

买入

创新药管线不断丰富，业绩持续增长

石药集团 (1093.HK)

2022-10-28 星期五

目标价:	11.78 港元
现价:	8.21 港元
预计升幅:	43.48%

重要数据

日期	2022-10-28
收盘价 (港元)	8.21
总股本 (亿股)	119
总市值 (亿港元)	980
净资产 (亿元)	294.15
总资产 (亿元)	388.39
52 周高低 (港元)	9.85/6.86
每股净资产 (元)	2.47

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 (10.21%)
联诚控股有限公司 (7.95%)
共成国际有限公司 (6.11%)

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
石药集团 (1093.HK) - 更新报告-20211123

研究部

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

➤ 新药研发快速推进，BD 引进创新药双轮驱动：

2022 年 10 月，公司的全资附属公司恩必普药业获得上海和铂医药的独家授权，以在大中华区开发、生产与商业化巴托利单抗。巴托利单抗是上海和铂医药的核心产品之一，有潜力成为治疗多类自身免疫性疾病的突破性疗法。公司已建成一支国际化的研发团队，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。2022 年上半年投入研发费用 18.84 亿元，同比增长 16.8%，约占公司成药业务收入的 15.3%。目前公司约有 300 个在研项目，4 个候选创新药物于期内递交上市申请，50 余项处于临床研究阶段。抗肿瘤纳米药物多恩达于 2022 年 1 月获得用于治疗外周 T 细胞淋巴瘤的中国上市批准；克必妥于 2022 年 3 月取得药品注册批件。此外，公司正在开展 6 项针对新型冠状病毒变异毒株的 mRNA 疫苗 (SYS6006) 的临床研究。在业务拓展上，2022 年 7 月公司与 Elevation Oncology, Inc. 签订授权协议，向其授出 SYSA1801 在大中华区之外的开发及商业化权利。

➤ 公司业绩继续保持增长，原料产品及功能食品板块快速增长：

公司业绩保持持续增长，2022 年中期实现营收 156.10 亿元，同比增长 12.9%，股东应占溢利为 29.66 亿元，轻微减少 3.1%；撇除以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产的公允价值变动及以股份为基础的酬金开支，股东应占溢利同比增加 14.9% 至 30.69 亿元。板块方面，成药板块实现营收 122.93 亿元，同比增长 9.4%，其中神经系统疾病、抗肿瘤、抗感染、心血管疾病、呼吸系统疾病、消化代谢领域分别同比增长 7.3%、2.3%、23.9%、4.8%、33.1% 及 46.0%；原料产品板块实现营收 23.52 亿元，同比增长 22.7%；功能食品及其它板块实现营收 9.65 亿元，同比增长 43.5%。

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，加上公司强大的管理能力和效率，预计未来公司业绩将继续快速增长，预计 2022-2024 年的收入分别为 323.42 亿元、371.16 亿元、432.82 亿元，净利润分别为 60.7 亿元、68.48 亿元、79.17 亿元，我们给予公司目标价格为 11.78 港元，对应 2022 年 19.7 倍 PE，继续维持买入评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	24942	27867	32342	37116	43282
同比增长 (%)		12%	16%	15%	17%
净利润	5160	5605	6070	6848	7917
同比增长 (%)		9%	18%	13%	16%
净利润率 (%)	21%	20%	19%	18%	18%
每股盈利 (元)	0.43	0.47	0.51	0.57	0.66
PE@8.21HKD	17.6	16.1	14.8	13.3	11.4

