

石药创新（300765）

SYS6010 肺癌数据读出, 创新管线进入密集收获期

买入（维持）

2026 年 09 月 15 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

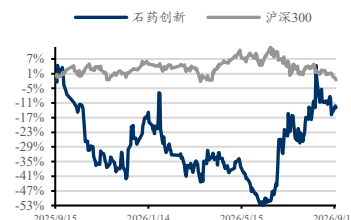
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	1,981	2,158	4,814	3,367	4,615
同比（%）	(21.98)	8.93	123.13	(30.07)	37.07
归母净利润（百万元）	53.73	(241.13)	1,194.07	302.12	1,190.74
同比（%）	(87.63)	(548.80)	595.21	(74.70)	294.13
EPS-最新摊薄（元/股）	0.04	(0.17)	0.85	0.22	0.85
P/E（现价&最新摊薄）	1,281.03	(285.43)	57.64	227.81	57.80

投资要点

- **事件：**2026 年 9 月 14 日，公司核心品种 SYS6010（EGFR ADC）联合恩朗苏拜单抗一线治疗 non-AGA（ALK/ROS1/EGFR）阴性非小细胞肺癌研究成果于国际肺癌研究协会世界肺癌大会（WCLC）以口头报告形式公布。SYS6010 作为公司核心品种已布局多项 III 期临床，覆盖非小细胞肺癌一线/二线/辅助、头颈鳞癌二线、食管鳞癌二线、HER2 阴性 EGFR 阳性乳腺癌等适应症。
- **II 期数据显示抗肿瘤活性，安全性可控：**研究共纳入 123 例既往未治疗的 non-AGA 阴性晚期 NSCLC 患者，患者按 1:1 比例分别接受 SYS6010 4.2 mg/kg 联合恩朗苏拜单抗 360 mg 每 3 周一次，或 SYS6010 3.6 mg/kg 联合恩朗苏拜单抗 240 mg 每 2 周一次。截至 2026 年 7 月 13 日，两种方案分别有 62 例和 61 例受试者入组并接受治疗，中位随访时间 10.8 个月。两种联合方案均显示出抗肿瘤活性，总归人群 ORR 分别为 58.9%和 49.2%。非鳞癌及 PD-L1 高表达人群获益更突出，且高表达人群中的疗效在鳞癌与非鳞癌中均可见。两种方案高表达非鳞癌人群 ORR 分别可达 81.8%和 91.7%，两组≥3 级治疗相关不良事件发生率分别为 51.6%和 52.5%。
- **业绩高增，BD 业务进入兑现期：**公司 2026H1 实现营业收入 32.40 亿元（同比+208.72%，下同），其中生物制药业务收入 22.62 亿元（+2319.52%），占主营业务收入比例由 2025H1 的 8.91%提升至 2026H1 的 69.82%；实现归母净利润 12.61 亿元，上年同期亏损 274.6 万元，扭亏为盈。2026H1 已商业化产品恩舒幸、恩益坦实现销售收入 1.75 亿元（+87.07%）。合并范围内主体巨石生物与阿斯利康达成两项平台级合作：（1）2026 年 1 月签署创新多肽领域战略合作与授权协议，巨石生物已于 2026 年 5 月 29 日全额收取首付款 4.2 亿美元。（2）2026 年 7 月签署 siRNA 创新药物全球合作协议，巨石生物已于 2026 年 8 月全额收取首付款 3000 万美元，后续里程碑合计最高可达 17.4 亿美元。
- **研发管线持续推进，多项重磅数据即将公布：**（1）核心品种 SYS6010 二线 EGFR 突变 NSCLC III 期研究已完成末例入组，计划公布 III 期数据；二线食管鳞癌、二线驱动基因阴性非鳞 NSCLC、HER2 阴性 EGFR 阳性乳腺癌等多项 III 期加速推进。（2）SYS6043（B7-H3 ADC）铂耐药卵巢癌 III 期已启动，乳腺癌 I 期数据将在 ESMO 快速口头报告。（3）SYS6090（PD-1/IL-15 双功能融合蛋白）晚期实体瘤 I 期数据将在 ESMO 快速口头报告。
- **盈利预测与投资评级：**公司核心管线得到国际会议认可，生物制药收入快速增长，BD 业务进入兑现期，ADC 与 mRNA 双平台管线持续推进。我们将 2026/2027 年的预期营业收入由 27.65/32.94 亿元上调至 48.14/33.67 亿元，新增 2028 年营业收入预测 46.15 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新药研发及审批不及预期；产品销售及医保续约不及预期；竞品上市分流；海外授权款项确认节奏不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	43.16
一年最低/最高价	22.50/54.54
市净率(倍)	15.40
流通 A 股市值(百万元)	60,622.23
总市值(百万元)	60,622.23

