疫情影响下仍经营稳健，拟科创板 CDR 发行引活水

——石药集团（1093.HK）2020 年一季报点评

海外公司简报

◆**疫情影响下 Q1 业绩略超预期。**公司 20Q1 收入 61.3 亿元（+11.5%），经营溢利 11.6 亿元（+0.6%），归母净利润 11.6 亿元（+21.8%），每股盈利 18.59 分（+21.8%），收入端增速略超市场预期。毛利率同比提升 4.0pp 至 73.9%，公司盈利结构持续优化。此外，在六大疾病领域核心品种驱动下成药业务增长 18.3%，原料药增长放缓。

◆**成药业务表现理想，心脑血管与呼吸条线成亮点。**1）成药产品线表现靓丽，Q1 营收达到 50.22 亿元（+18.3%）。其中神经系统用药收入 16.5 亿元（-4.3%），恩必普持续市场下沉，Q1 仍增长 18.1%至 14.5 亿元，考虑到终端下沉与学术推广齐发力，预计全年有望保持较快增长。2）其他板块中，心血管产品收入 5.82 亿元（+66.5%），其中恩存于 19 年集采中标已带来增量收入，玄宁恢复快速增长；呼吸系统用药收入 1.9 亿元（+98.9%）中，琦效受疫情影响录得可观收入。

◆**克艾力销售强劲，抗肿瘤产品线增长动力充足。**抗肿瘤产品 Q1 营收达 15.52 亿元（+53.7%，15-19 年 CAGR 达 87%）。其中，多美素和津优力销售同比分别增长 13.7%/64.5%；克艾力受益于产品起效快与线上推广，贡献超 5 亿元（+114%），降价纳入集采后有望迎来渗透率大幅提升和对普通剂型的替代空间，预计 20 年有望实现 25%以上增长。随着公司在抗肿瘤领域影响力的逐步建立，预计该板块未来几年有望维持强劲增长。

◆**研发投入强劲，管线稳步推进。**公司研发力度持续增加，Q1 研发费用达 5.68 亿元，占成药收入比重为 11.3%，处于行业领先水平且有望持续加码。仿制药共有 23 个品种、35 个品规通过一致性评价，有望借助带量采购政策快速切入市场。新药方面，新型制剂、大分子和小分子研发平台各具特色，预计 21~22 年有望每年推动 3~5 个新药品种上市，其中两性霉素 B 脂质体、米托蒽醌脂质体、RANKL、PI3K 抑制剂有望于 20~21 年获批，预计将成为公司新一代重磅产品。

◆**盈利预测与投资评级。**疫情对 1 季度的影响有限，销售和研发层面各项进展正陆续恢复，此外公司披露拟进行人民币股份或中国存托凭证发行并于科创板上市，有望拓宽融资渠道。我们维持 20~22 年 EPS 预测为 0.72/0.86/1.02 元，对应 20~22 年 PE 分别为 21/18/15x。公司储备重磅品种有望有序上市，当前估值具吸引力，维持“买入”评级。

◆**风险提示：原料药价格波动，产品销售不及预期，研发不及预期。**

业绩预测和估值指标

指标（人民币）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	17,717	22,103	26,550	32,271	38,619
营业收入增长率	37.07%	24.76%	20.12%	21.55%	19.67%
净利润（百万）	3,081	3,714	4,472	5,366	6,364
净利润增长率	33.03%	20.56%	20.41%	20.00%	18.59%
EPS（元）	0.49	0.60	0.72	0.86	1.02
P/E	31	26	21	18	15

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 5 月 27 日（1HKD=0.901RMB）

买入（维持）

当前价：16.94 港元

分析师

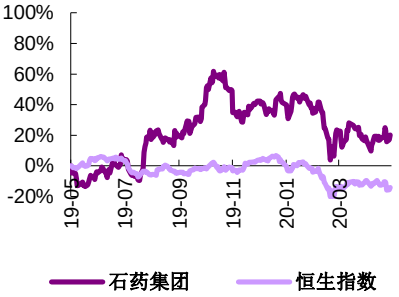
林小伟 (执业证书编号：S0930517110003)
021-52523871
linxiaowei@ebscn.com

吴佳青 (执业证书编号：S0930519120001)
021-52523697
wujiaqing@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)： 62.36
总市值(亿港元)：990.33
一年最低/最高(港元)：11.22-21.8
近 3 月换手率：58.6%

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	7	0	37
绝对	3	-13	22

相关研报

恩必普增长强劲，抗肿瘤线成新引擎……2020-03-31
业绩快速增长，新药管线布局深厚……2019-11-18
新药管线布局深厚，研发平台优势凸显……2019-11-05
受益结构优化业绩持续快速增长，估值较具吸引力……2019-9-19

附录:

