



医药行业分析报告

带量采购细则明确，降价力度超预期

带量采购落地，核心是降低药品价格

近日，《国家组织药品集中采购试点方案》（下简称为[正式文件稿]）以及《4+7城市药品集中采购上海地区补充文件》（下简称为[补充文件]）先后在上海阳光医药采购正式挂网发布，涉及品种共31个（较之前流传的会议纪要版本减少2个），并将在4个直辖市和7个省会城市展开试点。与先前的会议纪要版本不同，[正式文件稿]突出了价格竞争，并将通过预中选和拟中选2轮机制进行品种压价，而[补充文件]在[正式文件稿]的基础上，明确了更多细则，尤其强调了未中选品种也要降价。

降价力度超预期

我们认为不论是[正式文件稿]还是[补充文件]都突出了降价的大原则。从中长期来看，仿制药价格下降是大势所趋，背后的核心原因是中国医保存在长期支付压力，而带量采购政策的目的一方面是为了降低药品价格，缓解医保支付压力，另一方面是通过医药企业之间的博弈，探索出医保支付价形成机制。

在医药企业博弈加剧的大背景下，我们认为投资者应该关注研发实力强，在研品种丰富，产品能够不断推陈出新的优质创新型企业。因为只有这样的企业，才能够跨越行业波动周期，排除政策扰动，以领先于同业的创新力为投资者带来优异回报。我们也留意到，近期随着带量采购政策的落地，主要制药企业迎来一波调整。但是我们仍需要指出，政策对于龙头企业的影响相对有限。其中，石药集团（1093.HK）所涉及的品种很少，降价压力相对较小，并且此次白蛋白紫杉醇没有被列入带量采购的目录，因此，未来2年内，政策对业绩的影响甚微。而中国生物制药（1177.HK），虽然恩替卡韦等主要产品被纳入带量采购目录，但是公司研发投入始终保持快速增长，未来每年上市的新品种也能够达到10-15个，新品种的放量能够抵消部分产品降价的负面压力。

龙头企业2019 E年净利润增长高达双位数

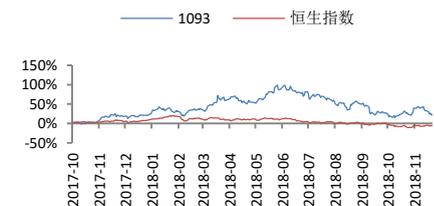
根据最新的wind一致预期，石药集团（1093.HK）2018 E年和2019 E年的收入分别是210亿港元和263亿港元，同比增长分别是34%和26%，净利润分别是36亿港元和47亿港元，同比增长分别是31%和26%，对应2018 E年和2019 E年PE分别是27.5倍和21.7倍。中国生物制药（1177.HK）2018 E年和2019 E年的收入分别是208亿人民币和251亿人民币，同比增长分别是59%和21%，净利润分别是30亿港元和37亿港元，同比增长分别是56%和24%，对应2018 E年和2019 E年PE分别是26.3倍和21倍。

中性

前次评级

中性

指数表现



%	1m	6m	12m
中国生物制药 1177 HK	-4.3	-45.3	-7.5
石药集团 1093.HK	-7.5	-35.9	-1.7
恒生指数	-0.5	-14.9	-12.7

