石藥集團（1093）

更新報告

買入

2023 年 6 月 14 日

以新替舊，穩步前行

➢**2023 年 1 季度調整後歸母利潤+0.1%：**2023 年前 1 季度公司營收 80.5 億元，同比增長 2.3%；毛利 55.2 億元，同比-5.0%；毛利率 68.5%，同比-5.3pp。銷售費用、行政費用分別為 24.9 億元（-11.9%）、2.6 億元（+1.1%），銷售費率（占成藥收入比）和行政費率（占收入比）同比下降 6.1 和 0 個百分點至 38.7%和 3.3%。歸母淨利潤、扣非後歸母淨利潤分別為 14.3 億元（+1.7%）和 15.4 億元（+0.1%），扣非後歸母淨利率 19.2%（-0.4pp）。分板塊看，成藥板塊收入 64.2 億元（+1.9%），原料藥板塊中的維 C、抗生素及其他收入分別為 5.5 億元（-21.3%）、4.7 億元（+27.3%），功能食品板塊收入 6.2 億元（+21.7%）。成藥溢利率維持穩定至 25.2%（+0.2 個百分點），維 C 溢利率同比下降 15.2 個百分點至 5.7%，抗生素溢利率下降 2.8%個百分點至 5.7%,咖啡因及其他經營溢利率下降 0.1%個百分點至 23.4%。

➢**成藥各板塊業務情況：**23 年 Q1 神經系統領域在恩必普的良好收入帶動下板塊收入達 21.3 億元（+9.8%）。心血管領域收入中銘複樂預計今年會有明顯的收入增長貢獻，但玄甯受到左旋氨氯地平進入集采影響，綜合來看該板塊收入同比下降 24.9%至 5.9 億元。腫瘤板塊預計多恩達（米托蒽醌脂質體）持續發力，但克艾力（白蛋白紫杉醇）進入集採收入受到大幅影響，23Q1 該板塊收入同比-33.1%至 14.4 億元。抗感染板塊中新品安複利克（兩性黴素 B 膽固醇硫酸酯）收入持續增長，加上其他產品的帶動，該板塊收入同比增長 36.7%至 12.3 億元。呼吸板塊中新品伊絡達（乙磺酸尼達尼布）逐漸放量，加上其他產品貢獻，該板塊收入+271.5%至 5 億元。消化和其他治療領域收入分別+19.3%和 35.2%至 2.0 和 3.0 億元。

➢**未來管線將以新替舊：**老產品中成藥收入占比約 15%的克艾力和玄寧因為集采影響，預計其 23 年收入將出現下滑。而占成藥收入一半的恩必普、多美素和津優力 2 年後將可能受到專利到期、集采等影響導致收入出現下滑。老產品的失速將依靠重磅新產品來拉動，包括已經上市的銘複樂、多恩達（米托蒽醌脂質體）、安複利克（兩性黴素 B 膽固醇硫酸酯）、新冠 mRNA 疫苗等,以及 23 年上市的琥珀酸地文拉法辛緩釋（抑鬱症）、伊立替康脂質體（癌症）等，以及 24 年上市的奧馬珠單抗（蕁麻疹）、巴托利單抗（重症肌無力）、BPI-7711(3 代 EGFR 抑制劑)、SYSA1802（PD-1）,25 年將上市產品包括 TG103(GLP-1 周注射劑，減肥)、SYHA1402(Ari,糖尿病心肌病)、JMT101（EGFR mAb）、DP303C(HER2 ADC)、紫杉醇納米粒，26 年有望上市司美格魯肽、CM310(IL-4Rα，哮喘)、多西他賽白蛋白等。

➢**給予目標價 10.5 港元，買入評級：**我們核算管線價值，加上公司在手淨現金 137 億元，我們採用 DCF 為公司估值，其中 WACC 為 10%,永續增長 1%，得出目標 10.5 港元，對應 2023 年 18.5 倍市盈率，較現價有 56.7%上升空間，維持買入評級。

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.h

曲佳宜

852-25321597

coco.qu@firstshanghai.com.hk

主要資料

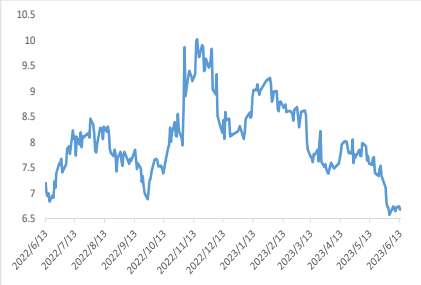
行業	醫藥
股價	6.71 港元
目標價	10.5 港元（+56.7%）
股票代碼	1093
已發行股本	119.03 億股
市值	799.9 億港元
52 周高/低	10.25/6.46 港元
每股淨現值	2.91 港元
主要股東	蔡東晨及管理層（29.76%）

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入（百万人民币）	27,867	30,937	32,287	35,133	36,746
变动（%）	*11.7%*	*11.0%*	*4.4%*	*8.8%*	*4.6%*
归母净利润（百万人民币）	5,605	6,091	6,172	6,508	6,751
变动（%）	*8.6%*	*8.7%*	*1.3%*	*5.4%*	*3.7%*
每股基本收益（人民币分）	46.9	51.1	51.9	54.7	57.2
市盈率@6.71港元(倍)	13.1	12.0	11.8	11.2	10.7
每股派息（人民币分）	16.4	19.2	15.6	16.4	17.2
息率（%）	2.7%	3.1%	2.5%	2.7%	2.8%