数据来源: wind、石药集团年报、国元证券经纪(香港)整理

報告正文

在研產品組合豐富，BD 團隊助力研發：

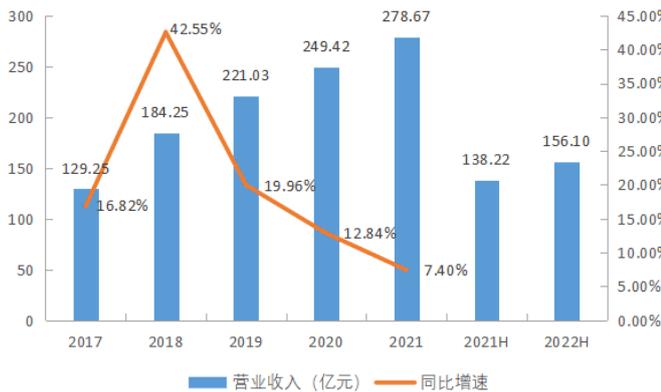
公司已建成一支國際化的研發團隊，研發基地分布國內外，專注於小分子靶向、納米、單抗、雙抗、抗體偶聯及免疫領域生物醫藥的發現與研發，目前公司的 BD 團隊已經形成一個國際化的整體，未來 BD 團隊的發展策略將是圍繞優勢領域的同時，補齊神經、腫瘤、心血管、腎病、眼科等發展空白。公司今年依然保持其較強的產品及工藝創新能力，以及豐富的在研產品管線。2022 年上半年投入研發費用 18.84 億元，同比增長 16.8%，約占公司成藥業務收入的 15.3%。目前約有 300 個在研項目，其中小分子創新藥 40 多項、大分子創新藥 40 多項、新型製劑 30 多項，有 4 個候選創新藥物於期內遞交上市申請，超過 50 項處於臨床研究階段，整體研發速度較快。抗腫瘤納米藥物多恩達於 2022 年 1 月獲得用於治療外周 T 細胞淋巴瘤的中國上市批准，臨床研究顯示其療效較其他藥物更優；克必妥於 2022 年 3 月取得藥品註冊批件；琥珀酸去甲文拉法辛緩釋片、伊立替康脂質體注射液、納樂舒單抗注射液也陸續遞交了上市申請。此外，公司正在開展 6 項針對新型冠狀病毒變異毒株的 mRNA 疫苗（SYS6006）的臨床研究，研究結果顯示其安全性良好，且具有超高的免疫原性和對主要流行株 BA.2 超強的中和活性，及在應對變異株方面作為加強針的顯著優勢。報告期內，公司在研創新藥獲得了 7 項首適應症、3 項新增適應症的臨床試驗批件；獲得了 12 個仿製藥的藥品註冊批件；提交了 17 件 PCT 國際申請、112 件專利申請、24 件專利授權。

2022 年 2 月，公司收購廣州銘康生物工程有限責任公司 51% 的股權，產品銘復樂將於短期內提交上市申請。2022 年 7 月，公司與美國生物製藥公司 Elevation Oncology, Inc. 簽訂獨家授權協議，向其授出本集團開發的 SYSA1801 在大中華地區以外的開發及商業化權利，獲得 2700 萬美元的首付款，並有權收取最多 1.48 億美元的潛在開發及監管里程碑付款及最多 10.2 億美元的潛在銷售里程碑付款，這標誌著公司的創新能力得到國際認可。2022 年 10 月，石藥集團全資附屬公司恩必普藥業獲得上海和鉑醫藥的獨家授權，以在大中華區（包括中國大陸、香港、澳門及台灣）開發、生產與商業化巴托利單抗。巴托利單抗是上海和鉑醫藥的核心產品之一，是一種選擇性地結合及抑制新生兒 FcRn 的全人源單克隆抗體，有潛力成為治療多類自身免疫性疾病的突破性療法。恩必普藥業須向上海和鉑醫藥支付首付款 1.50 億元人民幣、最多 5000 萬元的潛在技術里程碑付款、最多 4 億元的潛在開發和監管里程碑付款及最多 5750 萬美元（約人民幣 4.11 億元）的潛在銷售里程碑付款。

公司业绩持续增长：

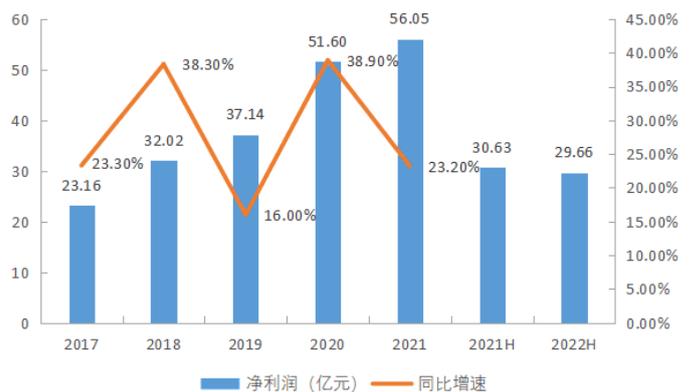
截至 2022 年 6 月 30 日，公司业绩保持增长，实现营收 156.10 亿元，同比增长 12.9%，股东应占溢利为 29.66 亿元，轻微减少 3.1%；撇除以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产的公允价值变动及以股份为基础的酬金开支，股东应占溢利同比增加 14.9% 至 30.69 亿元。

图 1：2022 年前上半年主营业务收入情况（亿元）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：2022 年上半年净利润情况（亿元）



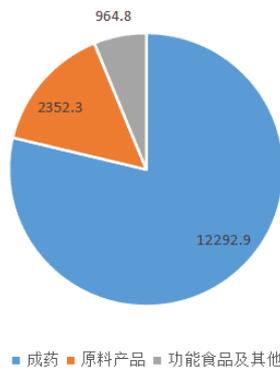
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