资料来源：wind

附表：主要医药公司近期表现

证券代码	证券名称	股价 HK\$	市场信息				股息率 (%)	财务信息				估值信息				
			1m 涨跌幅	6m 涨跌幅	12m 涨跌幅	2018收入 亿HK\$		同比 增速	2018净利润 亿HK\$	同比 增速	2019收入 亿HK\$	同比 增速	2019净利润 亿HK\$	同比 增速	2018PE	2019PE
医药商业：																
1099.HK	国药控股	39	5	13	26	1.8	3,429	3%	63	0%	3814	11%	73	15%	16.9	14.5
2607.HK	上海医药	19	11	-18	-1	2.4	1,784	14%	46	10%	1987	11%	51	10%	14.3	12.9
3320.HK	华润医药	12	1	9	20	0.9	1,936	11%	43	23%	2135	10%	49	15%	17.7	15.2
医药制药：																
1177.HK	中国生物制药	7	-4	-45	-8	1.0	236	59%	34	56%	285	21%	42	25%	26.3	21.0
1093.HK	石药集团	16	-8	-36	-2	0.9	210	34%	36	31%	263	26%	47	28%	27.5	21.7
2196.HK	复星医药	28	0	-43	-32	1.5	263	20%	36	-5%	311	18%	42	17%	22.7	19.5
0867.HK	康哲药业	10	-5	-46	-40	3.8	66	4%	22	11%	75	13%	25	14%	10.8	9.6
1530.HK	三生制药	12	1	-40	-19	0.6	55	23%	13	18%	67	22%	17	28%	23.5	18.6
1513.HK	丽珠医药	29	21	-35	-34	8.8	102	1%	13	-76%	113	10%	15	17%	20.0	17.0
2186.HK	绿叶制药	6	0	-28	27	1.7	56	23%	15	24%	70	25%	17	18%	14.2	12.1
2005.HK	石四药集团	8	10	-12	87	1.0	43	39%	9	37%	51	19%	12	32%	26.0	19.6
0460.HK	四环医药	2	2	-20	-30	1.2	30	-8%	18	1%	33	9%	19	8%	9.1	8.4
1558.HK	东阳光药	27	-17	-35	14	3.0	27	40%	11	40%	31	17%	13	16%	11.3	10.5
1548.HK	金斯瑞生物	14	7	-52	53	N/A	16	34%	3	50%	20	26%	4	22%	26.0	19.6
3933.HK	联邦制药	5	-11	-39	-15	1.1	89	8%	7	601%	97	9%	10	42%	12.0	9.1
0512.HK	远大医药	4	-12	-40	13	N/A	68	42%	8	66%	87	27%	12	54%	15.7	10.2
0874.HK	白云山	32	20	-16	36	1.5	496	100%	46	85%	768	55%	38	-17%	16.0	13.1
0570.HK	中国中药	5	2	-26	27	2.1	124	25%	17	19%	157	26%	21	25%	16.0	13.1
1666.HK	同仁堂科技	11	-5	-25	-4	1.9	60	0%	8	6%	65	9%	9	9%	16.0	14.7
2877.HK	神威药业	10	-12	-40	45	3.9	30	32%	7	23%	36	20%	8	22%	12.4	10.2
1681.HK	康臣药业	6	-4	-37	-25	1.8	22	10%	5	10%	25	16%	6	18%	9.4	8.0
医疗机构及医疗服务：																
1515.HK	凤凰医疗	6	-14	-44	-42	2.0	23	1%	5	0%	24	6%	6	18%	14.3	12.1
2666.HK	环球医疗	6	7	-9	-12	3.9	45	9%	16	16%	63	40%	20	24%	6.8	5.5
2269.HK	药明生物	65	-3	-21	44	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
医疗器械：																
1066.HK	威高股份	7	1	10	26	0.8	94	24%	16	-21%	105	12%	19	19%	19.9	16.7
0853.HK	微创医疗	8	-11	-21	-5	0.3	52	51%	3	126%	62	19%	5	46%	40.6	27.9
1302.HK	先健科技	2	-7	-43	-6	N/A	6	8%	2	-6%	8	35%	3	57%	35.7	29.8
平均		15	-1	-27	5	2	360	23%	19	44%	414	20%	22	22%	18.5	15.0

资料来源：wind

近日,《国家组织药品集中采购试点方案》以及《4+7 城市药品集中采购上海地区补充文件》先后在上海阳光医药采购正式挂网发布,其中,[正式文件稿]共涉及 31 个品种(见图 1),并将在 4 个直辖市和 7 个省会城市展开试点。

