

市价(港币): 20.550元

市场数据(港币)

| | |
|-------------|---------------|
| 收盘价(元) | 20.550 |
| 流通港股(百万股) | 6,236.34 |
| 总市值(百万元) | 128,156.75 |
| 年内股价最高最低(元) | 21.400/10.060 |
| 香港恒生指数 | 26681.09 |



| | | | |
|---------|-------|-------|-------|
| 股价表现(%) | 3个月 | 6个月 | 12个月 |
| 绝对 | 65.19 | 46.37 | 18.10 |
| 相对香港恒生 | 61.51 | 50.90 | 16.20 |

相关报告

- 《研发平台价值凸显, 管线丰富稳步推进-石药集团更新点评》, 2019.11.7
- 《业绩符合预期, 恩必普高增长, 研发加大投入-石药集团(HK.1...》, 2019.8.19
- 《业绩符合预期, 恩必普渠道下沉继续高增长-石药集团2019年一...》, 2019.5.22
- 《公司业绩符合预期, 恩必普及肿瘤继续高增长-石药集团2018年...》, 2019.3.19
- 《业绩符合预期, 研发持续投入抗肿瘤环比加速-石药集团2018Q...》, 2018.11.20

王麟

联系人
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

业绩符合预期, 恩必普及抗肿瘤新药双驱动

公司基本情况(单位: 百万港元)

| 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业额(百万) | 21029 | 25306 | 29644 | 34052 |
| 同比增长 | 36.0% | 20.3% | 17.1% | 14.9% |
| 母公司股东溢利(百万) | 3655 | 4625 | 5678 | 6861 |
| 同比增长 | 30.5% | 27.5% | 22.5% | 20.7% |
| 每股收益 | 0.59 | 0.74 | 0.91 | 1.10 |
| 每股经营现金流 | 0.71 | 0.23 | 0.85 | 1.08 |
| 市盈率(倍) | 35.1 | 27.7 | 22.6 | 18.7 |
| 市净率(倍) | 7.5 | 5.9 | 4.7 | 3.7 |

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是港币。

事件

- 今日, 公司发布 2019 三季报, 业绩符合预期。收入约 167.6 亿人民币, 同增 27.5%; 毛利率约 70.9%, 同比升 5.7%; 归母约 28.1 亿元, 同增 24%; 实现基本 EPS 为 0.45 元。

点评

- 恩必普 Q3 单季仍保持较好增速, 与抗肿瘤药双驱动延续:** 核心品种恩必普是公司业绩第一大驱动因素, 目前基层渗透较低, 预计未来渠道下沉、院外推广、以及 OTC 渠道尝试等方案将是该品种主要发展方向。预计 Q1-Q3 收入约 40 亿元 (同比约 35.7%), Q3 收入 12.4 亿 (同比约 34.5%)。公司第二大驱动因素为抗肿瘤药, 抗肿瘤领域前三季度同比增速约 170.7%, 其中白蛋白紫杉醇快速放量, 同比约 590.4%, 今年有望销售额超 15 亿元。另外, 多美素及津优力前三季度同比增速约 118%及 129.5%。
- 原料药 Q3 业绩有所回落, 普药依靠品种优势有望环比改善稳定增长:** 公司整体原料药板块符合预期, 业绩回落, 未来预计维持稳定, 预计未来新诺威维持稳定, VC 价格企稳略微回升, 抗生素战略性地位逐步下降。普药板块随着销售改革和优势品种放量, 整体增速稳健。今年带量采购扩面全国谈判中, 公司新批品种氯吡格雷进入目录, 预计明年放量, 有望销售额达到 4-5 亿元, 期待阿卡波糖的进展。另外, 阿比多尔明年销售贡献业绩。
- 公司研发投入提升, 在研管线不断丰富, 研发平台价值凸显:** 公司 2019 年 Q1-Q3 研发投入约 15 亿元, 同比增速约 64%, 研发投入力度加大, 符合预期。实体瘤创新管线已确定后选品种 26 项, 小分子 12 项, 大分子 14 项, 11 项进入临床, 15 项临床前。建议关注公司 NDDS 新剂型改进品种, 有望在中国市场中放量销售, 例如有望明年上市的两性霉素 B 脂质体和米托蒽醌脂质体, 及伊立替康脂质体等品种。以及处于临床 II-III 期的新品种, 如抗 CD20 单克隆抗体 (SCT400)、抗 EGFR 单克隆抗体 (JMT101)、抗 RANKL 单克隆抗体 (JMT103)、PI3K 抑制剂等

估值与盈利预测

- 公司业绩稳定增长, 研发加大投入稳定推进。我们给予 2019-2021 三年 EPS 为 0.74/0.91/1.10 元, PE 为 27.7/22.6/18.7 倍。

