

买入

业绩持续快速增长，加强新药研发投入

石药集团 (1093.HK)

2020-08-26 星期三

目标价: **20.92 港元**
 现价: 16.64 港元
 预计升幅: 25.72%

重要数据

| 日期 | 2020-08-26 |
|------------|-------------|
| 收盘价 (港元) | 16.64 |
| 总股本 (亿股) | 74.84 |
| 总市值 (亿港元) | 1245 |
| 净资产 (亿元) | 207.06 |
| 总资产 (亿元) | 291.67 |
| 52周高低 (港元) | 17.94/10.80 |
| 每股净资产 (元) | 2.67 |

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

鼎大集团有限公司 (10.18%)
 联诚控股有限公司 (7.92%)
 共成国际有限公司 (6.79%)

相关报告

石药集团(1093.HK)-首发报告-20191016
 石药集团(1093.HK)-业绩点评-20200527

研究部

姓名: 林兴秋
 SFC: BLM040
 电话: 0755-21519193
 Email: linxq@gyzq.com.hk

公司业绩持续增长:

2020年上半年受到新冠疫情影响,医院就诊量大幅下降,在行业受到负面冲击背景下,公司依靠优质产品和强大销售能力,使公司营收继续保持增长态势,实现营收125.9亿元,同比增长12.6%,净利润实现23.14亿元,同比增长23.2%,实现净利率18.38%。业绩略超市场预期,成药板块实现102.31亿元营收,同比增长16.7%,原料药增长放缓。

成药板块贡献主要增长动力,多领域优质产品强劲增长:

2020年上半年公司成药板块实现营收103.21亿元,占总营收81.26%,成为公司2020年业绩增长的主要动力。神经系统疾病产品实现营收38.06亿,同比增加6.4%,恩必普销售收入增长29.7%;抗肿瘤产品表现出强劲态势,销售收入31.31亿元,同比增加44.4%,克艾力、津优力、多美素增速70.9%、53.5%及23.7%;抗感染收入13.71亿元,同比下降17.3%;心血管疾病产品实现收入11.07亿元,同比增速54%,玄宁增长达到30.6%;呼吸系统收入2.56亿,增长50.4%;糖尿病产品收入1.73亿,增长32.6%。

公司坐拥优质研发实力和大量在研产品:

公司拥有超2000人的研发团队,研发基地分布国内外,专注于小分子靶向、纳米、单抗、双抗、抗体偶联及免疫领域生物医药的发现与研发。公司持续加大研发投入,20年上半年投入研发费用14.52亿元,同比增长54.2%。上半年公司多款产品申请上市,目前公司拥有300多项在研项目,涵盖多领域、多项创新药物,有25项产品处于注册审批阶段,42项处于临床阶段,其中临床产品多数为创新药产品。两性霉素B将于今年上市,米托蒽醌脂质体注射液上市批准已获得受理,两性霉素B脂质体将于明年一季度初递交NDA,明年还有RANKL、PD-1等6个产品报产,今年开始到21、22年迎来新药的收获期。

维持买入评级,维持目标价20.92港元

疫情期间,公司营收维持增长,反映公司产品和销售特性,随着下半年疫情恢复及公司创新研发产品上市,预计未来公司业绩将继续保持增速,预计2020-2022年的净利润分别为44.51亿元、54.69亿元、65.81亿元,公司现在PE为25,维持预期目标价为20.92港元,继续维持买入评级。

| 人民币百万元 | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额 | 12,925 | 18,425 | 22,103 | 26,997 | 33,117 |
| 同比增长(%) | 17% | 43% | 20% | 22% | 23% |
| 净利润 | 2,316 | 3,202 | 3,714 | 4,451 | 5,469 |
| 同比增长(%) | 23% | 38% | 16% | 20% | 23% |
| 净利润率(%) | 18% | 17% | 17% | 16% | 17% |
| 每股盈利(元) | 0.31 | 0.43 | 0.50 | 0.59 | 0.73 |
| PE@16.64HKD | 48.31 | 34.83 | 29.95 | 25.38 | 20.52 |

