

医药	收盘价 港元 5.13	目标价 港元 5.80↓	潜在涨幅 +13.0%
----	----------------	-----------------	----------------

2024年11月18日

## 石药集团 (1093 HK)

### 3Q24 承压，创新管线 BD 潜力大但短期业绩不确定性仍高，下调目标价

⊖ **3Q24 各业务板块承压严重，2025 指引正增长：**公司 3Q24 收入和净利润分别下滑 17.8% 和 50.4%，多个业务板块承受较大压力：1) 成药业务收入下滑 20%，主因：a) 肿瘤板块收入-31%，多美素和津优力在省级联盟集采中面临较大压力，同时公司主动调整渠道库存水平以应对集采降价；b) 神经板块收入-16%，恩必普受 DRG/DIP 控费、医保报销审查力度加重影响较大，后续公司将持续依据指南推广针剂+胶囊剂的序贯使用，胶囊剂自费销售放量迅速。2) 原料药及功能食品收入下滑，主因咖啡因价格承压、VC 和抗生素需求回落。量价压力同增使毛利率同比下滑 3.7 个百分点，但销售策略及管理效率提升下，销售费用率稳定在 28.9% (1H24：29.3%)，研发费用微降 3%。**管理层预计，2024 年底至 2025 年公司有望上市 6 款新产品，驱动 2025 年 BD 以外经营收入恢复正增长，而随着创新管线全速推进，研发费用则将录得双位数增速。**

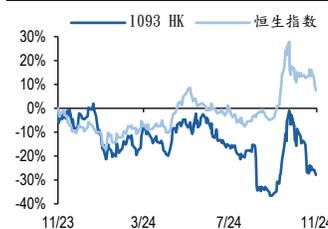
⊖ **BD 即将进入丰收期：**公司于 10 月将自主研发的 Lp(a) 抑制剂的全球权益授出给阿斯利康，总交易对价最高可达 16.5 亿美元，其中 1 亿美元首付款大部分将于 4Q24 确认为收入。ADC、siRNA、mRNA 疫苗等平台持续产出新分子、EGFR ADC 等关键品种向后期推进，公司预计目前有 30 余个产品有授权出海潜力，**未来每年将产生至少 2 个对外授权交易，且交易规模均有望超过与阿斯利康的交易；**同时将积极探索与 AI 制药、核酸药物抗原筛选平台、基因治疗技术、瘤内注射技术平台开展早期产品的合作开发。

⊖ **下调目标价：**我们根据公司 3Q24 业绩对 2024-26 年盈利预测进行调整，下调收入预测 17-26%、下调净利润预测 28-37%，并基于 DCF 得到最新目标价 5.80 港元，对应 12.4 倍 2025 年市盈率，略高于过去三年平均值 0.4 个百分点。考虑到后续股价潜在升幅有限、催化剂 (BD 交易) 与风险 (多美素全国集采及恩必普医保谈判降价) 并存，维持**中性**评级。

#### 个股评级

中性

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位 (港元)	7.33
52周低位 (港元)	4.55
市值 (百万港元)	59,813.49
日均成交量 (百万)	45.03
年初至今变化 (%)	(29.34)
200天平均价 (港元)	5.99

资料来源: FactSet

#### 丁政宁

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

#### 诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com  
(852) 3766 1845

#### 盈利预测变动

百万人民币	2024E			2025E			2026E		
	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	29,632	35,518	-16.6%	29,891	39,280	-23.9%	31,521	42,797	-26.3%
毛利润	21,039	25,649	-18.0%	21,701	28,523	-23.9%	22,979	31,205	-26.4%
毛利率	71.0%	72.2%	-1.2ppts	72.6%	72.6%	0.0ppt	72.9%	72.9%	0.0ppt
归母净利润	4,966	6,903	-28.1%	4,975	7,732	-35.7%	5,447	8,684	-37.3%
净利率	16.8%	19.4%	-2.7ppts	16.6%	19.7%	-3.0ppts	17.3%	20.3%	-3.0ppts

资料来源: FactSet, 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 石药集团：DCF 估值模型

