

石药 (1093 HK, 买入, 目标价: HK\$10.59)

买入	持有	卖出
----	----	----

目标价: HK\$10.59	当前股价: HK\$8.84
股价上行/下行空间	+20%
52 周最高/最低价 (HK\$)	9.48/4.27
市值 (US\$mn)	13,462
当前发行数量(百万股)	11,954
三个月平均日交易额 (US\$mn)	164
流通盘占比 (%)	41
主要股东 (%)	
鼎大集团有限公司	10
联诚控股有限公司	8
共成国际	6
按 2025 年 6 月 13 日收市数据	
资料来源: FactSet	

主要调整	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	10.59	8.88	19%
2025E EPS (RMB)	0.46	0.53	-14%
2026E EPS (RMB)	0.49	0.57	-14%
2027E EPS (RMB)	0.53	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	30,323 (-7%)	32,436 (-17%)
EPS (RMB)	0.45 (+2%)	0.48 (+2%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

海外授权助力抵御业绩波动，创新研发持续推进

- 1Q25 收入同比下降但利润表现优于预期，授权收入成亮点；
- 仿制药增速下调，成药业务节奏放缓，费用结构逐步优化；
- 维持“买入”评级，上调 DCF 目标价至港币 10.59 元。

成药业务承压，授权收入强势补位：根据公司 1Q25 报告，公司实现收入人民币 70.15 亿元，同比下降 21.9%；归母净利润为 14.95 亿元，同比下降 8.3%，优于收入降幅；若剔除公允价值变动和股份支付影响，基本净利润为 14.11 亿元，同比下降 18.2%。根据公司 1Q25 报告，成药业务收入同比下降 27.3%，但其中授权收入达 7.18 亿元，显著缓冲了集采与医保政策带来的压力，也展示出公司管线的商业化价值转化能力。根据公司 6 月 13 日公告，公司与阿斯利康订立战略研发合作协议，预计获得 1.1 亿美元首付款。

仿制药调整影响成药板块，费用结构持续优化：根据公司 1Q25 报告，公司成药板块收入同比下降 27.3%，其中抗肿瘤、抗感染、心血管产品收入分别大幅下滑 70%、31.8%、42.9%。我们下调 2025/26 年总收入预测 12%/16%，同时下调销售和行政费用，反映公司成本控制，管理效率提升。考虑到研发投入保持增长态势，我们将 2025/26 年预测分别上调至 52.3 亿/50.8 亿元，同比增长 8%/13%。

创新持续推进，国际化拓展加速落地：根据公司 1Q25 报告，公司研发投入达 13.0 亿元，同比增长 11.4%，研发强度（研发费用占成药收入）高达 23.7%，维持行业领先水平，体现公司坚定推进创新转型的战略决心。截至目前，集团拥有近 90 个在研产品处于不同临床阶段，涵盖抗肿瘤、神经系统、免疫、心血管等多个高潜力领域；其中已有 10 款产品完成注册申请提交，3 款被国家药监局授予“突破性疗法”资格，显著提升未来审评审批效率。海外拓展方面，公司多个创新品种在美国 FDA 获得临床批件及快速通道资格，代表性产品如 SYS6005（潜在全球首创β3 激动剂）已在中美同步开展临床。我们预计，未来相关产品将成为高毛利收入的重要来源，同时也为公司积累国际商业合作经验与品牌影响力。

估值维持“买入”评级，上调 DCF 目标价至港币 10.59 元：我们采用两阶段 DCF 模型进行估值，WACC 为 8.5%（之前为 9.2%），永续增长率为 4.0%（之前为 3.0%）。在盈利预测调整基础上，目标价上调至港币 10.59 元，相较于 6 月 13 日收盘价 8.84 元，具有 20% 的上行空间。石药集团 2025 年预测 P/E 为 21 倍，略高于行业平均 20 倍，当前估值仍未充分反映公司创新管线和授权收入的增长潜力。我们维持“买入”评级。

