

审慎增持 (维持)

目标价: 10.42 港元

现价: 8.14 港元

预期升幅: 28.0 %

市场数据

日期	2020.11.23
收盘价(港元)	8.14
总股本(百万股)	11,974
流通股本(百万股)	11,974
总市值(亿港元)	975
流通市值(亿港元)	975
净资产(亿元)	199.68
总资产(亿元)	291.67
每股净资产(元)	2.67

数据来源: Wind

相关报告

《产品结构持续优化, 多元结构有效地抵御短中期风险》2020-04-07
《一季度表现优异, 逆境彰显综合实力》2020-05-30

《上半年业绩符合预期, 创新产品有望接连上市》2020-08-31

海外医药研究

分析师:

徐佳熹

兴业证券经济与金融研究院副院长

xujiaxi@xyzq.com.cn

SFC: BPU659

SAC: S0190513080003

联系人:

蔡莹琛

caiyingchen@xyzq.com.cn

SFC: BLT552

李伟

liwei19@xyzq.com.cn

SAC: S0190519110001

01093.HK 石药集团

港股通(沪、深)

三季度经营进一步恢复, 创新产品逐步进入收获期

2020年11月24日

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22,103	26,405	31,309	36,830
同比增长(%)	24.8%	19.5%	18.6%	17.6%
归母净利润(百万元)	3,714	4,458	5,218	6,179
同比增长(%)	20.6%	20.0%	17.1%	18.4%
毛利率(%)	72.0%	71.4%	72.6%	73.8%
净利率(%)	16.8%	16.9%	16.7%	16.8%
净资产收益率(%)	20.1%	22.2%	23.8%	25.6%
每股收益(元)	0.60	0.37	0.44	0.52
市盈率(倍)	12.3	19.6	16.8	14.2

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **业绩符合预期, 三季度进一步恢复:** 公司 2020 年前三季度实现营业收入 192.15 亿元人民币(下同), 同比增长 14.6%; 归母净利润 35.18 亿元, 同比增长 25.1%。2020 年一季度公司出售附属公司产生了一次性收益约 3 亿元, 对归母净利润产生了一定的影响。若仅考虑经营溢利, 2020 年前三季度同比增长 17.8%, 与收入增速相当。分季度来看, 第三季度营业收入为 66.26 亿元, 同比增长 18.7%; 归母净利润 12.04 亿元, 同比增长 29.1%, 营业收入和归母净利润环比均进一步上升。
- **产品逐步进入收获期, 有望改善收入结构:** 从目前已上市的产品来看, 几款核心产品整体有望继续维持较好的增长。在研发方面, 今年以来公司也取得了较多进展。其中, 16 款产品在国内外获批, 米托蒽醌脂质体的新药上市申请获 CDE 受理并纳入优先审评, 14 个产品顺利进入临床试验, 18 款产品通过仿制药一致性评价。目前公司在研项目 300 多项, 包括 40 多个小分子创新药项目、50 多个大分子创新药项目以及 20 多个新型制剂项目。根据目前的研发管线推算, 两性霉素 B 胆固醇硫酸酯复合物预计近期获批; 米托蒽醌脂质体已申报上市, 将于 2021 年获批; Duvelisib、SYSA1802、RANKL 单抗、两性霉素 B 脂质体、伊立替康脂质体、利拉鲁肽等多款创新药或新型制剂产品有望于 2022 年密集获批。随着创新产品的不断上市, 公司产品结构将迎来进一步的优化, 助力业绩的持续增长。
- **盈利预测与估值:** 公司各项业务推进符合预期, 我们维持公司 2020-2022 年营业收入预测为 264.05、313.09 和 368.30 亿元, 同比增长 19.5%、18.6% 和 17.6%; 预测归母净利润为 44.58、52.18 和 61.79 亿元, 同比增长 20.0%、17.1% 和 18.4%。维持目标价 20.0 港元, 但考虑到公司派发红股导致股本扩大至 119.74 亿股, 目标价相应调整为 10.42 港元, 对应 2020-2022 年分别为 25.14、21.48 和 18.14 倍市盈率, 20PEG 为 1.36, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 产品降价幅度超预期, 新产品研发进度和销售不及预期, 医保控费力度加大, 市场竞争加剧。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

● 业绩符合预期，三季度进一步恢复

公司 2020 年前三季度实现营业收入 192.15 亿元人民币（下同），同比增长 14.6%；归母净利润 35.18 亿元，同比增长 25.1%。2020 年一季度公司出售附属公司产生了一次性收益约 3 亿元，对归母净利润产生了一定的影响。若仅考虑经营溢利，2020 年前三季度同比增长 17.8%，与收入增速相当。分季度来看，第三季度营业收入为 66.26 亿元，同比增长 18.7%；归母净利润 12.04 亿元，同比增长 29.1%，营业收入和归母净利润环比均进一步上升。