附录 1：石药集团部分新药及新类剂型管线

主要候选药品	适应症	临床前	I 期	II 期	III 期/注册性临床	上市申请
1 类新药（小分子）						
PI3K 抑制剂	淋巴瘤				√	
丁苯酞软胶囊	血管性痴呆				√	
丁苯酞软胶囊（美国）	缺血性脑卒中			√		
黄芩素片	流行性感冒			√		
SKLB1028	急性髓性白血病			√		
盐酸阿姆西汀肠溶片	抗抑郁			√		
HA121-28	胃癌		√			
CSPCHA115 胶囊	过敏性鼻炎及哮喘		√			
SYHA136	静脉血栓栓塞预防		√			
盐酸希美替尼片	胃癌、胆管癌、肺鳞癌		√			
SYHA1803	肝癌		√			
SYHA1807	肺癌		√			
DBPR108	糖尿病				√	
SYHA1402	糖尿病引起的神经病变		√			
RMX1001	肿瘤疼痛、神经疼痛		√			
RMX2001	结核、革兰氏阳性菌感染			√		
其它 20 余个品种		√				
1 类新药（大分子）						
抗 EGFR 单克隆抗体（JMT101）	多种实体瘤			√		
抗 RANKL 单克隆抗体（JMT103）	高钙血症、骨巨细胞瘤				√	
抗 RANKL 单克隆抗体（JMT103）	肿瘤骨转移		√			
抗 RANKL 单克隆抗体（JMT103）	骨质疏松症		√			
双特异性抗体（HER2/CD3）	乳腺癌、胃癌		√			
双特异性抗体（EpCAM/CD3）	肿瘤引起的腹水		√			
重组 GLP-1 Fc 融合蛋白注射液	糖尿病		√			
抗 PD-1 单克隆抗体	肿瘤			√		
DP303c	乳腺癌、胃癌、卵巢癌等		√			
CX43 拮抗剂-激动剂	脊髓损伤和乳腺癌骨转移		√			
奥马珠单抗生物类似药	中、中毒过敏性哮喘				√	
其它 40 余个品种		√				
新类制剂						
注射用两性霉素 B 胆固醇硫酸酯复合物	侵袭性真菌感染					√
盐酸米托蒽醌脂质体注射液	外周 T 细胞淋巴瘤				√	
注射用表柔红霉素阿糖胞苷脂质体	胰腺癌				√	
注射用紫杉醇白蛋白结合型	肺癌				√	
注射用紫杉醇阳离子脂质体	乳腺癌、胰腺癌		√			
盐酸表柔比星脂质体注射液	多种血液瘤和实体瘤		√			
注射液前列地尔脂质体	血管扩张			√		
注射用两性霉素 B 脂质体	侵袭性真菌感染				√	
酒石酸长春瑞滨脂质体注射液	乳腺癌、肺癌		√			

伊利替康脂质体注射液（中国及美国）	胰腺癌		√
其它 10 个品种		√	

资料来源：公司业绩会资料，光大证券研究所

附录 2：20~22 年预计有多个仿制药新产品陆续上市

2020 年		2021 年		2022 年	
产品名称	治疗领域	产品名称	治疗领域	产品名称	治疗领域
盐酸美金刚片	精神神经	阿哌沙班片	心脑血管	硝苯地平控释片	心脑血管
帕利哌酮缓释片（美国）	精神神经	坎地沙坦酯氨氯地平片	心脑血管	达比加群酯胶囊	心脑血管
卡马西平缓释片（美国）	精神神经	普瑞巴林胶囊	精神神经	罗沙司他胶囊	心脑血管
盐酸帕罗西汀缓释片（美国）	精神神经	拉考沙胺片	精神神经	司来帕格片	心脑血管
埃索美拉唑镁胶囊（美国）	消化和代谢	盐酸度洛西汀肠溶胶囊	精神神经	氢溴酸伏硫西汀片	精神神经
阿卡波糖片	消化和代谢	帕利哌酮缓释片	精神神经	加巴喷丁胶囊	精神神经
磷酸西格列汀片	消化和代谢	达沙替尼片	肿瘤	盐酸普拉克索缓释片	精神神经
门冬氨酸鸟氨酸原料及注射液	消化和代谢	甲苯磺酸索拉非尼片	肿瘤	盐酸多奈哌齐片	精神神经
孟鲁司特钠片	呼吸系统	马来酸阿法替尼片	肿瘤	拉考沙胺注射液	精神神经
孟鲁司特钠咀嚼片	呼吸系统	利格列汀片	消化和代谢	培唑帕尼片	肿瘤
利伐沙班片	心脑血管	苯甲酸阿格列汀片	消化和代谢	来那度胺胶囊	肿瘤
乙磺酸尼达尼布软胶囊	心脑血管	索磷布韦片	抗感染	瑞戈非尼片	肿瘤
沙库巴曲缬沙坦钠片	心脑血管	注射用厄他培南（美国）	抗感染	甲磺酸仑伐替尼胶囊	肿瘤
欧米加-3-酸乙酯 90 软胶囊（美国）	心脑血管	磷酸奥司他韦胶囊	抗感染	奥拉帕利片	肿瘤
甲磺酸伊马替尼片（美国）	肿瘤	阿普斯特片	免疫	利拉鲁肽注射液	消化和代谢
恩替卡韦片	抗感染	枸橼酸托法替布片	免疫	达格列净片	消化和代谢
塞来昔布胶囊	其他			埃索美拉唑镁肠溶胶囊	消化和代谢
				帕拉米韦注射液	抗感染
				巴洛沙韦片	抗感染
				富马酸丙酚替诺福韦片	抗感染
				法匹拉韦片	抗感染
				盐酸莫西沙星氯化钠注射液	抗感染
				唑来膦酸注射液	其他

