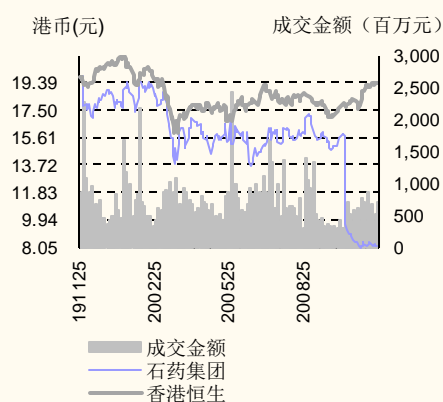


市价 (港币): 8.14 元

## 市场数据(港币)

收盘价(元)	8.140
流通港股(百万股)	11,973.77
总市值(百万元)	97,466.49
年内股价最高最低(元)	19.820/8.050
香港恒生指数	26486.20



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-48.55	-46.80	-59.30
相对香港恒生	-54.01	-62.31	-58.89

## 相关报告

- 《业绩符合预期稳健增长，创新管线进入收获期-石药集团 2020H...》，2020.8.29
- 《Q1 业绩符合预期，登陆科创方案为公司助力-石药集团 2020Q...》，2020.5.31
- 《恩必普+抗肿瘤新药双驱动，原料药承压-石药集团 2019 年报点...》，2020.3.31

王麟

分析师 SAC 执业编号: S1130520030001  
(8621)60230233  
wang\_lin@gjzq.com.cn

## 业绩符合预期，核心品种恩必普稳健增长

## 公司基本情况 (单位: 人民币)

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额(百万)	22,137	25,453	29,520	33,205
同比增长	4.45%	14.98%	15.98%	12.49%
母公司股东溢利(百万)	3,714	4,588	5,458	6,383
同比增长	1.62%	23.54%	18.94%	16.95%
摊薄每股盈利	0.31	0.38	0.46	0.53
每股经营现金流	0.32	0.39	0.57	0.61
市盈率(倍)	22.31	18.06	15.18	12.98
市净率(倍)	4.49	3.81	3.34	2.88

## 业绩简评

- 11月23日，公司发布2020年三季度业绩报告，整体业绩符合预期；2020Q1-Q3 公司实现收入约192.2亿元，同比增长约14.6%，毛利约144.6亿元，同比增长约21.6%，归母净利润约35.18亿元，同比增长约25.1%，实现基本EPS为0.29元。

## 点评

- 整体业绩符合预期，恩必普、抗肿瘤药维持较快增速。2020Q1-Q3 公司整体业绩符合预期，其中成药、维生素C原料、抗生素原料、其他业务板块收入增速分别为17.4%、-9.9%、6.6%、22.5%；经营溢利增速分别为20.6%、-17.0%、578%、23.1%。成药板块主要依赖于核心产品恩必普及抗肿瘤产品持续放量。核心产品恩必普持续中高速放量，销售收入同比增长32.1%；抗肿瘤药整体销售收入同比增长35.4%，其中多美素、津优力、克艾力收入增长分别为36.3%、45.2%、33.1%。预计未来恩必普有一定概率进入国家新药谈判目录，短期增速较快，长期受谈判降价幅度不确定影响。
- NDSS 剂型改进品种上市申请进度有望进展，为公司整体贡献业绩。米托蒽醌脂质体为抗肿瘤领域重磅产品，目前尚无相似产品上市，公司产品用于外周T细胞淋巴瘤二线治疗已提交NDA申请并已被纳入优先审评，多项临床研究正在进行。两性霉素B胆固醇硫酸酯复合物为全身抗真菌感染药物，中国大陆上尚无相似产品上市，公司产品已提交NDA。两款重磅脂质体有望2021-2022年上市销售，未来将为公司带来丰厚的收益。
- 研发投入持续加大，管线进展顺利。2020Q1-Q3 公司研发费用约为22.66亿元，同比增长50.93%，研发投入持续加大。各项研究进展顺利，2020Q3 1类创新药SYHA1813 (VEGFR2/CSF1R) 获批临床用于复发或晚期实体瘤治疗、1类新药ALMB0168 (Cx43 激动剂) 获批临床用于骨转移、骨肿瘤治疗。目前公司有40余项小分子创新药、50余项大分子创新药在研，进展顺利，未来可期。