图 1: 带量采购的31个品种

#	品种名称	品种名	规格	2017年中国公立医疗机构销售额(亿元)	原研药企	原研近三年平均价格(最小规格)	通过一致性评价企业	企业近三年平均价(最小规格)	采购数量(万)	网传与正式采购数量对比
1	阿托伐他汀口服常释剂型	阿托伐他汀钙片	10mg	99.36	拜耳	6.33	北京嘉林 浙江新东港	3.64	8,724	-360.5
			20mg*			8.57	北京嘉林 浙江新东港	3.04	15,672	-860.9
2	瑞舒伐他汀口服常释剂型	瑞舒伐他汀钙片	10mg*	50.19	阿斯利康	7.05	正大天晴(中国生物制药) 浙江海正 浙江京新 先声药业	N/A 3.38 4.22 3.29	8,286	-132.9
			5mg			4.41	海正药业 京新药业	1.93 2.58	6,007	-443.7
3	氯吡格雷口服常释剂型	硫酸氯吡格雷片	25mg	114.79	原研国内未上市	N/A	信立泰	3.45	18,321	-942.8
			75mg*		赛诺菲	16.05	信立泰	8.72	5,747	-388.0
4	厄贝沙坦口服常释剂型	厄贝沙坦片	75mg*	32.44	原研国内未上市	N/A	海正辉瑞 华海药业	N/A	4,432	-5,458.6
			150mg*		赛诺菲	4.27	海正辉瑞 恒瑞制药	N/A	9,312	4,686.0
5	氯吡格雷口服常释剂型	苯磺酸氯吡格雷片	5mg*	55.12	拜耳	4.44	华润双鹤 复星医药 扬子江	2.89 1.3 1.25	29,382	-1,527.7
6	恩替卡韦口服常释剂型	恩替卡韦胶囊 恩替卡韦分散片	0.5mg*	84.25	BMS	N/A	江西青峰	12.68	4,134	-589.6
						N/A	正大天晴(中国生物制药) 江西青峰	14.14 9.71		
7	艾司西酞普兰口服常释剂型	草酸艾司西酞普兰片	10mg*	15	灵北	14.36	复星医药 四川科伦 山东京卫	N/A	1,003	-26.8
8	帕罗西汀口服常释剂型	盐酸帕罗西汀片	20mg*	9.64	中美史克	9.84	华海药业	3.86	1,852	-368.5
9	奥氮平口服常释剂型	奥氮平片	10mg*	36.88	礼来	39.14	江苏豪森	13.85	1,047	-89.8
			5mg			21.03	江苏豪森	7.49	1,783	-2.8
10	头孢呋辛酯(头孢呋辛)口服常释剂型	头孢呋辛酯片	250mg*	17.28	葛兰素史克	4.09	珠海联邦 国药致君 成都倍特	1.45 2.55 1.08	3,352	-113.0
11	利培酮口服常释剂型	利培酮片	1mg*	11.68	西安杨森	2.56	华海药业	0.60	3,401	-232.9
12	吉非替尼口服常释剂型	吉非替尼片	250mg*	17.11	阿斯利康	315.1	齐鲁制药	162.45	49	-4.6
13	福辛普利口服常释剂型	福辛普利钠片	10mg*	4.03	施贵宝	2.79	华海药业	2.08	2,304	-45.0
14	厄贝沙坦氯噻嗪口服常释剂型	厄贝沙坦氯噻嗪片	150mg/12.5mg*	18.28	赛诺菲	4.34	正大天晴(中国生物制药) 华海药业	2.67 3.72	9,216	78.9