风险提示：1) 集采降价导致公司利润降低；2) 核心药物专利到期导致市场份额下降；3) 新药研发进度不达预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	31,450	29,009	28,306	27,050	25,761
毛利润 (RMBmn)	22,177	20,299	19,814	19,476	19,320
归母净利润 (RMBmn)	6,073	4,339	5,294	5,633	6,170
每股收益 (RMB)	0.49	0.37	0.46	0.49	0.53
市盈率 (x)	13.4	15.0	17.9	16.8	15.4

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 万得，华兴证券预测

财务分析

图表 1：石药-2024 年财务数据摘要

RMB(百万元)	2024A	2023A	YoY%	2024E	差异%	1Q25	1Q24	YoY%
营收	29,009	31,450	-8%	31,583	-8%	7,015	8,983	-22%
成药收入	23,748	25,637	-7%	26,484	-10%	5,500	7,561	-27%
原料药收入	3,583	3,641	-2%	3,363	7%	1,072	935	15%
功能食品和其他业务收入	1,690	2,172	-22%	1,737	-3%	443	486	-9%
销售成本	8,711	9,273	-6%	8,843	-2%	2,310	2,487	-7%
毛利	20,299	22,177	-8%	22,740	-11%	4,705	6,495	-28%
销售及市场费用	8,662	9,141	-5%	8,843	-2%	1,660	2,960	-44%
一般及行政费用	1,080	1,190	-9%	1,195	-10%	228	333	-31%
研发费用	5,191	4,830	7%	4,899	6%	1,302	1,169	11%
净利润	4,339	6,073	-29%	6,108	-29%	1,495	1,630	-8%
每股收益 (元)	0.37	0.49	-25%	0.50	-26%	0.13	0.14	-5%

资料来源：公司公告、华兴证券预测

盈利预测调整

由于我们对公司核心仿制药业务增速转谨慎，同时下调创新药放量节奏的假设，我们分别下调了 2025/2026 年收入预测 12%/16%，对应毛利分别下调 15%/17%。我们同时预计公司将优化费用结构，其中销售费用分别下调 28%/34%，一般行政费用分别下调 14%/17%。另一方面，公司在研发上的投入保持积极，我们分别上调 2025/2026 年研发费用 8%/13%。

基于最新假设，我们预计 2025/2026 年毛利率分别为 70.0%/72.0%，略低于此前预测的 72.5%/73.0%。我们新增 2027 年预测，预计当年营收为 25,761 百万元，毛利率达到 75.0%，研发费用继续保持稳步增长至 4,863 百万元。

图表 2：石药—25E-27E 年核心预测修正

RMB(百万元)	新			旧			变化(%)		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营收	28,306	27,050	25,761	32,296	32,215	N/A	-12%	-16%	N/A
销售成本	8,492	7,574	6,440	8,881	8,698	N/A	-4%	-13%	N/A
毛利	19,814	19,476	19,320	23,415	23,517	N/A	-15%	-17%	N/A
毛利率	70.00%	72.00%	75.00%	72.50%	73.00%	N/A	-3%	-1%	N/A
销售及市场费用	6,510	5,951	5,410	9,043	9,020	N/A	-28%	-34%	N/A
一般及行政费用	1,053	1,007	959	1,222	1,219	N/A	-14%	-17%	N/A
研发费用	5,227	5,081	4,863	4,840	4,501	N/A	8%	13%	N/A
净利润	5,294	5,633	6,170	6,525	6,909	N/A	-19%	-18%	N/A
每股收益 (元)	0.46	0.49	0.53	0.53	0.57	N/A	-14%	-14%	N/A

资料来源：华兴证券预测

分部收入预测更新

我们下调石药 2025/2026 年成药业务收入预测至 227.2/211.7 亿元，较原预测分别下降 15%/20%，主要因抗肿瘤、抗感染及心血管产品销量不及预期（分别下调 70%、16%、40%）。神经系统及呼吸系统产品表现稳健，分别上调 4%和 28%。