风险提示

- 带量采购进度不确定; 辅助用药政策对品种的影响不确定; 研发进展存在不确定; 19 年及以后业绩调为人民币结算, 预测模型存在汇率不确定性。

图表 1: 石药集团在研管线 pipeline 梳理

| 治疗领域 | 注册类别 | 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 | 生物1类 | JMT101 | EGFR | 肺癌、结直肠癌、头颈癌、食管癌 | | | | | | | | | |
| | 化疗1类 | HA121-28 | 多靶点TKI | 肿瘤 | | | | | | | | | |
| | 化疗1类 | SYHA1801 | BRD4 | 乳腺癌、结直肠癌 | | | | | | | | | |
| | 化疗1类 | SYHA1803 | Pan-FGFR | 肺癌、肝癌 | | | | | | | | | |
| | 化疗1类 | SYHA1807 | LSD1 | 肺癌 | | | | | | | | | |
| | 化疗1类 | SYHA1817 | FGFR/KDR/CSF1R | 肿瘤 | | | | | | | | | |
| | 生物1类 | SYSA1802 | PD-1 | 肿瘤 | | | | | | | | | |
| | 生物1类 | SYSA1501 | Her2受体ADC | 乳腺癌、胃癌 | | | | | | | | | |
| | 生物1类 | M802 | HER2/CD3 | 乳腺癌、胃癌 | | | | | | | | | |
| | 生物1类 | M701 | EpCAM/CD3 | 恶性肿瘤 | | | | | | | | | |
| | 生物1类 | JMT103 | RANKL | 骨癌 | | | | | | | | | |
| | 实体瘤创新药 | 化疗1类 | SYHA1813 | VEGFR2/CSF1R | 肿瘤 | | | | | | | | |
| | | 化疗1类 | SYHA1815 | 多靶点TKI | 肺癌、胃癌 | | | | | | | | |
| | | 化疗1类 | ZQY1814 | ER-PROTAC | 乳腺癌、甲状腺癌 | | | | | | | | |
| | | 化疗1类 | ZQY1815 | IDO | 肺癌、胰腺癌、肝癌、黑色素瘤、胆管癌 | | | | | | | | |
| | | 化疗1类 | ZQY1817 | Pan-CDK | 肝癌 | | | | | | | | |
| | | 化疗1类 | ZQY1818 | CDK4/6-HDAC | 乳腺癌、肝癌 | | | | | | | | |
| | | 化疗1类 | ZQY1819 | FGFR4 | 肝癌 | | | | | | | | |
| | | 生物1类 | NRL17001/ADC | Claudin 18.2 ADC | 胃癌、胰腺癌 | | | | | | | | |
| | | 生物1类 | DP002 | TROP2 | 肿瘤 | | | | | | | | |
| | | 生物1类 | DP003 | New Target | 肿瘤 | | | | | | | | |
| | | 生物1类 | DP006 | IL2 | 黑色素瘤、胃癌 | | | | | | | | |
| | | 生物1类 | ALM80168 | Cx43激动剂 | 骨转移、骨肿瘤 | | | | | | | | |
| | | 生物1类 | NRL17001/CD3 | Claudin 18.2和CD3 | 胃癌 | | | | | | | | |
| | | 生物1类 | NRL18003 | LAG-3 | 肿瘤 | | | | | | | | |
| | | 生物1类 | NRL18008 | IL23P19 | 胰腺癌 | | | | | | | | |
| | 血液瘤创新药 | 生物1类 | SCT-400 | CD20 | 淋巴瘤 | | | | | | | | |
| | | 进口注册 | Duvellisib | PI3K | 白血病、淋巴瘤 | | | | | | | | |
| | | 化疗1类 | SKL81028 | FLT3等 | 白血病、淋巴瘤 | | | | | | | | |
| | | 化疗1类 | SYHA1811 | BTX抑制剂 | 淋巴瘤 | | | | | | | | |
| | | 化疗1类 | ZQY1816 | Syk-Jak抑制剂 | 淋巴瘤 | | | | | | | | |
