

香港股市 | 医药

石药集团 (1093 HK)

上半年业绩逊预期，下调 24-26E 收入与盈利预测

二季度成药业务收入环比下降，2024 年上半年业绩逊预期

公司 2024 年上半年收入同比增加 1.3% 至 162.8 亿元（人民币，下同），股东净利润同比增加 1.7% 至 32.2 亿元，业绩逊预期。分板块看，主要业务成药业务收入同比增加 4.8%，功能食品及其它产品的收入同比下跌 25.2%，原料药业务则下降 5.9%。由于疫情后维生素 C 与抗生素需求并未显著下滑，原料药业务收入好于预期。尽管如此，由于肿瘤药领域津优力二季度集采后降价过半后销量未能如期增长等原因，二季度成药业务收入环比减少两成，导致上半年成药业务收入增速逊预期。咖啡因持续降价等因素导致功能食品收入下降。除此以外，公司加大研发投入，上半年研发费用率从去年同期的 14.3% 上升至 15.6%，导致上半年盈利增速逊预期。

神经系统收入维持稳健增长，但肿瘤药仍面对挑战

公司成药业务中神经系统与肿瘤药收入总共占近六成。上半年神经系统药物收入同比增长 15.0%，管理层表示该领域主要产品恩必普在零售渠道快速扩张。我们认为由于恩必普在脑卒中治疗中被三甲医院广为认可，因此未来在零售渠道仍有拓展空间，神经系统药物收入将维持稳健增长。虽然如此，我们认为成药板块的另一个重要板块肿瘤业务短期内仍面对挑战。公司管理层表示，虽然去年四季度获批的伊立替康等新产品上市后快速上量，但短期内津优力仍将拖累肿瘤业务的收入表现，我们预计 2024 年全年肿瘤药业务收入将同比下滑 4.8% 至约 58.5 亿元，并将 2025-26E 肿瘤药业务收入也下调至 66.4 亿元、77.6 亿元。

目标价调整至 6.10 港元，给予“中性”评级

除肿瘤药业务以外，目前咖啡因的价格并未回升，因此我们认为功能食品业务收入短期内难以快速增加。我们将 2024-26E 收入预测分别下调 4.1%、7.3%、9.2%，股东净利润预测分别下调 10.2%、12.9%、13.9%。除目前已上市产品外，我们留意到公司披露的最新研发进展中，原来公司预期可能于 2025 年上市的非小细胞肺癌药物 JMT101 与乳腺癌药物 DP303C 目前还在进行临床试验，因此预计 2025 年内上市可能性较低，这反映公司的研发能力较预期稍弱，也将影响公司肿瘤药板块的持续增长性。我们将 DCF 模型中永续增长率假设下调至 3.0%，WACC 假设上调至 10.5%。根据调整后 DCF 模型，目标价调整为 6.10 港元，给予“中性”评级。

风险提示：（一）药品降价幅度可能超预期；（二）新药临床试验及审批进度可能慢于预期；（三）新药上市后推广效果可能差于预期

主要财务数据（百万人民币）（估值更新至 2024 年 8 月 21 日）

年结:12月31日	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
百万人民币	实际	实际	预测	预测	预测
总收入	30,937	31,450	33,720	36,531	39,430
增长率 (%)	11.0	1.7	7.2	8.3	7.9
股东净利润	5.3	5,873	6,173	6,534	6,911
增长率 (%)	8.7	-3.6	5.1	5.9	5.8
每股盈利 (人民币)	0.51	0.49	0.52	0.55	0.58
市盈率 (倍)	10.2	10.5	10.0	9.4	8.9
每股股息 (人民币)	71.9	0.23	0.24	0.25	0.27
股息率 (%)	19.7	4.4	4.6	4.9	5.2
每股净资产 (人民币)	24.6	2.9	3.2	3.5	3.8
市净率 (倍)	0.2	1.8	1.6	1.5	1.4

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

评级：中性

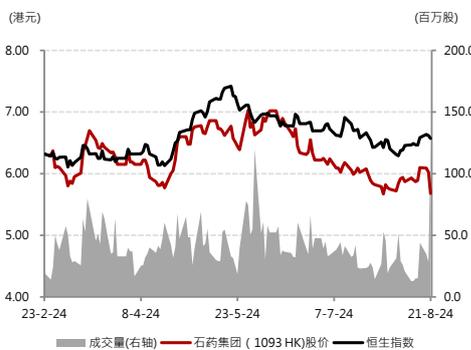
目标价：6.10 港元

股票资料（更新至 2024 年 8 月 21 日）

收市价	5.68 港元
总市值	67,363.33 百万港元
流通股比例	69.79%
已发行总股本	11,859.74 百万股
52 周价格区间	5.2-7.41 港元
3 个月日均成交额	244.91 百万港元
主要股东	蔡东晨等 (占 20.33%)