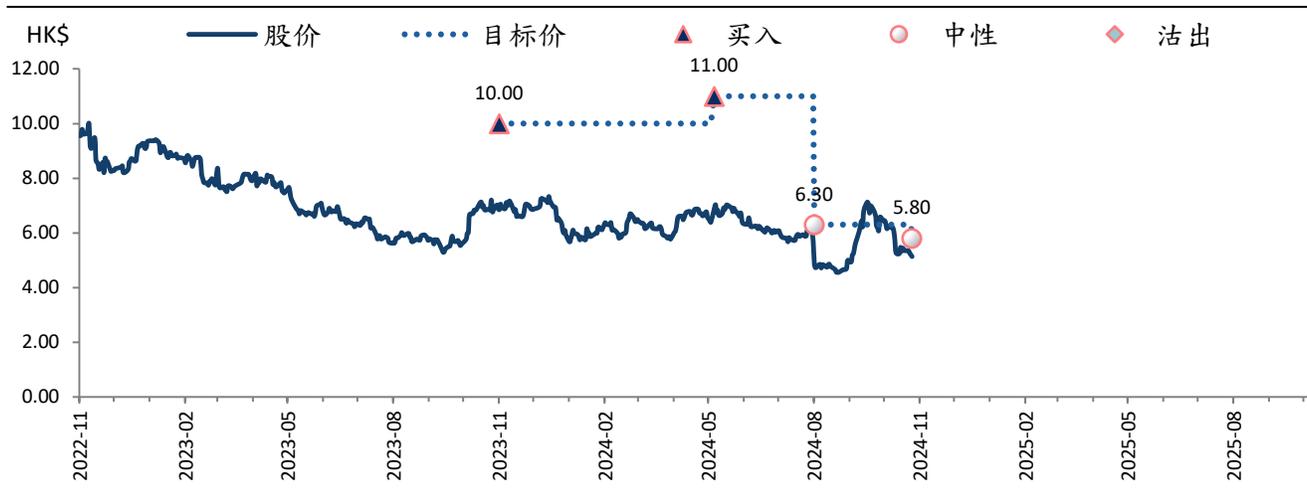
人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	
收入	29,891	31,521	33,020	33,799	34,542	35,244	36,036	36,927	37,428	
EBIT	5,755	6,305	6,780	7,119	7,459	7,797	8,163	8,450	8,651	
EBIT* (1-t)	4,892	5,359	5,763	6,051	6,340	6,628	6,939	7,183	7,353	
加：折旧摊销	1,020	1,116	1,215	1,314	1,409	1,501	1,590	1,677	1,761	
减：营运资金增加/（减少）	(944)	(1,184)	(981)	(1,178)	(1,017)	(1,115)	(1,213)	(927)	(826)	
减：资本开支	(2,613)	(2,756)	(2,887)	(2,955)	(3,020)	(3,081)	(3,151)	(3,228)	(3,272)	
自由现金流	2,354	2,536	3,110	3,232	3,712	3,932	4,166	4,704	5,017	
永续增长率	1%									
自由现金流现值	22,214									
终值现值	29,341									
企业价值	51,555									
净现金	12,049									
少数股东权益	(1,967)									
股权价值（百万人民币）	61,637									
股权价值（百万港元）	67,801									
股份数量（百万）	11,696									
<b>每股价值（港元）</b>	<b>5.80</b>									

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 2: 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 3: 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
6160 HK	百济神州	买入	113.90	159.00	39.6%	2024 年 11 月 14 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	68.75	87.00	26.5%	2024 年 10 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	37.20	60.00	61.3%	2024 年 08 月 29 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	35.15	44.00	25.2%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	39.35	66.00	67.7%	2024 年 08 月 28 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	17.14	24.00	40.0%	2024 年 08 月 19 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	11.50	28.75	150.0%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	39.89	76.00	90.5%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	26.55	40.40	52.2%	2024 年 08 月 01 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.72	4.40	511.7%	2023 年 08 月 28 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	4.79	7.40	54.4%	2023 年 11 月 16 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	24.95	44.00	76.3%	2024 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	15.02	12.30	-18.1%	2024 年 08 月 22 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	17.56	24.50	39.5%	2024 年 09 月 02 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	63.23	93.30	47.6%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	56.22	33.10	-41.1%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
002422 CH	科伦药业	买入	31.14	42.50	36.5%	2024 年 08 月 30 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	7.08	10.00	41.3%	2024 年 08 月 23 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.31	4.80	45.1%	2024 年 07 月 11 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.60	14.00	62.8%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	5.13	5.80	13.0%	2024 年 11 月 18 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	47.70	45.00	-5.7%	2024 年 10 月 28 日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	17.08	20.40	19.4%	2024 年 08 月 28 日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 11 月 15 日

## 财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	30,937	31,450	29,632	29,891	31,521
主营业务成本	(8,680)	(9,273)	(8,593)	(8,190)	(8,542)
<b>毛利</b>	<b>22,256</b>	<b>22,177</b>	<b>21,039</b>	<b>21,701</b>	<b>22,979</b>
销售及管理费用	(11,510)	(10,330)	(9,792)	(10,027)	(10,495)
研发费用	(3,987)	(4,830)	(5,334)	(5,918)	(6,178)
<b>经营利润</b>	<b>6,760</b>	<b>7,016</b>	<b>5,913</b>	<b>5,755</b>	<b>6,305</b>
财务成本净额	(25)	(26)	(45)	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	848	399	294	468	508
<b>税前利润</b>	<b>7,582</b>	<b>7,389</b>	<b>6,162</b>	<b>6,223</b>	<b>6,813</b>
税费	(1,350)	(1,317)	(1,171)	(1,120)	(1,226)
非控股权益	(141)	(199)	(25)	(128)	(140)
<b>净利润</b>	<b>6,091</b>	<b>5,873</b>	<b>4,966</b>	<b>4,975</b>	<b>5,447</b>
作每股收益计算的净利润	6,091	5,873	4,966	4,975	5,447

