

医药	收盘价 港元 7.05	目标价 港元 10.00	潜在涨幅 +41.9%	2023年12月1日
----	----------------	-----------------	----------------	------------

石药集团 (1093 HK)

3Q23 业绩基本符合预期，2024 年收入增速有望反弹至双位数

⊕ **3Q23 业绩基本符合预期**：收入和经调整净利润分别-1.3%/+1.7% YoY 至 77.8 亿/15.3 亿元人民币，基本符合我们的预期（1-3Q23：+1.6%/+0.6% YoY）。3Q23 成药业务+1.3%（1-3Q23 +3.9%），略超我们的预期，在外部行业变化下展现出良好韧性。维 C 原料-18.3%（相比 1H23 -25.7%略有收窄）、功能食品及其他业务-22.5%，均受到产品价格下滑影响；抗生素原料则继续录得 15.5% 的快速增长，主要得益于销量增长的拉动。3Q 毛利率下滑 1.5pcts 至 71.4%（克艾力销售下滑+原料药价格走低）、研发费用在成药业务中的比重提升 5.1pcts 至 21.5%，但销售费用率大幅下降 6.9pcts 至 27.4%。经营利润率上升 0.6pct 至 24.3%，其中成药业务经营利润率上升 2.6pcts 至 27.6%（1-3Q23：-0.4pct/+1.0pct）。成药业务各治疗领域 1-3Q23 收入同比增速如下：神经+15.2%（恩必普稳健增长，普拉克斯、帕利哌酮等新品快速放量），肿瘤-21.2%（克艾力集采降价），抗感染+18.8%，心血管-15.5%（玄宁集采未中标）。**公司预计 2023 全年派息率将达到 50% 以上，与 1H23 中期派息率相当，并将长期维持在 30% 以上。**

⊕ **管理层指引 2024 年双位数收入增速**：其中多恩达、安复利克、铭复乐、津立生、多恩益等新品/次新品有望贡献 30 亿以上的增量，明年有望获得 PD-1、奥马住单抗、两性霉素 B 脂质体、铭复乐脑梗适应症等 6 个 NDA 批准，2025 年起每年有望上市至少 10 个新品种/新适应症。明年重点关注以下管线数据读出：1) 注册临床：JMT101（EGFR 单抗）、DP303C（HER2 ADC）、多西他赛白蛋白、紫杉醇阳离子脂质体；2) 早期临床：多个 ADC 候选药物（Claudin 18.2、Nectin-4、EGFR）、希美替尼（FGFR/KDR）、SYHA1813（VEGFR/CSF-1R）等。

⊕ **维持买入评级**：我们基于 3Q23 业绩对公司盈利预测进行微调，2023-25E 净利润预测相比此前分别-0.3%/+0.2%/-0.6%。我们维持**买入**评级和目标价 10.0 港元。公司正处于集采影响出清、研发平台屡获验证、多项创新技术即将进入爆发期的关键转折点，当前估值具有较大吸引力。

财务数据一览

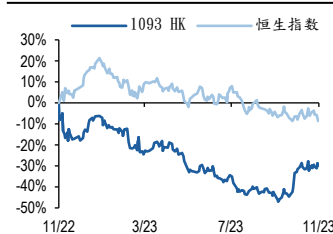
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万人民币)	27,867	30,937	31,511	34,802	37,985
同比增长(%)	11.7	11.0	1.9	10.4	9.1
净利润(百万人民币)	5,605	6,091	6,123	7,049	7,815
每股盈利(人民币)	0.47	0.51	0.51	0.59	0.66
同比增长(%)	8.6	9.0	0.6	15.1	10.9
前EPS预测值(人民币)			0.52	0.59	0.66
调整幅度(%)			-0.3	0.2	-0.6
市盈率(倍)	13.7	12.6	12.5	10.9	9.8
每股账面净值(人民币)	2.17	2.53	2.90	3.31	3.77
市账率(倍)	2.96	2.54	2.22	1.94	1.71

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	9.48
52周低位(港元)	5.29
市值(百万港元)	83,533.62
日均成交量(百万)	85.17
年初至今变化(%)	(14.02)
200天平均价(港元)	6.38

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

图表 1: 石药财务预测变动

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	31,511	31,511	0.0%	34,802	34,802	0.0%	37,985	37,985	0.0%
毛利润	22,260	22,260	27,327	24,863	24,863	0%	27,327	27,327	0%
毛利率	70.6%	70.6%	-	71.4%	71.4%	-	71.9%	71.9%	-
归母净利润 (亏损)	6,123	6,138	-0.3%	7,049	7,032	0.2%	7,815	7,866	-0.6%