资料来源:米内网;注:中国生物制药用蓝色标注,石药集团用绿色标注

图1：带量采购的31个品种（继）

#	品种名称	品种名	规格	2017年中国公立医疗机构销售额(亿元)	原研药企	原研近三年平均价格(最小规格)	通过一致性评价企业	企业近三年平均价(最小规格)	采购数量(万)	网传与正式采购数量对比
15	赖诺普利口服常释剂型	赖诺普利片	10mg*	0.23	阿斯利康	3	华海药业	4.62	209	22.2
			5mg		阿斯利康		华海药业	2.64	23	-3.8
16	替诺福韦二吡啶酯口服常释剂型	富马酸替诺福韦二吡啶酯片	300mg*	6.22	GSK		成都倍特 齐鲁制药 正大天晴(中国生物制药)	15.3 14.53 14.24	622	73.3
17	氯沙坦口服常释剂型	氯沙坦钾片	100mg	19.58	默沙东	7.09	华海药业	4.26	1,884	-39.4
			50mg*		默沙东	5.57	华海药业	2.64	6,282	-150.8
18	阿莫西林口服常释剂型	阿莫西林胶囊	250mg*	9.78	GSK		珠海联邦 康恩贝	0.54 N/A	5,615	-2,773.9
19	阿奇霉素口服常释剂型	阿奇霉素片	250mg*	13.8	辉瑞	10.18	石药集团	3.77	2,039	-136.0
		阿奇霉素胶囊			原研国内未上市		复星医药	1.70		
		阿奇霉素片	500mg		辉瑞		石药集团	4.71	2,039	-0.7
20	依那普利口服常释剂型	马来酸依那普利片	10mg*	4.6	默沙东	1.26	扬子江	1.88	1,419	-285.2
			5mg		默沙东	0.74	扬子江	0.77	822	-63.9
21	左乙拉西坦口服常释剂型	左乙拉西坦片	250mg*	7.54	优时比	4.47	浙江京新	3.30	648	-20.2
22	曲马多口服常释剂型	盐酸曲马多片	50mg*	0.86	萌帝	N/A	石药集团	1.59	185	27.5
23	伊马替尼口服常释剂型	甲磺酸伊马替尼片	100mg*	19.32	诺华	177.37	江苏豪森	18.42	254	-51.5
24	阿法骨化醇口服常释剂型	阿法骨化醇片	0.25ug*	1.24	帝人	2.08	复星医药	N/A	3,200	-284.8
			0.5ug		帝人	3.51		N/A	695	-232.5
25	孟鲁司特口服常释剂型	孟鲁司特钠片	10mg*	21.6	默沙东	7.03	上海安必生	N/A	2,632	-63.4
26	蒙脱石口服散剂	蒙脱石散	3g*	3.47	益普生	1.82	四川维奥 先声药业 扬子江	1.09 1.13 1.05	1,699	-106.4
27	卡托普利口服常释剂型	卡托普利片	25mg*	1.57	施贵宝	0.95	上海医药 石药集团	N/A	597	-219.0
28	培美曲塞注射剂	注射用培美曲塞二钠	100mg*	48.16	礼来	3238.04	四川汇宇	2,459.56	4	-0.9
			500mg*		礼来	11133.41	四川汇宇	8,221.48	2	0.3
29	羧比洛芬酯注射剂	羧比洛芬酯注射液	50mg/5ml*	24.34	日本科研制药	N/A	武汉大安 北京泰德	98 N/A	516	2.8
30	右美托咪定注射剂	盐酸右美托咪定注射剂	0.2mg/2ml*	24.09	奥力安	N/A	扬子江	153.50	134	-12.6
31	阿奇霉素注射剂	注射用阿奇霉素	0.5g*	19.03	辉瑞	89.21	普利制药	N/A	38	38.0

