

买入

利润持续增长，创新药不断丰富

石药集团 (1093.HK)

2020-11-22 星期一

目标价:	11.78 港元
现价:	8.17 港元
预计升幅:	44.19%

重要数据

日期	2021-11-22
收盘价 (港元)	8.17
总股本 (亿股)	120
总市值 (亿港元)	978
净资产 (亿元)	224
总资产 (亿元)	300
52 周高低 (港元)	12.58/6.96
每股净资产 (元)	1.87

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

鼎大集团有限公司 (10.18%)
联诚控股有限公司 (7.92%)
共成国际有限公司 (6.79%)

相关报告

石药集团 (1093.HK) - 首发报告-20191016
石药集团 (1093.HK) - 业绩点评-20200527
石药集团 (1093.HK) - 更新报告-20200827
石药集团 (1093.HK) - 更新报告-20201124

研究部

姓名: 林兴秋
 SFC: BLM040
 电话: 0755-21519193
 Email: linxq@gyzq.com.hk

公司业绩继续保持增长，肿瘤等多板块快速增长:

2021 年前三季度公司实现营收 206.4 亿元，同比增长 7.4%；报告期内溢利同比增加 23.99%至 43.97 亿元，股东应占溢利同比增加 23.2%至 43.35 亿元。板块方面，成药板块实现营收 168.01 亿元，同比增长 6.9%；维生素 C 系列产品实现营收 16.17 亿元，同比增加 12.4%；抗生素板块实现营收 12.35 亿元，同比增加 62%；其中成药板块中抗肿瘤产品于本季度保持良好增长态势，收入 57.8 亿，同比增长 22.5%，多美素、克艾力、津优力收入分别增加 33%、25.3%、6.8%；心脑血管产品玄宁和恩存的收入分别同比增加 18.5%和 29.3%；原料产品方面，由于产品价格的上升，维 C 产品的收入增加 12.4%至 16.2 亿；其他品种由于销量增长的拉动，收入增加 24%至 12.3 亿。由于医保降价等因素，恩必普收入下降 11.22%，随着渠道的下沉，其收入有望快速回升。

新药研发快速推进，BD 引进创新药双轮驱动:

公司拥有超 2000 人的研发团队，专注于小分子靶向、纳米、单抗、双抗、抗体偶联、mRNA 疫苗、小核酸药物、定点偶联修饰多肽/蛋白及免疫领域生物医药的发现与研发。公司持续加大研发投入，2021 年前三季度投入研发费用 25.1 亿元，同比增长 15.7%，约占公司成药业务的 14.9%。目前公司已取得 24 个中国在研项目的临床批件，有 19 个创新项目处于后期临床阶段，4 个进入 NDA，2 个完成关键临床试验，13 个正在进行关键临床试验，整体研发速度较快。其中重点品种两性霉素 B 复合物已经于今年 4 月上市销售；米托蒽醌脂质体即将上市，甲磺酸瑞泽替尼及两性霉素 B 脂质体已递交 NDA，有望于 22 年获批。公司也成立了强大的 BD 团队，同时引进了重点品种有倍而达的甲磺酸瑞泽替尼、康诺亚的抗 IL-4R α 单抗、康宁杰瑞的 HER2 双抗，预计今年下半年及明年有分别引进 3 个项目及至少 4 个项目。预计未来五年内，公司将有 30 余种创新药及 60 余种仿制药上市。

维持买入评级，目标价 11.78 港元

公司营收持续增长，通过自研及 BD 形成丰富的创新药组合，随着多个新产品上市，预计未来公司业绩将继续快速增长，预计 2021-2023 年的净利润分别为 56.97 亿元、65.61 亿元、73.94 亿元，我们给予公司目标价格为 11.78 港元，对应 2022 年 18 倍 PE，继续维持买入评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	22,103	24,942	29,501	33,610	38,072
同比增长(%)	20%	13%	18%	14%	13%
净利润	3,714	5,160	5,697	6,561	7,394
同比增长(%)	16%	39%	10%	15%	13%
净利润率(%)	17%	17%	21%	20%	19%
每股盈利(元)	0.31	0.43	0.47	0.55	0.62
PE@8.17HKD	22.16	15.95	14.45	12.55	11.13

