

香港股市 | 医药

石药集团 (1093 HK)

预计短期内业绩仍将承压

成药板块第三季度收入下降，导致公司前三季度业绩同比下滑

石药集团前三季度收入同比下跌 4.9%至 226.86 亿元（人民币，下同），股东应占溢利同比下跌 15.9%至 37.8 亿元，其中第三季度收入与股东净利润分别同比下滑 17.8%与 51.5%，总体情况大致符合公司的盈利预告。第三季度业绩转差的原因包括：1）主营业务成药收入较第二季度环比下降 14.5%：该板块中神经系统核心产品恩必普第三季度受医保控费影响收入下降，肿瘤药板块中津优力与多美素集采降价后销量并未显著增加，心血管板块主要产品玄宁的同类产品集采降价后竞争力加强，导致玄宁的销售受影响，因此成药业务收入环比大幅下滑。2）成药板块为公司业务中毛利率最高的板块，该板块收入的下滑导致第三季度毛利率环比下降 3.1 个百分点。3）公司加大研发投入，导致研发费用率环比上升 2.1 个百分点。

短期内成药业务面对挑战，原料药与功能食品等收入短期内难以大幅回升

我们对公司的成药业务收入维持原先预测，即 2024 年收入将同比下降 7.0%，2025-26 年为缓步回升，理由包括：1）虽然公司表示 2024 年获批的肿瘤新药伊立替康、两性霉素 B 脂质体、奥玛珠单抗上市以来销售表现较好，我们也认为这将从一定程度上弥补集采的影响，但通常新药从上市到上量略需时间，而且津优力与多美素集采为 24 年 3 月起在各地陆续执行，因此集采降价对四季度与 2025 年收入仍将产生影响。2）恩必普与玄宁上市已近 20 年，在医保控费趋紧及市场竞争加剧的情况下，我们认为短期内销售收入大幅回升的可能性不高。此外，根据第三季度情况，我们预计由于维生素 C 需求下滑及咖啡因价格下降等原因，2024 年全年原料产品与功能食品及其它板块的收入将略逊预期，短期内难以大幅回升。

目标价调整至 5.06 港元，给予“中性”评级

综合以上情况，我们轻微下调原料产品与功能食品及其它板块的收入预测，并相应将 2024-26E 收入分别下调 1.0%、1.6%、1.6%，此外，根据第三季度情况将 2024-26E 研发费预测上调 7.8%-11.5%，并将 2024-26E 股东净利润预测分别下调 3.7%、4.8%、2.2%。根据调整后 DCF 模型，我们将目标价从 5.18 港元微调至 5.06 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 15 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	29,105	29,362	31,640
增长率 (%)	11.0	1.7	(7.5)	0.9	7.8
股东净利润	6,091	5,873	4,709	4,975	5,376
增长率 (%)	8.7	(3.6)	(19.8)	5.6	8.1
每股盈利 (人民币)	0.51	0.49	0.40	0.42	0.45
市盈率 (倍)	9.3	9.6	12.0	11.4	10.5
每股股息 (人民币)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
股息率 (%)	3.7	4.8	3.8	4.0	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	1.6	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

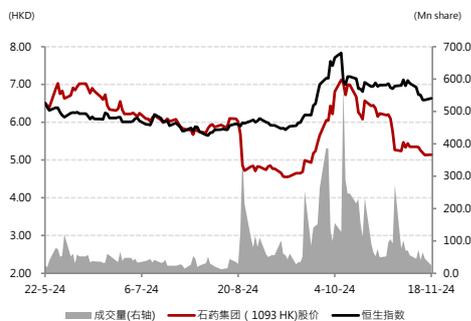
目标价：5.06 港元

股票资料（更新至 2024 年 11 月 15 日）

收市价	5.13 港元
总市值	60,116.83 百万港元
流通股比例	69.20%
已发行总股本	11,695.88 百万
52 周价格区间	4.45-7.83 港元
3 个月日均成交额	695.99 百万港元
主要股东	蔡东晨等（占 20.67%）