## 盈利预测与估值:

- 公司业绩稳定增长，研发稳步推进，给予2020-2022三年EPS分别为0.38/0.46/0.53元，PE分别为18.1/15.2/13.0倍。维持“买入”评级。

## 风险提示:

- 新药研发进展不达预期；新品种上市后销售不达预期；恩必普医保谈判降价幅度不达预期；带量采购对存量品种负面影响。

图表 1: 石药集团 pipeline 在研管线

治疗领域	阶段	产品名称	靶点	适应症	Research	Preclinical	IND	Phase I	Phase II	Phase III	NDA Submission	Approved	
石药集团	注册临床试验	JMT103	RANKL	高钙血症									
	注册临床试验	JMT103	RANKL	骨巨细胞瘤									
	2期临床	JMT103	RANKL	骨质疏松症									
	2期临床	JMT103	RANKL	肿瘤骨转移									
	2期临床	JMT101	EGFR	肺癌、结直肠癌、头颈癌、食管癌									
	1期临床	HA121-28	多靶点TKI	肺癌									
	1期临床	SYHA1801	BRD4	乳腺癌、结直肠癌									
	1期临床	SYHA1803	Pan-FGFR	肺癌、肝癌									
	1期临床	SYHA1807	LSD1	肺癌									
	1期临床	SYHA1817	FGFR/KDR/CSF1R	肺癌									
	1期临床	SYSA1802	PD-1	肺癌									
	1期临床	SYSA1501	Her2受体ADC	乳腺癌、胃癌									
	1期临床	M802	HER2/CD3	乳腺癌、胃癌									
	1期临床	SYHA1813	VEGFR2/CSF1R	肺癌									
	1期临床	SYHA1815	多靶点TKI	肺癌、胃癌									
	1期临床	DP303c	Her2-ADC	乳腺癌、胃癌、卵巢癌									
	1期临床	Y150	EpCAM/CD3	肿瘤引起的腹水						美国			
	实体瘤创新药	临床前研究	ZQY1814	ER-PROTAC	乳腺癌、甲状腺癌								
		临床前研究	ZYQ1815	IDO	肺癌、胰腺癌、肝癌、黑色素瘤、结直肠癌								
		临床前研究	ZQY1817	Pan-CDK	肝癌								
		临床前研究	ZQY1818	CDK4/6-HDAC	乳腺癌、肝癌								
		临床前研究	ZQY1819	FGFR4	肝癌								
		临床前研究	NR17001/ADC	Claudin 18.2 ADC	胃癌、胰腺癌								
		临床前研究	DP002	TROP2	肺癌								
		临床前研究	DP003	New Target	肺癌								
临床前研究		DP006	IL2	黑色素瘤、胃癌									
1期临床		ALMB0168	Cx43激动剂	骨转移、骨肿瘤									
临床前研究		NR17001/CD3	Claudin 18.2和CD3	胃癌									
临床前研究		NR18003	LAG-3	肺癌									
临床前研究		NR18008	IL23P19	胰腺癌									
血液瘤创新药		注册临床试验	Duvefsib	PI3K	白血病、淋巴瘤								
		2期临床	SKL1028	FLT3等	白血病、淋巴瘤								
	临床前研究	SYHA1811	BTK抑制剂	淋巴瘤									
	临床前研究	ZQY1816	Syk-Jak抑制剂	淋巴瘤									
	临床前研究	A1-Y150	CD38/CD3	多发性骨髓瘤、急性淋巴细胞白血病									
	临床前研究	B-Y151	BCMA/CD3	骨髓瘤									
	临床前研究	JMT601	CD47双抗	白血病、淋巴瘤									
	3期临床	DBPR108	n.a.	糖尿病									