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

20240325: 石药集团 (1093 HK): 预计 2024 年收入将恢复双位数增长

20231201: 石药集团 (1093 HK): 三季报表现稳健, 2024 年收入将恢复双位数增长

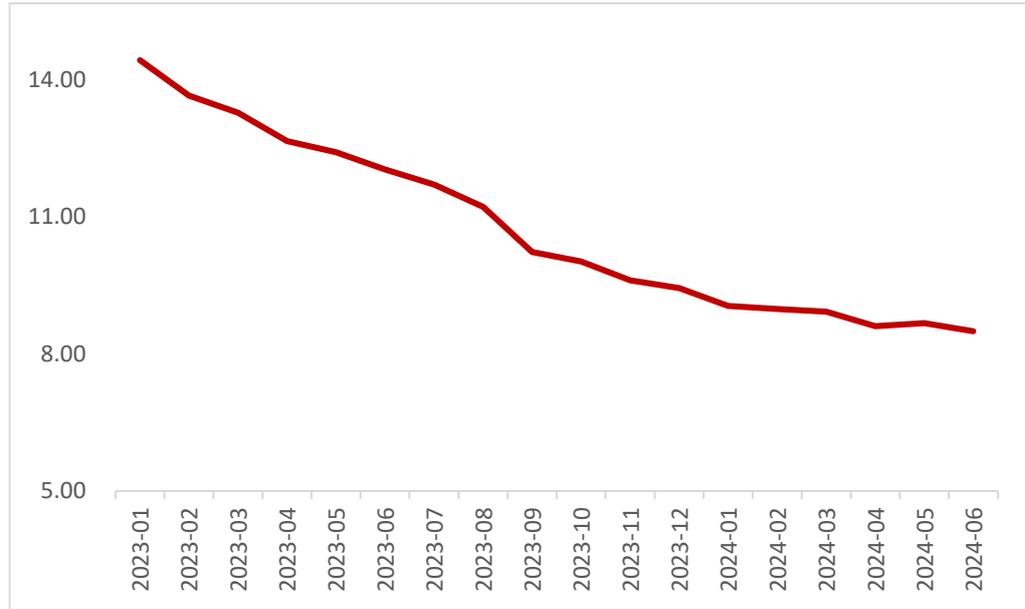
分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: 咖啡因出口价格 (单元: 美元/千克)



来源: Wind, 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	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
	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	35,168	39,409	43,423	33,720	36,531	39,430	(4.1)	(7.3)	(9.2)
销售成本	(9,802)	(10,886)	(11,996)	(9,493)	(10,237)	(11,095)	(3.2)	(6.0)	(7.5)
毛利	25,366	28,523	31,427	24,227	26,295	28,334	(4.5)	(7.8)	(9.8)
其它收入	514	576	635	570	534	577	10.8	(7.3)	(9.2)
其它收益或亏损	(126)	(126)	(110)	(240)	(117)	(100)	90.2	(7.3)	(9.2)
销售及分销费用	(10,221)	(11,823)	(13,027)	(9,834)	(10,780)	(11,829)	(3.8)	(8.8)	(9.2)
行政费用	(1,330)	(1,491)	(1,737)	(1,349)	(1,501)	(1,620)	1.4	0.7	(6.7)
研发开支	(5,401)	(6,053)	(6,948)	(5,332)	(5,845)	(6,309)	(1.3)	(3.4)	(9.2)
其它费用	(112)	(126)	(110)	(87)	(117)	(100)	(22.5)	(7.3)	(9.2)
经营溢利	8,689	9,482	10,132	7,955	8,470	8,954	(8.4)	(10.7)	(11.6)
财务费用	(43)	(43)	(44)	(43)	(43)	(44)	1.5	0.0	0.0
应占合营企业业绩	(13)	(13)	(13)	(38)	(38)	(38)	190.3	190.3	190.3
应占联营公司业绩	(41)	(41)	(41)	(49)	(49)	(49)	19.9	19.9	19.9
除税前溢利	8,592	9,385	10,033	7,824	8,340	8,823	(8.9)	(11.1)	(12.1)
所得税开支	(1,531)	(1,672)	(1,788)	(1,587)	(1,736)	(1,836)	3.7	3.8	2.7
年度溢利	7,061	7,712	8,245	6,237	6,604	6,986	(11.7)	(14.4)	(15.3)
非控股权益	187	210	217	65	70	76	(65.5)	(66.6)	(65.0)
股东净利润	6,873	7,502	8,028	6,173	6,534	6,911	(10.2)	(12.9)	(13.9)

