

## 创新药业务高速增长，一季度业绩超预期

### ——石药集团 (1093.HK) 2018 年一季度业绩点评

海外公司研究简报

◆ **一季度业绩超预期**：公司 18 年 1 季度收入 53.9 亿港元，同比增长 55.2%，归母净利润 9.1 亿港元，同比大幅增长 42.6%，超市场预期，每股盈利 14.57 港仙，同比增长 38.2%。在核心产品恩必普、玄宁、欧来宁驱动下，创新药业务大幅增长 66.0%，毛利率提升 7.3pp 至 64.3%，公司盈利结构持续优化。

◆ **创新药表现靓丽，恩必普、玄宁、欧来宁高速增长**：创新药产品表现靓丽，其中恩必普强势增长 45% 至 11.5 亿港元，注射液增长 60% 至 6.1 亿港元，软胶囊增长 31% 至 5.4 亿港元。新医保放量明显，我们认为二级医院进院是公司未来发展方向，预计 18 年恩必普保持约 30% 以上增长。欧来宁增长 83.2% 至 5.3 亿港元，玄宁增长 105.7% 至 2.8 亿港元。

◆ **肿瘤产品群高速增长，18 年紫杉醇白蛋白有望达 2~3 亿港元收入**：抗肿瘤产品大幅增长 95.9% 至 4 亿港元。多美素增长 77.4% 至 2 亿港元，津优力增长 118.8% 至 1.5 亿港元，重磅产品白蛋白紫杉醇（克艾力）18 年 3 月上市半个月收入 0.15 亿港元，18 年有望贡献 2~3 亿港元。公司抗肿瘤板块增速明显驱动因素为 1) 重点品种医院覆盖率显著增长；2) 销售团队增速较快，预计 18 年约有 1200 人。我们预计抗肿瘤产品群 18 年有望达到 80% 以上高速增长。

◆ **维 C 业务持续盈利，研发管线值得期待**：原料药方面维 C 持续涨价，增长 117% 至 6.8 亿港元，公司维 C 长单占比 55%，预计 18 年持续盈利，产生的利润将悉数投入到公司的研发中。公司研发投入不断加大，目前有 7 个仿制药已报产，陆续将有决奈达隆、硼替佐米、二甲双胍等仿制药上市。公司还将通过海外合作和并购强化现有治疗领域的研发能力，预计海外、国内临床后期品种不断增多。

◆ **维持“买入”评级，上调目标价至 28.8 港元**：维持公司 18-20 年 EPS 分别为 0.58/0.73/0.89 港元。我们采用分部估值法对现有及在研管线估值：公司现有业务高速增长（18 年净利润增速有望接近 30%），产品市场地位领先，销售强劲，享受估值溢价，对现有产品给予 18 年 38 倍 PE，对应每股 22 港元；公司研发不断加码，白蛋白紫杉醇、氯吡格雷等品种将陆续上市，在研核心产品通过 rNPV 折现得到每股价值约 6.8 港元。上调目标价至 28.8 港元，维持“买入”评级。

◆ **风险提示**：原料药价格波动，审批政策风险，研发不及预期。

## 买入（维持）

当前价/目标价：25.1/28.8 港元

目标期限：6 个月

## 分析师

李君周(执业证书编号：S0930515080003)

0755 23945523

[lijz@ebsec.com](mailto:lijz@ebsec.com)

## 市场数据

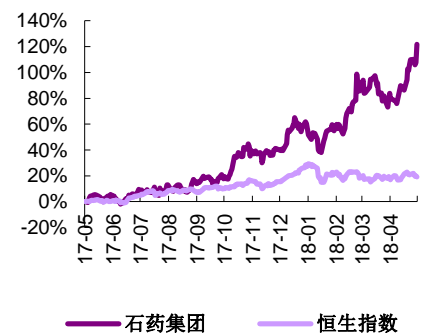
总股本(亿股)：62.43

总市值(亿港元)：1567

一年最低/最高(港元)：10.94-25.4

近 3 月换手率：51.7%

## 股价表现(一年)



资料来源：Wind

## 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	21	258	105
绝对	23	279	124

## 相关研报

研发布局持续深入，创新药业务高速增长……2018-3-20  
 医保效应初显……2017-11-16  
 持续快速增长的创新药龙头，毛利率改善明显……2017-08-24

