

香港股市 | 医药

## 石药集团 (1093 HK)

## 业绩拐点将至

## 2026 年 1 季度主营业务产品销售收入好转

公司 2026 年 1 季度总收入同比下降 7.8% 至 64.7 亿元（人民币，下同），股东净利润同比下降 41.8% 至 8.6 亿元，由于已签约授权协议的首付款中部分 1 季度尚未入账，授权费收入从去年同期的 7.2 亿元减少至 1.5 亿元，导致总收入与股东净利润逊预期。尽管如此，公司的主营业务产品销售收入 1 季度同比与环比分别增加 0.4% 与 7.7%，呈回暖态势并略超预期。各板块的产品销售收入中，虽然原料药同比下降 25.7%，但功能产品及其他业务的产品销售收入同比增加 0.5%，成药的产品销售收入更是因为神经系统、抗肿瘤、心血管领域产品的销售好转，同比增加 6.2%。

## 公司与阿斯利康合作进展顺利，首付款将显著夯实资金

公司宣布年初与阿斯利康 (AZN US) 达成的授权协议中的 12 亿美元首付款已经收到并将逐步入账，该收入将显著夯实公司的资金。

## 重磅在研产品研发与审批进展顺利，未来催化剂丰富

公司减重药物 TG103 注射液、肿瘤药帕妥珠单抗的上市申请已获得国家药监局受理，肿瘤药 SYS6010 在食管癌与肺癌方面的多项 III 期临床顺利推进并已获得国家突破性疗法认定。以上产品需求前景广阔，我们认为如能顺利获批将成为股价催化剂。

## 目标价上调至 8.60 港元，评级上调至“增持”

按照 1 季度情况，我们将 2026-28E 产品销售收入预测分别上调 2.2%、2.0%、0.7%，同时将公司从阿斯利康获得的首付款纳入收入预测，因此 2026-28E 总收入预测分别上调 3.1%、5.3%、5.5%，股东净利润预测分别上调 8.0%、5.1%、8.8%，公司 2026 年将迎来业绩拐点。根据调整后 DCF 模型，目标价上调至 8.60 港元，评级上调至“增持”。

**风险提示：**（一）药品降价幅度可能超预期；（二）新药临床试验及审批进度可能慢于预期；（三）新药上市后推广效果可能差于预期。

## 主要财务数据 (12 月 31 日年结，估值更新至 2026 年 6 月 2 日)

百万人民币	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	29,009	26,006	29,262	32,280	37,631
增长率 (%)	(7.8)	(10.4)	12.5	10.3	16.6
股东净利润	4,328	3,882	5,011	5,292	6,088
增长率 (%)	(26.3)	(10.3)	29.1	5.6	15.0
每股盈利 (人民币)	13.2	17.7	19.2	14.9	14.1
市盈率 (倍)	17.7	19.2	14.9	14.1	12.3
每股股息 (人民币)	0.24	0.26	0.28	0.30	0.34
股息率 (%)	3.7	3.9	4.3	4.5	5.2
每股净资产 (人民币)	2.8	2.9	3.0	3.2	3.4
市净率 (倍)	2.4	2.3	2.2	2.0	1.9

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

评级：增持

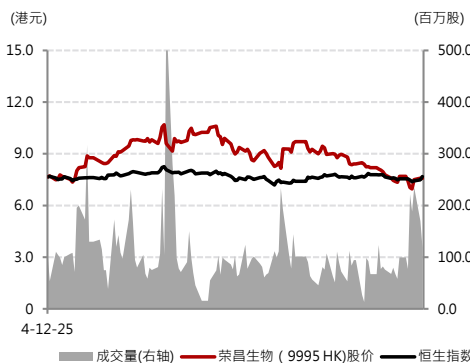
目标价：8.60 港元

## 股票资料 (更新至 2026 年 6 月 2 日)

收市价	7.57 港元
总市值	87,224.96 百万港元
流通股比例	67.25%
已发行总股本	11,522.45 百万
52 周价格区间	6.64-11.63 港元
3 个月日均成交额	795.69 百万港元
主要股东	蔡东晨等 (占 22.85%)

来源：彭博、中泰国际研究部

## 股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

## 相关报告

20260327:石药集团 (1093 HK):业绩逊预期，未来将逐步回升

20251125:石药集团 (1093 HK) 三季报逊预期，预计未来缓步回升

## 分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: DCF 模型 (12 月 31 日年结)

百万人民币	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	6,503	6,838	7,815	8,661	9,161	9,677	10,625	11,771	12,946	14,479
加: 折旧及摊销	1,847	2,010	2,193	2,660	2,873	3,065	3,249	3,412	3,548	3,679
减: 税费	(1,386)	(1,457)	(1,677)	(1,845)	(1,952)	(2,062)	(2,264)	(2,508)	(2,758)	(3,085)
营运资本变动	(1,924)	(151)	(1,324)	(1,430)	(1,545)	(1,648)	(1,747)	(1,834)	(1,908)	(1,978)
资本开支	(2,403)	(2,723)	(2,849)	(3,461)	(3,738)	(3,988)	(4,228)	(4,439)	(4,616)	(4,787)
自由现金流	6,485	4,819	6,807	7,445	7,889	8,340	9,130	10,070	11,027	12,264
税后债务成本	3.75%									
无风险利率	2.4%									
风险溢价	8.0%									
贝塔系数	1.2									
权益成本	12.0%									
WACC	10.1%									
永续增长	3.0%									
股权价值 (港币)	99,052									
每股内涵价值(港币)	8.60									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 2: 每股股权价格敏感性分析

