

香港股市 | 医药

石药集团 (1093 HK)

三季度成药板块显著放缓，短期内业绩承压

公司预计 2024 年前三季度利润将同比倒退

公司发布盈利预警，由于第三季度主营业务成药业务收入显著低于二季度，公司前三季度股东净利润将同比下滑 16% 至约 38 亿元。成药业务收入下降的主因：1) 三季度肿瘤药业务收入跌幅扩大：2024 年第三季度肿瘤药板块津优力与多美素受集采影响销售跌幅扩大，导致前三季度肿瘤药板块收入的同比跌幅从上半年的 10% 扩大至 18%。2) 神经系统与心脑血管核心产品表现不佳：神经系统药物收入虽然上半年同比增加 15%，但下半年以来核心产品恩必普受医保控费影响明显加剧，第三季度单季收入同比转跌，导致该板块前三季度的收入增速将从上半年的 15% 大幅缩小至 4%。此外，由于部分竞争对手在带量采购中标降价后市场竞争加剧，心血管领域的核心药物玄宁销售表现也欠佳。综合以上原因，公司前三季度业绩将显著低于市场预期。

短期内肿瘤药仍面对挑战，神经系统与心血管领域核心产品销售难以快速回升

按照前三季度情况，肿瘤药领域津优力与多美素在集采降价后销量并未大幅增加，而且新上市的伊立替康等新产品还不能马上弥补津优力与多美素销售下降的影响，因此我们将 FY24-26E 肿瘤药业务收入预测下调 16%-25% 至 49.0 亿、54.6 亿、63.6 亿元。此外，恩必普与玄宁已上市约 20 年，在目前的行业环境下短期内销量快速回升的可能性较低。

目标价调整至 5.18 港元，给予“中性”评级

综合以上情况，我们将 2024-26E 收入预测分别下调 12.8%、18.3%、18.4%，股东净利润预测下调 20.8%、20.0%、20.4%。根据调整后 DCF 模型，目标价从 6.10 港元调整至 5.18 港元，维持“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 11 月 1 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	29,407	29,851	32,161
增长率 (%)	11.0	1.7	(6.5)	1.5	7.7
股东净利润	6,091	5,873	4,891	5,226	5,500
增长率 (%)	8.7	(3.6)	(16.7)	6.8	5.2
每股盈利 (人民币)	0.51	0.49	0.41	0.44	0.46
市盈率 (倍)	9.4	9.8	11.7	11.0	10.4
每股股息 (人民币)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
股息率 (%)	3.6	4.8	3.9	4.2	4.4
每股净资产 (人民币)	24.6	2.9	3.1	3.4	3.6
市净率 (倍)	0.2	1.7	1.5	1.4	1.3

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

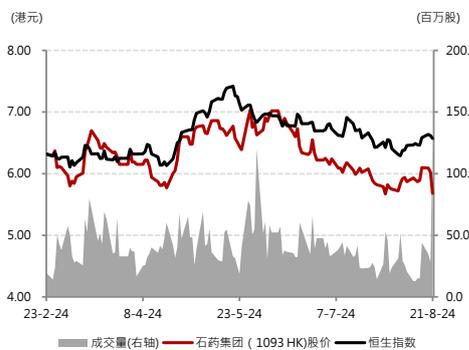
评级：中性

目标价：5.18 港元

股票资料（更新至 2024 年 11 月 1 日）

收市价	5.27 港元
总市值	61,637.30 百万港元
流通股比例	69.20%
已发行总股本	11,695.88 百万股
52 周价格区间	4.45-7.83 港元
3 个月日均成交额	645.92 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

20240822:石药集团 (1093 HK): 上半年业绩逊预期, 下调 2024-26E 收入与盈利预测

20240325: 石药集团 (1093 HK): 预计 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: DCF 模型

年结: 12 月 31 日 百万人民币	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	6,715	7,068	7,308	7,527	7,753	7,986	8,225	8,472	8,726	8,988
加: 折旧及摊销	1,520	1,636	2,255	2,323	2,393	2,464	2,697	2,909	3,030	3,120
减: 税费	(1,389)	(1,462)	(1,511)	(1,557)	(1,603)	(1,652)	(1,701)	(1,752)	(1,805)	(1,859)
营运资本变动	(2,349)	1,707	1,765	1,818	1,872	1,929	1,986	2,046	2,107	2,171
资本开支	(1,791)	(1,930)	(2,660)	(2,740)	(2,822)	(2,907)	(3,181)	(3,431)	(3,574)	(3,681)
自由现金流	7,404	3,605	3,626	3,735	3,847	3,963	4,053	4,151	4,270	4,398
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 (港币)	60,627									
每股内涵价值(港币)	5.18									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 2: 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%	5.44	5.52	5.61	5.72	5.85	
10.0%	5.25	5.31	5.39	5.47	5.57	
WACC	5.07	5.12	5.18	5.25	5.33	
11.0%	4.92	4.96	5.01	5.06	5.12	
11.6%	4.78	4.81	4.85	4.89	4.94	