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	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	7,868	8,382	8,867	9,221	9,498	9,783	10,077	10,379	10,690	11,011
加: 折旧及摊销	1,421	1,552	1,698	2,207	2,364	2,497	2,572	2,815	3,036	3,162
减: 税费	(1,587)	(1,736)	(1,836)	(1,910)	(1,967)	(2,026)	(2,087)	(2,149)	(2,214)	(2,280)
营运资本变动	1,383	(1,755)	937	1,230	1,478	1,740	1,792	1,938	2,139	2,203
资本开支	(2,023)	(2,192)	(2,366)	(3,076)	(3,295)	(3,480)	(3,585)	(3,923)	(4,231)	(4,407)
自由现金流	4,295	7,762	5,425	5,213	5,123	5,034	5,185	5,183	5,142	5,283

税后债务成本	3.75%
无风险利率	2.4%
风险溢价	8.5%
贝塔系数	1.2
权益成本	12.6%
WACC	10.5%
永续增长	3.00%
股权价值 (百万港币)	72,393
每股内涵价值(港币)	6.10

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

港元	永续增长率 (%)						
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%		
	9.5%	6.42	6.53	6.65	6.80	6.97	
	10.0%	6.18	6.26	6.37	6.48	6.62	
WACC (%)	10.5%	5.95	6.02	6.10	6.20	6.30	
	11.1%	5.75	5.81	5.88	5.95	6.04	
	11.6%	5.57	5.62	5.67	5.73	5.80	

来源: 中泰国际研究部预测

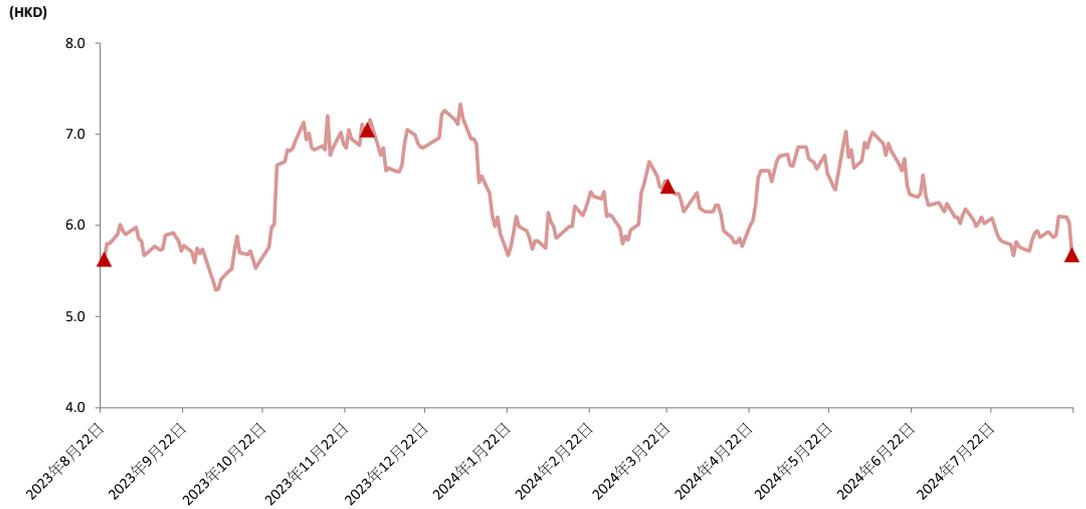
图表 5: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