	1期临床	SYHA1402	n.a.	糖尿病引起的神经病变									
	1期临床	SYHA136	n.a.	抗血栓									
其他适应症创新药	1期临床	SYHA1805	n.a.	非酒精性脂肪性肝炎									
	3期临床	丁苯酞软胶囊	n.a.	血管性疾病									
	2期临床	丁苯酞软胶囊 (美国)	n.a.	缺血性脑卒中									
	2期临床	盐酸阿司匹灵片	SNRI	抗抑郁									
	2期临床	黄芩素片	n.a.	流行性感冒									
	1期临床	CSPCHA115	n.a.	过敏性皮炎及哮喘									
	1期临床	ALMB0168	Cx43拮抗剂	肾脏损伤									
	1期临床	ALMB0168	Cx43拮抗剂	胃癌、癌症骨转移									
	1期临床	TG103	GLP1融合蛋白	糖尿病									
	2期临床	奥玛珠单抗类似物	IgG	中、重度过敏性鼻炎									
	申报生产	盐酸米托蒽醌脂质体注射液	萘环类抗肿瘤药物	淋巴瘤									
	申报生产	注射用两性霉素B脂质体注射液	唑类抗真菌药	侵袭性真菌感染									
	注册临床试验	注射用两性霉素B脂质体	唑类抗真菌药	侵袭性真菌感染									
	2期临床	注射用前列地尔脂质体	血管扩张剂	血管扩张									
	注册临床试验	盐酸伊立替康脂质体注射液	拓扑异构酶抑制剂	胰腺癌							中美		
1期临床	盐酸表柔比星脂质体注射液	萘环类抗肿瘤药物	实体瘤、血液瘤										
1期临床	注射用紫杉醇脂质体注射液	微管抑制、新生血管抑制	乳腺癌、胰腺癌										
注册临床试验	盐酸米托蒽醌脂质体注射液	萘环类抗肿瘤药物	肺癌、肝癌、NKT细胞淋巴瘤及外周T细胞淋巴瘤										
1期临床	酒石酸长春瑞滨脂质体注射液	微管抑制剂	肺癌、乳腺癌、卵巢癌										
注册临床试验	注射用紫杉醇白蛋白	微管抑制	肺癌										
注册临床试验	注射用紫杉醇纳米粒 (速溶型)	微管抑制	多种实体瘤										
1期临床	注射用多西他赛白蛋白	微管抑制	实体瘤										
临床前研究	注射用髓鞘壳壳素脂质体	GnRH拮抗剂	前列腺癌、子宫内异位症										
临床前研究	髓鞘壳壳素微球		前列腺癌、子宫内异位症										
注册临床试验	注射用聚乙二醇化脂质体	萘环类、抗代谢物复方	白血病										
临床前研究	Toll-like受体激动剂脂质体		实体瘤										
临床前研究	抗体偶联脂质体		实体瘤										
临床前研究	腺苷酸	抑制DNA合成	实体瘤										
已投产	达沙替尼原料及片	多靶点TKI	慢性髓细胞白血病										
临床前研究	伊布替尼	BTK抑制剂	淋巴瘤										
临床前研究	米那普隆	CRBN	骨髓瘤										
已投产	舒尼替尼软胶囊	TKI抑制剂	胰腺癌、胃癌、肾癌、肾癌间质瘤										
已投产	索拉非尼片	多激酶抑制剂	胃癌、肝癌										
II研究	阿法替尼原料及片	EGFR(ErbB1)和HER2(ErbB2)	NSCLC										
注册临床试验	注射用两性霉素B脂质体	唑类抗真菌药	侵袭性真菌感染										
临床前研究	仑伐替尼软胶囊	VEGFR抑制剂	肝癌										
临床前研究	瑞格西尼软胶囊	CDK4/6抑制剂	乳腺癌										
临床前研究	培唑帕尼片	VEGFR抑制剂	肺癌、卵巢癌、胃癌、软组织肉瘤										
临床前研究	塞瑞替尼片	ALK抑制剂	肺癌										
临床前研究	瑞戈非尼片	多靶点TKI	肺癌、结直肠癌、胃癌间质瘤										
临床前研究	芦卡帕利片	PARP抑制剂	卵巢癌										
临床前研究	奥拉帕利片	PARP抑制剂	卵巢癌										