資料來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



資料來源：彭博

主要財務報表

损益表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2021实际	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测
收入	27,866,870	30,936,904	32,286,529	35,132,750	36,746,181
毛利	21,135,094	22,256,414	22,600,570	24,592,925	25,722,327
销售及管理费用	(10,443,422)	(10,337,423)	(10,552,664)	(11,626,295)	(12,185,149)
行政费用	(1,009,824)	(1,172,842)	(1,130,029)	(1,229,646)	(1,286,116)
研发费用	(3,432,590)	(3,986,516)	(3,860,731)	(4,253,522)	(4,457,981)
其他费用	(108,204)	(80,333)	(80,333)	(80,333)	(80,333)
财务开支-净额	(7,664)	(24,891)	(24,891)	(24,891)	(24,891)
税前盈利	6,847,096	7,582,261	7,831,710	8,258,025	8,567,643
所得税	(1,158,972)	(1,350,211)	(1,488,025)	(1,569,025)	(1,627,852)
少数股东权益	82,939	140,660	171,280	180,604	188,898
净利润	5,605,185	6,091,390	6,172,405	6,508,397	6,750,893
折旧及摊销	686,375	725,769	892,944	966,409	1,039,367
EBITDA	7,555,168	8,401,496	8,731,532	9,232,264	9,610,602
增长					
总收入 (%)	12%	11%	4%	9%	5%
EBITDA (%)	7%	11%	4%	6%	4%

财务分析

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2021实际	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测
盈利能力					
毛利率 (%)	75.8%	71.9%	70.0%	70.0%	70.0%
EBITDA 利率 (%)	27.1%	27.2%	27.0%	26.3%	26.2%
净利率(%)	20.1%	19.7%	19.1%	18.5%	18.4%
营运表现					
研发费率	12.3%	12.9%	12.0%	12.1%	12.1%
SG&A/收入(%)	41.1%	37.2%	36.2%	36.6%	36.7%
实际税率 (%)	16.9%	17.8%	19.0%	19.0%	19.0%
股息支付率 (%)	38.4%	41.1%	30.0%	30.0%	30.0%
存货周转天数	118	108	105	104	107
应收账款天数	37	41	44	47	51
财务状况					
负债/权益	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
收入/总资产	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
总资产/股本	3.2	3.8	4.3	4.7	5.2
盈利对利息倍数	985.8	337.5	350.8	370.9	386.1

资产负债表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2021实际	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测
现金	9,259,709	10,298,007	13,094,060	15,952,401	18,889,311
应收账款	6,408,336	6,540,518	7,111,444	8,035,020	9,082,819
存货	2,480,369	2,554,861	2,887,212	3,117,458	3,367,804
其他流动资产	2,188,089	4,563,774	4,553,992	4,544,699	4,535,870
总流动资产	20,336,503	23,957,160	27,646,708	31,649,578	35,875,805
固定资产	8,529,370	9,582,060	10,554,164	11,451,850	12,280,816
无形资产	617,837	2,143,016	2,101,737	2,071,958	2,055,055
其他非流动资产	292,505	709,482	736,596	763,710	790,824
总资产	34,741,576	41,769,774	46,417,261	51,315,151	56,380,555
应付帐款	1,622,617	2,010,065	2,030,113	2,055,785	2,087,572
短期借款	-	153,484	228,000	304,000	380,000
其他短期负债	5,603,426	6,794,451	6,799,698	6,805,207	6,810,992
总短期负债	7,226,043	8,958,000	9,057,811	9,164,992	9,278,563
长期借款	-	28,950	99,000	99,000	99,000
其他长期负债	381,484	611,993	611,993	611,993	611,993
总负债	7,913,345	10,127,899	10,297,760	10,404,941	10,518,512
股东权益	26,828,231	31,641,875	36,119,501	40,910,210	45,862,043
每股账面值	2.25	2.66	3.03	3.44	3.85
营运资本	13,110,460	14,999,160	18,588,897	22,484,585	26,597,241

现金流量表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2021预测	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测
税前利润	6,847,096	7,582,261	7,831,710	8,258,025	8,567,643
营运资金变化	(2,478,928)	331,540	(868,200)	(1,113,347)	(1,251,746)
其他经营性现金流变	294,738	384,388	968,632	1,041,590	1,109,482
所得税	(1,141,183)	(1,334,584)	(1,488,025)	(1,569,025)	(1,627,852)
营运现金流	4,636,627	7,627,064	6,444,117	6,617,243	6,797,527
资本开支	(1,324,455)	(2,203,385)	(1,847,034)	(1,847,034)	(1,847,034)
其他投资活动	687,129	(4,592,599)	(50,200)	(60,240)	(72,288)
投资活动现金流	(637,326)	(6,795,984)	(1,897,234)	(1,907,274)	(1,919,322)
股本变化	(263,512)	(14,211)	-	-	-
负债变化	-	485,712	76,000	76,000	76,000
股息	(1,703,263)	(2,117,436)	(1,851,722)	(1,952,519)	(2,042,186)
其他融资活动	(229,831)	(258,138)	24,891	24,891	24,891
融资活动现金流	(2,196,606)	(1,904,073)	(1,750,831)	(1,851,628)	(1,941,295)
现金变化	1,802,695	(1,072,993)	2,796,053	2,858,341	2,936,910
期初持有现金	7,259,458	9,059,709	10,298,007	13,094,060	15,952,401
汇兑影响	(2,444)	14,136	-	-	-
期末持有现金	9,059,709	10,298,007	13,094,060	15,952,401	18,889,311

资料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別的投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。 第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。 資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括(但不限於)在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。

©2023 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。