原料药收入预计稳定增长，2025/26 年分别上调 13%。授权收入大幅上调至 20 亿元，反映外部合作加速。根据公司 5 月 30 日公告，公司有 3 项潜在 BD 交易，每项交易最高能达到 50 亿美元。6 月 13 日，公司公告与阿斯利康达成战略合作，以利用石药集团 AI 引擎驱动的高效药物发现平台，发现和开发新型口服小分子候选药物。石药集团将收取 1.1 亿美元的预付款，并有权收取最高 16.2 亿美元的潜在研发里程碑付款和最高 36.0 亿美元的潜在销售里程碑付款，以及基于有关产品年净销售额的潜在个位数销售提成，涉及金额超 53 亿美元。

我们同步新增 2027 年预测，整体收入结构持续优化。

图表 3：石药—25E-27E 年分部营收预测更新

RMB(百万元)	新			旧			变化(%)		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
成药	22,724	21,173	19,450	26,889	26,474	N/A	-15%	-20%	N/A
神经系统疾病产品	9,743	9,342	8,657	9,353	8,964	N/A	4%	4%	N/A
抗肿瘤产品	2,073	2,035	2,072	6,986	6,993	N/A	-70%	-71%	N/A
抗感染产品	3,710	3,364	2,999	4,395	4,538	N/A	-16%	-26%	N/A
心血管疾病产品	1,914	1,860	1,776	3,182	3,081	N/A	-40%	-40%	N/A
呼吸系统疾病产品	915	738	664	717	691	N/A	28%	7%	N/A
消化代谢疾病产品	1,100	1,094	1,080	1,055	1,040	N/A	4%	5%	N/A
其他	1,270	1,239	1,202	1,171	1,136	N/A	8%	9%	N/A
授权费用	2,000	1,500	1,000	30	30	N/A	6567%	4900%	N/A
原料药	4,061	4,204	4,471	3,583	3,735	N/A	13%	13%	N/A
功能食品及其他业务	1,521	1,673	1,840	1,824	2,007	N/A	-17%	-17%	N/A

资料来源：华兴证券预测

估值

重申买入评级，上调 DCF 目标价至 10.59 港币（此前为 8.88 港币）

我们采用两阶段 DCF 模型对石药集团进行估值：第一阶段为 2025 年至 2030 年，第二阶段自 2031 年起为永续期。我们使用的 WACC 为 8.5%（之前为 9.2%）。WACC 估算基于以下假设：3.0% 的无风险利率，7.0% 的股权风险溢价，0.85 的贝塔系数（之前为 1.0），5.0% 的债务成本，15.0% 的边际税率，以及 10.0% 的债务/总资本比率。考虑到公司创新业务 BD 持续兑现，我们将公司永续增长率提高至 4.0%（之前为 3.0%）

我们得出 DCF 目标价为港币 10.59 元，相较于 2025 年 6 月 13 日的最新收盘价港币 8.84 元，具有 20% 的上行空间。

根据我们可比公司估值分析，行业龙头如翰森制药、丽珠医药、中国生物制药等在 2025 年的平均预测 P/E 为 20 倍，而石药集团的 2025 年预测 P/E 为 18 倍，略低于行业平均水平。我们认为，这一低估水平未能充分反映公司在创新药、仿制药双线发展的竞争优势、稳健的自由现金流以及持续推出新产品的能力。

随着公司管线逐步兑现、产品结构持续优化，以及市场对公司基本面认知的修复，石药集团有望实现估值回归，获得与其基本面相匹配的市场定价。因此，我们维持“买入”评级，认为当前估值具备吸引力，未来仍有估值提升空间。

图表 1：石药集团-DCF 估值表

百万元，除每股数据外	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
税前利润	6,391	6,847	7,582	7,389	5,579	6,442	6,855	7,507	7,863	7,864	7,970
财务费用	-12	-8	-25	-26	-44	-8	-8	-8	-8	-8	-8
息税前利润	6,403	6,855	7,607	7,415	5,622	6,449	6,862	7,515	7,870	7,872	7,978
息前利润	5,241	5,696	6,257	6,099	4,383	5,302	5,641	6,177	6,469	6,471	6,558
折旧与摊销	809	865	1,048	1,117	1,340	799	842	887	934	983	1,035
营运资本变动	890	-1,573	720	-3,022	-1,408	175	355	225	491	497	406
资本开支	-1,828	-2,243	-2,826	-2,426	-3,091	-2,800	-2,802	-2,804	-2,806	-2,809	-2,811
自由现金流现值	5,112	2,746	5,199	1,768	1,223	3,476	4,036	4,485	5,088	5,142	5,187
贴现因子					-	-	1	2	3	4	5
自由现金流现值					-	3,476	4,036	4,485	5,088	5,142	5,187