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 石药 DCF 估值

人民币, 百万	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	31,511	34,802	37,985	39,637	40,611	41,893	43,106	44,193	45,404	46,691	48,033
EBIT	6,822	7,743	8,603	9,354	9,921	10,498	11,074	11,632	12,191	12,690	13,214
EBIT* (1-t)	5,799	6,582	7,313	7,951	8,433	8,924	9,413	9,887	10,362	10,787	11,232
加: 折旧摊销	857	977	1,105	1,242	1,378	1,508	1,635	1,759	1,879	1,997	2,112
减: 营运资金增加 (减少)	(283)	(300)	(218)	(216)	(211)	(290)	(418)	(313)	(234)	(353)	(556)
减: 资本开支	(2,755)	(3,043)	(3,321)	(3,465)	(3,551)	(3,663)	(3,769)	(3,864)	(3,970)	(4,082)	(4,199)
自由现金流	3,617	4,216	4,880	5,512	6,049	6,479	6,861	7,469	8,037	8,348	8,589

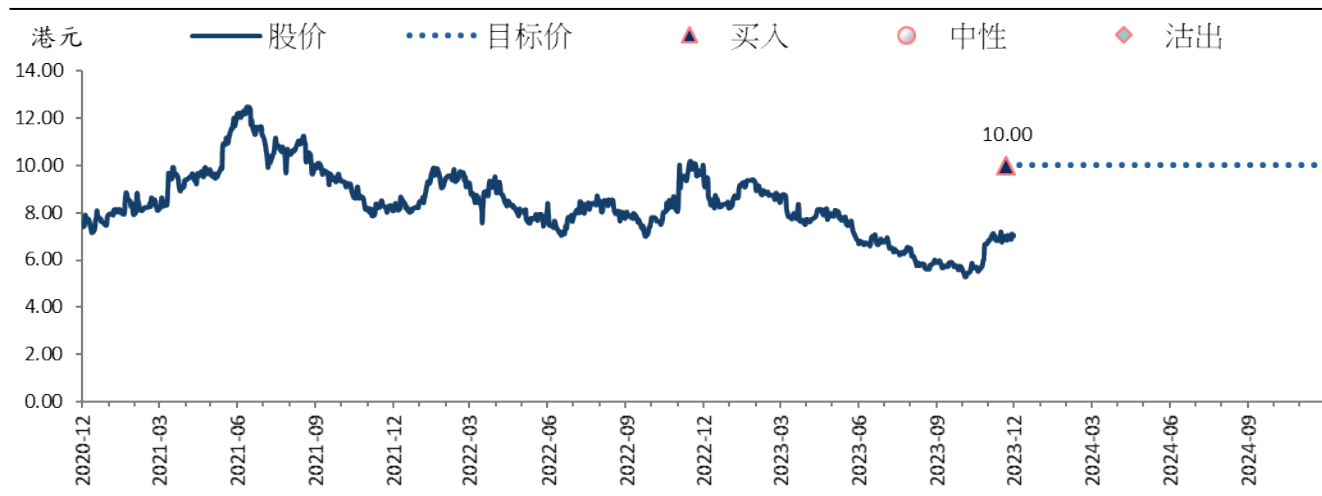
永续增长率 2%

自由现金流现值	43,323
终值现值	52,625
企业价值	95,948
净现金	14,984
少数股东权益	(1,749)
股权价值 (百万人民币)	109,184
股权价值 (百万港元)	119,010
股份数量 (百万)	11,903
每股价值 (港元)	10.00

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.1
股权成本	10.7%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	9.4%

资料来源: 交银国际预测

图表 3: 石药集团 (1093 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9995 HK	荣昌生物	买入	45.15	59.00	30.7%	2023 年 10 月 31 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	21.70	28.43	31.0%	2023 年 09 月 20 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	2.06	4.40	113.8%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	49.85	57.00	14.3%	2023 年 07 月 31 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	6.31	7.40	17.2%	2023 年 11 月 16 日	生物科技
2269 HK	药明生物	买入	43.50	59.00	35.6%	2023 年 08 月 24 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	48.10	59.00	22.7%	2023 年 11 月 28 日	医疗服务
1093 HK	石药集团	买入	7.05	10.00	41.9%	2023 年 11 月 22 日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	28.68	36.70	27.9%	2023 年 11 月 22 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	7.38	14.00	89.7%	2023 年 11 月 22 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.84	4.55	18.5%	2023 年 11 月 22 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	11.96	14.41	20.4%	2023 年 11 月 22 日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	15.82	14.30	-9.6%	2023 年 11 月 22 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	48.02	49.50	3.1%	2023 年 11 月 22 日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 11 月 30 日

