

证券研究报告—动态报告/公司快评

生物医药

制药

石药集团 (1093.HK)

动态报告

买入

(维持评级)

2019年05月22日

业绩持续稳健增长，创新药布局值得期待

证券分析师： 谢长雁 0755-22940793 xiecy@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003
 联系人： 马步云 0755-81981847 mabuyun@guosen.com.cn

事项：

(1) 石药集团 5 月 21 日发布 2019 年 1 季报：2019 年第 1 季度公司实现收入 54.93 亿元，同比增长 25.6%；毛利润 38.41 亿元，同比增长 36.6%；归母净利润 9.52 亿元，同比增长 28.8%；每股盈利人民币 15.26 分，同比增长 29.0%。
 (2) 石药集团 5 月 7 日公告：公司全资附属公司恩必普药业与上海海和药物研究开发有限公司成立合资公司上海海石生物医药有限公司。上海海石将主要从事创新药品研发的业务，恩必普药业持有 70% 股权。海和承诺将 5 个新药项目 (RMX1001、RMX1002、RMX2001、HH185 和 CDK4/6) 于中国大陆的权利 (包括研发、生产及商业化) 及义务 (包括后期里程碑付款及研发费用承担) 转让给上海海石。上海海石负责上述 5 个新药项目于中国大陆的临床试验、产品批准申请、生产及商业化。

国信观点：

■ 体制和业务均成功转型的医药龙头之一，处于高速成长期

石药集团经过二十余年发展，由国内最主要的原料药生产商成功转型为以创新品牌药为主导的高技术企业；股权经历“国资控股-联想控股-管理层控股”完成了从国企到民营的彻底蜕变。公司管理团队富有远见、思想统一、执行力强，管理层持股最大化激发了企业活力，成为国有企业成功改革的标杆。过去 5 年公司归母净利润 CAGR 达 33.2%，盈利质量优异。当前公司创新产品仍处于高速成长期，预计靓丽业绩仍将持续，作为龙头企业将充分分享行业改革红利，强者恒强。

■ 2019 年 1 季报增长靓丽，业绩符合预期

2019 年第 1 季度，公司实现收入 54.93 亿元，同比增长 25.6%；毛利润 38.41 亿元，同比增长 36.6%；归母净利润 9.52 亿元，同比增长 28.8%；每股盈利人民币 15.26 分，同比增长 29.0%，业绩增长靓丽，符合市场预期。其中，创新药收入 29.54 亿元，同比增长 54.4%，占比提升至 53.8%，核心产品恩必普维持 32.1% 的强劲增长。

■ 在研创新产品的布局不断加大，创新管线将成为强者恒强的重要驱动力

公司重视和不断加大研发力度，目前公司共有 300 多个在研产品，涵盖心脑血管、代谢类疾病、肿瘤、精神神经及抗感染等治疗领域，其中新靶点大分子生物药 30 个，小分子新药 40 个，原化药 3 类新药 55 个。公司通过合作、收购和自主研发不断补充创新在研产品线，对于大分子创新药、小分子创新药和肿瘤靶向药物的布局趋于全面，产品梯队合理，深厚的创新药研发管线是公司长期发展的重要驱动力。

■ 投资建议：长期投资价值显著，维持“买入”投资评级

预计公司 2019-2021 年营收约 225/274/329 亿元，增速约为 22.4%/21.4%/20.3%，净利润约 39.2/48.2/58.3 亿元，增速约 22.4%/23.0%/20.9%，EPS 为 0.63/0.77/0.93 元，当前股价对应 PE 为 19.3/15.7/13.0x。公司业绩稳健，且作为转型成功的大市值龙头公司，以创新支撑高增长，有望持续享有龙头公司估值溢价。考虑当前制药行业政策具备较高不确定性，集

中采购的持续推行可能对行业整体增长造成一定压力，调整公司 2020 年目标 PE 估值至 22-25x，未来一年合理估值为 19.36-22.00 港元（原目标估值 26.14-28.00 港元，对应 2020 年 PE28-30x）。公司股价经过调整，当前仅为 13.84 港元，目标价距当前股价有 40-60% 收益空间，维持“买入”投资评级。

