6,397	7,154	7,944	8,697	9,545	10,494	
加：折旧摊销	1,127	1,199	1,318	1,414	1,504	1,584	1,652	1,710	1,772	1,839	
减：营运资金增加/（减少）	(1,198)	(1,264)	(1,120)	(1,208)	(1,250)	(1,197)	(1,148)	(1,406)	(1,236)	(1,244)	
减：资本开支	(2,354)	(3,034)	(2,849)	(2,921)	(2,911)	(2,884)	(2,857)	(2,994)	(3,152)	(3,329)	
自由现金流	4,793	2,642	2,450	2,973	3,740	4,657	5,591	6,007	6,929	7,761	
永续增长率	1%										
自由现金流现值	30,394										
终值现值	41,487										
企业价值	71,881										
净现金	9,463										
少数股东权益	(1,361)										
股权价值（百万人民币）	79,983										
股权价值（百万港元）	92,781										
股份数量（百万）	11,522										
每股价值（港元）	8.05										

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.1
股权成本	10.7%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
<b>WACC</b>	<b>9.4%</b>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2：石药集团 (1093 HK) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 3：交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
1530 HK	三生制药	买入	18.50	32.40	75.1%	2026 年 04 月 01 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	118.10	175.00	48.2%	2026 年 03 月 30 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	462.00	530.00	14.7%	2026 年 03 月 25 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	4.45	10.00	124.8%	2026 年 03 月 24 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	28.26	60.40	113.7%	2026 年 03 月 18 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	18.32	36.60	99.8%	2026 年 03 月 10 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	176.80	229.20	29.6%	2026 年 03 月 02 日	生物科技
2595 HK	劲方医药	买入	34.12	51.00	49.5%	2026 年 01 月 23 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	82.65	136.00	64.5%	2026 年 01 月 13 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	买入	9.10	13.00	42.9%	2025 年 12 月 10 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	30.14	84.00	178.7%	2025 年 09 月 01 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	83.35	105.00	26.0%	2025 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	61.80	78.00	26.2%	2025 年 08 月 28 日	生物科技
6821 HK	凯莱英	买入	92.00	136.60	48.5%	2026 年 04 月 28 日	医药研发服务外包
3759 HK	康龙化成	买入	17.52	32.50	85.5%	2026 年 03 月 20 日	医药研发服务外包
2268 HK	药明合联	买入	54.90	91.00	65.7%	2026 年 01 月 19 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	13.68	28.75	110.2%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	33.34	35.80	7.4%	2026 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
AZN US	阿斯利康	买入	185.67	93.30	-49.7%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	57.18	33.10	-42.1%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
600867 CH	通化东宝	买入	8.41	11.20	33.2%	2026 年 05 月 11 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	31.44	44.50	41.5%	2026 年 04 月 01 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	4.99	7.70	54.4%	2026 年 03 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	9.97	17.70	77.5%	2026 年 03 月 27 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	7.50	8.05	7.4%	2026 年 06 月 02 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	60.20	74.00	22.9%	2026 年 04 月 24 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	36.37	40.20	10.5%	2025 年 06 月 19 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	27.90	34.20	22.6%	2026 年 04 月 02 日	民营医院
6078 HK	海吉亚医疗	买入	9.65	18.00	86.5%	2025 年 03 月 31 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	2.24	3.30	47.3%	2025 年 08 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2026 年 5 月 29 日

## 财务数据

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	29,009	26,006	31,107	31,721	31,428
主营业务成本	(8,711)	(8,947)	(9,147)	(9,962)	(9,556)
<b>毛利</b>	<b>20,299</b>	<b>17,059</b>	<b>21,960</b>	<b>21,759</b>	<b>21,872</b>
销售及管理费用	(9,742)	(7,289)	(7,248)	(7,867)	(8,014)
研发费用	(5,191)	(5,809)	(6,221)	(7,137)	(7,857)
<b>经营利润</b>	<b>5,366</b>	<b>3,961</b>	<b>8,490</b>	<b>6,755</b>	<b>6,001</b>
财务成本净额	(44)	(39)	0	0	0
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
其他非经营净收入/费用	256	886	880	1,094	1,093
<b>税前利润</b>	<b>5,579</b>	<b>4,808</b>	<b>9,370</b>	<b>7,849</b>	<b>7,094</b>
税费	(1,240)	(932)	(1,816)	(1,521)	(1,375)
非控股权益	(11)	6	11	9	8
<b>净利润</b>	<b>4,328</b>	<b>3,882</b>	<b>7,566</b>	<b>6,337</b>	<b>5,728</b>
作每股收益计算的净利润	4,328	3,882	7,566	6,337	5,728