2022 年上半年多业务板块持续发力，成药板块继续成为营收贡献助力：

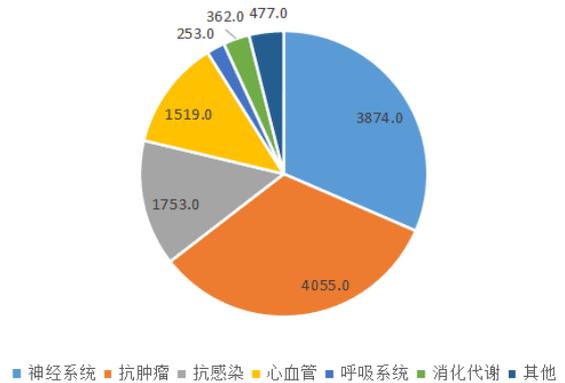
2022 年上半年，成药板块实现营收 122.93 亿元，同比增长 9.4%，其中神经系统疾病、抗肿瘤、抗感染、心血管疾病、呼吸系统疾病、消化代谢领域分别同比增长 7.3%、2.3%、23.9%、4.8%、33.1% 及 46.0%；原料产品板块实现营收 23.52 亿元，同比增长 22.7%；功能食品及其它板块实现营收 9.65 亿元，同比增长 43.5%。成药业务作为公司的核心业务，涵盖神经系统疾病、抗肿瘤、抗感染、心血管疾病、呼吸系统疾病、糖尿病等多优质赛道领域，拥有丰富产品组合，继续发挥主力增长优势。截至 2022 年 6 月 30 日，在**神经系统**领域，公司持续推动恩必普在县级及乡镇地区的市场下沉，并加强推广门诊处方及开拓 OTC 市场；积极开展舒安灵的临床研究及市场推广。在**抗肿瘤**领域，公司拓宽了药品适应症的临床使用且持续地推动市场下沉。津优力于 2022 年 3 月被纳入广东牵头的 11 省集采，其降价提高了药品的可及性。克艾力于 2022 年 6 月完成了河南牵头地 13 省集采续约，降价幅度较大，市场下沉的深化有望争取更大的市场空间。多美素目前在同类产品中的市场占有率已经超过 75%。多恩达是公司自主研发的全球首个上市的米托蒽醌纳米药物，已于 2022 年 1 月获得用于治疗外周 T 细胞淋巴瘤的中国上市批准，临床研究显示其效果较其他药品更优，目前已成功开发超过 200 家医院，得到了市场的认可。在**抗感染**领域，安复利克于 2021 年 4 月获批上市，并于同年 12 月进入国家医保目录，目前已覆盖超过 420 家医院。此外还有多个产品中选国家集采。在**心血管**领域，玄宁、恩存、达新宁均具有可观的市场空间，铭

复乐在用于治疗急性缺血性卒中的 III 期研究中达到主要研究终点，预计将于短期内提交上市申请。在呼吸系统领域，公司主要产品包括琦效、中诺立克、中诺平、琦昕及诺一安。其中琦昕已中选国家第七批集采，预计放量速度会加快。

在原料产品板块，由于生产能力的上升，维 C 产品的收入增长 29.4% 至 13.99 亿元；由于个别抗生素产品销量的提高，抗生素及其他产品收入增长 14.1% 至 9.53 亿元。在功能食品及其他业务板块，由于咖啡因产品销量提高及售价的上升，收入增长 43.5% 至 9.65 亿元。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 3：2022 年上半年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 4：2022 年上半年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

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，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，加上公司强大的管理能力和效率，预计未来公司业绩将继续快速增长，预计 2022-2024 年的收入分别为 323.42 亿元、371.16 亿元、432.82 亿元，净利润分别为 60.7 亿元、68.48 亿元、79.17 亿元，我们给予公司目标价格为 11.78 港元，对应 2022 年 19.7 倍 PE，继续维持买入评级。

风险提示：

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

财务报表摘要:
损益表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售收入	22103	24942	27867	32342	37116	43282
成本	-6193	-6257	-6732	-8086	-9279	-10820
毛利	15910	18685	21135	24257	27837	32461
经营费用	-8700	-9378	-10443	-11967	-13733	-16014
行政开支	-747	-946	-1010	-1100	-1188	-1385
其他收入净额	292	642	654	582	668	779
研发费用	-2000	-2890	-3433	-4204	-5048	-5973
经营利润	4754	6113	6903	7568	8537	9868
财务成本	-32	-12	-8	-8	-8	-8
其他收入净额	0	1	1	2	2	2
税前利润	4722	6102	6897	7562	8531	9862
所得税	-893	-1162	-1159	-1436	-1621	-1873
年内股东溢利	3714	5160	5605	6070	6848	7917
少数股东权益	19	69	83	54	60	70
EBITDA	5360	6799	7629	8308	9292	9868
净利润	3714	5160	5605	6070	6848	7917
每股收益(人民币元, 基本)	0.31	0.43	0.47	0.51	0.57	0.66
每股收益(人民币元, 摊薄)	0.31	0.43	0.47	0.51	0.57	0.66
收入增长(%)	20.0%	12.8%	11.7%	16.1%	14.8%	16.6%
毛利增长(%)	30.5%	17.4%	13.1%	14.8%	14.8%	16.6%
经营利润增长(%)	16.9%	28.6%	12.9%	9.6%	12.8%	15.6%
净利润增长(%)	16.0%	38.9%	8.6%	8.3%	12.8%	15.6%
每股收益增长(%)	16.0%	38.9%	8.6%	8.3%	12.8%	15.6%

