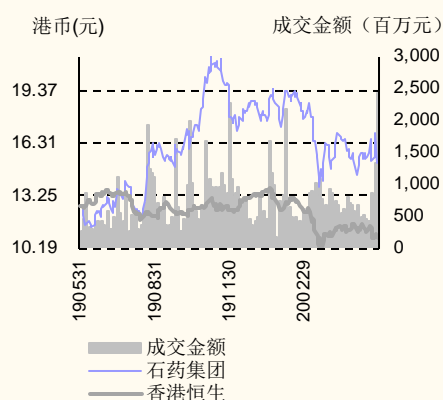


市价(港币): 15.180元

## 市场数据(港币)

收盘价(元)	15.180
流通港股(百万股)	6,236.34
总市值(百万元)	94,667.62
年内股价最高最低(元)	21.400/11.440
香港恒生指数	22961.47



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-13.71	2.40	11.23
相对香港恒生	3.09	11.91	30.40

## 相关报告

- 1.《恩必普+抗肿瘤新药双驱动, 原料药承压-石药集团 2019 年报点...》, 2020.3.31
- 2.《业绩符合预期, 恩必普及抗肿瘤新药双驱动-石药集团 2019 三季...》, 2019.11.19
- 3.《研发平台价值凸显, 管线丰富稳步推进-石药集团更新点评》, 2019.11.7
- 4.《业绩符合预期, 恩必普高增长, 研发加大投入-石药集团 (HK.1...》, 2019.8.19

王麟

分析师 SAC 执业编号: S1130520030001  
(8621)60230233  
wang\_lin@gjzq.com.cn

## Q1 业绩符合预期, 登陆科创方案为公司助力

公司基本情况 (单位: 百万港元)

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	22,103	26,012	30,398	34,901
营业收入增长率	5.11%	17.69%	16.86%	14.81%
归母净利润 (百万元)	3,714	4,500	5,419	6,509
归母净利润增长率	1.62%	21.17%	20.41%	20.12%
摊薄每股盈利 (元)	0.596	0.722	0.869	1.044
每股经营性现金流净额	0.61	0.85	0.97	1.05
市盈率 (倍)	23.46	19.36	16.08	13.39
市净率 (倍)	4.72	3.80	3.07	2.50

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是港币。

## 业绩简评

- 5月27日, 公司发布2020Q1季报, 实现收入约61.3亿人民币, 同比增11.5%; 毛利率约73.9%, 同比提4%; 实现归母净利润约11.6亿元, 同比增约21.8%。疫情背景下, 公司业绩符合预期, 登陆科创方案为公司助力。

## 点评

- 疫情背景下公司收入实现两位数增长, 核心创新品种增速稳健: 新冠疫情背景下, 公司核心品种恩必普仍然保持近20%稳健增速, 目前基层渗透较低, 预计未来渠道下沉、院外推广、以及OTC渠道尝试等方案将是该品种主要发展方向。公司第二大驱动因素为抗肿瘤药, 预计20Q1抗肿瘤线收入约15.5亿元(同比约54%), 保持高增速, 预计环比继续放量, 其中白蛋白紫杉醇快速放量, 同比预计超110%; 另外, 津优力预计同比增速超60%; 预计多美素同比增速保持稳健。预计公司核心创新品种全年继续放量。
- 原料药VC与抗生素业绩回落承压, 咖啡因及其他表现优异, 普药稳定: 整体原料药版块在疫情影响下业绩回落, Q2预计维持稳定。预计VC EBIT下降超70%, 抗生素 EBIT下降超80%, 咖啡因及其他 EBIT超60%表现优异。普药版块随着销售改革和优势品种放量, 整体增速稳健, 20Q1预计同比增速超5%。去年带量采购扩面全国谈判中, 公司新批品种氯吡格雷进入目录, 预计今年放量, 有望销售额超5亿元, 期待阿卡波糖的进展。
- 公司研发投入提升, 在研管线不断丰富, 研发平台价值凸显: 公司20Q1年研发投入约5.7亿元, 同比增速约23%, 研发投入力度加大, 符合预期。创新药管线已进入临床品种28项, 小分子15项, 大分子13项, 另外包括11项NDDS品种在临床阶段, 及10余个BE阶段在研品种。建议关注公司NDDS新剂型改进品种, 有望在中国市场中放量销售, 例如有望今明年上市的两性霉素B脂质体和米托蒽醌脂质体, 及伊立替康脂质体等品种。以及处于临床II-III期的新药品种, 如抗CD20单克隆抗体、抗EGFR单克隆抗体、抗RANKL单克隆抗体、奥玛珠单抗类似物、PI3K抑制剂等品种。