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	8,001	10,491	10,719	10,975	11,182
有价证券	0	0	0	0	0
应收账款及票据	6,541	9,555	10,742	11,697	12,828
存货	2,555	3,139	2,983	3,300	3,627
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	6,861	3,561	3,522	3,528	3,562
<b>总流动资产</b>	<b>23,957</b>	<b>26,745</b>	<b>27,965</b>	<b>29,500</b>	<b>31,200</b>
投资物业	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	9,582	10,417	11,710	12,918	14,147
其他有形资产	0	0	0	0	0
无形资产	1,908	2,199	2,580	2,965	3,376
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	6,322	6,922	6,922	6,922	6,922
<b>总长期资产</b>	<b>17,813</b>	<b>19,537</b>	<b>21,212</b>	<b>22,805</b>	<b>24,445</b>
<b>总资产</b>	<b>41,770</b>	<b>46,282</b>	<b>49,177</b>	<b>52,306</b>	<b>55,645</b>
短期贷款	153	450	450	450	450
应付账款	2,010	2,842	3,044	3,373	3,648
其他短期负债	6,794	6,891	6,891	6,891	6,891
<b>总流动负债</b>	<b>8,958</b>	<b>10,183</b>	<b>10,385</b>	<b>10,714</b>	<b>10,988</b>
长期贷款	29	0	0	0	0
长期应付账款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,141	1,082	1,082	1,082	1,082
<b>总长期负债</b>	<b>1,170</b>	<b>1,082</b>	<b>1,082</b>	<b>1,082</b>	<b>1,082</b>
<b>总负债</b>	<b>10,128</b>	<b>11,264</b>	<b>11,467</b>	<b>11,796</b>	<b>12,070</b>
股本	10,899	10,899	10,899	10,899	10,899
储备及其他资本项目	19,298	22,304	24,971	27,643	30,569
<b>股东权益</b>	<b>30,198</b>	<b>33,203</b>	<b>35,870</b>	<b>38,543</b>	<b>41,468</b>
非控股权益	1,444	1,815	1,840	1,967	2,107
<b>总权益</b>	<b>31,642</b>	<b>35,018</b>	<b>37,710</b>	<b>40,510</b>	<b>43,575</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	7,582	7,389	6,162	6,223	6,813
折旧及摊销	893	950	916	1,020	1,116
营运资本变动	812	(2,919)	(829)	(944)	(1,184)
利息调整	0	0	0	0	0
税费	(1,335)	(1,309)	0	0	0
其他经营活动现金流	(326)	67	(1,087)	(1,126)	(1,261)
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,627</b>	<b>4,179</b>	<b>5,162</b>	<b>5,173</b>	<b>5,484</b>
资本开支	(485)	(265)	(464)	(468)	(494)
投资活动	0	0	0	0	0
其他投资活动现金流	(6,311)	873	(2,127)	(2,145)	(2,262)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6,796)</b>	<b>607</b>	<b>(2,591)</b>	<b>(2,613)</b>	<b>(2,756)</b>
负债净变动	(10)	(28)	0	0	0
权益净变动	(14)	(200)	0	0	0
股息	(2,097)	(2,726)	(2,299)	(2,303)	(2,521)
其他融资活动现金流	217	653	(45)	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1,904)</b>	<b>(2,301)</b>	<b>(2,344)</b>	<b>(2,303)</b>	<b>(2,521)</b>
汇率收益/损失	14	5	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>9,060</b>	<b>8,001</b>	<b>10,491</b>	<b>10,719</b>	<b>10,975</b>
<b>年末现金</b>	<b>8,001</b>	<b>10,491</b>	<b>10,719</b>	<b>10,975</b>	<b>11,182</b>

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	0.511	0.495	0.425	0.425	0.466
全面摊薄每股收益	0.511	0.495	0.425	0.425	0.466
每股账面值	2.531	2.789	3.067	3.295	3.546
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	71.9	70.5	71.0	72.6	72.9
EBITDA利润率	25.5	25.9	23.0	22.7	23.5
EBIT利润率	24.5	23.5	20.8	20.8	21.6
净利率	19.7	18.7	16.8	16.6	17.3
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	14.6	12.7	10.1	9.5	9.8
ROE	19.3	16.8	13.2	12.3	12.5
ROIC	19.1	16.6	13.0	12.1	12.4
<b>其他</b>					
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	2.7	2.6	2.7	2.8	2.8
存货周转天数	107.4	123.5	126.7	147.1	155.0
应收账款周转天数	77.2	110.9	132.3	142.8	148.5
应付账款周转天数	(84.5)	(111.9)	(129.3)	(150.3)	(155.9)

## 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竿指数**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竿指数**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竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 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、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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、建议或征购或出售任何证券、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。