

香港股市 | 医药

石药集团 (1093 HK)

三季度表现稳健，2024 年收入将恢复双位数增长

公司前三季度营运表现稳健

公司 2023 年前三季度收入同比增加 1.6% 至 238.7 亿元（人民币，下同），毛利同比微降 1.7% 至 168.0 亿元，股东净利润微增 0.6% 至 44.9 亿元。虽然三季度医疗反腐行动升级导致收入轻微低于预期，但整体看营运表现较稳健，第三季度收入仅同比微跌 1.3%，销售费用率环比下降 2.7 个百分点至 27.4%，因此股东净利润同比微增 3.0% 至 15.5 亿元。

神经系统主要产品将稳健增长

公司前三季度神经系统药物收入同比增加 15.2% 至 69.3 亿元，主要是脑卒中药物恩必普收入快速增加所致。我们预计公司神经系统主要产品收入将维持稳健增长，主因：1) 主要产品恩必普近年来 OTC 与互联网渠道增长显著，预计 2022-25E 收入 CAGR 为 7.9%。2) 铭复乐在 2022 年新增脑梗适应症后销售表现理想，该产品的缺血性脑卒中适应症的上市申请已获得国家药监局受理，预计 1-2 年内可能获批。

肿瘤药收入同比降幅收窄，预计 2024 年起将重拾增长

由于 2023 年初疫情及乳腺癌药物克艾力集采降价等影响，公司前三季度肿瘤药收入同比下降 21.2% 至 46.2 亿元，但是跌幅已较上半年的 26.0% 显著收窄，第三季度单季的收入跌幅下降至 10.7%。公司管理层表示，刚刚结束的医保谈判中，公司的重磅淋巴瘤创新药米托蒽醌脂质体注射液谈判情况顺利，骨巨细胞瘤药物纳鲁索拜单抗与大肠癌药物伊立替康分别于近期获批上市，我们预计这些产品将引领公司肿瘤药板块收入 2024 年后重拾增长，预计 2024-25E 公司肿瘤药收入将分别同比增加 25.8% 与 26.2%。

公司研发管线丰富，GLP-1 与 ADC 等领域新药有望为公司带来新的增长点

截止 9 月底，公司总共拥有 80 多款在研新药，其中处于上市审评阶段及 II/III 期关键临床阶段的重点创新药分别有 7 款及 17 款，多数产品用于肿瘤及心脑血管、糖尿病等常见病，我们将重点关注 GLP-1 受体激动剂及抗体偶联物 (ADC) 等产品的研发进展。目前全球 GLP-1 药物供不应求情况明显，公司的 TG-103 及司美格鲁肽均处于 II/III 期关键临床阶段。ADC 兼具细胞毒性药物的强大杀伤力与抗体类药物的高标靶性，因此我们预计市场前景良好。国内目前获批的 ADC 产品仅荣昌生物 (9995 HK) 的维迪西妥单抗，公司的 ADC 产品 DP303C 目前已处于 III 期临床尾声，如能成功上市将获得资本市场关注。

目标价微调至 9.35 港元，维持“买入”评级

由于公司三季度收入轻微低于预期，我们将 2023-25E 股东净利润预测轻微下调 1.3%、0.9%、0.6%。根据 DCF 模型，目标价由 9.40 港元微调至 9.35 港元，重申“买入”评级。

风险提示：（一）药品降价幅度超越预期；（二）新药临床试验及审批进度慢于预期；

主要财务数据（百万人民币）（估值更新至 2023 年 11 月 30 日）

年结:12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	27,867	30,937	32,087	36,817	41,740
增长率 (%)	11.7	11.0	3.7	14.7	13.4
股东净利润	5,605	6,091	6,147	7,056	7,993
增长率 (%)	8.6	8.7	0.9	14.8	13.3
每股盈利 (人民币)	0.47	0.51	0.52	0.59	0.67
市盈率 (倍)	11.3	10.4	10.3	8.9	7.9
每股股息 (人民币)	0.14	0.18	0.26	0.20	0.23
股息率 (%)	2.7	3.3	4.9	3.8	4.4
每股净资产 (人民币)	2.2	2.6	2.9	3.3	3.8
市净率 (倍)	2.4	2.0	1.8	1.6	1.4