盈利预测和财务指标

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 12,925 | 18,426 | 22,547 | 27,380 | 32,927 |
| (+/-%) | 16.8% | 42.6% | 22.4% | 21.4% | 20.3% |
| 归母净利润(百万元) | 2,316 | 3,202 | 3,920 | 4,823 | 5,829 |
| (+/-%) | 23.2% | 38.3% | 22.4% | 23.0% | 20.9% |
| 每股收益(元) | 0.38 | 0.51 | 0.63 | 0.77 | 0.93 |
| 市盈率(PE) | 32.01 | 23.85 | 19.35 | 15.73 | 13.01 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

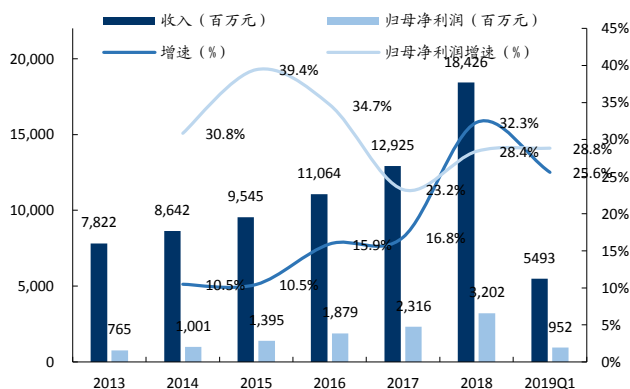
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

评论：

创新药增长靓丽，业绩符合预期

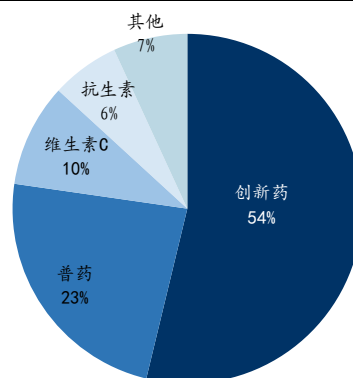
2019 年第 1 季度，公司实现收入 54.93 亿元，同比增长 25.6%；毛利润 38.41 亿元，同比增长 36.6%；归母净利润 9.52 亿元，同比增长 28.8%；每股盈利人民币 15.26 分，同比增长 29.0%。

图 1：石药集团营收和利润增长（百万元）



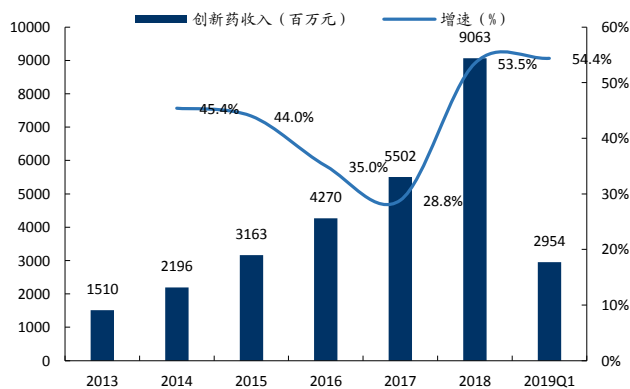
资料来源：公司财报、公司业绩简报、国信证券经济研究所整理

图 2：石药集团 2019 年 1 季度主营收入构成



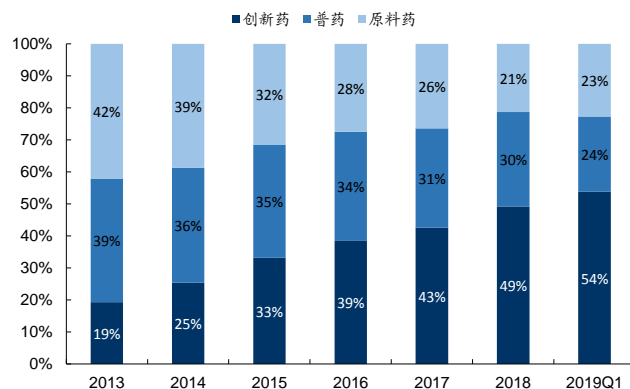
资料来源：公司财报、公司业绩简报、国信证券经济研究所整理

图 3：石药集团创新药收入增长（百万元）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图 4：石药集团创新药收入占比不断提升



