



石药集团 (01093.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

神经领域稳增，肿瘤板块承压，创新可期待

业绩简评

2024年8月22日，公司发布半年报，1H24 营收/归母/经调股东溢利 162.84/30.20/32.17 亿元，分别同比增长 4.8%/1.8%/1.7%。2024 营收/归母/经调股东溢利 162.84/30.20/32.17 亿元，分别同比下降 9.0%/8.5%/7.7%。业绩略低于预期。

经营分析

成药板块稳健，神经领域保持增长态势，肿瘤板块短期承压。(1) 业绩：1H24 公司成药/维生素 C/抗生素原料/功能食品及其他这 4 大板块的营收 135.49/9.84/8.71/8.80 亿，占总营收 83.2%的成药板块同比增长 4.8%，其他三大板块分别同比下降 5.4%/6.4%/25.2%。(2) 成药板块，①神经领域收入 52.36 亿元，占成药收入 38.6%，同比增长 15%。增长来自恩必普等核心产品，公司在中枢神经系统的龙头优势持续。②肿瘤板块收入 26.83 亿元，同比下降 10.2%；主要源于津优力和多美素受到京津冀“3+N”联盟药品集中采购的影响。③心血管板块收入 12.29 亿元，同比下降 4.5%；主要源于玄宁（氨氯地平）受集采影响，恩存、意舒宁及达新宁的销售则有理想增长。④消化代谢板块收入 6.47 亿元，同比增长 55.4%。欧倍妥，销售增长快速，成为国内艾司奥美拉唑类药物的领先品牌。

(3) 原料与功能食品板块，收入 18.55 亿元，同比减少 5.8%。其中，维生素 C 和抗生素产品的销售收入 9.84/8.71 亿元，分别同比下降 5.4%/6.4%。目前，维生素 C 价格缓慢回升。功能食品板块，收入 8.8 亿元，受咖啡因产品价格下跌影响，同比下降 25.2%。

创新投入持续，ADC 等 8 大研发平台管线蓄势待发。(1) 1H24 公司研发投入 25.42 亿元，约占成药收入 18.8%，同比增长 10.3%。目前，有超过 60 个重点在于药物处于临床或申报阶段；其中，7 个已提交上市申请，19 个产品（22 个适应症）处于注册临床阶段。2024 年 2 月和 6 月，明复乐的第二个适应（急性缺血性卒中患者的溶栓治疗）和恩舒幸（复发或转移性宫颈癌，附条件）分别获批上市。(2) 公司 8 大研发平台的 ADC 等诸多潜在重磅管线的进展值得关注。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司后续管线，根据公司中报业绩，下调公司 2024/25 营收 5.89%/7.88%至 329.6/352.0 亿元，预计 2026 年营收 384.8 亿元；下调 2024/25 归母净利润 7.45%/8.71%至 62.65/67.76 亿元，预计 2026 年归母净利润 74.41 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

集采品种放量不达预期、新药研发及商业化不达预期等风险。

医药组

分析师：赵海春（执业 S1130514100001）

zhaohc@gjzq.com.cn

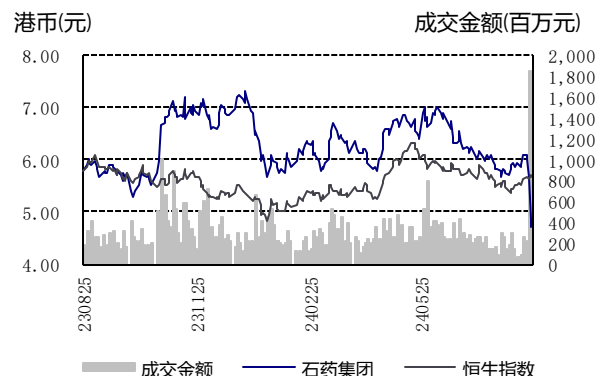
分析师：袁维（执业 S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价（港币）：4.720 元

相关报告：

- 1.《石药集团公司点评：国内首仿伊立替康脂质体获批，创新兑现持续》，2023.9.17
- 2.《石药集团公司点评：成药稳健，新品驱动成长，诸多新药提交上市中》，2023.8.28



主要财务指标

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,937	31,450	32,960	35,201	38,475
营业收入增长率	11.02%	1.66%	4.80%	6.80%	9.30%
归母净利润(百万元)	6,091	5,873	6,265	6,776	7,441
归母净利润增长率	8.67%	-3.58%	6.67%	8.15%	9.82%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.50	0.53	0.57	0.63
每股经营性现金流净额	0.64	0.35	0.58	0.21	0.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.17%	17.69%	15.87%	14.65%	13.86%
P/E	15.97	14.66	8.93	8.26	7.52
P/B	3.24	2.60	1.42	1.21	1.04