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

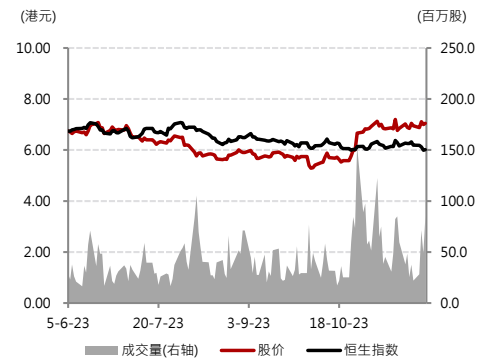
目标价：9.35 港元

股票资料（更新至 2023 年 11 月 30 日）

收市价	7.05 港元
总市值	83,917.70 百万港元
流通股比例	70.08%
已发行总股本	11,903.22 百万
52 周价格区间	5.2-10.06 港元
3 个月日均成交额	305.20 百万港元
主要股东	蔡东晨等 (占 20.10%)

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

2023 年 8 月 24 日：石药集团 (1093 HK)：神经系统药物将引领业绩稳健增长分析师

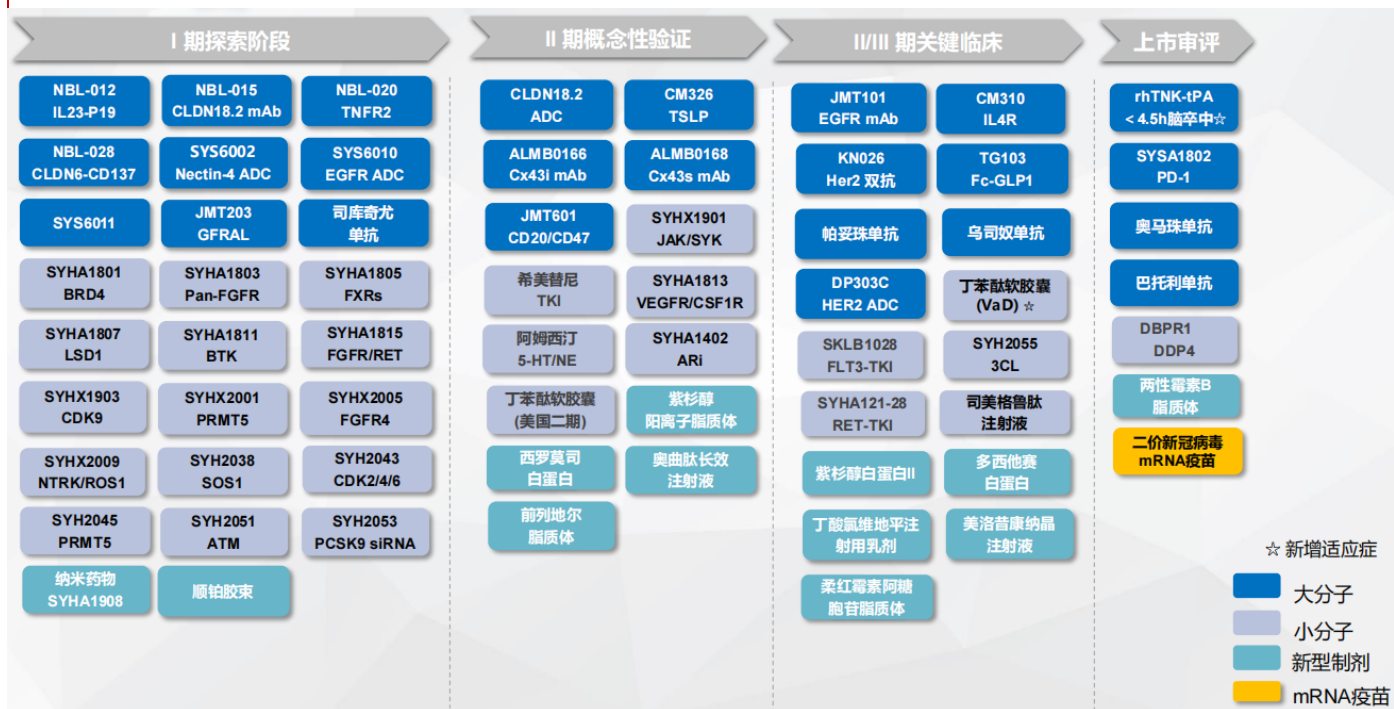
分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: 临床阶段重点创新产品