数据来源: wind、石药集团年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

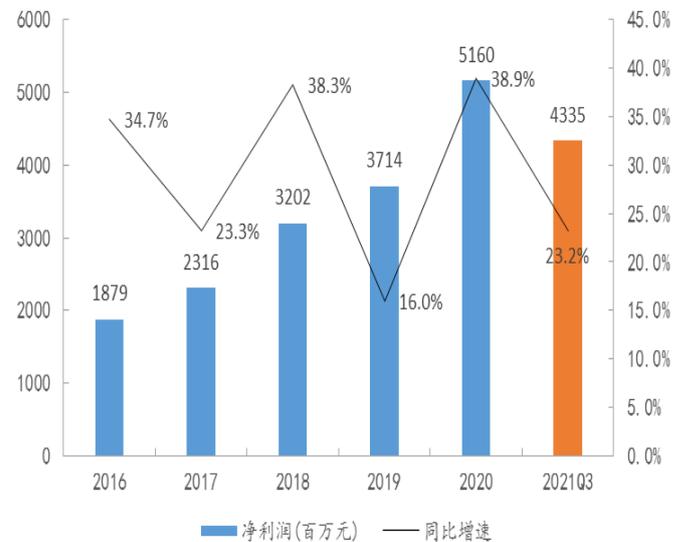
2021 年上半年业绩简述：

2021 年前三季度公司业绩保持增长，实现营收 206.4 亿元，同比增长 7.4%，净利润实现 43.97 亿元，同比增长 23.99%，实现净利率 21.3%；股东应占溢利同比增加 23.2% 至 43.35 亿元。

图 1：21 年前三季度主营业务收入增长情况



图 2：21 年前三季度净利润增长情况



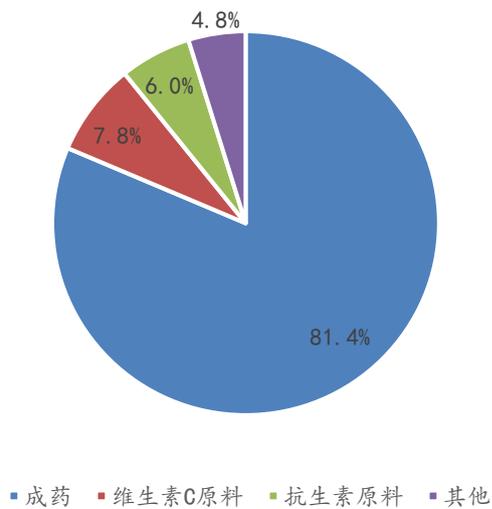
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

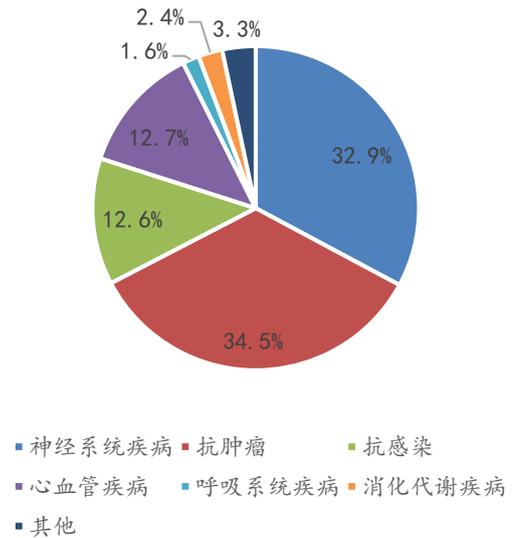
2021 年前三季度多业务板块持续发力，成药板块继续成为营收贡献助力：

2021 年前三季度，成药板块实现营收 168.01 亿元，同比增长 6.9%；维生素 C 系列产品实现营收 16.17 亿元，同比增加 12.4%；抗生素板块实现营收 12.35 亿元，同比增加 62%。成药业务作为公司的核心业务，涵盖神经系统疾病、抗肿瘤、抗感染、心血管疾病、呼吸系统疾病、糖尿病等多优质赛道领域，拥有丰富产品组合，继续发挥主力增长优势。前三季度中，恩必普销售收入同比减少 11.2% 至 47.4 亿元，随着公司开始执行新的医保价格，恩必普降价超过 50%，但是使得商品的可负担性大大增强，且覆盖了几千家医院，拥有包括 1500 多个县的广阔市场基础，另开辟了新的互联网医院作为新的增长点，销量弥补价格下降；除恩必普外，其余各领域的产品营收均有较大幅度增长，其中抗肿瘤产品于本季度保持良好增长态势，收入 57.8 亿，同比增长 22.5%，多美素、克艾力、津优力收入分别增加 33%、25.3%、6.8%，关于新上市的两性霉素 B 产品，公司已通过在医院提供药品使用过程、临床注意事项等教育内容以提升该药的销量，目前两性霉素 B 销售收入已达到千万元规模；心脑血管产品玄宁和恩存的收入分别同比增加 18.5%

