

买入

业绩短暂承压，创新药研发快速推进

石药集团 (1093.HK)

2024-12-27 星期五

目标价:	8.35 港元
现价:	4.80 港元
预计升幅:	73%

重要数据

日期	2024-12-24
收盘价 (港元)	4.80
总股本 (亿股)	116
总市值 (亿港元)	559
净资产 (亿元)	350
总资产 (亿元)	463
52 周高低 (港元)	7.62/4.33
每股净资产 (元)	2.79

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 (10.25%)
联诚控股有限公司 (7.97%)
共成国际有限公司 (6.13%)

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-20221028
石药集团 (1093.HK) - 更新报告-20231227

研究部

姓名: 林兴秋

SFC: BLM040

电话: 0755-21519193

Email: linxq@gyzq.com.hk

研发快速推进:

公司已建成一支逾 2000 人的国际化研发团队, 聚焦于抗肿瘤、精神神经、心血管等治疗领域。计划将成药业务收入的 20.8% 用于研发。目前, 公司有超过 60 个重点在研药物已进入临床或申报阶段, 其中 6 个已递交上市申请, 24 个产品 (30 个适应症) 处于注册临床阶段公司计划在未来 5 年内申报近 50 款新产品/新适应症上市。公司目前共有 7 款 ADC 药物处于临床阶段, 其中 2 款处于临床三期, 处于国内领先地位。公司近期与百济神州在小分子 MAT2A 抑制剂 SYH2039 开展合作, 公司收取总计 1.50 亿美元的预付款, 并有权收取最高 1.35 亿美元的潜在开发里程碑付款及最高 15.50 亿美元的潜在销售里程碑付款, 以及根据该产品的年度销售净额计算的分层销售提成, 该产品目前在一期临床, 体现了公司强大的研发创新能力。

受医药行业环境影响, 业绩短暂承压:

2024 年前三季度业绩, 收入总额为人民币 226.86 亿元, 较去年同期下降 4.9%, 主要受成药业务收入下降影响。其中, 成药业务收入下降 3.5% 至人民币 186.70 亿元, 原料产品业务收入下降 5.2% 至人民币 27.26 亿元, 功能食品及其他业务收入下降 21.9% 至人民币 12.90 亿元。净利润下降 15.9% 至人民币 37.78 亿元。研发费用增加 5.5% 至人民币 38.80 亿元, 占成药业务收入的 20.8%。抗肿瘤和心血管治疗板块, 分别下降 17.6% 和 11.1%, 因为抗肿瘤的津优力和多美素集采价格下降, 以及心血管领域的玄宁在国家集中采购中未中选, 导致销售大幅下滑, 以及研发费用增加影响。多美素在第十批集采中, 降价 89%, 在医药行业集采降价背景下, 公司将通过不断有新的产品线及强大的商业化团队及高效执行力强大的管理团队, 推动业绩恢复增长。

维持买入评级, 目标价 8.35 港元

公司积极布局创新药, 研发投入加大, 研发费用有望达到成药收入的 20.8%, 未来 5 年内申报近 50 款新产品/新适应症上市, 业绩增长持续 10 多年, 今年受集采以及医药政策的影响, 是业绩低点, 随着新产品的不断上市, 业绩有望恢复增长。预计 2024-2026 年的收入分别为 296 亿元、305 亿元、330 亿元, 净利润分别为 48.60 亿元、50.05 亿元、54.71 亿元, 我们给予公司目标价格为 8.35 港元, 对应 2023 年 15 倍 PE, 较现价有 73% 的升幅, 继续维持买入评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	30937	31450	29600	30511	32964
同比增长 (%)	11.0%	1.7%	-5.9%	3.1%	8.0%
净利润	6091	5873	4860	5005	5471
同比增长 (%)	8.7%	-3.6%	-17.3%	3.0%	9.3%
每股盈利 (元)	0.53	0.51	0.42	0.43	0.47
PE@4.80HKD	8.41	8.72	10.54	10.24	9.36

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

研发快速推进，创新药加快上市：

公司已建成一支逾 2000 人的国际化研发团队，聚焦于抗肿瘤、精神神经、心血管等治疗领域。计划将成药业务收入的 20.8% 用于研发。目前，公司有超过 60 个重点在研药物已进入临床或申报阶段，其中 6 个已递交上市申请，24 个产品（30 个适应症）处于注册临床阶段公司计划在未来 5 年内申报近 50 款新产品/新适应症上市。公司目前共有 7 款 ADC 药物处于临床阶段，其中 2 款处于临床三期，处于国内领先地位。