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 2: 盈利预测调整 (年结: 12 月 31 日, 百万人民币)

	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
	旧预测	旧预测	旧预测	新预测	新预测	新预测	调整幅度 (%)	调整幅度 (%)	调整幅度 (%)
收入	32,853	37,012	41,861	32,087	36,817	41,740	(2.3)	(0.5)	(0.3)
销售成本	(9,755)	(10,382)	(11,233)	(9,491)	(9,963)	(10,802)	(2.7)	(4.0)	(3.8)
毛利	23,098	26,630	30,629	22,596	26,855	30,938	(2.2)	0.8	1.0
其它收入	494	541	612	585	538	610	18.4	(0.5)	(0.3)
其它收益或亏损净额	(103)	(116)	(130)	(38)	48	(137)	(62.9)	(141.2)	5.7
销售及分销费用	(9,948)	(11,844)	(13,922)	(9,334)	(11,413)	(13,882)	(6.2)	(3.6)	(0.3)
行政费用	(1,084)	(1,221)	(1,381)	(1,125)	(1,227)	(1,391)	3.8	0.5	0.7
研发开支	(4,568)	(4,997)	(5,651)	(4,911)	(5,891)	(6,052)	7.5	17.9	7.1
其它费用	(101)	(114)	(130)	(105)	(121)	(137)	3.6	5.7	5.7
经营溢利	7,788	8,880	10,027	7,668	8,790	9,949	(1.5)	(1.0)	(0.8)
财务费用	(28)	(36)	(36)	(25)	(36)	(36)	(8.4)	0.0	0.0
应占合营企业业绩	11	11	11	5	5	5	(51.3)	(51.3)	(51.3)
应占联营公司业绩	(32)	(32)	(32)	(43)	(43)	(43)	35.1	35.1	35.1
其他	0	0	0	33	0	0	不适用	不适用	不适用
除税前溢利	7,740	8,823	9,971	7,638	8,717	9,876	(1.3)	(1.2)	(0.9)
所得税开支	(1,334)	(1,520)	(1,718)	(1,320)	(1,476)	(1,675)	(1.1)	(2.9)	(2.5)
年度溢利	6,406	7,303	8,252	6,318	7,240	8,201	(1.4)	(0.9)	(0.6)
非控股权益	175	185	209	171	184	209	(2.2)	(0.5)	(0.3)
股东净利润	6,231	7,118	8,043	6,147	7,056	7,993	(1.3)	(0.9)	(0.6)

来源: 中泰国际研究部预测

图表 3: DCF 模型 (年结: 12 月 31 日, 百万人民币)

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
EBIT	7,664	8,752	9,912	10,705	11,240	11,689	12,157	12,522	12,897	13,155
加: 折旧及摊销	1,399	1,507	1,631	1,659	1,696	1,717	1,736	1,788	1,841	1,771
减: 税费	(1,320)	(1,476)	(1,675)	(1,850)	(1,942)	(2,020)	(2,101)	(2,164)	(2,229)	(2,273)
营运资本变动	80	(1,681)	1,051	1,135	1,192	1,240	1,290	1,328	1,368	1,395
资本开支	(1,444)	(1,657)	(1,878)	(1,713)	(1,751)	(1,772)	(1,792)	(1,846)	(1,901)	(1,828)
自由现金流	6,218	8,807	6,938	7,666	8,050	8,374	8,710	8,972	9,241	9,429
税后债务成本	3.75%									
无风险利率	3.0%									
风险溢价	8.5%									
贝塔系数	1.0									
权益成本	11.5%									
WACC	9.7%									
永续增长	4.00%									
股权价值 (港币)	111,633									
每股内涵价值(港币)	9.35									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 4: 每股股权价格敏感性分析 (单位: 港元)