资料来源：公司会议资料、光大证券研究所

附录 3:

利润表（万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	1,771,654	2,210,319	2,654,992	3,227,060	3,861,899
成本	(597,919)	(619,221)	(741,141)	(903,577)	(1,085,194)
毛利	1,173,735	1,591,098	1,913,851	2,323,483	2,776,706
销售费用	(618,451)	(871,208)	(1,038,102)	(1,255,326)	(1,498,417)
行政开支	(65,660)	(74,851)	(87,615)	(106,493)	(127,443)
其他支出	(136,823)	(214,244)	(260,189)	(316,252)	(374,604)
其他收入净额	(136,823)	(214,244)	(260,189)	(316,252)	(374,604)
经营利润	382,296	460,018	559,805	671,228	795,551
财务成本	(7,434)	(3,243)	(3,405)	(3,575)	(3,754)
税前利润	379,218	462,616	556,400	667,654	791,798
所得税	(73,376)	(89,281)	(107,380)	(128,851)	(152,810)
期内全面收益	305,842	373,335	449,020	538,802	638,987
少数股东权益	(2,238)	1,925	1,796	2,155	2,556
净利润	308,080	371,411	447,224	536,647	636,431
每股收益(元)	0.49	0.60	0.72	0.86	1.02
收入增长(%)	37.1%	24.8%	20.1%	21.5%	19.7%
净利润增长(%)	33.0%	20.6%	20.4%	20.0%	18.6%

资产负债表（万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	2,321,684	2,631,832	3,099,070	3,573,165	4,127,561
非流动资产	941,335	1,262,137	1,384,195	1,607,389	1,830,583
物业、厂房及设备	666,332	845,918	968,465	1,091,012	1,213,559
预付租金-非流动资产	52,463	82,330	82,330	82,330	82,330
无形资产	80,350	113,566	113,066	112,566	112,066
商誉	14,014	18,896	18,896	18,896	18,896
流动资产	1,380,349	1,369,696	1,714,876	1,965,776	2,296,978
存货	303,217	253,574	339,301	421,092	514,650
应收账款	253,502	282,610	307,435	355,996	404,867
现金及现金等价物	431,689	411,824	451,215	571,764	760,536
总负债	768,724	680,016	863,039	996,090	1,146,028
流动负债	724,702	623,677	806,801	939,851	1,089,790
应付账款	452,002	480,254	567,177	698,227	846,166
其他应付	0	0	0	0	0
应付关联方款项	2,830	1,085	1,085	1,085	1,085
流动资产净值	655,647	746,018	908,075	1,025,925	1,207,188
非流动负债	44,022	56,338	56,238	56,238	56,238
股本及储备	1,846,172	1,846,172	2,130,387	2,471,431	2,875,889
股本	1,089,941	1,089,941	1,089,941	1,089,941	1,089,941
储备	415,285	756,231	1,040,446	1,381,490	1,785,947
公司拥有人应占权益总额	1,846,172	1,846,172	2,130,387	2,471,431	2,875,889
非控股权益	47,734	105,644	105,644	105,644	105,644
权益总额	1,552,960	1,951,817	2,236,031	2,577,075	2,981,533

现金流量表（万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	320,249	371,411	447,224	536,647	636,431
加：折旧与摊销	65,372	69,160	28,453	28,453	28,453
营运资本变动	274,859	388,008	378,390	453,844	567,954
其他非现金调整	101,951	221,027	212,267	(150,500)	(150,500)
经营活动产生的现金流量净额	388,008	378,390	453,844	567,954	672,949
出售固定资产收到的现金	1,538	813	0	0	0
减：资本性支出	221,027	212,267	(150,500)	(150,500)	(150,500)
减：投资增加	385,490	227,974	(101,147)	(101,147)	(101,147)
其他投资活动产生的现金流量净	(1,581)	(65,317)	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	(369,657)	(245,719)	(251,647)	(251,647)	(251,647)
筹资活动产生的现金流量净额	(15,695)	(154,554)	(162,805)	(195,758)	(232,529)
现金及现金等价物净增加额	(20,724)	(21,738)	39,391	120,549	188,773

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

万得资讯

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、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，本公司的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，本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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述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述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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