* 为主规格

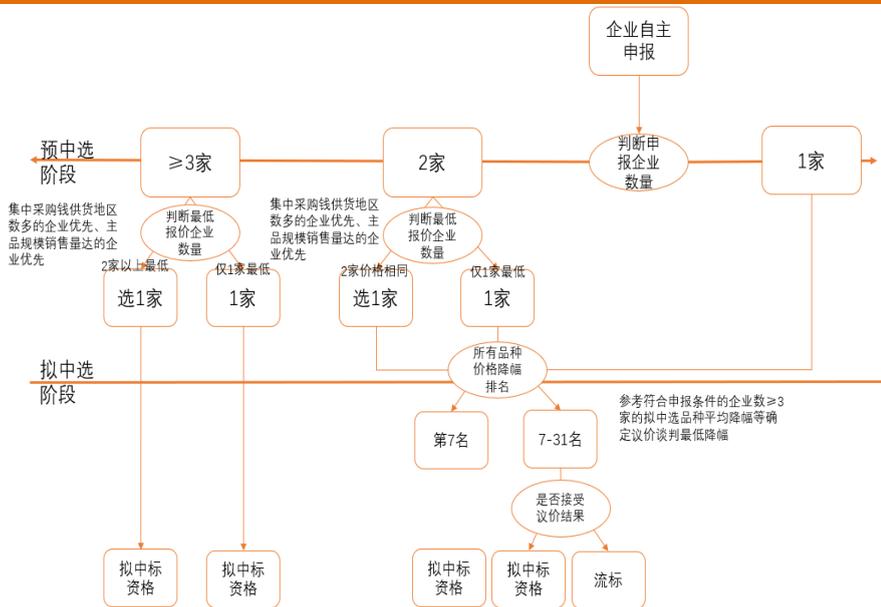
资料来源：米内网；注：中国生物制药用蓝色标注，石药集团用绿色标注

[正式文件稿]采用 2 轮中选机制，核心是降低药品价格

与之前 9 月流传的[会议纪要稿]相比，[正式文件稿]体现出 3 大差异：

1. 采购品种减少。[正式文件稿]公布的品种为 31 种，而非之前流传的 33 种，其中，头孢唑林钠/氯化钠注射剂和紫杉醇注射剂（白蛋白结合型）并不包括在内。
2. 采购量下降。[在正式文件稿]中，没有提及中标企业能够在 11 个试点城市获取多大的市场份额，而是用具体的采购数量来代替市场份额的表述。在我们梳理各品种采购数量后，发现多个品种采购数量较会议纪要稿有所下降，整体来看，采购量平均减少了 5%。
3. 2 轮压价，低价竞争。本次带量采购采取低价中标的原则，具体分为预中选和拟中选 2 轮中选机制，首先由企业先行报价，然后选定部分企业作为预中选标的，最后在拟中选环节，选出一家企业作为中标企业。对于有 ≥ 3 家企业报价的品种，预中标满足条件即为拟中选品种；对于有 ≥ 2 家报价的品种，需要满足价格低、销量大、中标地区多，降幅双方满意等诸多条件后，预中选标的才能成为拟中选品种；对于仅有 1 家企业报价的品种，直接获得预中选资格，在降幅达到双方满意幅度后，即为拟中选品种。（见图 2）

图 2：带量采购流程



资料来源：根据文件整理

[补充文件]明确细则，未中选品种也需降价

[补充文件]中，在[正式文件稿]的基础上，明确了更多细则：

1. 保证中选品种的用量。[补充文件]提到“本市所有医保定点医疗机构优先采购和使用 4+7 城市集中采购中选药品，使用量原则上应与上一年水平相当。医疗机构可以在保



证中品种用量的前提下继续采购并使用未中选药品，但是数量按比例关系折算后不得超过中选品种。”

2. 未中选品种价格不得高于中选品种。[补充文件]具体指出“符合本次集中采购申报要求的同品种未中选的非最高价药品，其挂网价应不高于中选品种要求调整后的最高价药品挂网价，实际采购价由生产企业和医疗机构通过挂网公开议价采购确定。”
3. 对于通过一致性评价企业 ≥ 3 家的品种，不再采购其他企业的品种；对于通过一致性评价企业 ≤ 2 家的品种，可以继续采购其他企业的品种，但是挂网价格应低于中标价。

降价力度超预期

我们认为不论是[正式文件稿]还是[补充文件]都突出了降价的大原则，对于中标品种和未中标品种都是如此。从中长期来看，仿制药品价格下降是大势所趋，背后的核心原因是中国医保存在长期支付压力，而带量采购政策的目的一方面是为了降低药品价格，缓解医保支付压力，另一方面是通过医药企业之间的博弈，探索出医保支付价形成机制。

在医药企业博弈加剧的大背景下，我们认为投资者应该关注研发实力强，在研品种丰富，产品能够不断推陈出新的优质创新型企业。因为只有这样的企业，才能够跨越行业波动周期，排除政策扰动，以领先于同业的创新力为投资者带来优异回报。我们也留意到，近期随着带量采购政策的落地，主要制药企业迎来一波调整。但是我们仍需要指出，政策对于龙头企业的影响有限。其中，石药集团（1093.HK）所涉及的品种十分有限，降价压力相对较小，并且此次白蛋白紫杉醇没有被列入带量采购的目录，因此，未来2年内，政策对业绩的影响甚微（见图3）。而中国生物制药（1177.HK），虽然恩替卡韦等主要产品被纳入带量采购目录，但是公司研发投入始终保持快速增长，未来每年上市的新品种也能够达到10-15个，新品种的放量能够抵消部分产品降价的负面压力。

龙头企业 2019 E 年净利润增速高达双位数

根据最新的 wind 一致预期，石药集团（1093.HK）2018 E 年和 2019 E 年的收入分别是 210 亿港元和 263 亿港元，同比增长分别是 34%和 26%，净利润分别是 36 亿港元和 47 亿港元，同比增长分别是 31%和 26%，对应 2018 E 年和 2019 E 年 PE 分别是 27.5 倍和 21.7 倍。（见图 4）中国生物制药（1177.HK）2018 E 年和 2019 E 年的收入分别是 208 亿人民币和 251 亿人民币，同比增长分别是 59%和 21%，净利润分别是 30 亿港元和 37 亿港元，同比增长分别是 56%和 24%，对应 2018 E 年和 2019 E 年 PE 分别是 26.3 倍和 21 倍。（见图 5）



