

香港股市 | 医药

石药集团 (1093 HK)

短期受政策不明朗因素影响，中期前景依然良好

三季度业绩稳步复苏，肿瘤与心脑血管领域核心品种维持快速增长

石药集团昨天公布 2020 年三季度业绩，营业收入同比增长 14.6% 至 192.2 亿人民币，毛利同比增长 21.6% 至 144.5 亿，股东净利润则同比增长 25.1% 至 35.2 亿。收入较我们早前预期略低 2.5%，但是由于销售费用率下降，导致股东净利润较我们的预期高出 1.6%。分产品看，公司肿瘤药销售略受早前白紫降价与疫情的影响，导致肿瘤药销售略低于预期，但是总体来看肿瘤药收入仍然同比增长 35.4%。心脑血管核心品种恩必普则保持了 32.1% 的同比增速。由于肿瘤与心脑血管药物的高增长，导致股东净利润增速快于收入增速。分单季看，三季度收入同比增长 18.7% 至约 66.3 亿人民币，而股东净利润则同比增长 28.7% 至约 12 亿人民币，随着疫情的舒缓，三季度业绩在回暖。

新药研发快速推进，多个重磅创新药即将进入收获期

公司创新药研发快速推进。公司管理层表示，广受市场关注的抗感染药物两性霉素 B 目前处于最后审批阶段，用于淋巴瘤与乳腺癌等的重磅创新药盐酸米托蒽醌脂质体上市申请已于 9 月初被国家药监局纳入优先审评，我们预计将于 2021 年下半年获批上市。除此以外，重磅新药抗 RANKL 单克隆抗体 (JMT103) 也处于三期临床阶段，预计将于 2022-23 年上市，因此公司的研发管线将逐步迈入收获期。

短期内医保谈判政策不确定性影响投资情绪，但中期前景良好

我们认为公司近几个月的股价表现仍然是受新版医保目录恩必普可能被降价的影响，我们估计恩必普占公司 1-9 月收入的 27.2%，因此短期内市场仍然会有忧虑。恩必普是国内广为使用的脑卒中药物。根据 IQVIA 统计，上半年恩必普销售金额在医院用药中排名第二，是典型刚需型药物，我们认为降价将带动产品的销量。公司肿瘤药板块将维持快速增长，而在研产品上市也将逐渐稀释恩必普对公司业绩的影响，因此中期前景良好。

维持“买入”评级，目标价下调至 10.84 港元

考虑到公司 1-3 季度收入略低于预期，而未来仍将维持较高研发投入，我们将公司 2020-22 年收入预测分别下调 3.3%/6.0%/6.4%，股东净利润预测分别下调 1.5%/6.2%/7.3%。我们认为短期内港股制药板块仍将受医保谈判降价的不明朗因素影响，预计谈判结果将于 2021 年一季度左右明朗化。公司基本面情况良好，我们看好公司中期前景，维持“买入”评级，但目标价从 12.24 港元下调至 10.84 港元，对应 21.9 倍 2021E PER。

风险提示：

1) 药品降价影响公司股价表现；2) 新冠疫情反复导致经营受影响；3) 新药临床试验及审批进度慢于预期

主要财务数据 (12 月 31 日年结，百万人民币) (更新至 11 月 23 日)

12 月 31 日年结	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	17,717	22,103	26,191	30,967	36,286
增长率	30.4	24.8	18.5	18.2	17.2
股东净利润	3,081	3,714	4,623	5,024	5,947
增长率	28.2	20.6	24.5	8.7	18.4
每股基本盈利 (人民币)	0.49	0.60	0.59	0.42	0.50
市盈率	14.0	11.6	11.7	16.5	13.9
每股股息 (人民币)	0.13	0.18	0.18	0.13	0.15
股息率	1.8	2.6	2.6	1.8	2.2
每股净资产 (人民币)	2.5	3.1	1.9	2.2	2.6
市净率	2.8	2.2	3.6	3.1	2.6

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

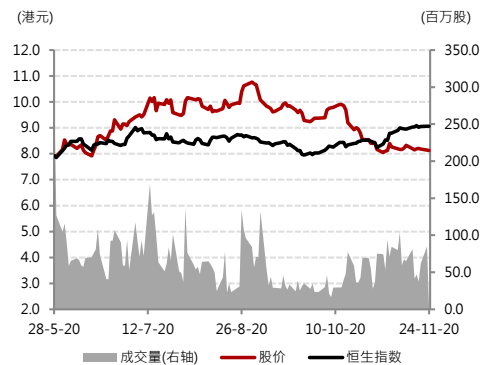
目标价：10.84 港元

股票资料 (更新至 2020 年 11 月 23 日)