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

成药业务实现收入 42.45 亿元，同比增长 33.7%，其中创新药收入 29.54 亿元，同比增长 54.4%，普药收入 12.91 亿元，同比增长 2.4%。创新药收入占比进一步提高至 53.8%，较去年同期提升 10 个百分点。核心产品恩必普维持强劲增长，同比增长 32.1%，估算销售额超过 12 亿人民币。

原料药业务实现收入 12.48 亿元，同比增长 4.1%，其中维生素 C 实现收入 5.24 亿元，同比减少 4.5%，抗生素实现收入 3.47 亿元，同比增长 8.1%。原料药业务占比的提升一方面由于 1 季度普药同比增长放缓，一方面由于公司改变口径，将原来归属于普药中的果维康收入归入其他收入。

(注：公司自 2019 年 1 季度起使用人民币披露财报，此前为港币披露。报告以下部分按照 wind 历史汇率将公司的历史财报数据换算为人民币口径，每年的同比增速与原始报表有所偏差(2018 年同比增速偏高)。)

销售费用率继续提升，销售团队仍在扩充

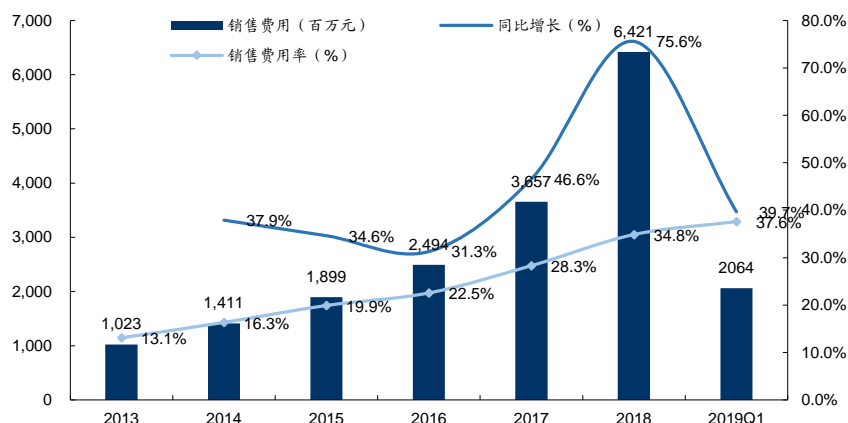
2019 年 1 季度，公司销售费用 20.64 亿元，同比增长 39.7%，销售费用率进一步提高至 37.6% (+3.8pct)。公司对销售队伍建设的投入不断加大，市场开拓的力度持续提高。

恩必普团队：由 2018 年底的 1500 人提升至 2019 年 4 月底的 1800 人，胶囊剂型覆盖医院新增 160 家，注射剂型覆盖医院新增超过 200 家；

肿瘤团队：当前总人数达到 2300 人，多美素医院覆盖率提高 5%，津优力提高 10%，克艾力覆盖 66% 左右的目标医院。

普药团队：进行分领域的销售改革，处于队伍整合过程中，后期增长可期。

图 5：石药集团销售费用投入持续显著加大（百万元）



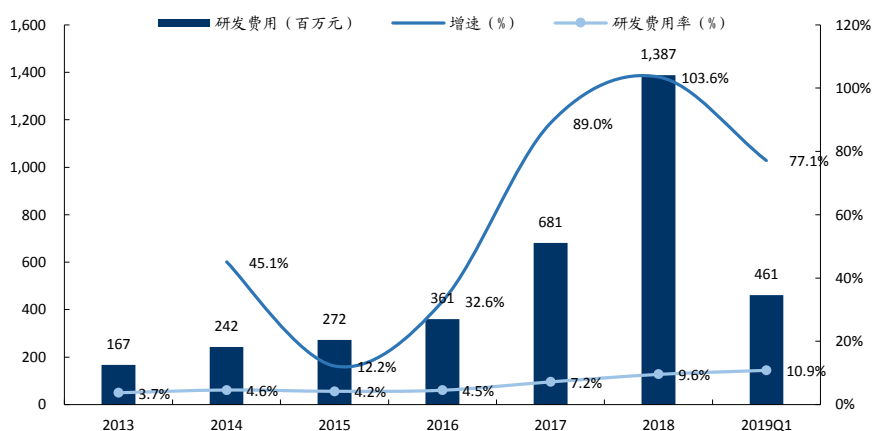
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