图3：通过一致性评价品种数

企业名称	品种名称	2017年中国公立医疗机构销售额(亿元)	规格	竞争厂家数量(一致性评价+原研)	2017年原研产品的市场份额	2017年该公司产品的市场份额	2017年该公司产品的收入占比
中国生物制药	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	18.28	厄贝沙坦150mg/氢氯	3	48.98%	36.64%	3.47%
	富马酸替诺福韦二吡啶酯片	6.22	300mg	4	94.05%	0.03%	0.00%
	瑞舒伐他汀钙片	50.19	10mg	4	69.07%	15.18%	3.10%
	羧比洛芬酯注射液	24.34	50mg/5ml	2	N/A	100.00%	8.60%
	伊马替尼胶囊	19.32	100mg	2	78.73%	8.30%	0.95%
	恩替卡韦分散片	78.68	0.5mg	3	37.01%	50.65%	17.33%
石药集团	盐酸曲马多片	0.86	50mg	2	11.29%	60.44%	0.00%
	卡托普利片	1.57	25mg	3	0%	1.59%	0.00%
	阿奇霉素片/胶囊	5.41	250mg/500mg	3	63.90%	3.85%	0.00%

资料来源：米内网

图4：中国生物制药 Forward-PE

中国生物制药 1177.HK Forward PE



资料来源：wind



图5：石药集团Forward-PE

石药集团 1093.HK Forward PE



资料来源：wind

财务摘要 中国生物制药 (1177.HK)

资产负债表

单位: 百万人民币	2014	2015	2016	2017	20181H
非流动资产	4,720	5,477	5,651	7,155	18,105
固定资产	1,846	2,226	2,687	3,483	4,863
商誉	87	89	89	89	9,909
股权投资	1,074	1,055	895	1,048	353
其他	1,713	2,107	1,980	2,535	2,980
流动资产	6,453	8,327	12,732	13,780	16,880
存货	711	796	895	919	1,201
应收账款	1,491	1,564	1,996	2,051	3,243
现金	3,525	2,272	3,766	4,188	5,540
其他	726	3,694	6,076	6,622	6,896
总资产	11,174	13,804	18,384	20,935	34,985
流动负债	3,046	4,630	5,656	5,688	7,690
借贷	343	1,190	1,369	741	1,080
应付账	612	643	827	929	841
其他	2,091	2,796	3,460	4,019	5,769
非流动负债	1,171	432	2,050	2,636	2,999
借贷	1,017	257	1,679	2,210	2,214
其他	154	176	371	426	785
总负债	4,217	5,062	7,706	8,324	10,689
股东权益	5,215	6,491	7,905	9,209	20,294
非控股权益	1,742	2,252	2,773	3,402	4,003
总权益	6,956	8,742	10,678	12,611	24,297

现金流量表

单位: 百万人民币	2013	2014	2015	2016	2017
税前盈利	1,680	2,210	2,885	3,203	4,196
折旧及摊销	163	196	286	306	331
运营资金变动	-91	24	-373	323	431
其他	-513	-615	-879	-838	-1,225
经营活动现金流量	1,239	1,815	1,919	2,995	3,733
资本开支	-394	-353	-616	-714	-1,058
其他	-150	-1,847	-920	-1,520	-921
投资活动现金流量	-544	-2,200	-1,536	-2,234	-1,979
贷款变动	17	1,291	2	1,602	-97
其他	-438	-625	-745	-1,034	-1,249
融资活动现金流量	-421	667	-744	567	-1,346
现金净增加	274	281	-361	1,328	407
期末现金	2,273	2,499	2,120	3,502	3,692

资料来源: 中国生物制药资料, wind

利润表

单位: 百万人民币	2014	2015	2016	2017	2018Q3
营业收入	9,835	11,794	13,543	14,819	15,730
营业成本	-2,320	-2,634	-2,817	-3,091	-3,087
毛利	7,515	9,160	10,727	11,729	12,643
其他收入/开支	233	317	275	643	436
销售费用	-4,245	-4,780	-5,453	-5,918	-6,267
管理费用	-655	-1,000	-1,039	-987	-770
其他支出	-855	-1,104	-1,526	-1,602	-1,723
财务费用	-34	-65	-77	-78	-109
投资收益	268	264	297	409	65
除税前盈利	2,226	2,792	3,203	4,196	4,276
所得税	-350	-432	-475	-542	-784
净利润	1,876	2,360	2,729	3,654	3,491
股东净利润	1,202	1,442	1,637	2,171	2,201