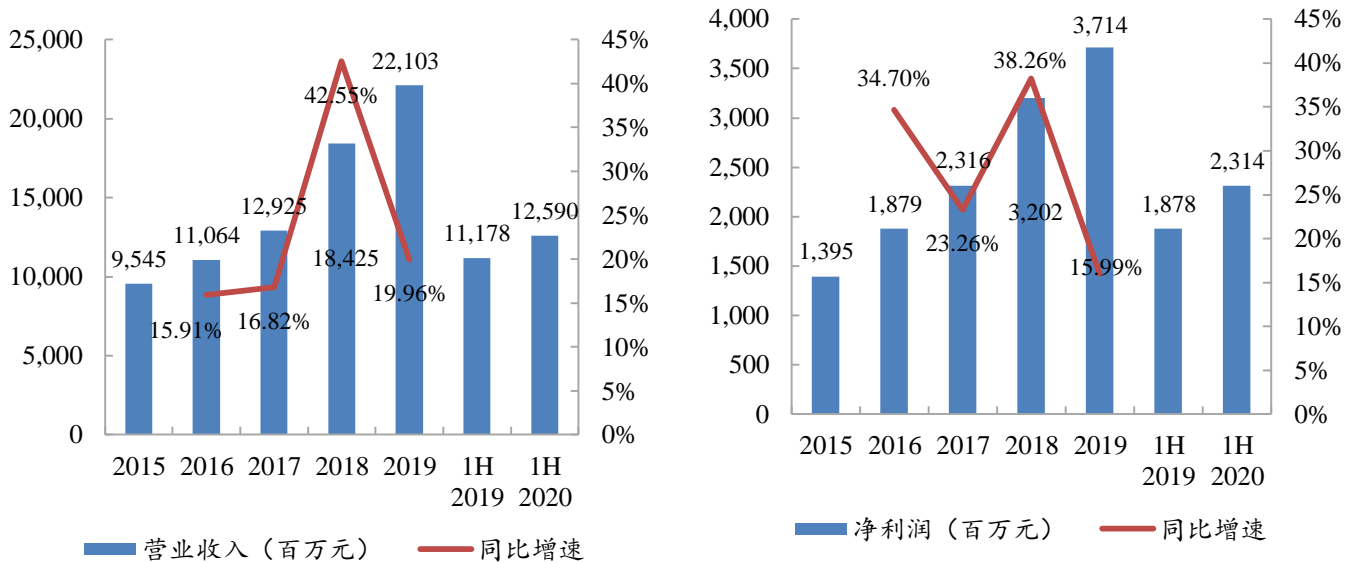
数据来源: wind、石药集团年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

2020 年中期业绩简述:

公司 2020 上半年公司业绩保持增长, 实现营收 125.9 亿元, 同比增幅 12.6%; 净利润实现 2314 亿元, 同比增幅 23.2%, 实现净利率 18.38%, EPS 为 0.31 元, 同比增长 3.33%; 资产负债率为 34.91%, 继续维持较低水平。

图 1: 2020 年上半年营收同比上升 12.6% 至 125.9 亿元 图 2: 公司 2020 上半年净利润同比增 23.2% 至 23.14 亿元



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

2020 年上半年成药板块继续保持增速, 成为公司营收增长主力:

成药业务为公司的核心业务, 涵盖神经系统疾病、抗肿瘤、抗感染、心血管疾病、呼吸系统疾病、糖尿病等多优质赛道领域, 2020 年上半年成药板块实现 102.31 亿元营收, 占总营收 81.26%, 同比增速为 16.7%。上半年成药各领域基本实现营收同比增长, 除抗感染产品受疫情影响较大营收 13.71 亿元, 同比下降 17.3% 外; 神经系统疾病产品实现营收 38.06 亿元, 同比增长 6.4%; 抗肿瘤产品实现营收 31.31 亿元, 同比增速 44.4%; 心血管疾病产品实现营收 11.07 亿元, 同比增速 54%; 呼吸系统疾病产品实现营收 11.07 亿元, 同比增速 50.4%; 糖尿病产品营收 1.73 亿元, 同比增速 32.6%。其中神经系统疾病产品“恩必普”, 抗肿瘤产品“多美素”、“津优力”、“克艾力”, 心血管疾病产品“玄宁”坐拥产品优势, 持续助力成药业务强劲增长。维生素 C 业务受到疫情刺激, 二季度销量增长, 尤其是海外出口量创历史新高, 公司也借机涨价, 上半年实现 10.05 亿元营收, 同比下降 13.2%, 但随着后期市场需求放缓和价格回落, 下半年维生素 C 销售将面临压力。公司抗生素业务主要限用抗生素政策和疫情影响, 患者就诊率下降, 导致上半年营收 4.78 亿元, 同比下降 10%。公司其他业务实现营收 8.76 亿元, 同比上升 21.1%。总体来看, 公司