来源: 公司公告, Wind, ClinicalTrials, 国金证券研究所

图表 2：石药集团公司财务模型（单位：百万人民币）

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	15,603	21,194	22,137	25,453	29,520	33,205	货币资金	5,163	4,927	4,118	6,150	9,527	13,352
增长率	25.1%	35.8%	4.5%	15.0%	16.0%	12.5%	应收款项	4,176	4,690	5,018	7,196	7,732	8,532
主营业务成本	6,117	7,116	6,192	6,353	7,250	8,425	存货	2,901	3,461	2,536	2,647	2,900	3,370
%销售收入	39.2%	33.6%	28.0%	25.0%	24.6%	25.4%	其他流动资产	1,395	2,609	2,025	1,991	2,016	2,038
毛利	9,346	13,913	15,911	19,066	22,236	24,746	流动资产	13,635	15,686	13,697	17,985	22,174	27,292
%销售收入	59.9%	65.6%	71.9%	74.9%	75.3%	74.5%	%总资产	63.3%	59.5%	52.0%	56.9%	61.5%	65.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	110	144	408	808	808	808
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	6,663	7,605	8,459	8,633	8,791	8,934
销售费用	4,375	7,328	8,712	9,913	11,205	12,174	%总资产	30.9%	28.8%	32.1%	27.3%	24.4%	21.6%
%销售收入	28.0%	34.6%	39.4%	38.9%	38.0%	36.7%	无形资产	225	1,077	2,148	2,235	2,319	2,398
管理费用	682	780	749	1,134	1,268	1,327	非流动资产	7,908	10,697	12,621	13,628	13,869	14,092
%销售收入	4.4%	3.7%	3.4%	4.5%	4.3%	4.0%	%总资产	36.7%	40.5%	48.0%	43.1%	38.5%	34.1%
研发费用	403	1,583	2,000	3,050	3,243	3,649	<b>资产总计</b>	<b>21,543</b>	<b>26,383</b>	<b>26,318</b>	<b>31,613</b>	<b>36,043</b>	<b>41,384</b>
%销售收入	2.6%	7.5%	9.0%	12.0%	11.0%	11.0%	短期借款	927	80	23	0	0	0
息税前利润（EBIT）	3,914	4,355	4,342	5,002	6,554	7,631	应付款项	1,554	3,720	1,427	1,588	1,813	2,106
%销售收入	25.1%	20.6%	19.6%	19.7%	22.2%	23.0%	其他流动负债	3,278	4,435	4,787	6,609	7,666	8,625
财务费用	27	88	-32	-105	-169	-252	流动负债	5,760	8,235	6,237	8,197	9,479	10,731
%销售收入	0.2%	0.4%	-0.1%	-0.4%	-0.6%	-0.8%	长期贷款	60	0	0	0	0	0
-	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	316	500	563	557	557	557
投资收益	10	51	58	646	121	121	<b>负债</b>	<b>6,135</b>	<b>8,735</b>	<b>6,800</b>	<b>8,755</b>	<b>10,036</b>	<b>11,288</b>
%税前利润	0.3%	1.1%	1.3%	11.2%	1.8%	1.5%	<b>普通股股东权益</b>	<b>15,322</b>	<b>17,105</b>	<b>18,462</b>	<b>21,730</b>	<b>24,793</b>	<b>28,781</b>
营业利润	3,502	4,355	4,342	5,002	6,554	7,631	其中：股本	12,922	12,922	10,899	11,974	11,974	11,974
营业利润率	22.4%	20.6%	19.6%	19.7%	22.2%	23.0%	未分配利润	2,624	5,288	7,690	9,884	12,946	16,935
营业外收支	-20	182	194	0	0	0	少数股东权益	85	542	1,056	1,129	1,215	1,315
税前利润	3,465	4,502	4,626	5,754	6,844	8,004	<b>负债股东权益合计</b>	<b>21,543</b>	<b>26,383</b>	<b>26,318</b>	<b>31,613</b>	<b>36,043</b>	<b>41,384</b>
利润率	22.2%	21.2%	20.9%	22.6%	23.2%	24.1%	<b>比率分析</b>						
所得税	685	873	893	1,093	1,300	1,521	<b>每股指标</b>	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税率	19.8%	19.4%	19.3%	19.0%	19.0%	19.0%	每股收益	0.231	0.305	0.310	0.383	0.456	0.533