主要财务比率

	2013	2014	2015	2016	2017
年成长率 (%)					
营业收入	16	25	20	15	9
经营利润	3	32	30	15	30
净利润	14	46	20	14	33
获利能力 (%)					
毛利率	77	76	78	79	79
净利率	18	19	20	20	25
ROE	21	25	25	23	25
ROIC	24	22	20	17	19
偿债能力 (%)					
资产负债率	28	38	37	42	40
净资产负债率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.3	2.1	1.8	2.3	2.4
速动比率	1.9	1.9	1.6	2.1	2.3
营运能力					
资产周转率	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	6.9	5.7	6.4	6.6	6.7
存货周转率	2.4	2.6	3.1	3.1	3.1
每股比率 (港元)					
每股盈利	0.08	0.12	0.14	0.16	0.21
每股现金流	0.08	0.06	-0.09	0.19	0.04
每股净资产	1.11	1.34	1.05	1.20	1.24
每股股息	0.05	0.06	0.06	0.06	0.08
估值比率					
P/E	95.7	65.4	54.5	48.0	36.2
P/B	18.2	15.1	12.1	9.9	8.5
EV/EBITDA	45.9	35.0	26.6	23.3	18.3



财务摘要 石药集团 (1093.HK)

资产负债表

单位: 百万港元	2014	2015	2016	2017	20181H
非流动资产	5,895	5,892	6,333	7,908	9,623
物业、厂房及设备	5,049	5,143	5,415	6,663	7,290
商誉	125	119	112	122	167
无形资产	610	564	606	676	846
其他	112	66	200	447	1,320
流动资产	6,606	7,648	8,428	13,635	16,248
存货	1,806	1,819	1,933	2,901	3,233
应收账	3,086	3,267	3,050	3,811	5,068
现金	1,468	2,299	3,235	6,554	4,400
其他	246	262	209	369	3,547
总资产	12,501	13,540	14,760	21,543	25,871
流动负债	3,602	3,484	4,085	5,760	8,616
借贷	624	452	898	927	880
应付账	2,557	2,881	3,038	4,573	7,507
其他	422	151	148	259	229
非流动负债	747	1,243	484	375	563
借贷	602	1,011	240	60	59
其他	145	232	244	316	504
总负债	4,350	4,727	4,569	6,135	9,179
股本	9,820	9,835	10,570	12,922	0
储备	-1,741	-1,097	-462	2,400	3,191
股东权益	8,079	8,738	10,108	15,322	16,113
非控股权益	72	75	84	85	578
股本总额	8,152	8,813	10,191	15,407	16,692

现金流量表

单位: 百万港元	2013	2014	2015	2016	2017
税前盈利	1,248	1,621	2,112	2,635	3,465
折旧及摊销	656	610	605	570	630
运营资金变动	-743	-85	-46	219	-270
其他	-346	-340	-421	-508	-538
经营活动现金流量	815	1,806	2,251	2,916	3,288
资本开支	-614	-814	-824	-1,106	-1,213
其他	1,239	68	111	-226	-2,075
投资活动现金流量	624	-745	-712	-1,332	-3,287
贷款变动	-948	-63	526	-566	-386
股本变动	-	-	-	563	2,351
其他	-782	-684	-1,131	-450	-333
融资活动现金流量	-1,729	-747	-605	-452	1,631
现金净增加	-290	314	934	1,132	1,632
期末现金	1,188	1,468	2,299	3,235	5,163

资料来源: 石药集团资料, wind

利润表

单位: 百万港元	2014	2015	2016	2017	2018Q3
营业收入	10,955	11,394	12,369	15,463	15,848
营业成本	-6,768	-6,173	-6,060	-6,117	-5,523
毛利	4,187	5,221	6,309	9,346	10,325
其他收入/开支	-173	-253	-317	-808	246
销售费用	-1,788	-2,267	-2,788	-4,375	-5,416
管理费用	-552	-535	-554	-682	-601
研发费用	-	-	-	-	-1,100
财务费用	-54	-56	-42	-27	-60
其他开支	1	-9	-	-	-1
投资收益	1	11	28	10	35
除税前盈利	1,621	2,112	2,635	3,465	3,410
所得税	-337	-432	-522	-685	-692
净利润	1,284	1,680	2,113	2,780	2,733
少数股东净利润	16	14	12	10	-16
股东净利润	1,268	1,665	2,101	2,771	2,717