国内疫情得到控制以后，下半年医院就诊数据进一步恢复，公司的成药板块也加速增长，前三季度收入同比增长 17.4% 至 157.13 亿元，占营业收入的 81.8%；第三季度收入为 54.82 亿元，同比增长 18.6%，环比亦保持了增长。分业务板块来看，（1）神经系统疾病产品前三季度收入同比增长 9.6% 至 59.87 亿元，核心品种恩必普销售额增长 32.1%，欧来宁下降 65.0%。（2）抗肿瘤产品前三季度收入 47.17 亿元，同比增长 35.4%，核心产品多美素、津优力、克艾力分别增长 36.3%、45.2% 和 33.1%。（3）抗感染产品前三季度收入同比下降 13.8% 至 20.43 亿元，主要原因是受疫情影响，人们养成了戴口罩、勤洗手等生活习惯，感染人数大幅减少，进而导致相关药品的需求降低。（4）心血管疾病产品前三季度实现收入 17.62 亿元，同比大幅增长 68.0%。其中，恩存（氯吡格雷）于 2019 年 9 月进行的全国药品集采中中标，2019 年 12 月起各个省份陆续执行后，今年前三季度实现收入 4.15 亿元；玄宁销售额增长 38.1%。（5）呼吸系统疾病产品前三季度收入 3.54 亿元，同比增长 44.2%。其中琦效（阿比多尔）前三季度销售额达到 1.4 亿元。分季度来看，一季度由于国内疫情较为严重，琦效等产品带来较大的销售增量，板块收入同比大幅增长 99.0%；随着国内疫情的控制，部分新冠肺炎用药的需求大幅下降，叠加医院就诊量减少的影响，二季度板块整体收入同比下降 12.4%；6 月国内医疗机构诊疗人次已恢复至去年同期的 90%，第三季度进一步恢复，故而第三季度该板块重回增长轨道，收入同比增长 30.2%。（6）糖尿病产品前三季度收入 2.52 亿元，同比增长 26.9%。

维生素 C 原料药业务前三季度收入 14.38 亿元，同比下降 9.9%。受疫情影响，产品价格于第二季度有一定程度上涨，出口量亦创历史新高，但随着出口市场需求的放缓，第三季度产品价格有所回落，导致前三个季度该业务板块收入有所波动，分别为 4.26、5.79 和 4.33 亿元。抗生素原料药业务前三季度收入 7.62 亿元，同比增长 6.6%，市场需求平稳，产品价格略有回升。目前原料药板块在公司总收入中的占比仅 10% 左右，随着更多制剂产品的上市，未来占比将进一步降低。

从费用端来看，今年前三季度销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 38.3%、3.9% 和 0.04%，与去年同期基本持平，费用控制良好。研发费用同比

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

增长 50.9%至 22.67 亿元，研发费用率亦由去年同期的 9.0%上升至 11.8%，主要是公司加大新产品开发投入以及仿制药一致性评价支出所致。

● **产品逐步进入收获期，有望改善收入结构**

从目前已上市的产品来看，几款核心产品中，(1) 恩必普：公司积极推进产品的销售渠道下沉和适应症的拓展，未来有望继续保持平稳增长；(2) 克艾力：该产品于今年 5-6 月起逐步执行集采价格，产品价格受到了一定影响。但受益于价格的下降，该产品销量目前处于快速上升通道，且普通紫杉醇还占据了较大的市场，以克艾力为代表的紫杉醇新型制剂仍有较大的替代空间。

(3) 津优力：在 G-CSF 市场上，长效产品的市场份额还不高，且目前竞争格局良好，该产品还有较大增长潜力。(4) 多美素：目前该产品已占据了多柔比星脂质体接近 80% 的市场，领先优势显著。随着更多临床证据的发布和适用癌种的增加，该产品有望继续保持快速增长。(5) 欧来宁：近年受监控药品目录等政策的影响，该产品销售承压。随着省级医保目录退出的完成，该产品对业绩增长的拖累将边际递减。

在研发方面，今年以来公司也取得了较多进展。其中，孟鲁司特钠等 16 款产品在国内外获批，米托蒽醌脂质体的新药上市申请获 CDE 受理并纳入优先审评，14 个产品顺利进入临床试验，18 款产品（共 25 个品规）通过仿制药一致性评价。目前公司在研项目 300 多项，包括 40 多个小分子创新药项目、50 多个大分子创新药项目以及 20 多个新型制剂项目。根据目前的研发管线推算，两性霉素 B 胆固醇硫酸酯复合物预计近期获批；米托蒽醌脂质体已申报上市，将于 2021 年获批；Duvelisib、SYSA1802、RANKL 单抗、两性霉素 B 脂质体、伊立替康脂质体、利拉鲁肽等多款创新药或新型制剂产品有望于 2022 年密集获批。随着创新产品的不断上市，公司产品结构将迎来进一步的优化，助力业绩的持续增长。