		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
WACC	8.8%	9.97	10.30	10.71	11.20	11.83
	9.3%	9.41	9.67	9.98	10.36	10.83
	9.7%	8.90	9.11	9.35	9.65	10.00
	10.2%	8.47	8.64	8.83	9.06	9.33
	10.7%	8.08	8.22	8.37	8.55	8.76

来源: 中泰国际研究部预测

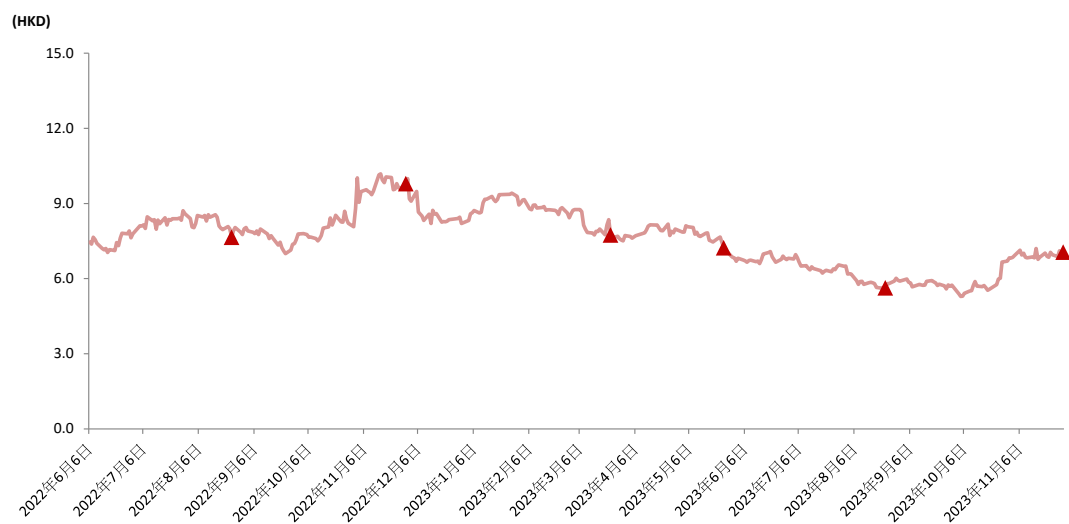
图表 5: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	27,867	30,937	32,087	36,817	41,740	税前利润	6,847	7,582	7,638	8,717	9,876
成药	22,681	24,520	25,980	31,059	34,489	折旧及摊销	865	1,048	1,399	1,507	1,631
咖啡因及其他	1,366	1,966	2,127	1,900	3,365	营运资金变动	(1,388)	798	80	(1,681)	1,051
原料产品	3,819	4,451	3,981	3,859	3,886	已付税款	(1,141)	(1,335)	(1,320)	(1,476)	(1,675)
维生素 C	2,149	2,529	2,009	2,006	2,006	其他	(547)	(467)	25	36	36
抗生素	1,670	1,922	1,971	1,853	1,880	经营业务现金净额	4,637	7,627	7,822	7,102	10,919
销售成本	(6,732)	(8,680)	(9,491)	(9,963)	(10,802)	购买厂房及设备	(1,410)	(2,220)	(1,444)	(1,657)	(1,878)
毛利	21,135	22,256	22,596	26,855	30,938	其他	773	(4,576)	0	0	0
其它收入	411	604	585	538	610	投资活动现金净额	(637)	(6,796)	(1,444)	(1,657)	(1,878)
其它收益或亏损净额	243	291	(38)	48	(137)	净新增借款	(99)	(10)	15	17	19
销售及分销费用	(10,443)	(10,337)	(9,334)	(11,413)	(13,882)	发行股份	0	0	0	0	0
行政费用	(1,010)	(1,173)	(1,125)	(1,227)	(1,391)	股息分派	(1,691)	(2,097)	(3,074)	(2,429)	(2,751)
研发开支	(3,433)	(3,987)	(4,911)	(5,891)	(6,052)	其他	(407)	203	0	0	0
其它费用	(108)	(80)	(105)	(121)	(137)	融资活动现金净额	(2,197)	(1,904)	(3,058)	(2,412)	(2,733)
经营溢利	6,795	7,574	7,668	8,790	9,949	年初现金	7,259	9,060	8,001	11,321	14,354
财务费用	(8)	(25)	(25)	(36)	(36)	现金增加净额	1,803	(1,073)	3,320	3,033	6,308
应占合营企业业绩	46	27	5	5	5	汇率变动影响净额	(2)	14	0	0	0
应占联营公司业绩	(24)	(43)	(43)	(43)	(43)	年末现金	9,060	8,001	11,321	14,354	20,662
其他	37	48	33	0	0	重要指标					
除税前溢利	6,847	7,582	7,638	8,717	9,876	增长率 (%)					
所得税开支	(1,159)	(1,350)	(1,320)	(1,476)	(1,675)	收入	11.7	11.0	3.7	14.7	13.4
年度溢利	5,688	6,232	6,318	7,240	8,201	毛利	13.1	5.3	1.5	18.8	15.2
非控股权益	83	141	171	184	209	净利润	8.6	8.7	0.9	14.8	13.3