截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	5,917	5,254	8,957	9,954	11,024
有价证券	0	0	0	0	0
应收账款及票据	9,196	8,360	9,537	10,799	11,932
存货	3,130	3,091	3,325	3,553	3,777
开发中物业及土地预付款	0	0	0	0	0
短期应收收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	3,645	5,546	4,703	4,717	4,710
<b>总流动资产</b>	<b>21,888</b>	<b>22,251</b>	<b>26,522</b>	<b>29,023</b>	<b>31,444</b>
投资物业	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	11,374	12,153	13,047	14,541	15,735
其他有形资产	0	0	0	0	0
无形资产	2,610	2,775	3,107	3,449	3,787
合营企业/联营公司投资	0	0	0	0	0
长期应收收入	0	0	0	0	0
其他长期资产	8,517	9,519	9,519	9,519	9,519
<b>总长期资产</b>	<b>22,501</b>	<b>24,447</b>	<b>25,674</b>	<b>27,510</b>	<b>29,041</b>
<b>总资产</b>	<b>44,389</b>	<b>46,698</b>	<b>52,196</b>	<b>56,533</b>	<b>60,485</b>
短期贷款	392	329	329	329	329
应付账款	2,613	2,976	3,189	3,416	3,653
其他短期负债	6,629	6,874	6,874	6,874	6,874
<b>总流动负债</b>	<b>9,634</b>	<b>10,178</b>	<b>10,391</b>	<b>10,618</b>	<b>10,855</b>
长期贷款	0	0	0	0	0
长期应付账款	0	0	0	0	0
其他长期负债	889	1,970	1,970	1,970	1,970
<b>总长期负债</b>	<b>889</b>	<b>1,970</b>	<b>1,970</b>	<b>1,970</b>	<b>1,970</b>
<b>总负债</b>	<b>10,523</b>	<b>12,148</b>	<b>12,361</b>	<b>12,588</b>	<b>12,825</b>
股本	11,033	11,061	11,061	11,061	11,061
储备及其他资本项目	21,232	22,117	27,413	31,532	35,255
<b>股东权益</b>	<b>32,265</b>	<b>33,178</b>	<b>38,474</b>	<b>42,593</b>	<b>46,317</b>
非控股权益	1,602	1,372	1,361	1,351	1,343
<b>总权益</b>	<b>33,866</b>	<b>34,550</b>	<b>39,835</b>	<b>43,945</b>	<b>47,660</b>

资料来源：公司资料，交银国际预测

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	5,579	4,808	9,370	7,849	7,094
折旧及摊销	1,172	1,238	1,127	1,199	1,318
营运资本变动	(1,133)	1,123	(1,198)	(1,264)	(1,120)
利息调整	0	0	0	0	0
税费	(1,693)	(932)	(1,816)	(1,521)	(1,375)
其他经营活动现金流	609	(406)	842	(13)	6
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,535</b>	<b>5,832</b>	<b>8,326</b>	<b>6,250</b>	<b>5,924</b>
资本开支	(2,575)	(2,280)	(2,354)	(3,034)	(2,849)
投资活动	0	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(1,283)	(1,599)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,858)</b>	<b>(3,878)</b>	<b>(2,354)</b>	<b>(3,034)</b>	<b>(2,849)</b>
负债净变动	(9)	(28)	0	0	0
权益净变动	(1,579)	(278)	0	0	0
股息	(3,234)	(2,497)	(2,270)	(2,218)	(2,005)
其他融资活动现金流	(431)	191	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(5,253)</b>	<b>(2,612)</b>	<b>(2,270)</b>	<b>(2,218)</b>	<b>(2,005)</b>
汇率收益/损失	3	(5)	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>10,491</b>	<b>5,917</b>	<b>5,254</b>	<b>8,957</b>	<b>9,954</b>
<b>年末现金</b>	<b>5,917</b>	<b>5,254</b>	<b>8,957</b>	<b>9,954</b>	<b>11,024</b>

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	0.369	0.340	0.657	0.550	0.497
全面摊薄每股收益	0.369	0.340	0.657	0.550	0.497
每股账面值	2.772	2.879	3.339	3.697	4.020
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	70.0	65.6	70.6	68.6	69.6
EBITDA利润率	23.1	20.7	30.9	25.1	23.3
EBIT利润率	19.2	18.5	30.1	24.7	22.6
净利率	14.9	14.9	24.3	20.0	18.2
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	9.8	8.3	14.5	11.2	9.5
ROE	12.8	11.2	19.0	14.4	12.0
ROIC	12.6	11.1	18.8	14.3	11.9
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.3	2.2	2.6	2.7	2.9
存货周转天数	131.2	126.1	132.7	130.2	144.3
应收账款周转天数	115.7	117.3	111.9	124.3	138.6
应付账款周转天数	109.5	121.4	127.3	125.2	139.5

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦9楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银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交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、Mixres Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海攀达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司、广东云徙智能科技股份有限公司、驭势科技（北京）股份有限公司及北京深演智能科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司及光大证券股份有限公司的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必要的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**