核心业务继续保持强劲增长，借助产品和多渠道优势，将会继续助力公司业绩。

图 3:2020 年中期公司收入构成及占比情况

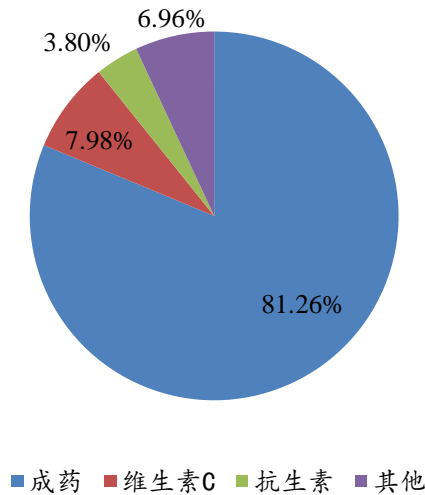
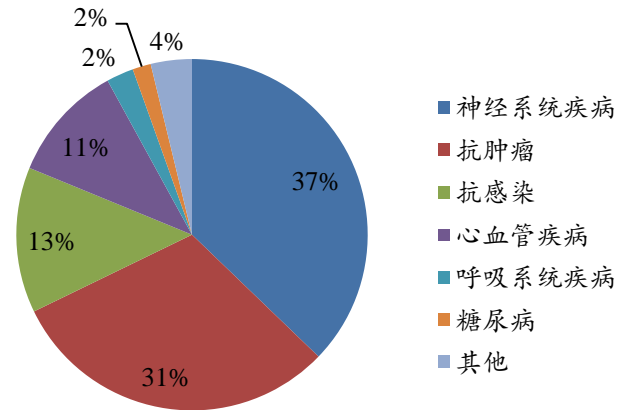


图 4:2020 年中期公司成药板块收入构成及占比情况



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司坐拥优质研发实力和大量在研产品：

公司拥有超 2000 人的研发团队，研发基地分布国内外，专注于小分子靶向、纳米、单抗、双抗、抗体偶联及免疫领域生物医药的发现与研发。公司持续加大研发投入，20 年上半年投入研发费用 14.52 亿元，同比增长 54.2%，占成药收入 14.2%。上半年，公司获得利伐沙班片、孟鲁司特钠片、门冬氨酸鸟氨酸注射液等多款药品注册批件，欧米加-3-酸乙酯 90 软胶囊获美国 ANDA 批件，米托蒽醌脂质体注射液上市批准已获得受理；同时目前公司拥有 300 多项在研项目，涵盖多领域、多项创新药物，有 25 项产品处于注册审批阶段，42 项处于临床阶段，其中临床产品多数为创新药产品。

维持买入评级，提升目标价至 20.92 港元

疫情期间，公司营收维持增长，反映公司产品和销售特性，随着下半年疫情恢复及公司创新研发产品上市，预计未来公司业绩将继续保持增速，公司现在 PE 为 25，继续维持目标价 20.92 港元，维持买入评级。