| | | 生物1类 | 4L-Y150 | CD38/CD3 | 骨髓瘤 | | | | | | | | |
| | | 生物1类 | B-Y151 | BCMA/CD3 | 骨髓瘤 | | | | | | | | |
| | | 生物1类 | JMT601 | CD47双抗 | 白血病、淋巴瘤 | | | | | | | | |
| | | 新型制剂 | 化疗4类 | 已上市 | 多柔比星脂质体注射液(多美素) | 蒽环类细胞毒药物 | 乳腺癌、卵巢癌、胰腺癌、骨肉瘤、软组织癌 | | | | | | |
| 化疗4类 | | | 已上市 | 注射用紫杉醇白蛋白(克艾力) | 微管抑制 | 乳腺癌 | | | | | | | |
| 化疗2类 | 申报生产 | | 注射用两性霉素B脂质体硫酸酯复合物 | | 侵袭性真菌感染 | | | | | | | | |
| 化疗2类 | 1期临床 | | 盐酸表柔比星脂质体注射液 | 蒽环类细胞毒药物 | 实体瘤 | | | | | | | | |
| 化疗2类 | 1期临床 | | 注射用紫杉醇脂质体 | 微管抑制、新生血管抑制 | 乳腺癌 | | | | | | | | |
| 化疗2类 | 1期临床 | | 酒石酸长春瑞滨脂质体注射液 | 微管抑制 | 肺癌、乳腺癌、卵巢癌 | | | | | | | | |
| 化疗3类 | 注册临床 | | 注射用紫杉醇白蛋白 | 微管抑制 | 肺癌 | | | | | | | | |
| 化疗3类 | 注册临床 | | 盐酸伊立替康脂质体注射液 | 拓扑异构酶抑制剂 | 胰腺癌 | | | | | | | | |
| 化疗2类 | 注册临床 | | 盐酸米托蒽醌脂质体注射液 | 蒽环类细胞毒药物 | 淋巴瘤 | | | | | | | | |
| 化疗2类 | 临床前研究 | | 注射用多西他赛白蛋白 | 微管抑制 | 实体瘤 | | | | | | | | |
| 化疗4类 | 临床前研究 | | 注射用醋酸亮丙瑞林微球 | GnRH抑制剂 | 前列腺癌、子宫内腺异位症 | | | | | | | | |
| 化疗2类 | 临床前研究 | | 注射用聚乙二醇化脂质体 | 循环、抗代谢物 | 白血病 | | | | | | | | |
| 化疗2类 | 临床前研究 | | 顺铂胶束 | 抑制DNA合成 | 实体瘤 | | | | | | | | |
| 仿制药 | 化疗4类 | | 已上市 | 伊马替尼胶囊(诺利宁) | Bcr-Abl | 白血病 | | | | | | | |
| | 化疗4类 | | 已上市 | 注射用硼替佐米 | 26S蛋白酶抑制剂 | 骨髓瘤 | | | | | | | |
| | 化疗4类 | 已上市 | 达沙替尼 | 多靶点TKI | 白血病 | | | | | | | | |
| | 化疗4类 | 临床前研究 | 伊布替尼 | BTX抑制剂 | 淋巴瘤 | | | | | | | | |
| | 化疗4类 | 临床前研究 | 米那普胺 | CRBN | 骨髓瘤 | | | | | | | | |
| | 化疗4类 | 已上市 | 伊马替尼胶囊(诺利宁) | 多靶点TKI | 胃肠道间质瘤 | | | | | | | | |
| | 化疗4类 | 已上市 | 舒尼替尼胶囊 | TKI抑制剂 | 胰腺癌、胃癌、胃肠道间质瘤 | | | | | | | | |
| | 化疗4类 | 已上市 | 索拉非尼片 | 多激酶抑制剂 | 胃癌、肝癌 | | | | | | | | |
| | 化疗4类 | 8研究 | 阿法替尼片 | EGFR(Erb1)和HER2(Erb2) | 肺癌 | | | | | | | | |
| | 化疗4类 | 临床前研究 | 仑伐替尼胶囊 | VEGF抑制剂 | 肝癌 | | | | | | | | |
| | 化疗4类 | 临床前研究 | 哌柏西利胶囊 | CDK4/6抑制剂 | 乳腺癌 | | | | | | | | |
| | 化疗4类 | 临床前研究 | 培唑帕尼片 | VEGF抑制剂 | 肺癌、卵巢癌、胃癌、软组织肉瘤 | | | | | | | | |
| | 化疗4类 | 临床前研究 | 塞瑞替尼片 | ALK抑制剂 | 肺癌 | | | | | | | | |
| | 化疗4类 | 临床前研究 | 瑞戈非尼片 | 多靶点TKI | 肝癌、结直肠癌、胃肠道间质瘤 | | | | | | | | |
| | 化疗3类 | 临床前研究 | 芦卡帕利片 | PARP抑制剂 | 卵巢癌 | | | | | | | | |
| 化疗4类 | 临床前研究 | 奥拉帕利片 | PARP抑制剂 | 卵巢癌 | | | | | | | | | |

