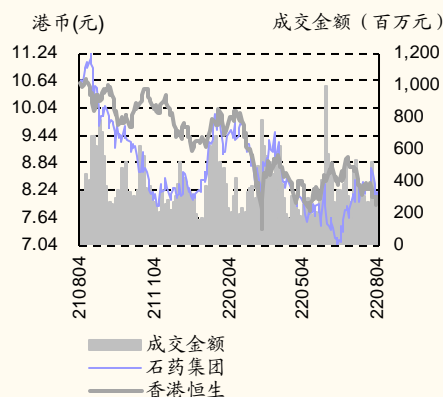


市价(港币): 8.200元

## 市场数据(港币)

收盘价(元)	8.200
流通港股(百万股)	11,933.22
总市值(百万元)	97,852.40
年内股价最高最低(元)	11.240/7.040
香港恒生指数	20174.04



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	2.76	-14.32	-22.64
相对香港恒生	6.09	3.59	1.02

## 相关报告

- 《石药集团-ADC海外授权和多西他赛获认证点评-ADC十数亿...》, 2022.7.29
- 《石药集团-神经痛与癫痫两药获批点评-神经痛与癫痫领域两药获批...》, 2022.7.12
- 《石药集团 mRNA疫苗获批点评-创新持续突破,新冠 mRNA疫苗...》, 2022.4.5
- 《石药集团-购入创新溶栓药点评-购入3代溶栓创新药,卒中领域如...》, 2022.2.9
- 《石药集团股权激励计划点评-连续3药获批,2.39亿股激励计划...》, 2022.1.21

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001  
(8621)61038261  
zhaohc@gjzq.com.cn

## 溶栓创新药铭复乐脑梗新适应症达到临床终点

## 主要财务指标

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	24,942	27,955	32,115	37,010	43,216
营业收入增长率	12.67%	12.08%	14.88%	15.24%	16.77%
归母净利润(百万元)	5,160	5,605	6,124	6,947	8,009
归母净利润增长率	38.92%	8.63%	9.26%	13.43%	15.29%
摊薄每股收益(元)	0.432	0.470	0.513	0.582	0.671
每股经营性现金流净额	0.56	0.33	0.52	0.59	0.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.10%	21.57%	19.88%	19.18%	18.80%
P/E	38.42	14.21	13.45	12.97	11.25
P/B	8.88	3.07	2.67	2.49	2.12

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: 以上财务数据的货币单位为人民币

## 事件

- 2022年8月4日,公司公告,公司控股子公司明复乐药业自主研发的铭复乐(注射用重组人TNK组织型纤溶酶原激活剂)用于治疗急性缺血性卒中的III期临床研究达到预设的主要研究终点。

## 评论

- 铭复乐已获批脑梗适应症,与公司脑卒中药物恩必普协同加强 CNS 领域。**  
(1) 2022年2月,公司收购珠海至凡100%权益,成为铭康生物新的控股股东,拥有其51%股权。(2) 铭复乐由石药明复乐自主研发,是具有知识产权的第三代特异性溶栓药,于2015年1月在中国上市;用于发病6小时以内的急性心肌梗死患者溶栓的治疗。脑梗死溶栓适应症于2017年获批临床、2021年进入三期临床试验。(3) 与传统产品先静脉推注再静滴持续给药1小时相比,铭复乐仅需5-10秒内即可完成单次弹丸式静脉注射给药,患者便利性大大提升,具有显著的临床应用优势。(4) 公司在联合血管内治疗的缺血性卒中桥接试验、深静脉血栓形成、肺栓塞、视网膜中央动脉阻塞等适应症中计划继续开发铭复乐。
- 脑卒中用药市场广,铭复乐临床数据达到III期主要终点。**  
(1) 脑卒中已成为中国造成过早死亡和疾病负担的首位原因。根据《中国卒中中心报告2020》报告,2020年中国40岁以上人群中,卒中患者、新发患者、相关死亡患者分别约为1780万、340万及230万人。(2) 治疗急性缺血性卒中的III期临床,一项评价铭复乐对比标准重组人组织纤维蛋白溶酶原激活剂(阿替普酶)治疗急性缺血性卒中(发病<4.5h)的有效性和安全性的III期临床研究,随机入组1430例受试者,结果显示在主要终点(90天mRS评分0-1分的受试者比例)达标,疗效上非劣于阿替普酶。(3) 铭复乐的安全性与阿替普酶相近,不会增加相关出血、死亡、不良事件等风险,且90天内死亡率更低。(4) 公司已向国家药监局递交上市许可申请前会议(pre-BLA meeting)申请。我们认为,铭复乐从疗效及使用的便利性可以替代第一、二代溶栓药物,未来空间市场份额大。

## 盈利预测与投资建议

- 我们维持盈利预测,预计公司2022/23/24年实现营收321/370/432亿元;归母净利润为61/69/80亿元。公司目前股价对应2022/23/24年PE分别为13/13/11倍,维持“买入”评级。