净利润	2,780	3,629	3,733	4,661	5,544	6,483	每股净资产	1.280	1.429	1.542	1.815	2.071	2.404
少数股东损益	10	-26	19	72	86	100	每股经营现金净流	0.275	0.370	0.316	0.391	0.572	0.610
归属于母公司的净利	2,771	3,655	3,714	4,588	5,458	6,383	每股股利	0.150	0.180	0.200	0.200	0.200	0.200
净利率	17.8%	17.2%	16.8%	18.0%	18.5%	19.2%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	18.08%	21.37%	20.12%	21.12%	22.01%	22.18%
<b>现金流量表（人民币百万元）</b>							总资产收益率	12.86%	13.85%	14.11%	14.51%	15.14%	15.42%
净利润	2,771	3,655	3,714	4,588	5,458	6,383	投入资本收益率	226.26%	312.66%	213.29%	240.31%	299.57%	330.08%
少数股东损益	10	-26	19	72	86	100	<b>增长率</b>						
非现金支出	71	-177	-137	-573	-35	-21	主营业务收入增长率	25.06%	35.83%	4.45%	14.98%	15.98%	12.49%
非经营收益							EBIT增长率	46.58%	11.29%	-0.31%	15.21%	31.01%	16.43%
营运资金变动	-270	204	-485	-272	468	-41	净利润增长率	31.88%	31.92%	1.62%	23.54%	18.94%	16.95%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,288</b>	<b>4,428</b>	<b>3,784</b>	<b>4,681</b>	<b>6,850</b>	<b>7,299</b>	总资产增长率	45.95%	22.47%	-0.24%	20.12%	14.01%	14.82%
资本开支	-1,220	-2,523	-2,123	-1,200	-1,200	-1,200	<b>资产管理能力</b>						
投资	-1,581	-1,696	311	-400	0	0	应收账款周转天数	80.2	67.5	72.5	86.9	81.1	81.1
其他	-487	0	-645	295	121	121	存货周转天数	173.1	177.5	149.5	152.1	146.0	146.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3,287</b>	<b>-4,219</b>	<b>-2,457</b>	<b>-1,305</b>	<b>-1,079</b>	<b>-1,079</b>	应付账款周转天数	92.8	190.8	84.1	91.3	91.3	91.3
股权募资	2,351	-99	1,042	1,074	0	0	固定资产周转天数	155.9	131.0	139.5	123.8	108.7	98.2
债权募资	-193	865	-1,617	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-526	-945	-971	-2,418	-2,395	-2,395	净负债/股东权益	-25.06%	-24.63%	-18.10%	-24.47%	-34.49%	-42.51%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,631</b>	<b>-179</b>	<b>-1,546</b>	<b>-1,344</b>	<b>-2,395</b>	<b>-2,395</b>	EBIT利息保障倍数	147.0	49.7	-134.4	-47.5	-38.8	-30.2
<b>现金净流量</b>	<b>1,929</b>	<b>-237</b>	<b>-217</b>	<b>2,032</b>	<b>3,376</b>	<b>3,826</b>	资产负债率	28.48%	33.11%	25.84%	27.69%	27.84%	27.28%

来源：公司公告，国金证券研究所

**投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;  
增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;  
中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;  
减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903  
传真: 021-61038200  
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn  
邮编: 201204  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979  
传真: 010-66216793  
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn  
邮编: 100053  
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378  
传真: 0755-83830558  
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn  
邮编: 518000  
地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7GH