港元	永续增长率 (%)					
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	
9.1%	9.32	9.60	9.92	10.29	10.74	
9.6%	8.74	8.96	9.22	9.51	9.86	
WACC 10.1%	8.22	8.39	8.60	8.83	9.10	
10.6%	7.76	7.90	8.07	8.25	8.47	
11.1%	7.34	7.46	7.59	7.74	7.91	

来源: 中泰国际研究部预测

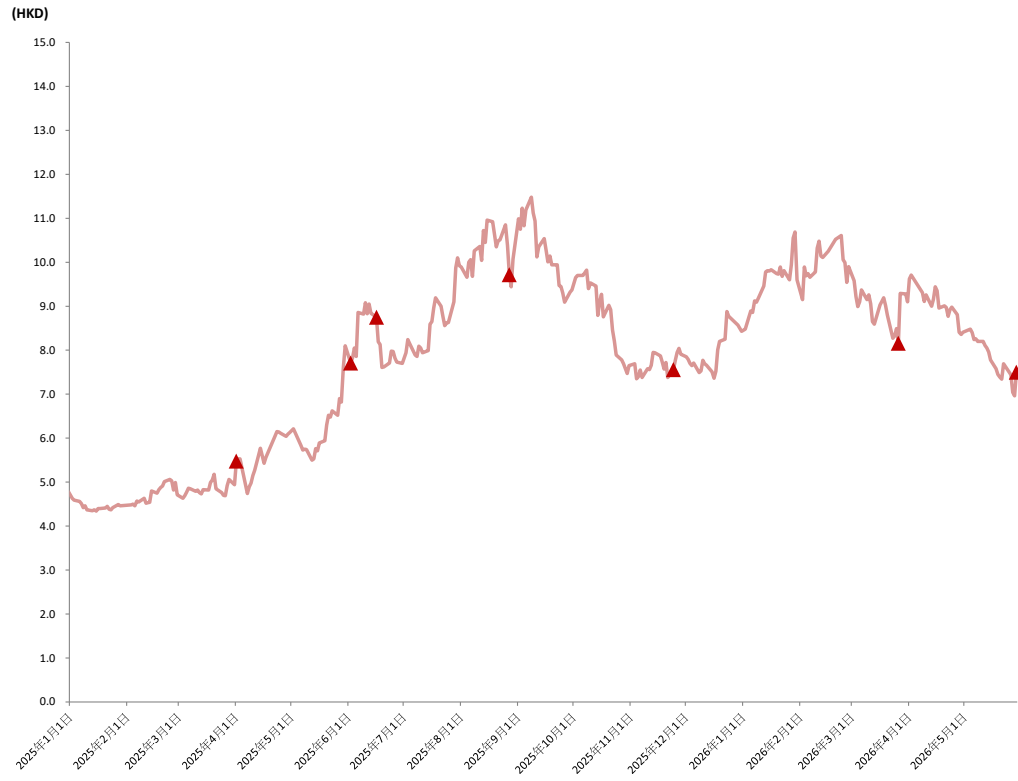
图表 3: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