和 29.3%;原料产品方面, 由于产品价格的上升, 维 C 产品的收入增加 12.4% 至 16.2 亿; 其他品种由于销量增长的拉动, 收入增加 24% 至 12.3 亿。功能食品及其他业务收入减少 7.5% 至 9.9 亿。此外, 今年新上市的品种包括塞来昔布胶囊等新品种做出了新的增长贡献。总体来看, 公司核心业务继续保持强劲增长, 借助产品和多渠道优势, 将会继续助力公司业绩。

图 3: 2021 年前三季度公司收入构成及占比情况


资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 4: 2021 年前三季度成药板块收入构成及占比情况


资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

在研产品组合丰富, BD 团队助力研发:

公司拥有超 2000 人的研发团队, 研发基地分布国内外, 专注于小分子靶向、纳米、单抗、双抗、抗体偶联及免疫领域生物医药的发现与研发, 目前公司的 BD 团队已经形成一个国际化的整体, 未来 BD 团队的发展策略将是围绕优势领域的同时, 补齐神经、肿瘤、心血管、肾病、眼科等发展空白。公司今年依然保持其较强的产品及工艺创新能力, 以及丰富的在研产品管线。2021 年前三季度投入研发费用 25.1 亿元, 同比增长 15.7%, 约占公司成药业务的 14.9%。目前已取得了制作两性霉素 B 药品的批件, 同时于三季度完成了临床症状和核查和生产核查; 取得 24 个中国在研项目的临床批件, 目前有 19 个创新项目处于后期临床阶段, 4 个进入 NDA, 2 个完成关键临床试验, 13 个正在进行关键临床试验, 整体研发速度较快。其中克必妥、甲磺酸瑞泽替尼胶囊、盐酸米托蒽醌脂质体注射液以及注射用两性霉素 B 脂质体已递交 NDA; 丁苯酞软胶囊、注射用紫杉醇纳米粒等进入关键临床试验。预计未来五年内, 由公司开创的纳米技术平台研发的具有重要市场价值及全球专利的米托蒽醌脂质体、多西他赛白蛋白纳米粒、西罗莫司白蛋白纳米粒、顺铂聚合物胶束、紫杉醇白蛋白纳米粒(即溶)等产品; 非肿瘤领域的超长效的 GLP1-IgD/IgG1 Fc 融合蛋白、全球新的 CX43 抑制及激活抗体、基于酶法偶联的新型 ADC 及 ISAC、基

于新型不对称结构的 CD20/CD47 等双抗产品以及针对新冠病毒的多价 mRNA 疫苗将陆续上市，这些产品的上市将有助于公司价值增长。

维持买入评级，目标价至 11.78 港元

公司营收持续增长，多板块业务增速推进；成药板块继续发挥主导优势，立足多领域、形成丰富产品组合；随着创新研发产品上市，预计未来公司业绩将继续保持增速，预计 2021-2023 年的净利润分别为 56.97 亿元、65.61 亿元、73.94 亿元，我们给予公司目标价格为 11.78 港元，对应 2022 年 18 倍 PE，继续维持买入评级。

风险提示：

产品研发进度不及预期；
核心业务增速放缓；
集采和医保谈判等医疗政策对利润影响。

損益表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销售收入	22103	24942	29501	33610	38072
成本	-6193	-6257	-7375	-8402	-9518
毛利	15910	18685	22126	25207	28554
经营费用	-8700	-9378	-11240	-12436	-14087
行政开支	-747	-946	-1003	-1143	-1294
其他收入净额	-1709	-2248	-3062	-3489	-3952
经营利润	4754	6113	6821	8140	9221
财务成本	-32	-12	-12	-12	-12
其他收入净额	0	1	1	2	2
税前利润	4722	6102	6810	8130	9211
所得税	-893	-1162	-1089	-1544	-1750
年内股东溢利	3714	5160	5697	6561	7394
少数股东权益	19	69	22	23	65
EBITDA	5360	6799	7520	8854	9949
净利润	3714	5160	5697	6561	7394
每股收益(人民币元, 基本)	0.50	0.69	0.76	0.88	0.99
每股收益(人民币元, 摊薄)	0.50	0.69	0.76	0.88	0.99
收入增长(%)	20.0%	12.8%	18.3%	13.9%	13.3%
毛利增长(%)	30.5%	17.4%	18.4%	13.9%	13.3%
经营利润增长(%)	16.9%	28.6%	11.6%	19.3%	13.3%
净利润增长(%)	16.0%	38.9%	10.4%	15.2%	12.7%
每股收益增长(%)	16.0%	38.9%	10.4%	15.2%	12.7%