- **盈利预测与估值：**公司各项业务推进符合预期，我们维持公司 2020-2022 年营业收入预测为 264.05、313.09 和 368.30 亿元，同比增长 19.5%、18.6%和 17.6%；预测归母净利润为 44.58、52.18 和 61.79 亿元，同比增长 20.0%、17.1%和 18.4%。维持目标价 20.0 港元，但考虑到公司派发红股导致股本扩大至 119.74 亿股，目标价相应调整为 10.42 港元，对应 2020-2022 年分别为 25.14、21.48 和 18.14 倍市盈率，20PEG 为 1.36，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**产品降价幅度超预期，新产品研发进度和销售不及预期，医保控费力度加大，市场竞争加剧。

附表

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E					
流动资产	13,697	13,638	14,283	15,589					
现金及现金等价物	5,956	4,743	4,035	3,755					
应收款项	2,259	2,711	3,253	3,903					
其他应收款	766	813	866	925					
存货	2,536	2,992	3,531	4,166					
其他流动资产	2,180	2,379	2,599	2,840					
非流动资产	12,621	14,237	15,466	16,413					
可供出售投资	1,078	1,078	1,078	1,078					
联营投资	408	472	543	620					
无形资产	1,136	1,505	1,924	2,397					
固定资产	8,459	9,660	10,419	10,834					
商誉	189	189	189	189					
土地使用权	823	804	785	766					
其他非流动资产	529	529	529	529					
总资产	26,318	27,875	29,750	32,002					
流动负债	6,237	6,197	6,190	6,195					
短期借款	23	0	0	0					
应付款项	5,137	5,072	5,013	4,959					
预收账款	1,003	1,050	1,103	1,161					
其他	74	74	74	74					
非流动负债	563	556	548	541					
长期借款	0	0	0	0					
其他	563	556	548	541					
负债合计	6,800	6,753	6,739	6,736					
股本	10,899	10,899	10,899	10,899					
储备	7,562	9,151	11,022	13,256					
母公司股东权益	18,462	20,050	21,921	24,156					
非控制性股东权益	1,056	1,072	1,090	1,111					
总权益	19,518	21,122	23,011	25,266					
总负债和总权益	26,318	27,875	29,750	32,002					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E					
除所得税前溢利	4,626	5,543	6,488	7,683					
折旧和摊销	692	815	914	1,002					
营运资本的变动	-958	-1,197	-1,388	-1,614					
其他经营活动	-575	-1,083	-1,269	-1,504					
经营活动产生现金流量	3,784	4,077	4,745	5,568					
资本性支出	-3,521	-2,366	-2,073	-1,871					
其他投资活动	-406	0	0	0					
投资活动产生现金流量	-3,927	-2,366	-2,073	-1,871					
借款变动	117	-23	0	0					
发行股份	0	0	0	0					
其他融资活动	-338	-2,902	-3,380	-3,977					
融资活动产生现金流量	-221	-2,925	-3,380	-3,977					
现金净变动	-364	-1,214	-707	-281					
现金的期初余额	4,336	4,118	2,905	2,197					
现金的期末余额	4,118	2,905	2,197	1,917					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E					
营业额	22,103	26,405	31,309	36,830					
销售成本	-6,192	-7,556	-8,581	-9,658					
毛利	15,911	18,850	22,728	27,172					
其他收入	292	349	414	487					
销售费用	-8,712	-10,436	-12,496	-14,902					
管理费用	-749	-898	-1,065	-1,252					
其他费用	-2,142	-2,641	-3,131	-3,867					
经营溢利	4,600	5,225	6,450	7,638					
财务费用	-32	-32	-32	-32					
应占子公司溢利	58	350	71	78					
除所得税前溢利	4,626	5,543	6,488	7,683					
所得税开支	-893	-1,070	-1,252	-1,483					
除税后净利润	3,733	4,473	5,236	6,201					
少数股东权益	19	15	18	21					
归属母公司净利润	3,714	4,458	5,218	6,179					
EPS (元)	0.60	0.37	0.44	0.52					

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业额增长率	24.8%	19.5%	18.6%	17.6%
归母净利润增长	20.6%	20.0%	17.1%	18.4%
盈利能力				
EBITDA/营业额	24.2%	24.2%	23.7%	23.7%
毛利率	72.0%	71.4%	72.6%	73.8%
净利率	16.9%	16.9%	16.7%	16.8%
ROE	20.1%	22.2%	23.8%	25.6%
偿债能力				
资产负债率	25.8%	24.2%	22.7%	21.0%
流动比率	2.20	2.20	2.20	2.31
速动比率	1.85	1.82	1.89	2.06
营运能力				
资产周转率	0.89	0.97	1.09	1.19
应收帐款周转率	8.58	10.63	10.50	10.29
应付账款周转率	1.24	1.59	1.84	2.12
存货周转率	2.07	2.73	2.63	2.51
每股资料 (元)				
每股收益	0.60	0.37	0.44	0.52
每股经营现金流	0.61	0.34	0.40	0.47
每股净资产	2.96	1.68	1.83	2.02
估值比率 (倍)				
PE	12.28	19.65	16.78	14.17
PB	2.47	4.37	4.00	3.63

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。