公司近期与百济神州在小分子 MAT2A 抑制剂 SYH2039 开展合作，公司收取总计 1.50 亿美元的预付款，并有权收取最高 1.35 亿美元的潜在开发里程碑付款及最高 15.50 亿美元的潜在销售里程碑付款，以及根据该产品的年度销售净额计算的分层销售提成。该产品目前在一期临床。SYH2039 是公司通过 AI 驱动的小分子药物设计平台获得的临床候选药物。该平台通过 AI 技术分析靶标蛋白与化合物分子的结合模式，对分子成药性进行针对性优化设计，最终筛选得到的高活性、高选择性的小分子 MAT2A 抑制剂。SYH2039 靶向的是具有 MTAP 缺失突变的实体瘤，据估计，这种突变存在于 15% 的所有癌症类型中，最常见的是胶质母细胞瘤、胰腺癌和非小细胞肺癌。临床前研究显示，SYH2039 可有效抑制非小细胞肺癌、胶质瘤、食管癌、胰腺癌和膀胱癌等多种 MTAP 缺失型肿瘤细胞的生长，具有优异的体内外活性，同时也具有良好的药物动力学（PK）特性和安全性，有潜力成为一款同类最优（best-in-class）的抗肿瘤药物。SYH2039 既可单用，也可与包括 PRMT5 二代抑制剂在内的多种药物联用起到协同增效作用。SYH2039 已经在中国开展 I 期临床研究，初步数据显示出了良好的安全性、PK 行为和 PK-PD 标记物相关性。由于 MTAP 缺失肿瘤缺乏有效的靶向疗法，临床需求大，因而 SYH2039 极具临床开发价值。

今年多个创新药取得优秀数据。注射用 SYS6002（抗人 Nectin - 4 单克隆抗体偶联药物）2024 年 1 月，用于治疗晚期实体瘤的 I 期临床研究成果在 2024 年 ASCO-GU 大会上展示（编号：B622）。初步结果显示 SYS6002 在宫颈癌和尿路上皮癌等晚期实体瘤中体现了明确的疗效信号，且耐受性良好。2024 年 5 月，用于治疗晚期实体瘤的 I 期临床研究成果在 2024 年 ASCO 大会上，以壁报的形式发表（编号：3151）。初步结果显示 SYS6002 在晚期实体瘤患者中出现了明确的疗效信号，且耐受性良好。

DBPR108（普卢格列汀片）2024 年 1 月，单药用于治疗糖尿病的 III 期临床研究结果发表于国际期刊 Diabetes, Obesity & Metabolism。结果显示 DBPR108 片降糖疗效显著优于安慰剂组，同时非劣于阳性药磷酸西格列汀片组。此外，DBPR108 片安全性与安慰剂组及阳性药磷酸西格列汀片组相似。

JMT101 注射液（重组人源化抗表皮生长因子受体单抗）2024 年 3 月，JMT101 联合奥希替尼治疗携带 EGFR 20 号外显子插入突变的局部晚期或转移性 NSCLC 患者的 II 期临床试验（BECOME）的研究成果在 2024 年欧洲肺癌大会（2024 ELCC）上以口头汇报的形式发表，展示 JMT101 联合奥希替尼在 EGFR 20 号外显子插入突变的 NSCLC 患者中非常有潜力的疗效，且整体安全性可控。

受医药行业环境影响，业绩短暂承压：

2024 年前三季度业绩，收入总额为人民币 226.86 亿元，较去年同期下降 4.9%，主

要受成药业务收入下降影响。其中，成药业务收入下降 3.5%至人民币 186.70 亿元，原料产品业务收入下降 5.2%至人民币 27.26 亿元，功能食品及其他业务收入下降 21.9%至人民币 12.90 亿元。股东应占基本溢利下降 15.2%至人民币 39.99 亿元，股东应占溢利下降 15.9%至人民币 37.78 亿元。研发费用增加 5.5%至人民币 38.80 亿元，占成药业务收入的 20.8%。抗肿瘤和心血管治疗板块，分别下降 17.6%和 11.1%，因为抗肿瘤的津优力和多美素集采价格下降，以及心血管领域的玄宁在国家集中采购中未中选，导致销售大幅下滑，以及研发费用增加影响。多美素在第十批集采中，降价 89%，在医药行业集采降价背景下，公司将通过不断有新的产品线及强大的商业化团队及高效执行力强大的管理团队，推动业绩恢复增长。