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

20241102: 石药集团 (1093 HK): 三季度成药板块显著放缓，短期内业绩承压

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	6,396	6,910	7,270	7,488	7,712	7,944	8,182	8,428	8,706	8,967
加: 折旧及摊销	1,517	1,631	2,288	2,357	2,428	2,500	2,736	2,951	3,083	3,175
减: 税费	(1,322)	(1,429)	(1,503)	(1,548)	(1,595)	(1,643)	(1,692)	(1,743)	(1,800)	(1,854)
营运资本变动	(2,402)	1,777	1,781	1,834	1,889	1,946	2,004	2,064	2,133	2,196
资本开支	(1,762)	(1,898)	(2,663)	(2,743)	(2,825)	(2,910)	(3,184)	(3,434)	(3,587)	(3,695)
自由现金流	7,231	3,437	3,611	3,719	3,831	3,946	4,038	4,137	4,268	4,396
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)	59,230									
每股内涵价值(港币)	5.06									

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%	5.32	5.39	5.48	5.59	5.71
	10.0%	5.13	5.19	5.26	5.35	5.44
WACC	10.5%	4.95	5.01	5.06	5.13	5.21
	11.0%	4.80	4.84	4.89	4.94	5.00
	11.6%	4.66	4.70	4.73	4.78	4.82

来源: 中泰国际研究部预测

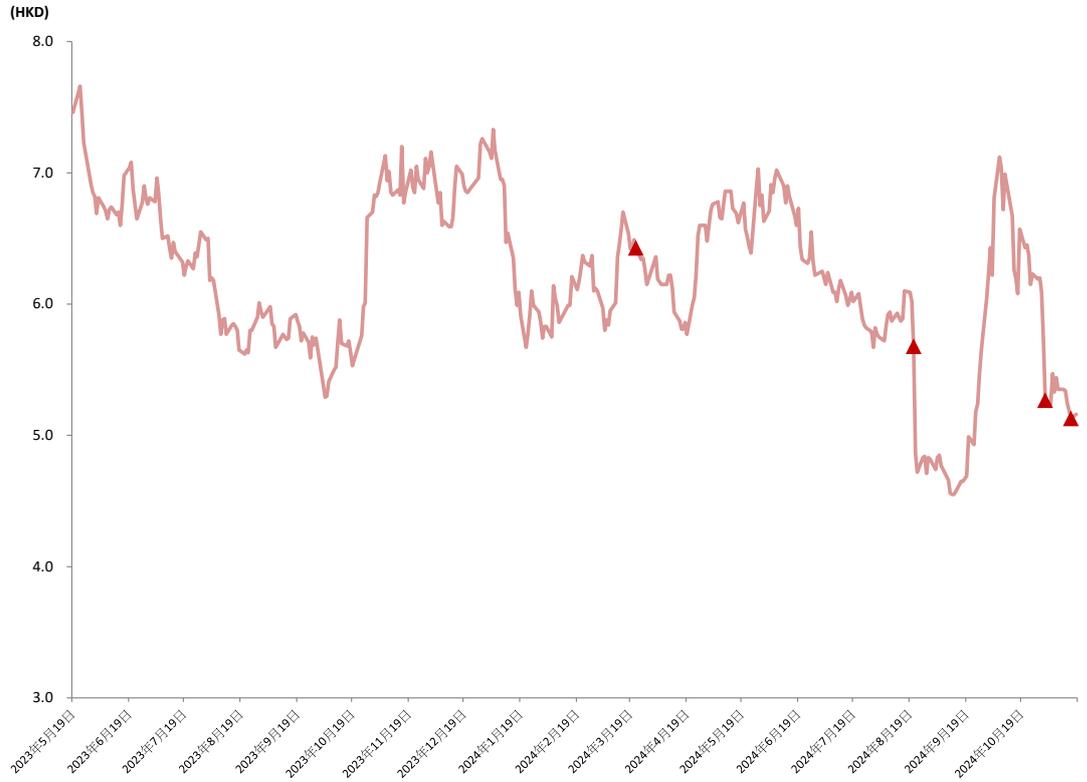
图表 3: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