损益表						现金流量表					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	29,009	26,006	29,262	32,280	37,631	税前利润	5,579	4,808	6,458	6,792	7,815
成药	23,736	20,584	24,269	26,833	29,810	折旧及摊销	1,339	1,413	1,847	2,010	2,193
功能食品及其他	1,690	1,765	1,780	1,958	1,997	营运资金变动	(817)	1,138	(1,924)	(151)	(1,324)
原料产品	3,583	3,657	3,213	3,489	5,824	已付税款	(1,693)	(824)	(1,386)	(1,457)	(1,677)
销售成本	(8,711)	(8,947)	(9,369)	(10,606)	(11,750)	其他	127	(703)	45	46	(0)
毛利	20,299	17,059	19,893	21,674	25,882	经营业务现金净额	4,535	5,832	5,041	7,240	7,007
其它收入	561	755	657	733	854	购买厂房及设备	(2,015)	(1,959)	(2,403)	(2,723)	(2,849)
其它收益净额	(118)	258	208	(54)	0	其他	(1,843)	(1,919)	0	0	0
销售及分销费用	(8,662)	(6,463)	(7,212)	(7,564)	(9,626)	投资活动现金净额	(3,858)	(3,878)	(2,403)	(2,723)	(2,849)
行政费用	(1,080)	(825)	(985)	(1,116)	(1,326)	净新增借款	0	0	0	0	0
研发开支	(5,191)	(5,809)	(5,928)	(6,700)	(7,833)	发行股份	0	0	0	0	0
其它费用	(97)	(75)	(49)	(54)	(54)	股息分派	(3,234)	(2,497)	(3,224)	(3,405)	(3,916)
经营溢利	5,712	4,899	6,585	6,919	7,896	其他	(2,020)	(114)	(45)	(46)	0
财务费用	(44)	(39)	(45)	(46)	0	融资活动现金净额	(5,253)	(2,612)	(3,269)	(3,450)	(3,916)
应占联合营业绩	(89)	(52)	(81)	(81)	(81)	年初现金	10,491	5,917	5,254	4,623	5,690
其他	0	0	0	0	0	现金增加净额	(4,577)	(658)	(632)	1,067	242
除税前溢利	5,579	4,808	6,458	6,792	7,815	汇率变动影响净额	3	(5)	0	0	0
所得税开支	(1,240)	(932)	(1,386)	(1,457)	(1,677)	年末现金	5,917	5,254	4,623	5,690	5,932
年度溢利	4,339	3,876	5,073	5,335	6,138						
非控股权益	11	(6)	61	43	50						
股东净利润	4,328	3,882	5,011	5,292	6,088						
EBIT	5,622	4,847	6,503	6,838	7,815						
EBITDA	6,962	6,259	8,351	8,848	10,008						
资产负债表						重要指标					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	3,130	3,091	3,423	3,951	4,218	增长率 (%)					
应收账款	5,161	4,779	5,428	6,136	7,473	收入	(7.8)	(10.4)	12.5	10.3	16.6
现金	6,777	6,090	5,458	6,525	6,767	毛利	(8.5)	(16.0)	16.6	9.0	19.4
其他	6,820	8,291	8,291	8,291	7,575	经营利润	-23.2	-14.2	34.4	5.1	14.1
流动资产	21,888	22,251	22,600	24,903	26,033	EBIT	-24.2	-13.8	34.2	5.1	14.3
物业、厂房及设备	11,374	12,153	13,062	14,104	15,069	EBITDA	-18.4	-10.1	33.4	6.0	13.1
无形资产及商誉	2,844	3,010	2,832	2,653	2,474	股东净利润	(26.3)	(10.3)	29.1	5.6	15.0
其他非流动资产	8,282	9,284	9,111	8,960	8,829	利润率 (%)					
非流动资产	22,501	24,447	25,004	25,717	26,372	毛利率	70.0	65.6	68.0	67.1	68.8
总资产	44,389	46,698	47,604	50,619	52,405	净利润率	14.9	14.9	17.1	16.4	16.2
贸易应付款项	1,667	2,322	1,855	2,873	2,365	经营利润	19.7	18.8	22.5	21.4	21.0
短期借款	392	329	329	329	329	EBIT 利润率	19.4	18.6	22.2	21.2	20.8
其他流动负债	7,575	7,527	7,527	7,593	7,666	EBITDA 利润率	24.0	24.1	28.5	27.4	26.6
流动负债	9,634	10,178	9,711	10,796	10,360	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
长期借款	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	889	1,119	643	643	643	其他					
非流动负债	889	1,970	1,494	1,494	1,494	ROAE (%)	13.2	11.9	14.7	14.7	16.0
总负债	10,523	12,148	11,205	12,290	11,854	ROAA (%)	9.5	8.5	10.6	10.8	11.8
股东权益	32,265	33,178	34,966	36,854	39,025	存货周转率 (天)	131.3	126.9	126.9	126.9	126.9
非控股权益	1,602	1,372	1,433	1,476	1,526	应收帐周转率 (天)	69.4	69.8	69.8	69.8	69.8
总权益	33,866	34,550	36,399	38,329	40,551	应付帐周转率 (天)	85.8	81.4	81.4	81.4	81.4
净现金/(负债)	6,385	5,761	5,129	6,196	6,438						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

## 历史建议和目标价

石药集团（1093 HK）股价表现及评级时间表（单位：港元）



来源：彭博，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2025 年 4 月 2 日	HK\$5.48	增持（上调）	HK\$6.30
2	2025 年 6 月 3 日	HK\$7.71	中性（下调）	HK\$7.40
3	2025 年 6 月 17 日	HK\$8.75	中性（维持）	HK\$8.15
4	2025 年 8 月 28 日	HK\$9.72	中性（维持）	HK\$8.90
5	2025 年 11 月 25 日	HK\$7.56	中性（维持）	HK\$8.00
6	2026 年 3 月 27 日	HK\$8.16	中性（维持）	HK\$7.85
7	2026 年 6 月 3 日	HK\$7.57	增持（上调）	HK\$8.60

来源：彭博，中泰国际研究部

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 19 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805