研发投入持续加大，创新产品值得期待

2019 年 1 季度，公司研发支出 4.61 亿元，同比增长 77.1%，按照研发费用与成药的销售额比值计算，公司研发费用率已超过 10%。

公司持续加大研发投入，目前在研新产品 300 余个，主要集中在心脑血管、代谢类疾病（如糖尿病）、抗肿瘤、神经及抗感染几个领域。其中，新靶点大分子生物药 30 个，小分子新药 40 个，原化药 3 类新药（现重分类为 3 类或 4 类药品）55 个。

图 6: 石药集团研发费用大幅增加 (百万元)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

通过合作和收购不断夯实在研创新产品, 靶向药物布局趋于全面

石药集团通过合作或者收购的方式补充创新在研产品线, 对于大分子创新药、小分子创新药和肿瘤靶向药的布局趋于全面。公司不断夯实创新型大分子及小分子的产品管线, 产品梯队合理, 未来持续的稳健成长可期。

2019年5月, 公司公告, 全资附属公司恩必普药业与独立第三方上海海和药物研究开发有限公司成立合资公司上海海石生物医药有限公司。上海海石将主要从事创新药品研发的业务, 恩必普持有70%股权。海和承诺将5个新药项目(RMX1001、RMX1002、RMX2001、HH185和CDK4/6)于中国大陆的权利(包括研发、生产及商业化)及义务(包括后期里程碑付款及研发费用承担)转让给上海海石。上海海石须负责上述5个新药项目于中国大陆的临床试验、产品批准申请、生产及商业化。

RMX1001、RMX1002及RMX2001项目为海和通过与第三方签订的协议而取得该等项目在中国大陆的独家许可; HH185及CDK4/6为海和自主研发的项目。

(1) RMX1001: 差异化COX-2抑制剂, 已有国外临床IIb期数据显示, RMX1001疗效显著、起效迅速、镇痛持久且不良反应少, 为安全及疗效高的非麻醉性镇痛药物。该项目2019年2月已取得中国药监局的临床许可。

(2) RMX1002: 全球研发进度最领先的EP4受体拮抗剂, 已有国外临床IIb期数据显示, RMX1002针对骨关节炎、类风湿关节炎和其它炎性疼痛起效快且镇痛效果持续, 有望成为非甾体类抗炎药物COX-2抑制剂以外的新止痛药物。该项目已经在中国完成I期临床。

(3) RMX2001: 第二代恶唑烷酮类似物的新型抗生素, 目标适应症为多重耐药性结核病及耐药性革兰氏阳性菌感染。RMX2001对革兰氏阳性菌有很强的体外体内活性, 具有优异的药代动力学/药效学参数, 动物实验上骨髓抑制较少, 在结核病小鼠模型中显示良好的疗效。该项目正在国外进行临床II期试验, 在中国已启动I期临床。

(4) HH185: FGFR1,2,3靶向抑制剂, 正在进行I期临床研究。上海海石将在肿瘤和肺纤维化领域之外进一步开发和商业化HH185。

(5) CDK4/6靶向抑制剂: 处于临床前研究, 已有数据显示良好的体内外活性、代谢性质, 以及显著的血脑屏障渗透性。

其他合作包括:

1) 2019年1月, 石药欧意与杭州英创签订协议, 获得杭州英创5个创新抗肿瘤小分子化合物在中国(包括港澳台)及美国的独家开发及商业化权力。

2) 2019年1月, 子公司佳曦以2.53亿元收购永顺全部股份。永顺主要从事新型单抗研发, 有3个新药临床批件(人源化EGFR单抗、全人源RANKL单抗)。

3) 2019年2月, 子公司上海润石与上海药物研究所签订协议, 获得4个抗肿瘤小分子药物在中国的独家开发和商业化的权益。

4) 获得天境生物重组GLP-1 Fc融合蛋白注射液开发和商业化授权; 获得神州细胞抗CD20单抗注射液开发及商业化授权; 获得美国Verastem公司抗肿瘤药物Copikya的开发和商业化授权等。

除近期的合作之外, 2019年4月, 公司其他在研产品也相继取得进展:

1) 注射用紫杉醇阳离子脂质体: 获批在中国开展临床研究, 适应症为乳腺癌。

2) SYHA136: 获批在中国开展临床研究, 适应症为用于髌关节或膝关节择期置换术的成年患者预防静脉血栓栓塞(VTE)。

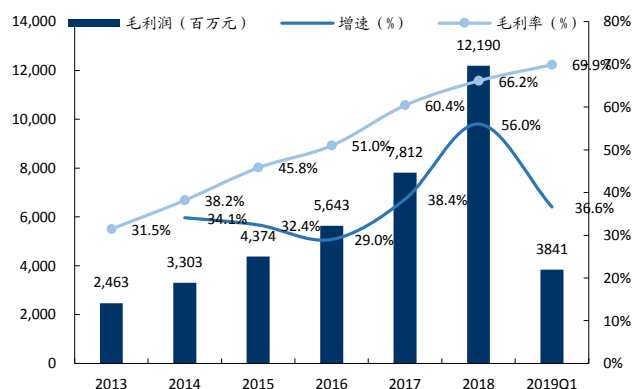
3) SYHA1803: 新型的小分子激酶抑制剂, 目前在全球没有相同靶点产品上市, 获批临床的适应症为治疗肝内胆管癌及尿路上皮细胞癌。

4) SYHA1402: 获批临床的适应症为糖尿病神经病变。

财务分析: 创新药高增长带动毛利率的大幅提升

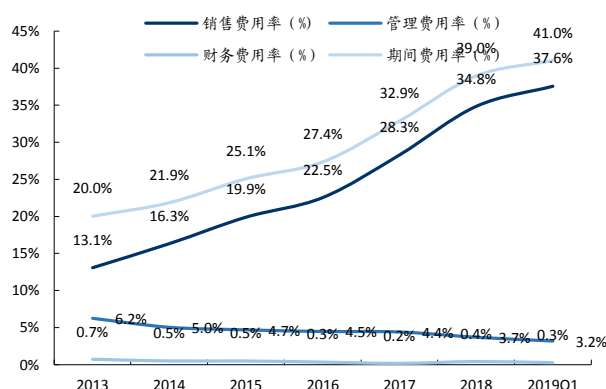
2019年1季度公司毛利润38.41亿元, 同比增长36.6%, 毛利率大幅提升至69.9% (+5.7pct)。毛利率的提升主要由于高毛利的创新药产品占比进一步提高。当前公司创新药毛利率接近89%, 普药毛利率约58.8%。公司维持高管理效率, 管理费用1.76亿元, 管理费用率下降至3.2% (-0.9pct)。但是销售费用率的大幅提升仍然导致期间费用率的上升, 不计入研发费用, 公司期间费用率41.0% (+3.0pct)。

图7: 石药集团毛利润和净利润变化曲线(百万元)



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图8: 石药集团期间费用率随销售费用率提升



资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

盈利预测: 稳健增长持续, 未来创新产品可期

盈利预测假设:

收入预测: 当前创新药产品中恩必普渗透率仍有望提高, 克艾力处于快速放量期, 板块强劲增长有望维持; 普药经过销售团队的整合后, 未来发展仍然值得期待。

毛利率预测: 考虑创新药毛利率较高, 且占比不断提升, 公司整体毛利率维持稳中有升。

期间费用预测: 管理费用率压缩空间很小, 但我们预计未来销售费用率的提升幅度有限, 将逐步与收入的增长相匹配, 期间费用率不会再大幅提升。

表 1: 石药集团收入拆分和盈利预测 (百万元)

| 百万元 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 备注 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------------|
| 营业收入 | 11,064 | 12,925 | 18,426 | 22,547 | 27,380 | 32,927 | |
| 增速 (%) | 15.9% | 16.8% | 42.6% | 22.4% | 21.4% | 20.3% | |
| 成药 | 8,021 | 9,508 | 14,504 | 18,499 | 23,120 | 28,433 | |
| 增速 (%) | 22.8% | 18.5% | 52.5% | 27.5% | 25.0% | 23.0% | |
| 创新药 | 4270 | 5502 | 9063 | 12841 | 17009 | 21711 | 创新药维持高增速, 带动整体收入增长 |
| 增速 (%) | 35.0% | 28.8% | 64.7% | 41.7% | 32.5% | 27.6% | 恩必普 2018 年销售团队继续扩充 |
| 普药 | 3751 | 4006 | 5440 | 5658 | 6111 | 6722 | 销售团队整合, 未来增长有望提速 |
| 增速 (%) | 11.4% | 6.8% | 35.8% | 4.0% | 8.0% | 10.0% | |
| 原料药 | 3043 | 3417 | 3922 | 4048 | 4260 | 4494 | |
| 增速 (%) | 0.9% | 12.3% | 14.8% | 3.2% | 5.2% | 5.5% | |
| 抗生素 | 1193 | 1016 | 1137 | 1228 | 1302 | 1354 | |
| 增速 (%) | -17.1% | -14.9% | 12.0% | 8.0% | 6.0% | 4.0% | |
| 维生素 C | 1171 | 1550 | 1867 | 1793 | 1829 | 1920 | 维生素 C 价格承压 |
| 增速 (%) | 16.2% | 32.4% | 20.5% | -4.0% | 2.0% | 5.0% | |
| 咖啡因及其他 | 680 | 852 | 917 | 1027 | 1129 | 1220 | |
| 增速 (%) | 19.5% | 25.3% | 7.6% | 12.0% | 10.0% | 8.0% | |
| 毛利润 | 5,643 | 7,812 | 12,190 | 15,609 | 19,173 | 23,218 | |
| 毛利率 (%) | 51.0% | 60.4% | 66.2% | 69.2% | 70.0% | 70.5% | 创新药占比提升推动毛利率提高 |
| 其他收入-经营 | 96 | 101 | 145 | 126 | 132 | 139 | |
| 其他经营净收益 | | | 159 | -40 | -44 | -49 | |
| 销售费用 | 2,494 | 3,657 | 6,421 | 8,421 | 10,267 | 12,413 | |
| 销售费用率 (%) | 22.5% | 28.3% | 34.8% | 37.4% | 37.5% | 37.7% | 销售费用率的提升逐步放缓 |
| 管理费用 | 495 | 570 | 683 | 744 | 958 | 1,185 | |
| 管理费用率 (%) | 4.5% | 4.4% | 3.7% | 3.3% | 3.5% | 3.6% | |
| 研发费用 | 361 | 681 | 1,387 | 1,736 | 2,136 | 2,568 | 研发投入持续加大 |
| 研发费用率 (%) | 3.3% | 5.3% | 7.5% | 7.7% | 7.8% | 7.8% | |
| 其他支出-经营 | 380 | 776 | 27 | 24 | 25 | 27 | |
| 营业利润 | 2,370 | 2,910 | 3,976 | 4,769 | 5,874 | 7,114 | |
| 财务费用 | 37 | 22 | 77 | 57 | 57 | 57 | |
| 应占共同控制实体损益 | 25 | 9 | 45 | 63 | 63 | 63 | |
| 除税前溢利 | 2,357 | 2,897 | 3,944 | 4,775 | 5,880 | 7,120 | |
| 所得税 | 467 | 573 | 765 | 874 | 1,076 | 1,310 | |
| 所得税率 | 19.8% | 19.8% | 19.4% | 18.3% | 18.3% | 18.4% | 2019 年 1 季度税率有所降低 |
| 净利润 | 1,890 | 2,324 | 3,179 | 3,901 | 4,804 | 5,810 | |
| 净利率 (%) | 17.1% | 18.0% | 17.3% | 17.3% | 17.5% | 17.6% | |
| 归母净利润 | 1,879 | 2,316 | 3,202 | 3,920 | 4,823 | 5,829 | |
| 净利润增速 (%) | 34.7% | 23.2% | 38.3% | 22.4% | 23.0% | 20.9% | |
| EPS | 0.32 | 0.38 | 0.51 | 0.63 | 0.77 | 0.93 | |
| 当前股价对应 PE | 38.01 | 32.01 | 23.85 | 19.35 | 15.73 | 13.01 | |