主要财务比率

	2013	2014	2015	2016	2017
年成长率 (%)					
营业收入	140	10	4	9	25
经营利润	55	42	29	22	31
净利润	-55	30	31	26	32
获利能力 (%)					
毛利率	31	38	46	51	60
净利率	10	12	15	17	18
ROE	14	16	20	22	22
ROIC	11	14	17	20	20
偿债能力 (%)					
资产负债率	38	35	35	31	28
净资产负债率	2	-3	-10	-21	-36
流动比率	1.7	1.8	2.2	2.1	2.4
速动比率	1.2	1.3	1.7	1.6	1.9
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	3.6	3.9	3.8	4.2	5.0
存货周转率	3.5	3.7	3.4	3.2	2.5
每股比率 (港元)					
每股盈利	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
每股现金流	-0.0	0.0	0.1	0.2	0.3
每股净资产	1.3	1.4	1.5	1.7	2.5
每股股息	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
估值比率					
P/E	102.6	78.7	59.9	47.5	36.0
P/B	13.4	12.4	11.4	9.9	6.5
EV/EBITDA	51.3	41.3	34.0	29.3	22.9

风险

市场风险

1) 政策波动风险：医药行业对政策的变化较为敏感，尤其是新药评审、医保目录调整、招标价调整等政策的变动会对行业造成不利影响。

2) 研发风险：制药企业业绩增长高度依赖于新药研发，然而在新药研发过程中，研发团队可能做出了最大限度的努力，但是基于对现有认识水平、技术水平、科学知识和其他现有条件的局限，仍可能发生无法预见、无法克服的技术困难，研发进程和研发结果的全部或者部分失败，都会对未来企业业绩造成重大影响。

3) 销售风险：医药市场销售具有复杂性、多变性和不确定性等特点，而且医药行业政策变化可能会对产品推广造成不利影响。

4) 生产风险：监管层在医药行业生产环节上有着诸多严格要求，公司在原材料、设备、生产工艺及生产组织等方面可能存在风险。

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来12个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来12个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来12个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月上升15%以上
中性	预期股价在未来12个月上升或下跌15%或以内
卖出	预期股价在未来12个月下跌15%以上



平安证券
PINGAN SECURITIES



丰收财富
SUPER HARVEST
WEALTH MANAGEMENT

2018年11月23日（星期五）

免责声明

本报告由平安证券有限公司(“平安证券”)提供并仅供参考。本报告的信息来源于平安证券认为可靠的公开资料，但我们对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。平安证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。平安证券、其关联机构、其集团成员及其雇员(“平安集团”)对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资涉及风险。敬请投资者注意，证券及投资的价值可升亦可跌，过往的表现不一定可以预示日后的表现。海外投资附带一般与本港市场投资并不相关的其他风险，包括(但不限于)汇率、外国法例及规例出现不利变动。本文件并非，亦无意总览本文件所述证券或投资牵涉的任何或所有风险。于作出任何投资决定前，敬请投资者细阅及了解有关该等证券或投资的所有发售文件，以及其中所载的风险披露声明及风险警告。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

平安集团之财务权益及商务关系

平安集团有可能拥有与报告中论述的上市法团有关的财务权益，亦有可能为或将会为本报告所述任何证券进行庄家活动。平安集团随时有可能担任或曾担任本报告中所述的上市法团的高级人员，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归平安证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

平安证券现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。平安证券目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。平安证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，平安证券的产品及服务并不向美国人提供。本文件不得分发给予美国、加拿大、澳洲或任何其他分发本文件属



平安证券
PINGAN SECURITIES



丰收财富
SUPER HARVEST
WEALTH MANAGEMENT

2018年11月23日（星期五）

非法行的管辖区。所有未经授权复制或本文件的行为均属使用者的责任，并可能引致法律诉讼。

分析员声明及权益披露

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析员在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析员个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；(iii)分析员及其有联系者并无持有与报告中论述的上市法团有关的财务权益；(iv)分析员及其有联系者并无于报告中论述的上市法团担任高级人员。

香港

平安证券有限公司
香港中环添美道1号中信大厦18楼
电话：+85225228197
传真：+85228400745
电子邮件：cs@pingansec.com.hk
网址：<http://www.pingansec.com.hk>