风险提示：

产品研发进度不及预期；
核心业务增速放缓；
医改政策深化对公司业务影响加剧。



損益表

| (百万人民币) | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 销售收入 | 12926 | 18425 | 22103 | 26997 | 33117 | 39798 |
| 成本 | -5114 | -6235 | -6193 | -7829 | -9273 | -11143 |
| 毛利 | 7812 | 12190 | 15910 | 19168 | 23844 | 28655 |
| 经营费用 | -3624 | -6371 | -8700 | -10259 | -12585 | -15123 |
| 行政开支 | -565 | -678 | -747 | -918 | -1126 | -1353 |
| 其他收入净额 | -233 | -1074 | -1709 | -2437 | -3322 | -3992 |
| 经营利润 | 3390 | 4067 | 4754 | 5554 | 6812 | 8186 |
| 财务成本 | -22 | -77 | -32 | -33 | -33 | -33 |
| 其他收入净额 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 2 |
| 税前利润 | 3368 | 3990 | 4722 | 5523 | 6780 | 8155 |
| 所得税 | -573 | -765 | -893 | -1049 | -1288 | -1549 |
| 年内股东溢利 | 2316 | 3202 | 3714 | 4451 | 5469 | 6581 |
| 少数股东权益 | 8 | -23 | 19 | 21 | 22 | 23 |
| EBITDA | 3974 | 4705 | 5360 | 6391 | 7666 | 9057 |
| 净利润 | 2316 | 3202 | 3714 | 4451 | 5469 | 6581 |
| 每股收益(人民币元, 基) | 0.31 | 0.43 | 0.50 | 0.59 | 0.73 | 0.88 |
| 每股收益(人民币元, 摊) | 0.31 | 0.43 | 0.50 | 0.59 | 0.73 | 0.88 |
| 收入增长(%) | 24.9% | 42.5% | 20.0% | 22.1% | 22.7% | 20.2% |
| 毛利增长(%) | 29.0% | 56.0% | 30.5% | 20.5% | 24.4% | 20.2% |
| 经营利润增长(%) | 31.0% | 19.9% | 16.9% | 16.8% | 22.6% | 20.2% |
| 净利润增长(%) | 31.9% | 38.3% | 16.0% | 19.8% | 22.9% | 20.3% |
| 每股收益增长(%) | 31.9% | 38.3% | 16.0% | 19.8% | 22.9% | 20.3% |

资产负债表

| (百万人民币) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 固定资产 | 5,569 | 6,663 | 8,459 | 9,305 | 10,235 | 11,259 |
| 无形资产 | 86 | 804 | 1,136 | 820 | 902 | 992 |
| 其他非流动资产 | 955 | 1,907 | 1,822 | 2,099 | 2,307 | 2,536 |
| 非流动资产总计 | 6,610 | 9,374 | 12,621 | 12,224 | 13,444 | 14,787 |
| 存货 | 2,425 | 3,032 | 2,536 | 4,200 | 4,368 | 4,543 |
| 应收账款及应收票据 | 3,475 | 4,093 | 4,311 | 4,575 | 4,758 | 4,948 |
| 现金及现金等价物 | 4,379 | 4,317 | 4,118 | 4,700 | 4,888 | 5,084 |
| 其他流动资产 | 1,119 | 2,302 | 2,025 | 2,520 | 2,620 | 2,725 |
| 流动资产总计 | 11,398 | 13,744 | 12,990 | 15,995 | 16,634 | 17,300 |
| 总资产 | 18,008 | 23,118 | 25,611 | 28,218 | 30,079 | 32,086 |
| 应付账款及票据 | 4,040 | 7,144 | 5,911 | 8,059 | 8,139 | 8,222 |
| 短期债务 | 775 | 70 | 23 | 100 | 101 | 102 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 302 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债总计 | 4,815 | 7,214 | 6,236 | 8,159 | 8,240 | 8,324 |
| 长期借款 | 50 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 264 | 439 | 563 | 540 | 540 | 540 |
| 非流动负债总计 | 314 | 439 | 563 | 540 | 540 | 540 |
| 股东权益 | 12,808 | 14,987 | 18,461 | 18,869 | 20,629 | 22,533 |
| 少数股东权益 | 71 | 475 | 351 | 650 | 670 | 690 |
| 总权益 | 12,879 | 15,462 | 18,812 | 19,519 | 21,298 | 23,223 |