财务数据

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	27,867	30,937	31,511	34,802	37,985
主营业务成本	(6,732)	(8,680)	(9,251)	(9,939)	(10,658)
毛利	21,135	22,256	22,260	24,863	27,327
销售及管理费用	(11,453)	(11,510)	(10,432)	(11,835)	(13,031)
研发费用	(3,433)	(3,987)	(5,006)	(5,285)	(5,692)
经营利润	6,249	6,760	6,822	7,743	8,603
财务成本净额	(8)	(25)	0	0	0
应占联营公司利润及亏损	0	0	0	0	0
其他非经营净收入/费用	606	848	719	938	1,022
税前利润	6,847	7,582	7,541	8,681	9,625
税费	(1,159)	(1,350)	(1,276)	(1,469)	(1,629)
非控股权益	(83)	(141)	(141)	(163)	(180)
净利润	5,605	6,091	6,123	7,049	7,815
作每股收益计算的净利润	5,605	6,091	6,123	7,049	7,815

截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	9,060	8,001	10,224	12,870	16,003
有价证券	0	0	0	0	0
应收账款及票据	6,408	6,541	6,755	6,976	7,178
存货	2,480	2,555	2,659	2,787	2,878
开发中物业及土地预付款	0	0	0	0	0
短期应收收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,388	6,861	6,874	6,948	7,019
总流动资产	20,337	23,957	26,512	29,579	33,078
投资物业	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	8,529	9,582	11,077	12,688	14,399
其他有形资产	0	0	0	0	0
无形资产	468	1,908	2,311	2,766	3,271
合资企业/联营公司投资	0	0	0	0	0
长期应收收入	0	0	0	0	0
其他长期资产	5,408	6,322	6,322	6,322	6,322
总长期资产	14,405	17,813	19,711	21,777	23,992
总资产	34,742	41,770	46,223	51,356	57,070
短期贷款	0	153	153	153	153
应付账款	1,623	2,010	2,045	2,094	2,170
其他短期负债	5,603	6,794	6,794	6,794	6,794
总流动负债	7,226	8,958	8,993	9,042	9,117
长期贷款	0	29	29	29	29
长期应付账款	0	0	0	0	0
其他长期负债	687	1,141	1,141	1,141	1,141
总长期负债	687	1,170	1,170	1,170	1,170
总负债	7,913	10,128	10,163	10,212	10,287
股本	10,899	10,899	10,899	10,899	10,899
储备及其他资本项目	15,087	19,298	23,574	28,497	33,955
股东权益	25,987	30,198	34,474	39,396	44,854
非控股权益	842	1,444	1,586	1,749	1,929
总权益	26,828	31,642	36,059	41,145	46,783

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	6,847	7,582	7,541	8,681	9,625
折旧及摊销	726	893	857	977	1,105
营运资本变动	(1,523)	812	(283)	(300)	(218)
利息调整	0	0	0	0	0
税费	(1,141)	(1,335)	0	0	0
其他经营活动现金流	(272)	(326)	(1,289)	(1,543)	(1,700)
经营活动现金流	4,637	7,627	6,825	7,815	8,812
资本开支	(339)	(485)	(494)	(545)	(595)
投资活动	0	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(298)	(6,311)	(2,261)	(2,498)	(2,726)
投资活动现金流	(637)	(6,796)	(2,755)	(3,043)	(3,321)
负债净变动	(99)	(10)	0	0	0
权益净变动	(264)	(14)	0	0	0
股息	(1,691)	(2,097)	(1,847)	(2,126)	(2,357)
其他融资活动现金流	(143)	217	0	0	0
融资活动现金流	(2,197)	(1,904)	(1,847)	(2,126)	(2,357)
汇率收益/损失	(2)	14	0	0	0
年初现金	7,259	9,060	8,001	10,224	12,870
年末现金	9,060	8,001	10,224	12,870	16,003

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.469	0.511	0.514	0.592	0.657
全面摊薄每股收益	0.469	0.511	0.514	0.592	0.657
每股账面值	2.175	2.531	2.896	3.310	3.768
利润率分析(%)					
毛利率	75.8	71.9	70.6	71.4	71.9
EBITDA利润率	25.5	24.6	24.4	25.1	25.6
EBIT利润率	24.6	24.5	23.9	24.9	25.3
净利率	20.1	19.7	19.4	20.3	20.6
盈利能力(%)					
ROA	16.1	14.6	13.2	13.7	13.7
ROE	20.9	19.3	17.0	17.1	16.7
ROIC	20.9	19.1	16.9	17.1	16.6
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.8	2.7	2.9	3.3	3.6
存货周转天数	134.5	107.4	104.9	102.3	98.6
应收账款周转天数	83.9	77.2	78.2	73.2	69.0
应付账款周转天数	(88.0)	(84.5)	(80.7)	(76.9)	(74.3)

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银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交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司及富景中国控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。