

## 创新药增长强劲，助力公司转型升级

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司公布 2019 年一季报，一季度实现收入 54.9 亿元 (+25.6%)、归母净利润 9.5 亿元 (+28.8%)，业绩符合预期。
- **恩必普动力十足，肿瘤线增长强劲。** 2019 年一季度公司成药业务表现亮眼，销售收入达到人民币 42.45 亿元，同比增加 33.7%。其中创新药产品实现销售收入 29.54 亿元，同比增长 54.4%，这得益于公司主要产品的强劲增长，明星产品恩必普同比增长 32.1%，持续快速放量；肿瘤线产品不负众望，同比增长 208.0%，其中克艾力一季度销售额高达 2.5 亿元。普药产品中的美罗培南、阿司匹林肠溶片等多个产品亦取得显著增长。
- **研发投入快速增长，构筑持续发展引擎。** 公司一季度研发费用 4.61 亿人民币，同比增长 77%，营收占比为 8.4%，主要集中在心脑血管、代谢类疾病、抗肿瘤、精神神经及抗感染领域，并通过收购生物制药企业及签订合作协议不断扩充研发管线，加大对生物药及小分子创新药的投入。目前，石药集团在研项目 300 余个，其中新靶点大分子生物药 30 个，小分子新药 40 个，原化药新药 55 个。研发投入费用及研发项目的快速上升，为公司成功完成转型，保持持续高速发展提供坚实保障。
- **学术推广+销售分线+渠道下沉，助力公司快速发展。** 公司进行销售分线，提升团队专业化能力，并不断扩充团队人员，截止 4 月恩必普团队、肿瘤线团队已达 1800、2400 人；公司不断加强学术推广力度，2019 年公司计划沙龙会、科室会等活动将超过 20000 场；积极推进渠道下沉，加强基层和社区医院的覆盖，多美素、津优力的医院覆盖率分别增加了 5%、10%，克艾力上市至今已覆盖了 66% 的目标医院，借助公司强大的销售能力，加之克艾力等产品可能的医保纳入，将助力公司收入的快速提升。
- **盈利预测与评级:** 预计 2019-2021 年归母净利润分别为 46.2 亿港元、57.2 亿港元、70.4 亿港元，EPS 分别为 0.74 港元、0.92 港元、1.13 港元，对应 PE 分别为 19 倍、15 倍、12 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发进度不及预期的风险；汇率波动的风险；药品销售不及预期的风险；仿制药带量采购降价超出预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元港币)	21,029	27,056	33,974	42,068
增长率	36.0%	28.7%	25.6%	23.8%
归属母公司净利润(百万元港币)	3,667	4,618	5,724	7,040
增长率	31.9%	25.9%	23.9%	23.0%
每股收益 EPS	0.59	0.74	0.92	1.13
净资产收益率	20.8%	20.7%	20.4%	20.0%
PE	23	19	15	12

数据来源: 公司资料, 西南证券

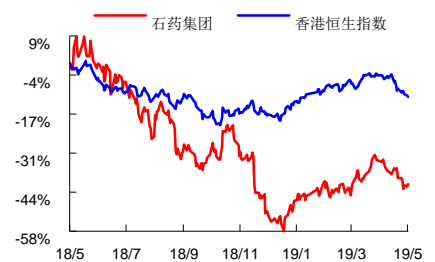
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
执业证号: S1250516100001  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 张祝源  
电话: 021-58351907  
邮箱: zzy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

52 周区间(港元)	10.06-26.05
3 个月平均成交量(百万)	32.91
流通股数(亿)	62.36
市值(亿)	863.11

### 相关研究

1. 石药集团 (1093.HK): 研发持续高投入, 抗肿瘤板块表现亮眼 (2019-03-19)
2. 石药集团 (1093.HK): VC 价格回落不改公司业绩强劲增长 (2018-11-20)
3. 石药集团 (1093.HK): 心血管与抗肿瘤用药双轮驱动中的医药龙头 (2018-08-21)