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.80
资产负债率(%LF)	49.96
总股本(百万股)	1,404.59
流通 A 股(百万股)	1,404.59

相关研究

《石药创新(300765)：2025 年中报点评：持续加码研发，EGFR ADC 下半年有望启动首个海外注册临床》

2025-08-17

《石药创新(300765)：创新加码重塑估值，双轮发展助力巨头转型》

2025-03-05

石药创新三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,853	4,163	4,240	5,873	营业总收入	2,158	4,814	3,367	4,615
货币资金及交易性金融资产	1,158	1,778	2,288	3,460	营业成本(含金融类)	1,330	1,468	1,302	1,502
经营性应收款项	766	1,462	1,066	1,454	税金及附加	33	72	51	69
存货	498	485	453	520	销售费用	281	318	337	415
合同资产	0	4	1	2	管理费用	96	125	121	166
其他流动资产	432	435	432	437	研发费用	1,036	1,348	1,347	1,385
非流动资产	3,423	3,364	3,372	3,352	财务费用	(7)	(39)	(70)	(95)
长期股权投资	259	269	279	279	加:其他收益	81	18	23	37
固定资产及使用权资产	2,119	2,058	1,995	1,923	投资净收益	(14)	18	19	28
在建工程	681	741	801	861	公允价值变动	18	0	0	0
无形资产	219	221	222	213	减值损失	(22)	(10)	(10)	(10)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	3	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	(545)	1,548	311	1,228
其他非流动资产	145	75	75	75	营业外净收支	(6)	0	0	0
资产总计	6,276	7,527	7,613	9,225	利润总额	(552)	1,548	311	1,228
流动负债	2,709	3,044	2,818	3,229	减:所得税	58	46	9	37
短期借款及一年内到期的非流动负债	4	560	560	560	净利润	(609)	1,502	302	1,191
经营性应付款项	722	793	662	788	减:少数股东损益	(368)	308	0	0
合同负债	26	50	37	50	归属母公司净利润	(241)	1,194	302	1,191
其他流动负债	1,957	1,640	1,559	1,830	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.17)	0.85	0.22	0.85
非流动负债	772	225	225	225	EBIT	(548)	1,510	242	1,132
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	(325)	1,660	395	1,293
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.37	69.51	61.33	67.45
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	(11.18)	24.80	8.97	25.80
其他非流动负债	770	224	224	224	收入增长率(%)	8.93	123.13	(30.07)	37.07
负债合计	3,481	3,270	3,043	3,454	归母净利润增长率(%)	(548.80)	595.21	(74.70)	294.13
归属母公司股东权益	2,667	3,822	4,134	5,335					
少数股东权益	128	436	436	436					
所有者权益合计	2,795	4,257	4,570	5,770					
负债和股东权益	6,276	7,527	7,613	9,225					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(196)	737	652	1,284	每股净资产(元)	1.90	2.72	2.94	3.80
投资活动现金流	(339)	(76)	(142)	(112)	最新发行在外股份(百万股)	1,405	1,405	1,405	1,405
筹资活动现金流	424	6	0	0	ROIC(%)	(16.60)	38.44	4.71	19.16
现金净增加额	(90)	623	510	1,172	ROE-摊薄(%)	(9.04)	31.24	7.31	22.32
折旧和摊销	223	150	153	161	资产负债率(%)	55.46	43.44	39.97	37.45
资本开支	(559)	(151)	(151)	(140)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(285.43)	57.64	227.81	57.80
营运资本变动	168	(911)	206	(49)	P/B(现价)	25.80	18.01	16.65	12.90

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>