资产负债表

(百万人民币)	2019E	2020A	2021E	2022E	2023E
固定资产	8,459	7,770	8,547	9,402	10,342
无形资产	1,136	509	560	616	677
其他非流动资产	1,822	3,061	3,258	3,582	3,938
非流动资产总计	12,621	14,149	15,108	16,616	18,276
存货	2,536	1,861	1,935	2,013	2,093
应收账款及应收票据	4,311	5,068	5,271	5,482	5,701
现金及现金等价物	4,118	7,259	7,549	7,851	8,165
其他流动资产	2,025	1,573	1,635	1,701	1,769
流动资产总计	12,990	15,921	16,391	17,047	17,728
总资产	25,611	30,070	31,499	33,663	36,004
应付账款及票据	5,911	5,839	5,885	5,945	6,005
短期债务	23	99	100	101	102
其他流动负债	302	364	0	372	376
流动负债总计	6,236	6,302	6,354	6,418	6,483
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	563	667	540	540	540
非流动负债总计	563	667	540	540	540
股东权益	18,461	21,563	23,813	25,889	28,141
少数股东权益	351	769	792	816	840
总权益	18,812	23,101	24,605	26,705	28,981

现金流量表

(百万人民币)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	3944	4626	6391	6809	8128	9209
折旧与摊销	638	606	686	700	714	728
财务费用	77	32	12	12	12	13
运营资本变动	179	215	258	412	660	1056
税金	-669	-867	-1061	-1082	-1104	-1126
其他经营现金流	-289	-828	454	24	-1398	-2727
经营活动所产生现金流	3880	3784	6740	6875	7012	7153
购买固定资产净值	-1706	-1873	0	0	0	0
其他投资现金流	-1991	-407	-2130	-1839	-1876	-1913
投资活动所产生现金流	-3697	-2280	-2130	-1839	-1876	-1913
净增权益	3	15	0	0	0	0
净增债务	21	23	169	172	174	177
支付股息	-821	-965	-1528	-1551	-1574	-1598
其他融资现金流	639	-620	-112	-102	-103	-105
融资活动所产生现金流	-158	-1547	-1471	-1481	-1503	-1526
现金变动	25	-43	3139	3555	3633	3713
年初现金	4524	4336	4118	7259	10404	13587
汇兑变动影响	-234	1	2	-410	-450	-450
期末现金和现金等价物	4315	4294	7259	10404	13587	16851

截止至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
获利能力						
毛利率	66%	72%	75%	75%	75%	75%
经营利润率	22%	22%	25%	23%	24%	24%
净利润率	17%	17%	21%	19%	20%	19%
ROE	19%	20%	24%	24%	25%	26%
ROA	14%	15%	17%	18%	19%	21%
偿还能力						
资产负债率	33%	27%	23%	22%	21%	20%
净资产负债率	49%	36%	30%	28%	26%	24%
流动比率	1.91	2.08	2.53	2.58	2.66	2.73
速动比率	1.48	1.68	2.23	2.28	2.34	2.41
营运能力						
总资产周转率	0.90	0.91	0.90	0.96	1.03	1.09
应收账款周转率	3.29	3.39	4.25	5.03	5.68	6.37
应付账款周转率	1.11	0.95	1.07	1.26	1.42	1.59
存货周转率	2.29	2.22	2.85	3.89	4.26	4.64
每股指标(人民币元)						
每股收益	0.43	0.50	0.69	0.76	0.88	0.99
每股净资产	2.00	2.47	2.88	3.18	3.46	3.76
估值比率(倍)						
P/E	33.7	29.1	20.9	19.0	16.5	14.6
P/B	6.8	5.5	4.7	4.3	3.9	3.6
EV/EBITDA	24.3	21.4	16.4	14.8	12.5	11.1
股息率	1%	1%	1%	1%	1%	1%

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>