## 估值与盈利预测

- 公司业绩稳定增长, 研发加大投入在研管线稳定推进。我们给予2020-2022三年EPS为0.72/0.87/1.04元, PE为19.4/16.1/13.4倍。

## 风险提示

- 新冠肺炎疫情对业绩影响不确定; 研发进展存在不确定; 核心品种恩必普受医保政策影响, 价格存在谈判下降风险; 报表币种更换的影响不确定。

图表 1: 石药集团在研管线 pipeline 梳理

治疗领域	注册类别	产品名称	靶点	适应症	Research	Preclinical	IND	Phase I	Phase II	Phase III	NDA Submission	Approved	
石药集团	生物1类	注册临床试验	JMT103	RANKL	骨癌								
	生物1类	注册临床试验	JMT103	RANKL	骨癌								
	生物1类	2期临床	JMT101	EGFR	肺癌、结直肠癌、头颈癌、食管癌								
	化药1类	1期临床	HA121-28	多靶点TKI	肿瘤								
	化药1类	1期临床	SYHA1801	BRD4	乳腺癌、结直肠癌								
	化药1类	1期临床	SYHA1803	Pan-FGFR	肺癌、肝癌								
	化药1类	1期临床	SYHA1807	LSD1	肺癌								
	化药1类	1期临床	SYHA1817	FGFR/KDR/CSF1R	肿瘤								
	生物1类	1期临床	SYSA1802	PD-1	肿瘤								
	生物1类	1期临床	SYSA1501	Her2受体ADC	乳腺癌、胃癌								
	生物1类	1期临床	M802	HER2/CD3	乳腺癌、胃癌								
	化药1类	临床前研究	SYHA1813	VEGFR2/CSF1R	肿瘤								
	化药1类	临床前研究	SYHA1815	多靶点TKI	肺癌、胃癌								
	化药1类	临床前研究	ZQY1814	ER-PROTAC	乳腺癌、甲状腺癌								
	化药1类	临床前研究	ZVQ1815	IDO	肺癌、胰腺癌、肝癌、黑色素瘤、结肠癌、食管癌								
	化药1类	临床前研究	ZQY1817	Pan-CDK	肺癌、肝癌								
	化药1类	临床前研究	ZQY1818	CDK4/6-HDAC	乳腺癌、肝癌								
	化药1类	临床前研究	ZQY1819	FGFR4	肝癌								
	实体瘤创新药	生物1类	临床前研究	NRI7001/ADC	Claudin 18.2 ADC	胃癌、胰腺癌							
		生物1类	临床前研究	DP002	TROP2	肿瘤							
生物1类		临床前研究	DP003	New Target	肿瘤								
生物1类		临床前研究	DP006	IL2	黑色素瘤、胃癌								
生物1类		临床前研究	ALMB0168	Cx43激动剂	骨转移、骨肿瘤								
生物1类		临床前研究	NRI7001/CD3	Claudin 18.2和CD3	胃癌								
生物1类		临床前研究	NR18003	LAG-3	肿瘤								
生物1类		临床前研究	NR18008	IL23P19	胰腺癌								
生物1类		已完成3期临床	SCT-400	CD20	淋巴瘤								
进口注册		注册临床试验	Duvelisib	PI3K	白血病、淋巴瘤								
化药1类		2期临床	SKL81028	FLT3等	白血病、淋巴瘤								