资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理、预测

综上, 预计公司 2019-2021 年营收约 225/274/329 亿元, 增速约为 22.4%/21.4%/20.3%, 净利润约 39.2/48.2/58.3 亿元, 增速约 22.4%/23.0%/20.9%, EPS 为 0.63/0.77/0.93 元, 当前股价对应 PE 为 19.3/15.7/13.0x。

估值和投资建议: 创新药布局值得期待, 维持“买入”投资评级

我们主要参照 A 股/港股的化药、生物药、创新药领军企业估值进行比较。当前石药集团股价对应 2019 年 PE19.3x, 2020 年 PE15.7x。

当前 A 股医药生物板块估值 30.3x (TTM, 整体法, 剔除负值), 其中化学制剂 40.4x, 生物制品 36.8x, 创新药龙头公司恒瑞医药当前股价对应 2019 年估值 50.9x, 贝达药业 79.8x。

当前港股医药制药板块估值 23.8x (TTM, 整体法, 剔除负值), 制药龙头中国生物制药当前股价对应 2019 年估值 26.6x, CRO 龙头药明生物 72.6x。

表 2: 可比公司估值表

| 证券代码 | 公司简称 | 股价 5-21 | 市值 5-21 | ROE (%) | EPS | | | | PE | | | | PEG 19E |
|------------------------|-------|------------|------------|------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|------------|
| | | | | | 18A | 19E | 20E | 21E | 18A | 19E | 20E | 21E | |
| 1093.HK | 石药集团 | 13.84 | 863 | 21.4% | 0.51 | 0.63 | 0.77 | 0.93 | 23.85 | 19.35 | 15.73 | 13.01 | 0.9 |
| 港股创新药/生物科技参比公司 | | | | | | | | | | | | | |
| 1177.HK | 中国生物 | 7.66 | 964 | 31.0% | 0.23 | 0.25 | 0.29 | 0.34 | 29.30 | 26.63 | 23.28 | 19.96 | 1.9 |
| 1530.HK | 三生制药 | 13.40 | 340 | 14.8% | 0.50 | 0.56 | 0.68 | 0.83 | 23.37 | 20.96 | 17.22 | 14.19 | 1.2 |
| 1548.HK | 金斯瑞生物 | 16.78 | 311 | 4.4% | 0.09 | 0.10 | 0.12 | 0.14 | 185.0 | 168.5 | 143.6 | 106.22 | 11.0 |
| 2269.HK | 药明生物 | 70.40 | 866 | 7.9% | 0.56 | 0.97 | 1.57 | 2.50 | 125.7 | 72.58 | 44.84 | 24.75 | 1.1 |
| 2196.HK | 复星医药 | 23.90 | 633 | 9.7% | 1.22 | 1.47 | 1.75 | 2.07 | 19.63 | 16.29 | 13.64 | 11.55 | 0.8 |
| 1513.HK | 丽珠医药 | 26.00 | 214 | 10.2% | 1.72 | 1.97 | 2.27 | 2.62 | 15.13 | 13.19 | 11.45 | 9.94 | 0.9 |
| A 股创新药/生物科技参比公司 | | | | | | | | | | | | | |
| 600276.SH | 恒瑞医药 | 60.81 | 2,690 | 20.6% | 1.10 | 1.20 | 1.51 | 1.89 | 55.28 | 50.79 | 40.24 | 32.24 | 2.6 |
| 600196.SH | 复星医药 | 25.71 | 633 | 9.7% | 1.07 | 1.29 | 1.54 | 1.82 | 24.03 | 19.94 | 16.69 | 14.13 | 1.0 |
| 002773.SZ | 康弘药业 | 48.01 | 323 | 17.0% | 1.04 | 1.33 | 1.68 | 2.10 | 46.16 | 36.14 | 28.62 | 22.85 | 1.4 |
| 000513.SZ | 丽珠集团 | 33.29 | 214 | 10.2% | 1.51 | 1.73 | 2.00 | 2.30 | 22.05 | 19.22 | 16.68 | 14.48 | 1.3 |
| 300009.SZ | 安科生物 | 15.35 | 161 | 13.7% | 0.26 | 0.35 | 0.47 | 0.61 | 58.19 | 43.72 | 32.62 | 25.29 | 1.4 |
| 300558.SZ | 贝达药业 | 41.22 | 165 | 7.6% | 0.42 | 0.52 | 0.66 | 1.00 | 98.14 | 79.79 | 62.39 | 41.34 | 2.4 |
| 000661.SZ | 长春高新 | 305.8 | 520 | 19.0% | 5.92 | 8.08 | 10.54 | 13.50 | 51.66 | 37.83 | 29.01 | 22.66 | 1.2 |
| 002422.SZ | 科伦药业 | 29.50 | 425 | 9.5% | 0.85 | 1.10 | 1.36 | 1.61 | 34.71 | 26.88 | 21.67 | 18.38 | 1.1 |
| 600867.SH | 通化东宝 | 14.39 | 293 | 17.8% | 0.41 | 0.49 | 0.59 | 0.71 | 35.10 | 29.61 | 24.36 | 20.16 | 1.5 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理、预测