股东净利润	5,605	6,091	6,147	7,056	7,993	盈利能力(%)					
EBIT	6,855	7,607	7,664	8,752	9,912	毛利率	75.8	71.9	70.4	72.9	74.1
EBITDA	7,720	8,655	9,062	10,259	11,543	净利润率	20.1	19.7	19.2	19.2	19.1
资产负债表						EBIT 利润率	24.6	24.6	23.9	23.8	23.7
存货	2,480	2,555	2,951	2,828	3,438	EBITDA 利润率	27.7	28.0	28.2	27.9	27.7
应收账款	3,309	3,938	3,579	5,046	3,504	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
现金	9,284	10,298	13,618	16,651	22,959	其他					
其他	5,263	7,166	7,329	7,602	7,890	有效税率 (%)	16.9	17.8	17.3	16.9	17.0
流动资产	20,337	23,957	27,476	32,127	37,790	ROAE (%)	22.5	20.8	18.5	18.9	18.8
物业、厂房及设备	8,529	9,582	9,872	10,265	10,756	ROAA (%)	17.3	15.9	14.1	14.7	14.9
无形资产及商誉	618	2,143	2,015	1,888	1,760	存货周转率 (天)	117.7	105.9	105.9	105.9	105.9
其他非流动资产	5,258	6,088	6,075	6,194	6,194	应收帐周转率 (天)	37.4	42.8	42.8	42.8	37.4
非流动资产	14,405	17,813	17,962	18,347	18,710	应付帐周转率 (天)	72.8	62.8	62.8	62.8	62.8
总资产	34,742	41,770	45,438	50,474	56,500						
贸易应付款项	1,481	1,508	1,760	1,670	2,050						
短期借款	0	153	169	186	204						
其他流动负债	5,745	7,297	7,452	7,750	7,929						
流动负债	7,226	8,958	9,382	9,606	10,183						
长期借款	0	29	29	29	29						
其他非流动负债	687	1,141	1,141	1,141	1,141						
非流动负债	687	1,170	1,170	1,170	1,170						
总负债	7,913	10,128	10,551	10,776	11,353						
股东权益	25,987	30,198	33,271	37,898	43,139						
非控股权益	842	1,444	1,615	1,799	2,008						
总权益	26,828	31,642	34,887	39,698	45,148						
净现金/(负债)	9,284	10,116	13,420	16,436	22,726						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

石药集团（1093 HK）股价表现及评级时间表（单位：港元）



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2022年8月25日	HK\$7.65	买入 (维持)	HK\$11.00
2	2022年11月30日	HK\$9.79	买入 (维持)	HK\$11.82
3	2023年3月24日	HK\$7.74	买入 (维持)	HK\$10.90
4	2023年5月29日	HK\$7.23	买入 (维持)	HK\$10.82
5	2023年8月24日	HK\$5.63	买入 (维持)	HK\$9.40
6	2023年12月1日	HK\$7.05	买入 (维持)	HK\$9.35

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805