化药1类		临床前研究	SYHA1811	BTX抑制剂	淋巴瘤								
化药1类		临床前研究	ZQY1816	Syk-Jak抑制剂	淋巴瘤								
生物1类		临床前研究	A1-Y150	CD38/CD3	骨髓瘤								
生物1类		临床前研究	B-Y151	BCMA/CD3	骨髓瘤								
生物1类	临床前研究	JMT001	CD47双抗	白血病、淋巴瘤									
血液瘤创新药	化药4类	已上市	多美比星脂质体注射液(多美素)	萘环类细胞毒药物	乳腺癌、卵巢癌、胰腺癌、骨肉瘤、膀胱癌								
	化药4类	已上市	注射用紫杉醇白蛋白(克艾力)	微管抑制	乳腺癌								
	化药2类	注册临床试验	盐酸米托蒽醌脂质体注射液	萘环类细胞毒药物	淋巴瘤								
	化药2类	申报生产	注射用两性霉素B脂多糖脂质体注射液	侵袭性真菌感染									
	化药3类	注册临床试验	盐酸伊立替康脂质体注射液	拓扑异构酶抑制剂	胰腺癌								
	化药2类	1期临床	盐酸表柔比星脂质体注射液	萘环类细胞毒药物	实体瘤								
	化药2类	1期临床	注射用紫杉醇白蛋白注射液	微管抑制、新生血管抑制	乳腺癌								
	化药2类	注册临床试验	盐酸米托蒽醌脂质体注射液	萘环类细胞毒药物	肝癌								
	化药2类	1期临床	酒石酸长春瑞滨脂质体注射液	微管抑制	肺癌、乳腺癌、卵巢癌								
	化药3类	注册临床试验	注射用紫杉醇白蛋白	微管抑制	肺癌								
	化药2类	临床前研究	注射用多西他赛白蛋白	微管抑制	实体瘤								
	化药4类	临床前研究	注射用聚赖氨酸丙硫林酰胺	GnRH抑制剂	前列腺癌、子宫内腺异位症								
	化药2类	临床前研究	注射用聚赖氨酸丙硫林酰胺	萘环类、抗代谢物复方	白血病								
	化药2类	临床前研究	顺铂胶束	抑制DNA合成	实体瘤								
	仿制药	化药4类	已上市	伊马替尼胶囊(诺利宁)	Bcr-Abl	白血病							
化药4类		已投产	注射用硼替佐米	26S蛋白酶抑制剂	骨髓瘤								
化药4类		已投产	达沙替尼	多靶点TKI	白血病								
化药4类		临床前研究	伊布替尼	BTX3抑制剂	淋巴瘤								
化药4类		临床前研究	来那度胺	CRBN	骨髓瘤								
化药4类		已上市	伊马替尼胶囊(诺利宁)	多靶点TKI	胃肠道间质瘤								
化药4类		已投产	舒尼替尼胶囊	TKI3抑制剂	胰腺癌、胃癌、胃肠道间质瘤								
化药4类		已投产	索拉非尼片	多激酶抑制剂	胃癌、肝癌								
化药4类		BE研究	阿法替尼片	EGFR(ErbB1)和HER2(ErbB2)	肺癌								
化药4类		临床前研究	仑伐替尼胶囊	VEGFR抑制剂	肝癌								
化药4类		临床前研究	哌柏西利胶囊	CDK4/6抑制剂	乳腺癌								
化药4类		临床前研究	培唑帕尼片	VEGFR抑制剂	肺癌、卵巢癌、胃癌、软组织肉瘤								
化药4类		临床前研究	塞瑞替尼片	ALK抑制剂	肺癌								
化药4类		临床前研究	瑞戈非尼片	多靶点TKI	肝癌、结直肠癌、胃肠道间质瘤								
化药3类		临床前研究	芦卡帕利片	PARP抑制剂	卵巢癌								
化药4类	临床前研究	奥拉帕利片	PARP抑制剂	卵巢癌									