损益表						现金流量表					
	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测		2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
收入	30,937	31,450	33,720	36,531	39,430	税前利润	7,582	7,389	7,824	8,340	8,823
成药	24,520	25,637	28,164	30,569	32,989	折旧及摊销	1,048	1,117	1,421	1,552	1,698
功能食品及其他	1,966	2,172	1,852	1,935	1,960	营运资金变动	798	(3,032)	1,383	(1,755)	937
原料产品	4,451	3,641	3,703	4,028	4,481	已付税款	(1,335)	(1,309)	(1,587)	(1,736)	(1,836)
销售成本	(8,680)	(9,273)	(9,493)	(10,237)	(11,095)	其他	(467)	13	43	43	44
毛利	22,256	22,177	24,227	26,295	28,334	经营业务净现金	7,627	4,179	9,085	6,444	9,666
其它收入	604	626	570	534	577	购买厂房设备	(2,220)	(1,624)	(2,023)	(2,192)	(2,366)
其它收益或亏损	291	(105)	(240)	(117)	(100)	其他	(4,576)	2,231	0	0	0
销售及分销费用	(10,337)	(9,141)	(9,834)	(10,780)	(11,829)	投资活动现金净额	(6,796)	607	(2,023)	(2,192)	(2,366)
行政费用	(1,173)	(1,190)	(1,349)	(1,501)	(1,620)	净新增借款	(10)	503	0	0	0
研发开支	(3,987)	(4,830)	(5,332)	(5,845)	(6,309)	发行股份	0	0	0	0	0
其它费用	(80)	(101)	(87)	(117)	(100)	股息分派	(2,097)	(2,726)	(2,840)	(3,006)	(3,179)
经营溢利	7,574	7,437	7,955	8,470	8,954	其他	203	(78)	(43)	(43)	(44)
财务费用	(25)	(26)	(43)	(43)	(44)	融资活动净现金	(1,904)	(2,301)	(2,883)	(3,048)	(3,223)
应占合营企业业绩	27	(13)	(38)	(38)	(38)	年初现金	9,060	8,001	10,486	14,665	15,869
应占联营公司业绩	(43)	(41)	(49)	(49)	(49)	现金增加净额	(1,073)	2,485	4,179	1,204	4,077
其他	48	33	0	0	0	汇率变动影响净额	14	0	0	0	0
除税前溢利	7,582	7,389	7,824	8,340	8,823	年末现金	8,001	10,486	14,665	15,869	19,946
所得税开支	(1,350)	(1,317)	(1,587)	(1,736)	(1,836)						
年度溢利	6,232	6,073	6,237	6,604	6,986						
非控股权益	141	199	65	70	76						
股东净利润	6,091	5,873	6,173	6,534	6,911						
EBIT	7,607	7,415	7,868	8,382	8,867						
EBITDA	8,655	8,533	9,288	9,935	10,564						
资产负债表						重要指标					
	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测		2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
存货	2,555	3,139	2,689	3,595	3,217	增长率 (%)					
应收账款	3,938	5,869	4,646	6,746	5,550	收入	11.0	1.7	7.2	8.3	7.9
现金	10,298	12,015	16,929	18,133	22,210	毛利	5.3	(0.4)	9.2	8.5	7.8
其他	7,166	5,722	5,722	5,722	5,722	经营利润	11.5	-1.8	7.0	6.5	5.7
流动资产	23,957	26,745	29,986	34,196	36,698	EBIT	11.0	-2.5	6.1	6.5	5.8
物业厂房设备	9,582	10,417	11,253	12,110	12,980	EBITDA	12.1	-1.4	8.9	7.0	6.3
无形资产商誉	2,143	2,433	2,344	2,254	2,165	股东净利润	8.7	(3.6)	5.1	5.9	5.8
其他非流动资产	6,088	6,687	6,543	6,415	6,303	利润率 (%)					
非流动资产	17,813	19,537	20,140	20,780	21,448	毛利率	71.9	70.5	71.8	72.0	71.9
总资产	41,770	46,282	50,126	54,976	58,146	净利润率	19.7	18.7	18.3	17.9	17.5
贸易应付款项	1,508	2,426	1,601	2,742	1,965	经营利润	24.5	23.6	23.6	23.2	22.7
短期借款	153	450	450	450	450	EBIT 利润率	24.6	23.6	23.3	22.9	22.5
其他流动负债	7,297	7,306	8,577	8,688	8,827	EBITDA 利润率	28.0	27.1	27.5	27.2	26.8
流动负债	8,958	10,183	10,628	11,880	11,242	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
长期借款	29	0	0	0	0						
其他非流动负债	1,141	1,082	1,082	1,082	1,082	其他					
非流动负债	1,170	1,082	1,082	1,082	1,082	有效税率 (%)	17.8	17.8	20.3	20.8	20.8
总负债	10,128	11,264	11,710	12,961	12,324	ROAE (%)	20.8	17.6	16.8	16.2	15.7
股东权益	30,198	33,203	36,537	40,065	43,797	ROAA (%)	15.9	13.3	12.8	12.4	12.2
非控股权益	1,444	1,815	1,879	1,950	2,025	存货周转率 (天)	105.9	112.0	112.0	112.0	112.0
总权益	31,642	35,018	38,416	42,014	45,822	应收帐周转率 (天)	42.8	56.9	56.9	56.9	56.9
净现金/(负债)	10,116	11,565	16,479	17,683	21,760	应付帐周转率 (天)	62.8	77.4	77.4	77.4	77.4

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：彭博，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2022年11月30日	HK\$9.79	买入（维持）	HK\$11.82
2	2023年3月24日	HK\$7.74	买入（维持）	HK\$10.90
3	2023年5月29日	HK\$7.23	买入（维持）	HK\$10.82
4	2023年8月24日	HK\$5.63	买入（维持）	HK\$9.40
5	2023年12月1日	HK\$7.05	买入（维持）	HK\$9.35
6	2024年3月25日	HK\$6.43	买入（维持）	HK\$9.00
7	2024年8月22日	HK\$5.68	中性（下调）	HK\$6.10

来源：彭博，中泰国际研究部

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建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- 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。
- 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。
- 中泰国际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