现价	8.14 港元
总市值	97,346.75 亿港元
流通股比例	70.83 %
已发行总股本	11,973.77 百万
52 周价格区间	6.833-11.163 港元
3 个月日均成交额	489.24 百万港元
主要股东	蔡东晨 (占 23.16%)

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

2020-10-16: 石药集团 (1093 HK): 预计 2020 年 1-3 季度净利润同比增长超两成

分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)
+852 2359 1854
Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: 盈利预测调整 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

	2020E 旧预测	2021E 旧预测	2022E 旧预测	2020E 新预测	2021E 新预测	2022E 新预测	2020E 调整幅度(%)	2021E 调整幅度(%)	2022E 调整幅度(%)
收入	27,086	32,949	38,770	26,191	30,967	36,286	(3.3)	(6.0)	(6.4)
成药	22,644	28,132	33,700	21,706	26,066	31,128	(4.1)	(7.3)	(7.6)
咖啡因及其他	1,531	1,668	1,786	1,584	1,668	1,786	3.4	0.0	(0.0)
维生素 C	2,045	2,306	2,399	1,958	2,306	2,399	(4.2)	0.0	0.0
抗生素	866	843	885	942	927	973	8.8	10.0	10.0
销售成本	(6,769)	(8,335)	(9,554)	(6,429)	(7,362)	(8,651)	(5.0)	(11.7)	(9.5)
毛利	20,317	24,614	29,216	19,762	23,605	27,635	(2.7)	(4.1)	(5.4)
其它收入	235	329	388	247	278	331	4.9	(15.6)	(14.6)
其它收益或亏损净额	83	165	194	(27)	155	181	不适用	(6.0)	(6.4)
销售及分销费用	(10,819)	(13,509)	(15,896)	(10,210)	(12,696)	(14,877)	(5.6)	(6.0)	(6.4)
行政费用	(1,141)	(1,318)	(1,551)	(1,031)	(1,239)	(1,451)	(9.7)	(6.0)	(6.4)
研发开支	(2,975)	(3,374)	(4,071)	(3,123)	(3,652)	(4,173)	5.0	8.3	2.5
其它费用	(62)	(72)	(84)	(70)	(67)	(79)	12.9	(6.0)	(6.4)
经营溢利	5,639	6,836	8,196	5,548	6,383	7,567	(1.6)	(6.6)	(7.7)
财务费用	(26)	(73)	(94)	(11)	(41)	(58)	(58.4)	(43.4)	(38.2)
应占合营企业业绩	33	33	39	39	39	39	15.4	15.4	0.0
应占联营公司业绩	(10)	(10)	(10)	(12)	(12)	(12)	不适用	不适用	不适用
出售附属公司之收益	315	0	0	315	0	0	0.0	不适用	不适用
视作出售附属公司亏损	(19)	0	0	(19)	0	0	不适用	不适用	不适用
除税前溢利	5,933	6,786	8,131	5,860	6,368	7,536	(1.2)	(6.2)	(7.3)
所得税开支	(1,148)	(1,311)	(1,571)	(1,151)	(1,230)	(1,456)	0.2	(6.2)	(7.3)
年度溢利	4,785	5,476	6,561	4,709	5,138	6,080	(1.6)	(6.2)	(7.3)
非控股权益	90	121	143	87	114	134	(3.7)	(6.0)	(6.4)
股东净利润	4,695	5,354	6,418	4,623	5,024	5,947	(1.5)	(6.2)	(7.3)

来源: 中泰国际研究部预测

图表 2：DCF 模型（12 月 31 日年结，单位：百万人民币）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	5,548	6,383	7,567	9,009	11,126	13,684	16,558	20,974	24,120	27,738
加：折旧及摊销	873	1,060	1,242	1,452	1,793	2,205	2,669	3,122	3,591	4,129
减：税费	(1,151)	(1,230)	(1,458)	(1,736)	(2,144)	(2,637)	(3,191)	(4,042)	(4,648)	(5,345)
营运资本变动	(818)	(138)	(161)	(189)	(233)	(287)	(347)	(406)	(467)	(537)
资本开支	(2,562)	(3,029)	(3,549)	(4,147)	(5,106)	(6,280)	(7,599)	(8,891)	(10,225)	(11,758)
自由现金流	3,527	3,322	3,964	4,766	5,902	7,259	8,783	11,569	13,304	15,300
税后债务成本	3.75%									
无风险利率	3.3%									
风险溢价	8.00%									
贝塔系数	1.00									
权益成本	11.25%									
加权平均资本成本	9.41%									
永续增长	4.00%									
终值	129,843									
终值的现值	57,288									
预期现金流总和	46,419									
企业价值	103,706									
股权价值（人民币）	110,089									
股权价值（港币）	129,806									
每股内涵价值（港币）	10.84									