来源: 公司公告, 公开资料整理, wind 医药数据库, 国金证券研究所

**图表 2：石药集团财务模型（单位：百万人民币）**

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	15,463	21,029	22,103	26,012	30,398	34,901	货币资金	5,163	4,927	4,118	8,393	13,273	18,582
增长率	25%	36.0%	5.1%	17.7%	16.9%	14.8%	应收款项	4,176	4,690	5,018	5,853	6,870	7,870
主营业务成本	6,117	7,116	6,192	6,503	7,296	8,202	存货	2,901	3,461	2,536	2,891	3,110	3,570
%销售收入	-39.6%	-33.8%	-28.0%	-25.0%	-24.0%	-23.5%	其他流动资产	1,394	2,609	2,025	2,127	2,386	2,682
毛利	9,346	13,913	15,911	19,509	23,103	26,699	流动资产	13,634	15,686	13,697	19,264	25,640	32,704
%销售收入	60.4%	66.2%	72.0%	75.0%	76.0%	76.5%	%总资产	63.3%	59.5%	52.0%	59.9%	65.9%	70.5%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	110	144	408	517	653	822
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	6,663	7,605	8,459	8,550	8,634	8,712
销售费用	4,375	7,328	8,712	10,925	12,767	14,309	%总资产	30.9%	28.8%	32.1%	26.6%	22.2%	18.8%
%销售收入	-28.3%	-34.8%	-39.4%	-42.0%	-42.0%	-41.0%	无形资产	676	1,516	1,959	2,027	2,182	2,367
管理费用	682	780	749	910	1,034	1,197	非流动资产	7,908	10,697	12,621	12,890	13,265	13,697
%销售收入	-4.4%	-3.7%	-3.4%	-3.5%	-3.4%	-3.4%	%总资产	36.7%	40.5%	48.0%	40.1%	34.1%	29.5%
研发费用	403	1,583	2,000	2,367	2,797	3,316	<b>资产总计</b>	<b>21,542</b>	<b>26,383</b>	<b>26,318</b>	<b>32,154</b>	<b>38,904</b>	<b>46,401</b>
%销售收入	-2.6%	-7.5%	-9.1%	-9.1%	-9.2%	-9.5%	短期借款	927	80	23	0	0	0
息税前利润（EBIT）	3,502	4,355	4,342	5,317	6,505	7,867	应付款项	1,554	3,720	1,427	1,915	2,269	2,247
%销售收入	22.6%	20.7%	19.6%	20.4%	21.4%	22.5%	其他流动负债	3,278	4,435	4,787	5,633	6,583	7,558
财务费用	27	88	-32	-74	-59	-83	流动负债	5,760	8,235	6,237	7,549	8,852	9,805
%销售收入	-0.2%	-0.4%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	长期贷款	60	0	0	0	0	0
-	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	316	500	563	563	563	563
-	0	0	0	0	0	0	<b>负债</b>	<b>6,135</b>	<b>8,735</b>	<b>6,800</b>	<b>8,112</b>	<b>9,415</b>	<b>10,369</b>
投资收益	10	51	58	72	91	115	<b>普通股股东权益</b>	<b>15,322</b>	<b>17,105</b>	<b>18,462</b>	<b>22,962</b>	<b>28,381</b>	<b>34,890</b>
%税前利润	0.3%	1.1%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	其中：股本	12,922	12,922	10,899	10,899	10,899	10,899
营业利润	3,538	4,494	4,368	5,315	6,538	7,899	未分配利润	2,624	5,288	7,690	12,190	17,609	24,118
营业利润率	22.9%	21.4%	19.8%	20.4%	21.5%	22.6%	少数股东权益	85	542	1,056	1,080	1,108	1,142
营业外收支	-20	182	194	150	100	50	<b>负债股东权益合计</b>	<b>21,543</b>	<b>26,383</b>	<b>26,318</b>	<b>32,154</b>	<b>38,904</b>	<b>46,401</b>
税前利润	3,465	4,502	4,626	5,613	6,756	8,115	<b>比率分析</b>						
利润率	22.4%	21.4%	20.9%	21.6%	22.2%	23.3%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-685	-873	-893	-1,090	-1,309	-1,572	<b>每股指标</b>						
所得税率	19.8%	19.4%	19.3%	19.4%	19.4%	19.4%	每股收益	0.444	0.586	0.596	0.722	0.869	1.044
净利润	2,780	3,629	3,733	4,524	5,447	6,543	每股净资产	2.457	2.743	2.960	3.682	4.551	5.595
少数股东损益	10	-26	19	23	28	34	每股经营现金净流	0.527	0.710	0.607	0.848	0.966	1.052
归属于母公司的净利润	2,771	3,655	3,714	4,500	5,419	6,509	每股股利	0.150	0.180	0.200	0.200	0.200	0.200
净利率	17.9%	17.4%	16.8%	17.3%	17.8%	18.7%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	18.08%	21.37%	20.12%	19.60%	19.09%	18.66%
							总资产收益率	12.86%	13.85%	14.11%	14.00%	13.93%	14.03%
							投入资本收益率	16.81%	19.26%	17.43%	17.41%	17.45%	17.33%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	25.01%	36.00%	5.11%	17.69%	16.86%	14.81%
							EBIT增长率	31.14%	24.39%	-0.31%	22.45%	22.36%	20.93%
							净利润增长率	31.88%	31.92%	1.62%	21.17%	20.41%	20.12%
							总资产增长率	45.95%	22.47%	-0.24%	22.17%	20.99%	19.27%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	87.7	76.9	80.2	76.3	76.4	77.1
							存货周转天数	144.2	163.1	176.7	152.3	150.1	148.6
							应付账款周转天数	82.6	135.3	151.7	93.8	104.7	100.5
							固定资产周转天数	142.5	123.8	132.6	119.3	103.2	90.7
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-27.11%	-27.46%	-20.98%	-34.91%	-45.01%	-51.57%
							EBIT利息保障倍数	131.5	49.7	-134.4	-71.5	-110.1	-94.4
							资产负债率	28.48%	33.11%	25.84%	25.23%	24.20%	22.35%

来源：公司公告，国金证券研究所



**投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;  
增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;  
中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;  
减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903  
传真: 021-61038200  
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn  
邮编: 201204  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979  
传真: 010-66216793  
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn  
邮编: 100053  
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378  
传真: 0755-83830558  
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn  
邮编: 518000  
地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7GH