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	29,105	29,362	31,640	税前利润	7,582	7,389	5,937	6,353	6,866
成药	24,520	25,637	23,851	23,888	25,720	折旧及摊销	1,048	1,117	1,411	1,517	1,631
功能食品及其他	1,966	2,172	1,699	1,802	1,916	营运资金变动	798	(3,032)	2,810	(2,402)	1,777
原料产品	4,451	3,641	3,554	3,672	4,003	已付税款	(1,335)	(1,309)	(1,191)	(1,322)	(1,429)
销售成本	(8,680)	(9,273)	(8,707)	(8,615)	(9,315)	其他	(467)	13	44	43	44
毛利	22,256	22,177	20,397	20,747	22,325	经营业务现金净额	7,627	4,179	9,011	4,189	8,890
其它收入	604	626	495	429	463	购买厂房设备	(2,220)	(1,624)	(1,746)	(1,762)	(1,898)
其它收益或亏损	291	(105)	(128)	(94)	(80)	其他	(4,576)	2,231	0	0	0
销售及分销费用	(10,337)	(9,141)	(8,477)	(8,368)	(9,017)	投资活动现金净额	(6,796)	607	(1,746)	(1,762)	(1,898)
行政费用	(1,173)	(1,190)	(1,129)	(1,137)	(1,225)	净新增借款	(10)	503	0	0	0
研发开支	(3,987)	(4,830)	(5,003)	(4,992)	(5,379)	发行股份	0	0	0	0	0
其它费用	(80)	(101)	(79)	(94)	(80)	股息分派	(2,097)	(2,726)	(2,166)	(2,288)	(2,473)
经营溢利	7,574	7,437	6,077	6,493	7,007	其他	203	(78)	(44)	(43)	(44)
财务费用	(25)	(26)	(44)	(43)	(44)	融资活动现金净额	(1,904)	(2,301)	(2,210)	(2,331)	(2,517)
应占合营业绩	27	(13)	(49)	(49)	(49)	年初现金	9,060	8,001	10,486	15,541	15,637
应占联营业绩	(43)	(41)	(49)	(48)	(48)	现金增加净额	(1,073)	2,485	5,055	97	4,474
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	5,937	6,353	6,866	年末现金	8,001	10,486	15,541	15,637	20,112
所得税开支	(1,350)	(1,317)	(1,191)	(1,322)	(1,429)						
年度溢利	6,232	6,073	4,746	5,031	5,437						
非控股权益	141	199	37	56	61						
股东净利润	6,091	5,873	4,709	4,975	5,376						
EBIT	7,607	7,415	5,981	6,396	6,910						
EBITDA	8,655	8,533	7,391	7,913	8,542						
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	2,207	3,082	2,637	增长率 (%)					
应收账款	3,938	5,869	3,207	5,950	3,917	收入	11.0	1.7	(7.5)	0.9	7.8
现金	10,298	12,015	17,805	17,902	22,376	毛利	5.3	(0.4)	(8.0)	1.7	7.6
其他	7,166	5,722	5,722	5,722	5,722	经营利润	11.5	-1.8	-18.3	6.8	7.9
流动资产	23,957	26,745	28,941	32,656	34,651	EBIT	11.0	-2.5	-19.3	6.9	8.0
物业厂房设备	9,582	10,417	10,986	11,447	11,917	EBITDA	12.1	-1.4	-13.4	7.1	7.9
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)	(19.8)	5.6	8.1
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	19,873	20,117	20,384	毛利率	71.9	70.5	70.1	70.7	70.6
总资产	41,770	46,282	48,813	52,772	55,035	净利润率	19.7	18.7	16.2	16.9	17.0
贸易应付款项	1,508	2,426	1,268	2,387	1,565	经营利润	24.5	23.6	20.9	22.1	22.1
短期借款	153	450	450	450	450	EBIT 利润率	24.6	23.6	20.5	21.8	21.8
其他流动负债	7,297	7,306	8,416	8,513	8,634	EBITDA 利润率	28.0	27.1	25.4	27.0	27.0
流动负债	8,958	10,183	10,134	11,350	10,649	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	11,215	12,432	11,730	ROAE (%)	19.3	17.6	13.0	12.8	12.9
股东权益	30,198	33,203	35,746	38,432	41,336	ROAA (%)	14.6	13.3	9.9	9.8	10.0
非控股权益	1,444	1,815	1,852	1,908	1,969	存货周转率 (天)	105.9	112.0	112.0	112.0	112.0
总权益	31,642	35,018	37,598	40,341	43,305	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	17,355	17,452	21,926	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	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
4	2024 年 11 月 18 日	HK\$5.13	中性（维持）	HK\$5.06

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提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