来源：中泰国际研究部预测

图表 3：每股股权价格敏感性分析（12 月 31 日年结，港元）

		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
WACC	8.5%	11.83	12.50	13.33	14.37	15.70
	8.9%	10.81	11.35	11.99	12.78	13.77
	9.4%	9.91	10.34	10.84	11.45	12.19
	9.9%	9.16	9.50	9.90	10.37	10.94
	10.4%	8.48	8.76	9.07	9.44	9.88

来源：中泰国际研究部预测

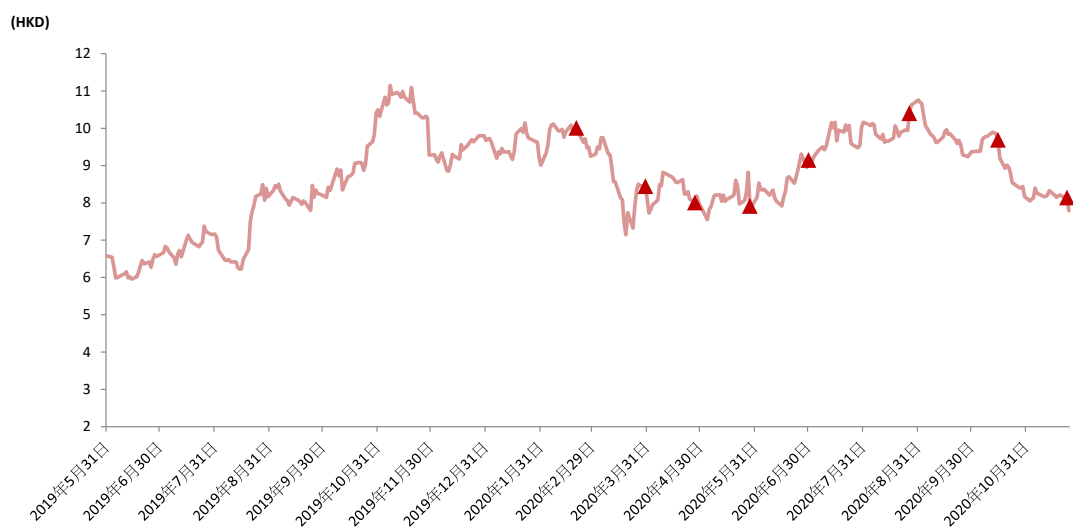
图表 4: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 百万人民币)

损益表						现金流量表					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019E	2020E	2021E	2022E
收入	17,717	22,103	26,191	30,967	36,286	税前利润	3,792	4,626	5,860	6,368	7,536
成药	13,503	17,937	21,706	26,066	31,128	折旧及摊销	630	692	873	1,060	1,280
咖啡因及其他	1,343	1,366	1,584	1,668	1,786	已付税款	(636)	(867)	(1,151)	(1,230)	(1,456)
维生素 C	1,784	1,922	1,958	2,306	2,399	其他	(147)	(215)	11	41	92
抗生素	1,087	879	942	927	973	经营业务现金净额	3,795	3,784	4,764	6,061	7,052
销售成本	(5,979)	(6,192)	(6,429)	(7,362)	(8,651)	购买厂房及设备	(1,666)	(1,873)	(2,562)	(3,029)	(3,549)
毛利	11,737	15,911	19,762	23,605	27,635	其他	(1,962)	(584)	56	65	66
其它收入	140	244	247	278	331	投资活动现金净额	(3,628)	(2,457)	(2,506)	(2,964)	(3,483)
其它收益或亏损净额	155	48	(27)	155	181	净新增借款	(783)	(48)	2	3	3
销售及分销费用	(6,185)	(8,712)	(10,210)	(12,696)	(14,877)	发行股份	0	0	0	0	0
行政费用	(657)	(749)	(1,031)	(1,239)	(1,451)	股息分派	(783)	(965)	(1,114)	(1,387)	(1,507)
研发开支	(1,342)	(2,000)	(3,123)	(3,652)	(4,173)	其他	1,414	(5)	0	0	1
其它费用	(26)	(142)	(70)	(67)	(79)	融资活动现金净额	(151)	(1,546)	(1,112)	(1,384)	(1,504)
经营溢利	3,823	4,600	5,548	6,383	7,567	年初现金	4,317	4,336	4,118	5,265	6,977
财务费用	(74)	(32)	(11)	(41)	(58)	现金增加净额	16	(219)	1,146	1,713	2,066
应占合营企业业绩	44	58	39	39	39	汇率变动之影响净额	3	1	0	0	0
应占联营公司业绩	0	0	(12)	(12)	(12)	年末现金	4,336	4,118	5,265	6,977	9,043
出售附属公司之收益	-	-	315	-	-						
视作出售附属公司亏损	-	-	(19)	-	-						
除税前溢利	3,792	4,626	5,860	6,368	7,536						
所得税开支	(734)	(893)	(1,151)	(1,230)	(1,456)	重要指标					
年度溢利	3,058	3,733	4,709	5,138	6,080	增长率 (%)					
非控股权益	(22)	19	87	114	134	收入	32.1	24.8	18.5	18.2	17.2
股东净利润	3,081	3,714	4,623	5,024	5,947	毛利	44.8	35.6	24.2	19.4	17.1
EBITDA	4,453	5,292	6,421	7,444	8,847	净利润	26.6	20.3	20.6	15.1	18.5
						盈利能力 (%)					
资产负债表						毛利率	66.3	72.0	75.5	76.2	76.2
存货	3,045	2,536	3,258	3,377	4,420	净利润率	17.4	16.8	17.6	16.2	16.4
应收账款	2,065	2,259	2,864	3,193	3,905	EBIT 利润率	21.6	20.8	21.2	20.6	20.9
现金	4,336	4,118	5,265	6,977	9,043	EBITDA 利润率	25.1	23.9	24.5	24.0	24.4
其他	4,358	4,784	5,023	5,281	5,561						
流动资产	13,803	13,697	16,411	18,828	22,930	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
物业、厂房及设备	6,692	8,459	10,183	12,232	14,582	其他	(19.8)	(19.3)	(19.3)	(19.6)	(19.3)
无形资产及商誉	948	1,325	1,302	1,282	1,262	有效税率 (%)	25.6	25.8	30.0	30.0	30.0
其他非流动资产	1,773	2,838	2,748	2,829	2,911	派息比率 (%)	21.7	21.2	21.7	20.1	20.4
非流动资产	9,413	12,621	14,233	16,343	18,755	ROAE (%)	14.9	15.0	16.2	15.3	15.5
总资产	23,217	26,318	30,644	35,171	41,685	存贷周转率 (天)	143.1	167.1	164.5	164.5	164.5
贸易应付款项	1,619	1,111	1,724	1,522	2,292	应收帐周转率 (天)	37.2	35.7	35.7	35.7	35.7
短期借款	71	23	25	28	31	应付帐周转率 (天)	87.4	80.5	80.5	80.5	80.5
其他流动负债	5,557	5,103	5,308	6,281	7,447						
流动负债	7,247	6,237	7,057	7,831	9,769						
长期借款	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	440	563	502	476	478						
非流动负债	440	563	474	476	478						
总负债	7,687	6,800	7,531	8,307	10,247						
股东权益	15,052	18,462	21,970	25,608	30,047						
非控股权益	477	1,056	1,143	1,257	1,390						
总权益	15,530	19,518	23,113	26,865	31,437						
净现金/(负债)	4,265	4,095	5,239	6,950	9,013						

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



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2020 年 2 月 21 日	10.01	买入 (重新覆盖)	24.0
2	2020 年 3 月 31 日	8.45	买入	21.0
3	2020 年 4 月 28 日	8.01	买入	21.0
4	2020 年 5 月 29 日	7.91	买入	21.68
5	2020 年 7 月 2 日	9.15	买入	18.28
6	2020 年 8 月 27 日	10.40	买入	20.10
7	2020 年 10 月 16 日	9.69	买入	12.24
8	2020 年 11 月 24 日	8.14	买入	10.84

来源: 彭博, 中泰国际研究部^石药集团(1093 HK)于 2020 年 2 次送红股, 分别于 6 月 18 日及 10 月 15 日除净, 分别为五送一与五送三, 以上 7 月 2 日后报告目标价反映送股事宜

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 5% 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 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（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。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。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。本公司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、状况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投资银行业务关系。
- (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) 中泰国际证券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