估值简要表	截至2025年底
自由现金流现值 (2025E-30E)	27,414
永续现金流现值 (Tg = 3.0%)	80,151
企业价值	107,565
(-) 净负债	-7,195
(-) 少数股东权益	1,602
股权价值 (百万元)	113,158
股权价值 (百万港币)	124,350
总股本 (百万)	11,738
目标价 (港币)	10.59
最新收盘价	8.84
上行/(下行)空间 %	20%

WACC计算表	
无风险利率	3.0%
股权风险溢价	7.0%
贝塔系数	0.9
权益成本	9.0%
债务成本	5.0%
边际税率	15.0%
税后债务成本	4.3%
债务/总资本比例	10.0%
WACC	8.5%
终值增长率	4.0%

目标价 (元) 敏感性分析对应终值增长率和WACC	8.0%	8.2%	9.2%	8.7%	9.0%
3.5%	10.73	10.25	9.81	9.41	9.06
3.8%	11.20	10.66	10.18	9.75	9.36
4.0%	11.73	11.13	10.59	10.12	9.69
4.3%	12.34	11.65	11.06	10.53	10.05
4.5%	13.02	12.25	11.58	10.98	10.46

注：2025 年 6 月 13 日收盘价。

资料来源：万得、华兴证券预测

图表 2：石药集团- 可比公司估值分析

公司	代码	收盘价（港币）	市值 （百万元）	EPS（元）				P/E（倍）			
		2025/6/13		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
翰森制药*	3692.HK	29.40	174,846	0.74	0.81	0.91	0.96	37	33	30	28
中国生物制药	1177.HK	5.53	103,747	0.19	0.19	0.22	0.25	27	26	23	21
丽珠医药	1513.HK	31.70	28,660	2.24	2.43	2.58	3.10	13	12	11	9
石四药集团	2005.HK	2.91	8,588	0.36	0.41	0.46	0.47	8	7	6	6
平均								21	20	18	16
石药集团*	1093.HK	8.84	101,821	0.37	0.46	0.49	0.53	22	18	17	15

注：带*公司 EPS 为华兴证券预测，其他公司的 EPS 预测来自于 Wind 一致性预期。HKD:RMB 汇率为 0.91。

资料来源：Wind、华兴证券预测。

风险提示

影响目标价的潜在风险包括

- **集采降价导致公司利润降低。**石药有多个产品被纳入了集采名单，虽然价格下降带来了大部分药品销售量的快速增加，目前国家集采竞价的模式可能给石药带去价格压力。如果集采定价过低，公司的收入和利润水平将收到较大影响。
- **核心产品专利到期导致的市场份额下降。**石药竞争对手如果早于预期地批准如恩必普等药品的仿制药，并将其商业化，可能会侵蚀石药集团的市场份额，并导致石药集团的核心药物的销售额下降速度快于预期
- **新药研发进度不达预期。**若公司创新药的研发或临床试验进度滞后，公司的商业化时间表可能会延期，这可能会对公司的盈利构成负面影响，导致公司的业绩或低于我们的预期。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
抗肿瘤	4,402	2,073	2,035	2,072
中枢神经系统	9,645	9,743	9,342	8,657
抗感染	4,086	3,710	3,364	2,999
其他收入	10,876	12,781	12,308	12,033
营业收入	29,009	28,306	27,050	25,761
营业成本	(8,711)	(8,492)	(7,574)	(6,440)
毛利润	20,299	19,814	19,476	19,320
管理及销售费用	(14,933)	(12,790)	(12,039)	(11,231)
其中：研发支出	(5,191)	(5,227)	(5,081)	(4,863)
其中：市场营销支出	(8,662)	(6,510)	(5,951)	(5,410)
其中：管理支出	(1,080)	(1,053)	(1,007)	(959)
息税前利润	5,622	6,449	6,862	7,515
息税折旧及摊销前利润	6,962	7,249	7,704	8,402
利息收入	(233)	(183)	(183)	(183)
利息支出	0	0	0	0
税前利润	5,579	6,442	6,855	7,507
所得税	(1,240)	(1,148)	(1,221)	(1,338)
净利润	4,339	5,294	5,633	6,170
基本每股收益 (RMB)	0.37	0.46	0.49	0.53