**附：财务报表**
**损益表**

12月31日年結 (百萬 HKD)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	15,463	21,029	27,056	33,974	42,068
毛利	9,346	13,913	17,370	21,710	26,840
EBIT	3,491	4,590	5,808	7,251	8,977
財務收入(費用)	-27	-88	-9	-9	-12
聯營公司	11	11	-5	-6	-9
非經常性項目	0	0	0	0	0
稅前利潤	3,475	4,513	5,794	7,236	8,957
稅項	-685	-872	-1,147	-1,433	-1,773
非控股權益	-10	26	-29	-80	-143
淨利潤 (歸屬母公司)	2,780	3,667	4,618	5,724	7,040

**資產負債表**

12月31日年結 (百萬 HKD)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
現金及現金等價物	5,238	4,927	12,611	18,156	24,841
應收賬款	4,158	4,671	6,010	7,546	9,344
存貨	2,901	3,461	4,711	5,965	7,407
其他流動資產	1,338	2,627	50	50	50
物業、廠房及設備	6,663	7,605	7,996	8,616	9,507
其他非流動資產	1,019	2,015	2,010	2,004	1,995
總資產	21,542	26,383	34,465	43,414	54,221
應付賬款	4,626	7,881	10,727	13,583	16,866
短期借款	927	80	60	70	80
其他流動負債	207	274	1,147	1,433	1,773
長期借款	60	0	200	200	200
遞延稅項負債	315	500	35	30	20
其他非流動負債	0	0	0	0	0
總負債	6,135	8,735	12,170	15,316	18,939
股本	12,922	12,922	12,922	12,922	12,922
儲備	2,400	4,183	8,801	14,525	21,565
股東權益	15,322	17,105	21,723	27,447	34,487
非控股權益	85	543	572	652	795
總權益	15,407	17,648	22,295	28,098	35,282
淨現金 (負債)	4,251	4,847	12,351	17,886	24,561

**現金流量表**

12月31日年結 (百萬 HKD)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
稅前利潤	3,475	4,513	5,794	7,236	8,957
稅項	-554	-620	-739	-1,152	-1,443
營運資本變動	-1,618	893	2,835	65	43
經營現金流量	1,292	4,775	8,715	7,058	8,559
資本開支	-1,248	-942	-1,212	-1,522	-1,884
自由現金流量	44	3,833	7,504	5,536	6,674
股息	0	0	0	0	0
其他非流動資產變動	-315	-1,837	0	0	0
股本變動	2,352	0	0	0	0
其他	73	-1,400	-0	-0	-0
淨現金流量	2,154	596	7,504	5,536	6,674
期初淨現金 (負債)	2,097	4,251	4,847	12,351	17,886
期終淨現金 (負債)	4,251	4,847	12,351	17,886	24,561

**財務比率**

12月31日年結	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
增長 (%)					
收入	25.01	36.00	28.66	25.57	23.82
EBIT	31.8	31.5	26.5	24.8	23.8
淨利潤	32.3	31.9	25.9	23.9	23.0
每股盈利	28.3	32.1	25.9	23.9	23.0
利潤率 (%)					
毛利	60.4	66.2	64.2	63.9	63.8
EBITDA	27.2	25.4	24.5	24.0	23.7
EBIT	22.6	21.8	21.5	21.3	21.3
淨利潤	18.0	17.4	17.1	16.8	16.7
其他比率					
ROE (%)	18.0	20.8	20.7	20.4	20.0
ROA (%)	12.9	13.9	13.4	13.2	13.0
淨負債率	(27.6)	(27.5)	(55.4)	(63.7)	(69.6)
利息覆蓋率 (倍)	129.3	52.2	656.3	805.7	767.3
應收賬款周轉天數	98.1	81.1	81.1	81.1	81.1
應付賬款周轉天數	276.0	404.2	404.2	404.2	404.2
存貨周轉天數	173.1	177.5	177.5	177.5	177.5
有效稅率 (%)	19.7	19.3	19.8	19.8	19.8

数据来源：公司資料，西南證券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyf@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn