

业绩持续快速增长，新药管线布局深厚

——石药集团 (1093.HK) 2019 年三季度报点评

海外公司简报

◆ **前三季度业绩符合预期。**公司前三季度收入 167.6 亿元 (+27.5%)，归母净利润 28.1 亿元 (+24.0%)，每股盈利 45.15 分 (+24.3%)，符合市场预期。毛利率同比提升 5.8pp 至 70.9%，公司盈利结构持续优化。在核心产品驱动下，创新药业务收入大幅增长 51.9%。公司净利润增速慢于收入端，主要受到销售开支及研发开支加大影响。

◆ **成药业务表现理想，创新药占比提升至 57%。**1) 创新药产品线表现靓丽，营收达到 95.3 亿元 (+51.9%)，已占前三季度总收入 57.0%。恩必普持续市场下沉，预计年底销售团队有望增加至 2400 人，前三季度收入强劲增长 35.7% 至 40 亿元，考虑到终端下沉与学术推广齐发力，预计 20 年仍有望保持快速增长。2) 普药业务由于销售改革及团队整合，前三季度收入同比增长 6.0% 至 38.6 亿元，整合完成后有望加强学术推广和医生服务能力，预期有望实现恢复增长。

◆ **克艾力销售强劲，抗肿瘤产品线成公司新增长引擎。**抗肿瘤产品增长 170.7% 至 34.8 亿元：前三季度多美素、津优力维持高速增长至 12.1 和 10.7 亿元，克艾力收入贡献超过 11 亿元，增长势头仍然强劲。抗肿瘤板块高增长主要是：1) 重点品种医院覆盖率增长；2) 销售团队扩充并加大学术推广力度；3) 新产品上市快速放量。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，前三季度研发费用达 15 亿元，占成药收入比重为 11.2%，研发投入处行业领先水平且有望持续加码。仿制药共有 16 个品种、21 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，预计未来三年有望每年推动 3~5 个新品种上市。管线中新型制剂两性霉素 B 脂质体和米托蒽醌脂质体、创新药 CD20 单抗、PI3K 抑制剂有望于 20~21 年获批，预计将成为公司新一代重磅炸弹。

◆ **盈利预测与投资评级。**公司盈利结构持续优化，现有产品增速稳健并有望维持，我们维持 19-21 年 EPS 预测分别为 0.62/0.74/0.86 元，同比增长 22%/18%/17%，对应 19-21 年 PE 分别为 30/25/21x。考虑到公司研发技术平台优势凸显，储备重磅品种有望有序上市，当前估值仍具吸引力，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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万)	12,925	18,425	22,499	26,895	31,697
营业收入增长率	16.82%	42.55%	22.11%	19.54%	17.86%
净利润 (百万)	2,316	3,202	3,892	4,611	5,382
净利润增长率	23.24%	38.28%	21.54%	18.47%	16.72%
EPS (元)	0.37	0.51	0.62	0.74	0.86
P/E	50	36	30	25	21

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 18 日

买入 (维持)

当前价：20.6 港元

分析师

林小伟 (执业证书编号：S0930517110003)

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

联系人

吴佳青

021-52523697

wujiqing@ebsecn.com

市场数据

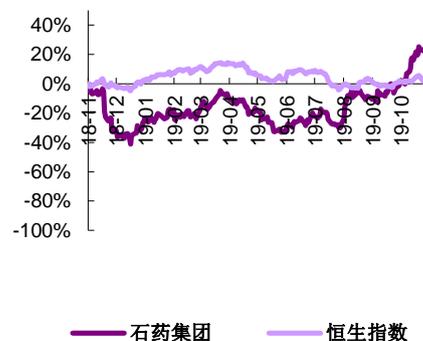
总股本(亿股)：62.36

总市值(亿港元)：1297.16

一年最低/最高(港元)：9.9-21.6

近 3 月换手率：67.8%

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	60	21
绝对	20	60	21

相关研报

业绩符合预期，肿瘤板块发力在即——石药集团 (1093.HK) 2018 年半年报点评……2018-8-21
 创新药业务高速增长，一季度业绩超预期……2018-5-28
 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

附录:

附录1: 石药集团部分新药及新剂型管线

主要候选药品	适应症	临床前	I 期	II 期	III 期/注册性临床 批准证书
1 类新药 (小分子)					
PI3K 抑制剂	淋巴瘤				✓
左旋氨氯地平 (美国)	高血压				✓
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	流行性感胃			✓	
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		✓		
RMX1002	肿瘤疼痛、神经疼痛				✓
RMX1001	肿瘤疼痛、神经疼痛		✓		
RMX2001	结核、革兰氏阳性菌感染		✓		
其它 24 个品种		✓			
1 类新药 (大分子)					
抗 CD20 单克隆抗体 (SCT400)	非霍奇金淋巴瘤				✓✓
抗 EGFR 单克隆抗体 (JMT101)	直肠癌、头颈癌			✓	
抗 RANKL 单克隆抗体 (JMT103)	肿瘤骨转移、骨巨细胞瘤				✓
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 20 个品种		✓			
新剂型					
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				✓
注射用紫杉醇阳离子脂质体	乳腺癌、胰腺癌		✓		
注射用前列地尔脂质体	慢性动脉闭塞症			✓	
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 (美国)	胰腺癌				✓
其它 6 个品种		✓			

资料来源: 公司业绩会资料, 光大证券研究所

注: ✓为进行中, ✓✓为已完成

附录 1: 19~21 年预计有多个仿制药新产品陆续上市

2019 年		2020 年		2021 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
硫酸氧氯吡格雷片	心脑血管	利伐沙班片	心脑血管	阿哌沙班片	心脑血管
替格瑞洛片	心脑血管	沙库巴曲缬沙坦钠片	心脑血管	坎地沙坦酯氨氯地平片	心脑血管
盐酸决奈达隆片	心脑血管	乙磺酸尼达尼布软胶囊	心脑血管	普瑞巴林片	精神神经
利伐沙班片	心脑血管	欧米加-3-酸乙酯 90 软胶囊 (美国)	心脑血管	拉考沙胺片	精神神经
盐酸普拉克索片	精神神经	盐酸美金刚片	精神神经	盐酸度洛西汀肠溶胶囊	精神神经
普瑞巴林胶囊 (美国)	精神神经	帕利哌酮缓释片 (美国)	精神神经	帕利哌酮缓释片	精神神经
苹果酸舒尼替尼胶囊	肿瘤	卡马西平缓释片 (美国)	精神神经	达沙替尼片	肿瘤
甲磺酸伊马替尼片 (美国)	肿瘤	盐酸帕罗西汀缓释片 (美国)	精神神经	甲苯磺酸索拉非尼片	肿瘤
孟鲁司特钠片	自身免疫	阿卡波糖片	消化和代谢	马来酸阿法替尼片	肿瘤
孟鲁司特钠咀嚼片	自身免疫	磷酸西格列汀片	消化和代谢	利格列汀片	消化和代谢
盐酸二甲双胍缓释片	消化和代谢	埃索美拉唑镁胶囊 (美国)	消化和代谢	苯甲酸阿格列汀片	消化和代谢
注射用还原型谷胱甘肽	消化和代谢	门冬氨酸鸟氨酸原料及注射液	消化和代谢	索磷布韦片	抗感染
琥珀酸索利那新片 (美国)	其他	恩替卡韦片	抗感染	注射用厄他培南 (美国)	抗感染
		塞来昔布胶囊	其他	磷酸奥司他韦胶囊	抗感染
				阿普斯特片	免疫
				枸橼酸托法替布	免疫