维持买入评级，目标价至 8.35 港元

公司积极布局创新药，研发投入加大，研发费用有望达到成药收入的 20.8%，未来 5 年内申报近 50 款新产品/新适应症上市，业绩增长持续 10 多年，今年受集采以及医药政策的影响，是业绩低点，随着新产品的不断上市，业绩有望恢复增长。预计 2024-2026 年的收入分别为 296 亿元、305 亿元、330 亿元，净利润分别为 48.60 亿元、50.05 亿元、54.71 亿元，我们给予公司目标价格为 8.35 港元，对应 2023 年 15 倍 PE，较现价有 73%的升幅，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)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售收入	27867	30937	31450	29600	30511	32964
成本	-6732	-8680	-9273	-8480	-8650	-9345
毛利	21135	22256	22177	21120	21861	23618
经营费用	-10443	-10337	-1190	-9309	-9474	-10235
行政开支	-1010	-1173	-4830	-1036	-1068	-1055
其他收入净额	-2779	-3091	-4309	-4686	-5048	-5469
经营利润	6903	7655	11848	6088	6272	6860
财务成本	-8	-25	-25	-26	-26	-26
其他收入净额	1	2	2	2	3	4
税前利润	6847	7582	7437	6133	6316	6905
所得税	-1159	-1350	-1317	-1165	-1200	-1312
年内股东盈利	5605	6091	5873	4860	5005	5471
少数股东权益	83	141	199	108	111	122
EBITDA	7769	8703	12965	6088	6272	6860
净利润	5605	6091	5873	4860	5005	5471
每股收益(人民币元, 基本)	0.47	0.51	0.49	0.41	0.42	0.46
每股收益(人民币元, 摊薄)	0.47	0.51	0.49	0.41	0.42	0.46
收入增长(%)	11.7%	11.0%	1.7%	-5.9%	3.1%	8.0%
毛利增长(%)	13.1%	5.3%	-0.4%	-4.8%	3.5%	8.0%
经营利润增长(%)	12.9%	10.9%	54.8%	-48.6%	3.0%	9.4%
净利润增长(%)	8.6%	8.7%	-3.6%	-17.3%	3.0%	9.3%
每股收益增长(%)	8.6%	8.7%	-3.6%	-17.3%	3.0%	9.3%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
固定资产	8,529	9,582	10,417	10729	11051	11383
无形资产	468	1,908	3,660	3770	3883	3999
其他非流动资产	3,435	6,322	5,461	5625	5793	5967
非流动资产总计	14,405	17,812	19,537	20,123	20,727	21,349
存货	2,480	2,555	3,139	3,233	3,330	3,430
应收账款及应收票据	7,129	7,529	9,712	10,003	10,303	10,612
现金及现金等价物	9,284	8,001	10,491	8,749	7,239	6,365
其他流动资产	1,443	5,872	2,755	2,838	2,923	3,010
流动资产总计	20,337	23,957	26,745	24,823	23,795	23,417
总资产	34,742	41,769	46,282	44,946	44,522	44,766
应付账款及票据	1,623	2,010	2,842	2,927	3,015	3,105
应交税金	363	443	561	578	595	613
短期债务		153	450	464	478	492
其他流动负债	5,240	6,352	6,330	6,520	6,715	6,917
流动负债总计	7,226	8,958	10,183	10,488	10,803	11,127
长期借款	0	29		0	0	0
其他非流动负债	687	1,141	1,082	1,114	1,147	1,182
非流动负债总计	687	1,170	1,082	1,114	1,147	1,182
股东权益	25,987	30,198	30,198	31,886	31,098	30,969
少数股东权益	842	1,444	1,444	1,459	1,473	1,488
总权益	26,828	31,642	31,642	33,344	32,572	32,458

现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	5605	6091	5873	4860	5005	5471
加: 折旧与摊销	865	1048	1117	1140	1163	1186
营运资本变动	-1388	798	-3032	-2213	-2258	-2303
其他非现金调整	-446	-310	220	352	563	900
经营活动产生的现金流量净额	4637	7627	4179	4138	4472	5255
出售固定资产收到的现金	86	17	140	30	31	31
减: 资本性支出	1758	2723	1893	1931	1970	2009
投资减少	5423	3419	6749	2300	2346	2393
减: 投资增加	5404	7494	4836	4933	5032	5132
其他投资活动产生的现金流量净额	1016	-15	447	456	466	475
投资活动产生的现金流量净额	-637	-6796	607	-4078	-4159	-4242
债务增加		486		300	320	300
减: 债务减少	222	621	166	170	173	177
减: 股本减少	264	14	200	204	208	213
支付的股利合计	1691	2097	2726	2535	2586	2638
其他筹资活动产生的现金流量净额	-20	342	792	808	824	841
筹资活动产生的现金流量净额	-2197	-1904	-2301	-1802	-1824	-1887
汇率变动影响	-2	14	5	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	1800	-1059	2490	-1741	-1510	-874
现金及现金等价物期初余额	7259	9060	8001	10491	8749	7239
现金及现金等价物期末余额	9060	8001	10491	8749	7239	6365

截止至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力						
毛利率	76%	72%	71%	71%	72%	72%
经营利润率	25%	25%	38%	21%	21%	21%
净利润率	20%	20%	19%	16%	16%	17%
ROE	22%	20%	19%	15%	16%	18%
ROA	16%	15%	13%	11%	11%	12%
偿还能力						
资产负债率	23%	24%	24%	26%	27%	27%
净资产负债率	29%	32%	36%	35%	37%	38%
流动比率	2.81	2.67	2.63	2.37	2.20	2.10
速动比率	2.47	2.39	2.32	2.06	1.89	1.80
营运能力						
总资产周转率	0.86	0.81	0.71	0.65	0.68	0.74
应收账款周转率	7.47	17.03	12.96	10.26	10.27	10.77
应付账款周转率	1.80	4.78	3.82	2.94	2.91	3.05
存货周转率	3.10	3.45	3.26	2.66	2.64	2.77
每股指标(人民币元)						
每股收益	0.47	0.51	0.49	0.41	0.42	0.46
每股净资产	2.18	2.54	2.54	2.68	2.61	2.60
估值比率(倍)						
P/E	13.4	12.4	12.8	15.5	15.1	13.8
P/B	2.7	2.4	2.4	2.2	2.3	2.3

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>