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	21,888	22,724	24,281	26,072
货币资金	6,777	8,140	10,833	13,813
应收账款	9,621	9,356	8,589	7,847
存货	3,130	3,056	2,725	2,317
其他流动资产	2,360	2,173	2,134	2,095
非流动资产	22,501	25,168	26,757	28,303
固定资产	11,374	15,604	17,372	19,094
无形资产	2,610	623	642	664
商誉	235	235	235	235
其他	8,032	8,455	8,258	8,060
资产	44,389	47,893	51,038	54,375
流动负债	889	889	889	889
短期借款	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0
应付账款	8,761	8,575	7,795	6,830
长期借款	1,667	1,625	1,450	1,233
非流动负债	7,542	7,398	6,793	6,045
负债	10,523	10,337	9,556	8,592
股份	11,033	11,033	11,033	11,033
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	32,265	35,954	39,881	44,182
少数股东权益	1,602	1,602	1,602	1,602
负债及所有者权益	44,389	47,893	51,038	54,375

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,339	5,294	5,633	6,170
折旧摊销	1,340	799	842	887
利息（收入）/支出	(3,958)	0	0	0
其他非现金科目	1,173	796	839	883
其他	4,278	1,149	1,384	1,299
营运资本变动	44	0	0	0
经营活动产生的现金流量	4,535	6,439	7,014	7,465
资本支出	3,091	2,800	2,802	2,804
收购及投资	(2,015)	(2,757)	(2,757)	(2,757)
处置固定资产及投资	100	177	177	177
其他	(1,943)	(42)	(44)	(47)
投资活动产生的现金流量	(3,858)	(2,623)	(2,625)	(2,627)
股利支出	(1,696)	(1,858)	(1,946)	(1,946)
债务筹集（偿还）	19	0	0	0
发行（回购）股份	272	0	0	0
其他	(3,849)	264	250	88
筹资活动产生的现金流量	(5,253)	(1,594)	(1,696)	(1,858)
现金及现金等价物净增加额	(4,577)	2,223	2,693	2,980
自由现金流	1,223	3,476	4,036	4,485

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
抗肿瘤收入增速	(37)	(53)	(2)	2
中枢神经系统收入增速	7	1	(4)	(7)
抗感染收入增速	3	(9)	(9)	(11)
呼吸系统收入增速	(24)	(23)	(19)	(10)
心血管收入增速	(29)	(8)	(3)	(5)
消化代谢收入增速	23	5	(1)	(1)
其他核心药品收入增速	16	1	(2)	(3)

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	(7.8)	(2.4)	(4.4)	(4.8)
毛利润	(8.5)	(2.4)	(1.7)	(0.8)
息税折旧及摊销前利润	(18.4)	4.1	6.3	9.1
净利润	(28.6)	22.0	6.4	9.5
稀释每股调整收益	(25.5)	24.4	6.4	9.5
盈利率 (%)				
毛利率	70.0	70.0	72.0	75.0
息税折旧摊销前利润率	24.0	25.6	28.5	32.6
息税前利润率	19.4	22.8	25.4	29.2
净利率	15.0	18.7	20.8	23.9
净资产收益率	13.4	14.7	14.1	14.0
总资产收益率	9.8	11.1	11.0	11.3
流动资产比率 (x)				
流动比率	24.6	25.6	27.3	29.3
速动比率	21.1	22.1	24.3	26.7
估值比率 (x)				
市盈率	15.0	17.9	16.8	15.4
市净率	2.0	2.6	2.4	2.1
市销率	3.4	3.5	3.6	3.8

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于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受者进行更新的义务。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。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。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。

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。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。