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	27,867	30,937	31,450	32,960	35,201	38,475
增长率	11.7%	11.0%	1.7%	4.8%	6.8%	9.3%
主营业务成本	6,732	8,680	9,273	9,295	9,927	10,850
%销售收入	24.2%	28.1%	29.5%	28.2%	28.2%	28.2%
毛利	21,135	22,256	22,177	23,665	25,274	27,625
%销售收入	75.8%	71.9%	70.5%	71.8%	71.8%	71.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	10,443	10,337	9,141	8,899	9,504	10,311
%销售收入	37.5%	33.4%	29.1%	27.0%	27.0%	26.8%
管理费用	1,010	1,173	1,190	1,247	1,332	1,455
%销售收入	3.6%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
研发费用	3,433	3,987	4,830	5,933	6,336	6,925
%销售收入	12.3%	12.9%	15.4%	18.0%	18.0%	18.0%
息税前利润 (EBIT)	6,672	7,365	7,155	7,622	8,252	9,072
%销售收入	23.9%	23.8%	22.8%	23.1%	23.4%	23.6%
财务费用	-176	-218	-234	-103	-103	-103
%销售收入	-0.6%	-0.7%	-0.7%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
投资收益	22	-15	-54	-23	0	0
%税前利润	0.3%	-0.2%	-0.7%	-0.3%	0.0%	0.0%
营业利润	6,330	6,854	7,065	7,770	8,252	9,072
营业利润率	22.7%	22.2%	22.5%	23.6%	23.4%	23.6%
营业外收支						
税前利润	6,847	7,582	7,389	7,725	8,355	9,175
利润率	24.6%	24.5%	23.5%	23.4%	23.7%	23.8%
所得税	1,159	1,350	1,317	1,313	1,420	1,560
所得税率	16.9%	17.8%	17.8%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	5,688	6,232	6,073	6,412	6,934	7,615
少数股东损益	83	141	199	147	159	174
归属于母公司的净利润	5,605	6,091	5,873	6,265	6,776	7,441
净利率	20.1%	19.7%	18.7%	19.0%	19.2%	19.3%

现金流量表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	5,605	6,091	5,873	6,265	6,776	7,441
少数股东损益	83	141	199	147	159	174
非现金支出	-446	-310	220	316	181	196
非经营收益						
营运资金变动	-1,388	798	-3,032	262	-4,439	-755
经营活动现金净流	4,637	7,627	4,179	6,843	2,517	6,882
资本开支	-1,758	-2,723	-1,893	-300	-300	-300
投资	19	-4,075	1,913	0	0	0
其他	1,102	2	587	-250	0	0
投资活动现金净流	-637	-6,796	607	-550	-300	-300
股权募资	-264	-14	-200	0	0	0
债权募资	-222	-135	-166	203	0	0
其他	-1,711	-1,755	-1,934	-22	-22	-22
筹资活动现金净流	-2,197	-1,904	-2,301	181	-22	-22
现金净流量	1,800	-1,059	2,490	6,479	2,200	6,565

资产负债表(人民币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,060	8,001	10,491	16,970	19,169	25,734
应收款项	7,129	7,529	10,514	11,243	12,007	13,124
存货	2,480	2,555	3,139	3,150	3,364	3,677
其他流动资产	1,667	5,872	2,601	2,577	2,577	2,577
流动资产	20,337	23,957	26,745	33,939	37,118	45,112
%总资产	58.5%	57.4%	57.8%	63.1%	64.8%	68.8%
长期投资	943	1,395	1,468	1,468	1,468	1,468
固定资产	8,529	9,582	10,417	10,717	11,017	11,317
%总资产	24.6%	22.9%	22.5%	19.9%	19.2%	17.3%
无形资产	1,652	3,538	3,660	3,660	3,660	3,660
非流动资产	14,405	17,813	19,537	19,847	20,147	20,447
%总资产	41.5%	42.6%	42.2%	36.9%	35.2%	31.2%
资产总计	34,742	41,770	46,282	53,786	57,265	65,559
短期借款	0	153	450	653	653	653
应付款项	1,623	2,010	2,842	2,866	3,061	3,345
其他流动负债	5,603	6,794	6,891	7,844	4,189	4,578
流动负债	7,226	8,958	10,183	11,363	7,902	8,577
长期贷款	0	29	0	0	0	0
其他长期负债	687	1,141	1,082	989	989	989
负债	7,913	10,128	11,264	12,352	8,891	9,565
普通股股东权益	25,987	30,198	33,203	39,473	46,254	53,700
其中：股本	10,899	10,899	10,899	10,899	10,899	10,899
未分配利润	15,201	19,360	22,616	28,885	35,666	43,112
少数股东权益	842	1,444	1,815	1,962	2,120	2,294
负债股东权益合计	34,742	41,770	46,282	53,786	57,265	65,559

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.47	0.51	0.49	0.53	0.57	0.63
每股净资产	2.17	2.53	2.79	3.33	3.90	4.53
每股经营现金净流	0.39	0.64	0.35	0.58	0.21	0.58
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	21.57%	20.17%	17.69%	15.87%	14.65%	13.86%
总资产收益率	16.13%	14.58%	12.69%	11.65%	11.83%	11.35%
投入资本收益率	20.66%	19.02%	16.58%	15.03%	13.97%	13.29%
增长率						
主营业务收入增长率	11.73%	11.02%	1.66%	4.80%	6.80%	9.30%
EBIT 增长率	5.89%	10.39%	-2.84%	6.52%	8.26%	9.95%
净利润增长率	8.63%	-4.55%	-3.15%	6.67%	8.15%	9.82%
总资产增长率	15.53%	20.23%	10.80%	16.21%	6.47%	14.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.3	77.1	94.1	109.0	108.4	107.2
存货周转天数	116.1	104.4	110.5	121.8	118.1	116.8
应付账款周转天数	76.6	75.3	94.2	110.5	107.5	106.3
固定资产周转天数	105.3	105.4	114.5	115.4	111.1	104.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-31.21%	-21.10%	-25.58%	-36.99%	-36.23%	-43.03%
EBIT 利息保障倍数	870.5	295.9	276.3	346.8	375.4	412.8
资产负债率	22.78%	24.25%	24.34%	22.96%	15.53%	14.59%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究