现金流量表

| (百万人民币) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 税前利润 | 2897 | 3944 | 4626 | 5522 | 6779 | 8153 |
| 折旧与摊销 | 584 | 638 | 606 | 837 | 854 | 871 |
| 财务费用 | 22 | 77 | 32 | 98 | 100 | 102 |
| 运营资本变动 | -225 | 179 | 215 | 258 | 412 | 660 |
| 税金 | -481 | -669 | -867 | -650 | -663 | -676 |
| 其他经营现金流 | -49 | -289 | -828 | -134 | -1434 | -2940 |
| 经营活动所产生现金流 | 2748 | 3880 | 3784 | 5930 | 6049 | 6170 |
| 购买固定资产净值 | -984 | -1706 | -1873 | -1900 | -1938 | -1977 |
| 其他投资现金流 | -1765 | -1991 | -581 | -2496 | -2546 | -2597 |
| 投资活动所产生现金流 | -2749 | -3697 | -2454 | -4396 | -4484 | -4574 |
| 净增权益 | 0 | 3 | 15 | 3 | 3 | 3 |
| 净增债务 | 1274 | 21 | 23 | 20 | 20 | 21 |
| 支付股息 | -607 | -821 | -965 | -1062 | -1077 | -1094 |
| 其他融资现金流 | 697 | 639 | -620 | 778 | 790 | 802 |
| 融资活动所产生现金流 | 1364 | -158 | -1547 | -261 | -264 | -268 |
| 现金变动 | 1363 | 25 | -217 | 1274 | 1300 | 1328 |
| 年初现金 | 2704 | 4524 | 4336 | 4120 | 5044 | 5934 |
| 汇兑变动影响 | 248 | -234 | 1 | -350 | -410 | -450 |
| 期末现金和现金等价物 | 4315 | 4315 | 4120 | 5044 | 5934 | 6811 |

截至至12月31日

| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 获利能力 | | | | | | |
| 毛利率 | 60% | 66% | 72% | 71% | 72% | 72% |
| 经营利润率 | 26% | 22% | 22% | 21% | 21% | 21% |
| 净利润率 | 18% | 17% | 17% | 16% | 17% | 17% |
| ROE | 17% | 19% | 20% | 24% | 27% | 29% |
| ROA | 13% | 14% | 15% | 16% | 18% | 21% |
| 偿还能力 | | | | | | |
| 资产负债率 | 28% | 33% | 27% | 31% | 29% | 28% |
| 净资产负债率 | 40% | 49% | 36% | 45% | 41% | 38% |
| 流动比率 | 2.37 | 1.91 | 2.08 | 1.96 | 2.02 | 2.08 |
| 速动比率 | 1.86 | 1.48 | 1.68 | 1.45 | 1.49 | 1.53 |
| 营运能力 | | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.83 | 0.90 | 0.91 | 1.00 | 1.14 | 1.28 |
| 应收账款周转率 | 3.75 | 3.29 | 3.39 | 3.87 | 4.09 | 4.86 |
| 应付账款周转率 | 1.48 | 1.11 | 0.95 | 1.12 | 1.14 | 1.36 |
| 存货周转率 | 2.46 | 2.29 | 2.22 | 2.32 | 2.16 | 2.50 |
| 每股指标 (人民币元) | | | | | | |
| 每股收益 | 0.31 | 0.43 | 0.50 | 0.59 | 0.73 | 0.88 |
| 每股净资产 | 1.71 | 2.00 | 2.47 | 2.52 | 2.76 | 3.01 |
| 估值比率 (倍) | | | | | | |
| P/E | 46.6 | 33.7 | 29.1 | 24.3 | 19.7 | 16.4 |
| P/B | 7.5 | 6.8 | 5.5 | 5.4 | 4.9 | 4.5 |
| EV/EBITDA | 28.8 | 24.3 | 21.4 | 17.8 | 14.8 | 12.5 |
| 股息率 | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |

投资评级定义和免责条款

投资评级

| | |
|-----|-----------------------------|
| 买入 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20% |
| 持有 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间 |
| 卖出 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20% |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断 |

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>