## 业绩预测和估值指标

指标 (港币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (万)	1,236,904	1,546,253	1,848,302	2,184,514	2,501,773
营业收入增长率	8.6%	25.0%	19.5%	18.2%	14.5%
净利润 (万)	210,085	277,052	359,596	458,181	556,351
净利润增长率	26.2%	31.9%	29.8%	27.4%	21.4%
EPS (港元)	0.35	0.45	0.58	0.73	0.89
P/E	72.3	55.2	43.6	34.2	28.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 5 月 25 日

利润表 (万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	1,236,904	1,546,253	1,848,302	2,184,514	2,501,773
成本	(606,023)	(611,656)	(642,239)	(674,351)	(708,068)
毛利	630,881	934,597	1,206,063	1,510,163	1,793,704
销售费用	(278,816)	(437,464)	(539,554)	(681,391)	(817,876)
行政开支	(55,369)	(68,201)	(73,932)	(98,303)	(112,580)
其他收入净额	(42,444)	(92,816)	(153,409)	(170,392)	(182,629)
经营利润	264,948	348,164	453,570	577,098	700,112
财务成本	(4,171)	(2,663)	(2,530)	(2,403)	(2,283)
税前利润	263,533	346,529	451,040	574,695	697,829
所得税	(52,211)	(68,525)	(90,208)	(114,939)	(139,566)
期内全面收益	211,323	278,004	360,832	459,756	558,263
少数股东权益	1,238	952	1,236	1,575	1,912
净利润	210,085	277,052	359,596	458,181	556,351
每股收益(人民币)	0.35	0.45	0.58	0.73	0.89
收入增长(%)	8.6%	25.0%	19.5%	18.2%	14.5%
净利润增长(%)	26.2%	31.9%	29.8%	27.4%	21.4%

资产负债表 (万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产	633,257	790,796	840,296	889,796	939,296
物业、厂房及设备	541,503	666,252	716,252	766,252	816,252
预付租金-非流动资产	52,671	57,308	57,308	57,308	57,308
无形资产	7,923	10,318	9,818	9,318	8,818
商誉	11,179	12,174	12,174	12,174	12,174
流动资产	842,762	1,363,472	1,552,326	1,895,629	2,301,378
存货	193,315	290,078	259,060	277,556	297,253
应收账款	183,527	233,428	239,074	270,593	296,183
现金及现金等价物	323,468	523,803	738,028	1,031,318	1,391,779
流动负债	408,466	575,990	575,057	662,972	748,006
应付账款	293,789	451,338	450,405	538,320	623,355
其他应付	0	0	0	0	0
应付关联方款项	66	4,342	4,342	4,342	4,342
流动资产净值	434,296	787,483	977,269	1,232,658	1,553,371
非流动负债	48,421	37,539	37,539	37,539	37,539
股本及储备	1,010,763	1,532,237	1,771,524	2,076,412	2,446,626
股本	1,056,962	1,292,220	1,292,220	1,292,220	1,292,220
储备	(46,199)	240,017	479,304	784,192	1,154,406
公司拥有人应占权益总额	1,010,763	1,532,237	1,771,524	2,076,412	2,446,626
非控股权益	8,370	8,502	8,502	8,502	8,502
权益总额	1,019,132	1,540,740	1,780,026	2,084,915	2,455,128

现金流量表 (万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	210,085	278,004	360,832	459,756	558,263
加: 折旧与摊销	58,773	51,000	51,000	51,000	51,000
营运资本变动	225,058	291,630	339,890	436,270	548,657
其他非现金调整	83,071	118,602	(100,500)	(100,500)	(100,500)
经营活动产生的现金流量	291,630	339,890	436,270	548,657	649,010
出售固定资产收到的现金	811	0	0	0	0
减: 资本性支出	118,602	(100,500)	(100,500)	(100,500)	(100,500)
减: 投资增加	12,539	0	0	0	0
其他投资活动产生的现金	(2,831)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(133,161)	(100,500)	(100,500)	(100,500)	(100,500)
筹资活动产生的现金流量	(45,240)	(93,645)	(121,545)	(154,867)	(188,049)
现金及现金等价物净增加	93,521	145,745	214,225	293,289	360,461

资料来源: 光大证券研究所预测、公司资料

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安聆娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		