## 风险提示

- 新药研发及新品销售不达预期、集采等政策影响盈利能力的风险。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (百万元)							资产负债表 (百万元)							
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>主营业务收入</b>	<b>22,137</b>	<b>24,942</b>	<b>27,955</b>	<b>32,115</b>	<b>37,010</b>	<b>43,216</b>	货币资金	4,118	7,259	9,284	13,713	18,658	24,372	
增长率	4.5%	12.7%	12.1%	14.9%	15.2%	16.8%	应收款项	5,018	5,229	7,129	8,218	9,470	11,058	
<b>主营业务成本</b>	<b>6,192</b>	<b>6,257</b>	<b>6,732</b>	<b>8,029</b>	<b>9,253</b>	<b>10,804</b>	存货	2,536	1,861	2,480	2,974	3,427	4,001	
<b>%销售收入</b>	<b>28.0%</b>	<b>25.1%</b>	<b>24.1%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>	其他流动资产	2,025	1,572	1,443	1,443	1,443	1,443	
<b>毛利</b>	<b>15,911</b>	<b>18,685</b>	<b>21,135</b>	<b>24,086</b>	<b>27,758</b>	<b>32,412</b>	流动资产	13,697	15,921	20,337	26,348	32,999	40,875	
%销售收入	71.9%	74.9%	75.6%	75.0%	75.0%	75.0%	%总资产	52.0%	52.9%	58.5%	64.6%	69.3%	73.3%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期投资	408	833	943	943	943	943	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	8,459	7,770	8,529	8,704	8,964	9,301	
<b>销售费用</b>	<b>8,712</b>	<b>9,378</b>	<b>10,443</b>	<b>12,035</b>	<b>13,870</b>	<b>16,196</b>	%总资产	32.1%	25.8%	24.6%	21.3%	18.8%	16.7%	
%销售收入	39.4%	37.6%	37.4%	37.5%	37.5%	37.5%	无形资产	2,148	1,823	1,652	1,537	1,429	1,329	
<b>管理费用</b>	<b>749</b>	<b>946</b>	<b>1,010</b>	<b>1,220</b>	<b>1,406</b>	<b>1,642</b>	非流动资产	12,621	14,149	14,405	14,464	14,616	14,853	
%销售收入	3.4%	3.8%	3.6%	3.8%	3.8%	3.8%	%总资产	48.0%	47.1%	41.5%	35.4%	30.7%	26.7%	
<b>研发费用</b>	<b>2,000</b>	<b>2,890</b>	<b>3,433</b>	<b>4,014</b>	<b>4,737</b>	<b>5,618</b>	<b>资产总计</b>	<b>26,318</b>	<b>30,070</b>	<b>34,742</b>	<b>40,812</b>	<b>47,615</b>	<b>55,728</b>	
%销售收入	9.0%	11.6%	12.3%	12.5%	12.8%	13.0%	短期借款	23	99	0	0	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>4,342</b>	<b>5,442</b>	<b>6,330</b>	<b>6,809</b>	<b>7,737</b>	<b>8,949</b>	应付款项	1,427	1,242	1,623	1,935	2,230	2,603	
%销售收入	19.6%	21.8%	22.6%	21.2%	20.9%	20.7%	其他流动负债	4,787	4,961	5,603	6,455	7,439	8,686	
<b>财务费用</b>	<b>-32</b>	<b>-91</b>	<b>-176</b>	<b>-337</b>	<b>-415</b>	<b>-502</b>	流动负债	6,237	6,302	7,226	8,390	9,669	11,290	
%销售收入	-0.1%	-0.4%	-0.6%	-1.1%	-1.1%	-1.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>投资收益</b>	<b>58</b>	<b>14</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	其他长期负债	563	667	687	687	687	687	
%税前利润	1.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	负债	6,800	6,969	7,913	9,077	10,356	11,977	
<b>营业利润</b>	<b>4,342</b>	<b>5,442</b>	<b>6,330</b>	<b>6,809</b>	<b>7,737</b>	<b>8,949</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>18,462</b>	<b>22,332</b>	<b>25,987</b>	<b>30,803</b>	<b>36,224</b>	<b>42,597</b>	
<b>营业利润率</b>	<b>19.6%</b>	<b>21.8%</b>	<b>22.6%</b>	<b>21.2%</b>	<b>20.9%</b>	<b>20.7%</b>	其中：股本	10,899	10,899	10,899	10,899	10,899	10,899	
<b>营业外收支</b>	<b>194</b>	<b>845</b>	<b>319</b>	<b>319</b>	<b>319</b>	<b>319</b>	未分配利润	7,690	11,570	15,087	19,904	25,324	31,698	
<b>税前利润</b>	<b>4,626</b>	<b>6,391</b>	<b>6,847</b>	<b>7,488</b>	<b>8,493</b>	<b>9,792</b>	少数股东权益	1,056	769	842	932	1,035	1,154	
<b>利润率</b>	<b>20.9%</b>	<b>25.6%</b>	<b>24.5%</b>	<b>23.3%</b>	<b>22.9%</b>	<b>22.7%</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>26,318</b>	<b>30,070</b>	<b>34,742</b>	<b>40,812</b>	<b>47,615</b>	<b>55,728</b>	
<b>所得税</b>	<b>893</b>	<b>1,162</b>	<b>1,159</b>	<b>1,273</b>	<b>1,444</b>	<b>1,665</b>	<b>比率分析</b>		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>所得税率</b>	<b>19.3%</b>	<b>18.2%</b>	<b>16.9%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>	<b>每股指标</b>							