来源: 中泰国际研究部预测

图表 3: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

损益表	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	现金流量表	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
收入	30,937	31,450	29,407	29,851	32,161	税前利润	7,582	7,389	6,196	6,672	7,023
成药	24,520	25,637	23,851	23,888	25,720	折旧及摊销	1,048	1,117	1,412	1,520	1,636
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)	2,689	(2,349)	1,707
原料产品	4,451	3,641	3,703	4,028	4,481	已付税款	(1,335)	(1,309)	(1,248)	(1,389)	(1,462)
销售成本	(8,680)	(9,273)	(8,909)	(8,934)	(9,678)	其他	(467)	13	43	43	44
毛利	22,256	22,177	20,498	20,917	22,483	经营现金流净额	7,627	4,179	9,091	4,497	8,949
其它收入	604	626	507	437	470	购买厂房及设备	(2,220)	(1,624)	(1,764)	(1,791)	(1,930)
其它收益/亏损	291	(105)	(207)	(95)	(81)	其他	(4,576)	2,231	0	0	0
销售及分销费用	(10,337)	(9,141)	(8,583)	(8,657)	(9,490)	投资现金流净额	(6,796)	607	(1,764)	(1,791)	(1,930)
行政费用	(1,173)	(1,190)	(1,172)	(1,226)	(1,321)	净新增借款	(10)	503	0	0	0
研发开支	(3,987)	(4,830)	(4,642)	(4,478)	(4,824)	发行股份	0	0	0	0	0
其它费用	(80)	(101)	(74)	(95)	(81)	股息分派	(2,097)	(2,726)	(2,250)	(2,404)	(2,530)
经营溢利	7,574	7,437	6,326	6,802	7,155	其他	203	(78)	(43)	(43)	(44)
财务费用	(25)	(26)	(43)	(43)	(44)	融资现金流净额	(1,904)	(2,301)	(2,293)	(2,447)	(2,574)
应占合营业绩	27	(13)	(38)	(38)	(38)	年初现金	9,060	8,001	10,486	15,519	15,779
应占联营业绩	(43)	(41)	(49)	(49)	(49)	现金增加净额	(1,073)	2,485	5,034	260	4,445
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	6,196	6,672	7,023	年末现金	8,001	10,486	15,519	15,779	20,224
所得税开支	(1,350)	(1,317)	(1,248)	(1,389)	(1,462)						
年度溢利	6,232	6,073	4,948	5,284	5,562						
非控股权益	141	199	56	57	62						
股东净利润	6,091	5,873	4,891	5,226	5,500						
EBIT	7,607	7,415	6,239	6,715	7,068						
EBITDA	8,655	8,533	7,651	8,235	8,703						
资产负债表	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	重要指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
存货	2,555	3,139	2,331	3,154	2,788	增长率 (%)					
应收账款	3,938	5,869	3,301	6,008	4,021	收入	11.0	1.7	(6.5)	1.5	7.7
现金	10,298	12,015	17,784	18,044	22,488	毛利	5.3	(0.4)	(7.6)	2.0	7.5
其他	7,166	5,722	5,722	5,722	5,722	经营利润	11.5	-1.8	-14.9	7.5	5.2
流动资产	23,957	26,745	29,138	32,927	35,020	EBIT	11.0	-2.5	-15.9	7.6	5.3
物业厂房设备	9,582	10,417	11,004	11,492	11,988	EBITDA	12.1	-1.4	-10.3	7.6	5.7
无形资产及商誉	2,143	2,433	2,344	2,254	2,165	股东净利润	8.7	(3.6)	(16.7)	6.8	5.2
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	19,890	20,161	20,455	毛利率	71.9	70.5	69.7	70.1	69.9
总资产	41,770	46,282	49,028	53,088	55,475	净利润率	19.7	18.7	16.6	17.5	17.1
贸易应付款项	1,508	2,426	1,353	2,437	1,669	经营利润	24.5	23.6	21.5	22.8	22.2
短期借款	153	450	450	450	450	EBIT 利润率	24.6	23.6	21.2	22.5	22.0
其他流动负债	7,297	7,306	8,427	8,525	8,647	EBITDA 利润率	28.0	27.1	26.0	27.6	27.1
流动负债	8,958	10,183	10,231	11,411	10,767	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	20.1	20.8	20.8
总负债	10,128	11,264	11,312	12,493	11,848	ROAE (%)	19.3	17.6	13.4	13.3	13.1
股东权益	30,198	33,203	35,845	38,667	41,637	ROAA (%)	14.6	13.3	10.3	10.2	10.1
非控股权益	1,444	1,815	1,871	1,928	1,990	存货周转率 (天)	105.9	112.0	112.0	112.0	112.0
总权益	31,642	35,018	37,716	40,595	43,627	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	17,334	17,593	22,038	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	收市价	评级变动	目标价
1	2024 年 3 月 25 日	HK\$6.43	买入（维持）	HK\$9.00
2	2024 年 8 月 22 日	HK\$5.68	中性（下调）	HK\$6.10
3	2024 年 11 月 1 日	HK\$5.27	中性（维持）	HK\$5.18

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：

- （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