来源: 公司公告, 公开资料整理, wind 医药数据库, 国金证券研究所

图表 2：石药集团公司财务模型（单位：百万港币）

| 综合财务状况表 | | | | | 综合收益表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 16658 | 18566 | 24558 | 31660 | 营业额 | 21029 | 25306 | 29644 | 34052 |
| 现金及现金等价物 | 7532 | 8700 | 12883 | 18540 | 销售成本 | 7116 | 7769 | 8745 | 9603 |
| 交易用投资 | - | - | - | - | 毛利 | 13913 | 17537 | 20899 | 24449 |
| 应收款项 | 4124 | 4311 | 5570 | 5781 | 销售、一般性和行政开支 | 8108 | 10021 | 11828 | 13723 |
| 其他应收款 | 566 | - | - | - | 研究发展费用 | 1583 | 2024 | 2371 | 2724 |
| 存货 | 3461 | 4308 | 4436 | 5166 | 其他营业收入 | - | - | - | - |
| 非流动资产 | 9724 | 9215 | 9568 | 9940 | EBITDA | 4632 | 6385 | 7683 | 9086 |
| 可供出售投资 | - | - | - | - | 折旧和摊销 | 42 | 894 | 984 | 1084 |
| 联营和共同控制实体的投资 | 144 | 144 | 144 | 144 | EBIT | 4589 | 5491 | 6699 | 8002 |
| 投资物业 | - | - | - | - | 融资收入净额 | -88 | 180 | 243 | 354 |
| 固定资产 | 7605 | 7910 | 8246 | 8615 | 分占联营和共同控制实体的溢利 | 51 | - | - | - |
| 在建工程 | - | - | - | - | 除所得税前溢利 | 4502 | 5672 | 6942 | 8356 |
| 土地使用权 | - | 900 | 890 | 870 | 所得税开支 | 873 | 1044 | 1270 | 1512 |
| 无形资产 | 160 | 240 | 267 | 290 | 除所得税后溢利 | 3629 | 4628 | 5672 | 6843 |
| 总资产 | 26383 | 27781 | 34126 | 41600 | 非控制性股东应占溢利 | -26 | 3 | -6 | -17 |
| 流动负债 | 8235 | 5006 | 5678 | 6309 | 股息 | - | - | - | - |
| 短期借款 | 80 | - | - | - | 母公司股东应占溢利 | 3655 | 4625 | 5678 | 6861 |
| 应付款项 | 3767 | 1413 | 2085 | 2716 | EPS | 0.59 | 0.74 | 0.91 | 1.10 |
| 预收账款 | - | - | - | - | | | | | |
| 其他 | 4388 | 3593 | 3593 | 3593 | | | | | |
| 非流动负债 | 500 | 500 | 500 | 500 | 主要财务比率 | | | | |
| 长期借款 | - | - | - | - | 会计年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 其他 | 500 | 500 | 500 | 500 | 成长性 | | | | |
| 负债合计 | 8735 | 5506 | 6178 | 6809 | 营业额增长率 | 36.0% | 20.3% | 17.1% | 14.9% |
| 股本 | 12922 | 12922 | 12922 | 12922 | EBIT增长率 | 31.4% | 19.7% | 22.0% | 19.4% |
| 储备 | 4183 | 4183 | 4183 | 4183 | 净利润增长率 | 30.5% | 27.5% | 22.5% | 20.7% |
| 保留溢利 | - | 4625 | 10303 | 17164 | 盈利能力 | | | | |
| 非控制性股东权益 | 542 | 546 | 540 | 522 | EBIT/营业额 | 21.8% | 21.7% | 22.6% | 23.5% |
| 总权益 | 17647 | 22276 | 27947 | 34791 | EBITDA/营业额 | 22.0% | 25.2% | 25.9% | 26.7% |
| 总负债和总权益 | 26383 | 27781 | 34126 | 41600 | 毛利率 | 66.2% | 69.3% | 70.5% | 71.8% |
| | | | | | 净利率 | 17.3% | 18.3% | 19.1% | 20.1% |
| | | | | | ROE | 21.4% | 21.3% | 20.7% | 20.0% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 33.1% | 19.8% | 18.1% | 16.4% |
| | | | | | 流动比率 | 2.02 | 3.71 | 4.32 | 5.02 |
| | | | | | 速动比率 | 1.60 | 2.85 | 3.54 | 4.20 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 资产周转率 | 0.80 | 0.91 | 0.87 | 0.82 |
| | | | | | 应收帐款周转率 | 5.08 | 6.00 | 6.00 | 6.00 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 10.84 | 9.77 | 16.95 | 14.18 |
| | | | | | 存货周转率 | 2.24 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| | | | | | 每股资料 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.59 | 0.74 | 0.91 | 1.10 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 0.71 | 0.23 | 0.85 | 1.08 |
| | | | | | 每股净资产 | 2.74 | 3.48 | 4.39 | 5.49 |
| | | | | | 估值比率(倍) | | | | |
| | | | | | PE | 35.06 | 27.71 | 22.57 | 18.68 |
| | | | | | PB | 7.49 | 5.90 | 4.68 | 3.74 |
| | | | | | EV/EBITDA | -1.45 | 18.83 | 15.11 | 12.16 |

来源：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