<b>净利润</b>	<b>3,733</b>	<b>5,229</b>	<b>5,688</b>	<b>6,215</b>	<b>7,050</b>	<b>8,127</b>	每股收益	0.311	0.432	0.470	0.513	0.582	0.671	
<b>少数股东损益</b>	<b>19</b>	<b>69</b>	<b>83</b>	<b>91</b>	<b>103</b>	<b>119</b>	每股净资产	1.547	1.871	2.178	2.581	3.036	3.570	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3,714</b>	<b>5,160</b>	<b>5,605</b>	<b>6,124</b>	<b>6,947</b>	<b>8,009</b>	每股经营现金流	0.317	0.565	0.326	0.519	0.589	0.671	
<b>净利率</b>	<b>16.8%</b>	<b>20.7%</b>	<b>20.1%</b>	<b>19.1%</b>	<b>18.8%</b>	<b>18.5%</b>	每股股利	0.155	0.128	0.120	0.120	0.140	0.150	
<b>现金流量表 (百万元)</b>							<b>回报率</b>							
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	净资产收益率	20.12%	23.10%	21.57%	19.88%	19.18%	18.80%	
<b>净利润</b>	<b>3,714</b>	<b>5,160</b>	<b>5,605</b>	<b>6,124</b>	<b>6,947</b>	<b>8,009</b>	总资产收益率	14.11%	17.16%	16.13%	15.01%	14.59%	14.37%	
<b>少数股东损益</b>	<b>19</b>	<b>69</b>	<b>83</b>	<b>91</b>	<b>103</b>	<b>119</b>	投入资本收益率	17.43%	18.65%	19.11%	17.43%	16.92%	16.71%	
<b>非现金支出</b>	<b>-137</b>	<b>-909</b>	<b>-251</b>	<b>-251</b>	<b>-239</b>	<b>-223</b>	<b>增长率</b>							
<b>非经营收益</b>							主营业务收入增长率	4.45%	12.67%	12.08%	14.88%	15.24%	16.77%	
<b>营运资金变动</b>	<b>-485</b>	<b>1,680</b>	<b>-1,460</b>	<b>-418</b>	<b>-427</b>	<b>-541</b>	EBIT增长率	-0.31%	25.33%	16.32%	7.57%	13.63%	15.67%	
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,784</b>	<b>6,740</b>	<b>3,894</b>	<b>6,196</b>	<b>7,029</b>	<b>8,007</b>	净利润增长率	1.62%	38.92%	8.63%	9.26%	13.43%	15.29%	
<b>资本开支</b>	<b>-2,123</b>	<b>-1,577</b>	<b>-1,100</b>	<b>-800</b>	<b>-900</b>	<b>-1,000</b>	总资产增长率	-0.24%	14.26%	15.53%	17.47%	16.67%	17.04%	
<b>投资</b>	<b>311</b>	<b>-279</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>资产管理能力</b>							
<b>其他</b>	<b>-645</b>	<b>-274</b>	<b>713</b>	<b>342</b>	<b>342</b>	<b>342</b>	应收账款周转天数	72.5	66.3	83.9	83.9	83.9	83.9	
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-2,457</b>	<b>-2,130</b>	<b>-387</b>	<b>-458</b>	<b>-558</b>	<b>-658</b>	存货周转天数	149.5	108.6	134.5	135.2	135.2	135.2	
<b>股权募资</b>	<b>1,042</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应付账款周转天数	84.1	72.4	88.0	88.0	88.0	88.0	
<b>债权募资</b>	<b>-1,617</b>	<b>77</b>	<b>-162</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	139.5	113.7	111.4	98.9	88.4	78.6	
<b>其他</b>	<b>-971</b>	<b>-1,548</b>	<b>-8</b>	<b>-1,308</b>	<b>-1,526</b>	<b>-1,635</b>	<b>偿债能力</b>							
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,546</b>	<b>-1,471</b>	<b>-169</b>	<b>-1,308</b>	<b>-1,526</b>	<b>-1,635</b>	净负债/股东权益	-18.10%	-28.11%	-32.04%	-41.05%	-48.23%	-54.13%	
<b>现金净流量</b>	<b>-217</b>	<b>3,141</b>	<b>3,335</b>	<b>4,430</b>	<b>4,945</b>	<b>5,714</b>	EBIT利息保障倍数	-134.4	-60.1	-36.1	-20.2	-18.6	-17.8	
							资产负债率	25.84%	23.18%	22.78%	22.24%	21.75%	21.49%	

来源: Wind, 国金医药 注: 以上财务数据的货币单位为人民币

### 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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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, 国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用, 在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险, 可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密, 只有符合条件的收件人才能使用。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; 本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具, 本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告, 则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议, 国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有, 保留一切权利。

#### 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: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号  
嘉里建设广场 T3-2402