*港股股价、市值均为港元, A 股为人民币元

*中国生物制药、石药集团、药明生物、三生制药、金斯瑞生物科技为国信预测, 其他公司数据来自 wind 一致预期, 该表仅作列示不做推荐

投资建议: 长线投资价值显著, 维持“买入”评级

预计公司 2019-2021 年营收约 225/274/329 亿元, 增速约为 22.4%/21.4%/20.3%, 净利润约 39.2/48.2/58.3 亿元, 增速约 22.4%/23.0%/20.9%, EPS 为 0.63/0.77/0.93 元, 当前股价对应 PE 为 19.3/15.7/13.0x。

石药集团作为国企改革标杆, 拥有富有远见且执行力强的管理团队, 企业活力得以最大化激发, 且作为成功转型创新药企业的大市值龙头公司, 以创新支撑高增长, 创新管线布局也趋于完善, 长期来看未来成长确定性高, 有望持续享有龙头估值溢价, 长期投资价值显著。公司业绩稳健, 且作为转型成功的大市值龙头公司, 以创新支撑高增长, 有望持续享有龙头公司估值溢价。考虑当前制药行业政策具备较高不确定性, 集中采购的持续推行可能对行业整体增长造成一定压力, 调整公司 2020 年目标 PE 估值至 22-25x, 未来一年合理估值为 19.36-22.00 港元 (原目标估值 26.14-28.00 港元, 对应 2020 年 PE28-30x)。公司股价经过调整, 当前仅为 13.84 港元, 目标价距当前股价有 40-60% 收益空间, 维持“买入”投资评级。

风险提示

- (1) 核心产品销售下滑。
- (2) 研发进展不达预期。
- (3) 招标降价影响业绩。
- (4) 维生素 C 等原料药市场价格降低影响当期利润。

相关研究报告

- 《石药集团-1093.HK-2018 年年报点评-靓丽业绩持续，管线不断丰富》——2019-03-20
 《石药集团-1093.HK-2018 年三季报点评-创新药增长强劲，未来成长可期》——2018-11-21
 《石药集团-1093.HK-深度报告：国改标杆，创新龙头》——2018-08-13

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032