资产负债表

(百万人民币)	2019E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
固定资产	8,459	7,770	8,529	9,382	10,321	11,353
无形资产	1,136	509	468	515	566	623
其他非流动资产	1,822	3,341	3,435	3,751	4,124	4,536
非流动资产总计	12,621	14,149	14,405	15,781	17,357	19,093
存货	2,536	1,861	2,480	2,580	2,683	2,790
应收账款及应收票据	5,018	5,147	7,129	7,414	7,710	8,019
现金及现金等价物	4,118	7,259	9,284	9,655	10,041	10,443
其他流动资产	2,025	1,572	1,443	1,501	1,561	1,624
流动资产总计	13,697	15,921	20,337	21,150	21,996	22,875
总资产	26,318	30,070	34,742	36,931	39,353	41,968
应付账款及票据	5,911	5,839	7,051	7,142	7,213	7,285
短期债务	23	99	0	0	0	0
其他流动负债	302	364	0	176	178	180
流动负债总计	6,236	6,302	7,226	7,318	7,391	7,465
长期借款	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	563	667	687	597	599	601
非流动负债总计	563	667	687	597	599	601
股东权益	18,461	22,332	25,987	29,015	31,363	33,903
少数股东权益	1,056	769	842	867	893	920
总权益	19,519	23,101	26,828	29,015	31,363	33,903

现金流量表

(百万人民币)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前利润	3944	4626	6391	6847	7560	8529	9860
折旧与摊销	638	606	686	726	740	755	770
财务费用	77	32	12	8	8	8	8
运营资本变动	179	215	258	412	660	1056	1689
税金	-669	-867	-1061	-1141	-1164	-1187	-1211
其他经营现金流	-289	-828	454	-2215	-3075	-4337	-6196
经营活动所产生现金流	3880	3784	6740	4637	4729	4824	4920
购买固定资产净值	-1706	-1873	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-1990	-584	-2130	-637	-883	-900	-917
投资活动所产生现金流	-3696	-2457	-2130	-637	-883	-900	-917
净增权益	3	15	0	0	0	0	0
净增债务	21	23	169	0	25	25	26
支付股息	-821	-965	-1528	-1691	-1716	-1742	-1768
其他融资现金流	640	-619	-112	-506	-506	-513	-521
融资活动所产生现金流	-157	-1546	-1471	-2197	-2197	-2230	-2263
现金变动	26	-219	3139	1803	1649	1694	1740
年初现金	4524	4336	4118	7259	9060	10723	12417
汇兑变动影响	-234	1	2	-2	14	0	0
期末现金和现金等价物	4317	4118	7259	9060	10723	12417	14157

截止至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
获利能力							
毛利率	66%	72%	75%	76%	75%	75%	75%
经营利润率	22%	22%	25%	25%	23%	23%	23%
净利润率	17%	17%	21%	20%	19%	18%	18%
ROE	19%	20%	23%	22%	21%	22%	23%
ROA	14%	14%	17%	16%	16%	17%	19%
偿还能力							
资产负债率	33%	26%	23%	23%	21%	20%	19%
净资产负债率	49%	35%	30%	29%	27%	25%	24%
流动比率	1.91	2.20	2.53	2.81	2.89	2.98	3.06
速动比率	1.48	1.79	2.23	2.47	2.54	2.61	2.69
营运能力							
总资产周转率	0.90	0.89	0.88	0.86	0.90	0.97	1.06
应收账款周转率	3.29	3.39	4.25	4.32	4.56	5.17	5.97
应付账款周转率	1.11	0.95	1.07	1.04	1.14	1.29	1.49
存货周转率	2.29	2.22	2.85	3.10	3.20	3.53	3.95
每股指标 (人民币元)							
每股收益	0.27	0.31	0.43	0.47	0.51	0.57	0.66
每股净资产	1.26	1.55	1.87	2.18	2.43	2.63	2.84
估值比率 (倍)							
P/E	25.7	22.2	16.0	14.7	13.6	12.0	10.4
P/B	5.2	4.2	3.5	3.0	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	18.3	16.1	12.3	10.7	9.7	8.7	8.1
股息率	1%	1%	2%	2%	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>