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,292,528	1,842,550	2,249,924	2,689,455	3,169,683
成本	(511,289)	(623,511)	(697,476)	(836,420)	(988,941)
毛利	781,239	1,219,039	1,552,447	1,853,034	2,180,742
销售费用	(365,680)	(642,104)	(827,972)	(987,030)	(1,160,104)
行政开支	(57,010)	(68,336)	(75,100)	(85,283)	(98,501)
其他支出	(77,585)	(141,416)	(197,993)	(233,983)	(269,423)
其他收入净额	(77,585)	(141,416)	(197,993)	(233,983)	(269,423)
经营利润	291,034	397,595	485,131	573,634	668,563
财务成本	(2,226)	(7,672)	(8,056)	(8,458)	(8,881)
税前利润	289,667	394,431	477,075	565,175	659,681
所得税	(57,280)	(76,491)	(85,874)	(101,732)	(118,743)
期内全面收益	232,387	317,940	391,202	463,444	540,939
少数股东权益	796	(2,310)	1,956	2,317	2,705
净利润	231,591	320,249	389,246	461,126	538,234
每股收益(元)	0.37	0.51	0.62	0.74	0.86
收入增长(%)	16.8%	42.6%	22.1%	19.5%	17.9%
净利润增长(%)	23.2%	38.3%	21.5%	18.5%	16.7%

资产负债表 (万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	1,800,774	2,311,658	2,627,216	3,036,515	3,507,851
非流动资产	661,034	937,270	986,770	1,036,270	1,085,770
物业、厂房及设备	556,927	666,332	716,332	766,332	816,332
预付租金-非流动资产	47,904	52,463	52,463	52,463	52,463
无形资产	8,625	80,350	79,850	79,350	78,850
商誉	10,176	14,014	14,014	14,014	14,014
流动资产	1,139,740	1,374,388	1,640,445	2,000,245	2,422,081
存货	242,479	303,217	310,948	379,766	457,145
应收账款	195,125	253,502	261,579	297,943	333,775
现金及现金等价物	437,852	431,689	681,938	936,556	1,245,181
总负债	512,855	765,404	827,880	937,363	1,058,748
流动负债	481,476	721,572	784,049	893,531	1,014,916
应付账款	377,278	452,002	512,478	619,961	739,345
其他应付	0	0	0	0	0
应付关联方款项	3,629	2,830	2,830	2,830	2,830
流动资产净值	658,265	652,816	856,397	1,106,714	1,407,164
非流动负债	31,379	43,832	43,832	43,832	43,832
股本及储备	1,280,812	1,498,726	1,751,807	2,051,624	2,401,575
股本	1,080,180	1,132,243	1,132,243	1,132,243	1,132,243
储备	200,633	366,483	619,564	919,381	1,269,332
公司拥有人应占权益总额	1,280,812	1,498,726	1,751,807	2,051,624	2,401,575
非控股权益	7,107	47,528	47,528	47,528	47,528
权益总额	1,287,920	1,546,254	1,799,335	2,099,152	2,449,102

现金流量表 (万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	231,591	320,249	389,246	461,126	538,234
加: 折旧与摊销	59,895	65,372	51,000	51,000	51,000
营运资本变动	260,866	274,859	388,008	486,870	516,744
其他非现金调整	106,091	101,951	221,027	(100,500)	(100,500)
经营活动产生的现金流量净额	274,859	388,008	486,870	516,744	598,112
出售固定资产收到的现金	1,137	1,538	0	0	0
减: 资本性支出	101,951	221,027	(100,500)	(100,500)	(100,500)
减: 投资增加	132,136	385,490	0	0	0
其他投资活动产生的现金流量净	(41,839)	(1,581)	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	(274,789)	(369,657)	(100,500)	(100,500)	(100,500)
筹资活动产生的现金流量净额	136,371	(15,695)	(136,121)	(161,627)	(188,987)
现金及现金等价物净增加额	161,220	(20,724)	250,249	254,617	308,625

资料来源: 光大证券研究所预测、公司公告

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, 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見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 2019 版权所有。

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