

石药集团(1093 HK)

创新药依旧维持强劲增长

- ❖ **18年上半年业绩符合预期。**收入同比增长49.8%至107.9亿港元，净利润同比增长41.1%至18.5亿港元。创新药物同比增长65.3%，仿制药增长42.3%和维生素C销售增长70.3%。由于毛利率较高的创新药物占比增加（销售比例由2017年上半年的40.9%上升至上半年的45.2%），整体毛利率上升6.6个百分点至63.9%。研发费用激增112%，分销费用增长93.6%。因此，营业利润率下降1.7个百分点至21.5%，净利润率下降1.1个百分点至17.2%。上半年收入和净利润分别达到我们/市场全年预测的57%/52%和53%/50%。
- ❖ **创新药物保持强劲增速并带动总收入增长。**恩必普同比增长42.6%至23.6亿港元，其中软胶囊增长28.4%，注射增长57.5%，注射剂受益于新医保的纳入。我们看到欧来宁和玄宁在上半年录得78.1%和105.2%的显著增长，原因在于1)更多的学术营销活动，2)部分代理销售逐步转为直销。此外，肿瘤药物销售增长109.2%至9.07亿港元，其中多美素增长80.6%，多美素在国内多柔比星脂质体市场份额于18年上半年扩大至74%，津优力销售飙升113.8%，主要受益于长效药物对短效产品的市场替代。首仿产品白蛋白结合型紫杉醇上半年于290多家医院中销售额达8,600万港元，并纳入了5个省份医保目录。石药目标在恒瑞的白蛋白紫杉醇（目前在优先审评阶段）上市前，迅速占领市场，管理层有信心白蛋白紫杉醇于18财年实现3亿元销售额，19财年实现10亿元销售额。我们预计创新药物在17-20财年将录得43.4%的复合年增长率。
- ❖ **普药受益于一致性评价。**普药同比增长42.3%至33亿港元，由于：1)市场推广力度加大，2)已通过一致性评价品种销量和平均售价大幅增长。3)部分代理转直销。截至2018年7月，石药的3款仿制药已通过一致性评价，未来预期获得更多市场份额。我们认为普药将继续受益于一致性评价，并预期17-20财年普药销售维持21.2%年均复合增长率。
- ❖ **18财年营销费用将保持高位。**我们看到分销费用激增93.6%，分销费用率增加7.6个百分点至33.4%，主要是由于1)各业务板块销售团队扩张，2)更多的学术营销活动推出。恩必普/抗肿瘤药物销售团队从17年末的1170人/700人扩张到2018年6月底的1385人/1100人，管理层将继续扩大销售团队，预计销售人员增加至18年底的1500人/1800人。18财年研发费用方面，我们预计其增速将与30%的利润增速保持一致。

- ❖ **风险：1) 创新药审批进度放缓；2) 一致性评价实施放缓。**

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万港元)	12,369	15,463	20,413	26,545	33,431
核心净利润(百万港元)	2,101	2,787	3,610	4,490	5,612
核心EPS(港元)	0.35	0.46	0.58	0.72	0.90
EPS变动(%)	24.1	29.6	26.6	24.4	25.0
市盈率(x)	50.5	39.0	30.8	24.7	19.8
市帐率(x)	11.0	7.3	6.2	5.2	4.3
股息率(%)	0.7	0.8	1.1	1.3	1.7
权益收益率(%)	20.8	18.1	20.0	21.0	21.9
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际预测

买入(上调)

目标价	HK\$24.00
(前目标价)	HK\$23.80
潜在升幅	+34.7%
当前股价	HK\$17.80

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	111,251
3个月平均流通(百万)	867.5
52周内高/低(港元)	26.75/11.98
总股本(百万)	6,243

资料来源：彭博

股东结构

蔡东晨等管理层	31.3%
瑞银集团	6.3%
流通股	51.4%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	-20.8%	-18.5%
3月	-25.8%	-15.4%
6月	0.7%	15.1%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: Deloitte

公司网站: www.e-cspc.com

- ❖ **丰厚的研发管线。**石药目前在研药品约有200个，其中新靶点大分子药物、细胞免疫治疗及干细胞领域约25个，小分子新药约30款。考虑到公司生物药研发能力相对薄弱，管理层希望通过并购获取大分子产品。2018年7月10日，石药宣布与君实合作开发PD-1及白蛋白结合紫杉醇联合用药，石药负责日后该产品的商业化。管理层将继续在中国或海外寻求大分子药物。
- ❖ **18/19财年核心净利润上调3%/0.9%。**我们将18/19财年收入上调7.3%/12.2%，以反映创新药物和仿制药强于预期的增长。我们还将18财年营销费用比率上调至30%。核心净利润分别上调了3%/0.9%。我们预计17-20财年的收入复合年增长率为29.3%，核心净利润复合年增长率为26.3%。
- ❖ **维持买入，新目标价为24.00港元。**我们认为石药将在未来3年内保持强劲增长势头，我们期待新上市产品和通过一致性评产品会带来额外增长。石药在多个方面处于国内药企领先地位，拥有更为强劲的研发管线、一致性评价和ANDA批件处于领先进度。因此，我们维持买入评级，新调整的目标价为24.0港元，对应18/19财年41x/33x预测市盈率。

图1：1H18利润表

	1Q17	1Q18	按年增长	2Q17	2Q18	按年增长	1H17	1H18	按年增长
	百萬元	百萬元		百萬元	百萬元		百萬元	百萬元	
創新藥	1,420	2,357	66.0%	1,529	2,518	64.7%	2,949	4,874	65.3%
普藥	1,137	1,696	49.2%	1,188	1,611	35.7%	2,325	3,307	42.3%
抗生素	321	395	23.1%	299	377	26.1%	620	772	24.6%
維C	311	675	117.1%	449	620	37.9%	760	1,295	70.3%
咖啡因及其他	282	264	-6.2%	266	275	3.2%	548	539	-1.6%
原料藥	914	1,335	46.0%	1,014	1,271	25.3%	1,928	2,606	35.1%
總收入	3,471	5,387	55.2%	3,731	5,400	44.7%	7,202	10,787	49.8%
銷售成本	(1,492)	(1,925)	29.0%	(1,585)	(1,972)	24.4%	(3,077)	(3,896)	26.6%
毛利	1,979	3,463	75.0%	2,146	3,428	59.8%	4,125	6,891	67.1%
其他收益及虧損	22	55	150.2%	26	27	5.7%	48	83	72.7%
銷售費用	(883)	(1,819)	106.0%	(976)	(1,779)	82.3%	(1,859)	(3,598)	93.6%
行政開支	(149)	(231)	54.6%	(156)	(174)	11.1%	(306)	(405)	32.3%
其他費用	(162)	(332)	105.0%	(171)	(316)	85.3%	(333)	(648)	94.9%
經營利潤	807	1,136	40.8%	869	1,187	36.6%	1,676	2,323	38.6%
財務費用	(8)	(11)	33.2%	(7)	(25)	245.0%	(15)	(36)	133.3%
聯營公司收入	7	10	42.6%	(2)	14	-715.7%	5	24	385.7%
稅前利潤	806	1,135	40.9%	859	1,175	36.7%	1,665	2,311	38.8%
所得稅	(165)	(223)	35.4%	(182)	(246)	35.2%	(347)	(469)	35.3%
非控股權益	(3)	(2)	-32.8%	(3)	13	-587.3%	(6)	11	-300.9%
淨利潤	638	910	42.6%	675	943	39.7%	1,313	1,853	41.1%
毛利率	57.0%	64.3%	7.3%	57.5%	63.5%	6.0%	57.3%	63.9%	6.6%
經營利潤率	23.2%	21.1%	-2.2%	23.3%	22.0%	-1.3%	23.3%	21.5%	-1.7%
淨利率	18.4%	16.9%	-1.5%	18.1%	17.5%	-0.6%	18.2%	17.2%	-1.1%

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 2: 预测改变

	2018			2019		
	旧	新	变动	旧	新	变动
恩必普	4,763	4,796	0.7%	6,308	6,405	1.5%
欧来宁	1,574	1,823	15.8%	1,862	2,431	30.5%
玄宁	945	1,109	17.3%	1,280	1,716	34.1%
抗肿瘤产品	1,917	1,970	2.8%	2,489	2,640	6.0%
创新药	9,200	9,698	5.4%	12,890	14,127	9.6%
普药	5,443	5,990	10.1%	6,149	7,246	17.9%
抗生素	1,227	1,276	4.0%	1,240	1,340	8.1%
维C	1,946	2,410	23.8%	2,044	2,771	35.6%
咖啡因及其他	1,060	1,040	-1.9%	1,103	1,061	-3.8%
原料药	4,234	4,725	11.6%	4,386	5,171	17.9%
总收入	18,877	20,413	8.1%	23,424	26,545	13.3%
销售成本	(7,113)	(7,784)	9.4%	(8,564)	(9,875)	15.3%
毛利	11,764	12,629	7.3%	14,860	16,670	12.2%
其他收益及亏损	117	146	24.2%	133	137	2.3%
销售费用	(5,407)	(6,049)	11.9%	(6,705)	(7,954)	18.6%
行政开支	(782)	(975)	24.7%	(896)	(1,231)	37.5%
其他费用	(1,288)	(1,212)	-5.9%	(1,805)	(1,978)	9.6%
经营利润	4,405	4,539	3.0%	5,588	5,644	1.0%
非核心业务	0	1	N/A	0	1	N/A
财务费用	(27)	(27)	0.6%	(29)	(29)	0.6%
联营公司收入	33	34	1.6%	37	37	1.6%
税前利润	4,411	4,545	3.0%	5,595	5,652	1.0%
所得税	(882)	(909)	3.0%	(1,119)	(1,130)	1.0%
非控股权益	(24)	(26)	10.1%	(27)	(31)	17.9%
净利润	3,506	3,610	3.0%	4,450	4,490	0.9%
毛利率	62.3%	61.9%	-0.5%	63.4%	62.8%	-0.6%
经营利润率	23.3%	22.2%	-1.1%	23.9%	21.3%	-2.6%
净利率	18.6%	17.7%	-0.9%	19.0%	16.9%	-2.1%

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 3: 同业估值

公司	代码	股价 HK\$	市值 HK\$m	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
石药集团	1093	20.20	126,109	57.3	44.2	36.0	12.5	8.2	7.0	38.3	29.0	22.6	20.8	18.1	19.5
复星医药	2196	50.10	135,244	19.1	30.5	25.7	2.5	3.9	3.5	20.1	43.3	33.1	13.9	13.6	15.0
中国生物制药	1177	15.52	130,759	21.2	44.0	37.9	4.6	8.9	6.3	10.7	28.4	21.3	23.0	23.9	22.7
白云山	874	24.35	53,989	16.7	17.6	15.5	1.7	1.7	1.6	18.4	16.0	16.3	11.7	10.3	11.4
丽珠集团	1513	66.25	45,907	30.1	11.8	26.6	3.8	2.9	2.8	17.5	21.1	18.9	14.5	29.1	11.2
三生制药	1530	17.18	43,617	24.1	40.0	30.5	2.6	4.8	4.2	14.7	26.6	20.8	11.7	12.5	14.5
绿叶制药	2186	7.09	23,546	15.3	19.9	17.7	2.1	2.6	2.2	11.9	14.4	12.7	14.7	13.6	13.8
复旦张江	1349	3.78	3,489	38.6	19.1	16.5	6.3	3.0	2.6	28.5	13.0	10.8	17.6	14.9	15.4
			平均	23.6	26.1	24.3	3.4	4.0	3.3	17.4	23.3	19.1	15.3	16.9	14.9

资料来源: 彭博, 招银国际预测

财务报表

利润表

年結：12月31日 (百萬港元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	12,369.0	15,462.5	18,877.1	23,424.3	28,553.3
創新藥	4,774.0	6,582.2	9,200.2	12,889.8	17,128.4
普藥	4,193.0	4,792.2	5,443.2	6,148.8	6,911.9
原料藥	3,402.0	4,088.1	4,233.7	4,385.7	4,512.9
銷售成本	(6,060.2)	(6,116.6)	(7,112.6)	(8,564.3)	(9,790.0)
毛利	6,308.8	9,346.0	11,764.5	14,860.0	18,763.3
其他收益	107.0	120.5	117.4	133.4	149.6
銷售費用	(2,788.2)	(4,374.6)	(5,406.8)	(6,705.4)	(8,249.4)
行政費用	(553.7)	(682.0)	(781.8)	(895.6)	(1,092.6)
研發開支	(403.1)	(815.3)	(1,288.0)	(1,804.6)	(2,398.0)
其他開支	(21.3)	(112.9)	-	-	-
息稅前收益	2,649.5	3,481.6	4,405.3	5,587.8	7,172.9
應佔聯營公司利潤	27.6	10.3	33.3	36.7	40.3
淨財務收入 / (支出)	(41.7)	(26.6)	(27.2)	(29.1)	(31.1)
稅前利潤	2,635.3	3,465.3	4,411.4	5,595.5	7,182.1
所得稅	(522.1)	(685.2)	(882.3)	(1,119.1)	(1,436.4)
非控制股東權益	(12.4)	(9.5)	(23.6)	(26.6)	(30.0)
淨利潤	2,100.8	2,770.5	3,505.6	4,449.7	5,715.8
核心淨利潤	2,100.8	2,786.5	3,505.6	4,449.7	5,715.8
息稅折攤前收益	3,237.2	4,198.2	5,250.5	6,503.2	8,160.7

來源：公司，招銀國際預測

资产负债表

年結：12月31日 (百萬港元)	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A
非流動資產	6,332.6	7,908.0	7,965.8	8,012.0	8,018.5
物業、廠房及設備	5,415.0	6,662.5	6,742.9	6,786.3	6,785.5
商譽	111.8	121.7	121.7	121.7	121.7
無形資產	79.2	103.2	64.7	48.3	32.9
其他非流動資產	726.5	1,020.5	1,036.4	1,055.6	1,078.4
流動資產	8,427.6	13,634.7	16,290.3	20,403.4	25,501.6
現金及現金等值物	3,234.7	5,238.0	8,118.3	11,041.8	15,083.9
應收貿易款項	3,124.0	3,880.8	4,426.8	5,184.5	5,927.1
存貨	1,933.1	2,900.8	2,845.0	3,254.4	3,524.4
其他流動資產	135.8	1,615.1	900.1	922.7	966.2
流動負債	4,084.7	5,759.9	5,745.8	6,530.8	7,234.9
銀行貸款	897.8	927.3	779.9	869.6	910.7
應付貿易賬款	3,038.5	4,573.2	4,706.5	5,401.7	6,064.8
其他流動負債	148.4	259.4	259.4	259.4	259.4
非流動負債	484.2	375.4	460.0	453.9	500.1
銀行貸款	240.4	59.8	122.6	94.7	120.7
其他非流動負債	243.8	315.6	337.4	359.2	379.3
淨資產總值	10,191.3	15,407.4	18,050.2	21,430.6	25,785.2
少數股東權益	83.7	85.0	108.6	135.3	165.2
股東權益	10,107.6	15,322.4	17,941.6	21,295.4	25,620.0

來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日 (百萬港元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	2,649.5	3,481.6	4,405.3	5,587.8	7,172.9
折攤和攤銷	587.7	716.5	845.2	915.4	987.8
營運資金變動	15.4	(171.4)	(335.2)	(450.0)	(329.3)
稅務開支	(492.8)	(685.2)	(882.3)	(1,119.1)	(1,436.4)
其他	(54.7)	(51.8)	(66.2)	(82.1)	(103.5)
經營活動所得現金淨額	2,705.1	3,289.8	3,966.9	4,852.0	6,291.5
資本開支	(823.9)	(1,949.2)	(891.0)	(924.9)	(954.0)
發行股本	(53.4)	504.9	-	-	-
其他	69.7	(1,291.2)	754.0	30.4	28.8
投資活動所得現金淨額	(807.6)	(2,735.6)	(137.0)	(894.5)	(925.2)
債務變化	(259.0)	(151.1)	(84.6)	61.9	67.0
派息	(650.0)	(726.5)	(886.3)	(1,096.0)	(1,391.1)
融資活動所得現金淨額	(962.3)	1,470.5	(970.9)	(1,034.1)	(1,324.1)
現金淨變動	935.2	2,024.7	2,859.0	2,923.4	4,042.2
年初現金及現金等值物	2,299.5	3,234.7	5,259.3	8,118.3	11,041.8
匯兌差額	(0.0)	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	3,234.7	5,259.3	8,118.3	11,041.8	15,083.9

來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
創新藥	38.6	42.6	48.7	55.0	60.0
普藥	33.9	31.0	28.8	26.2	24.2
原料藥	27.5	26.4	22.4	18.7	15.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	51.0	60.4	62.3	63.4	65.7
息稅折攤前利潤率	26.2	27.2	27.8	27.8	28.6
稅前利率	21.3	22.4	23.4	23.9	25.2
淨利潤率	17.0	17.9	18.6	19.0	20.0
核心淨利潤率	17.0	18.0	18.6	19.0	20.0
有效稅率	19.8	19.8	20.0	20.0	20.0
增長 (%)					
收入	8.6	25.0	22.1	24.1	21.9
毛利	20.8	48.1	25.9	26.3	26.3
息稅折攤前利潤	16.8	29.7	25.1	23.9	25.5
經營利潤	22.3	31.4	26.5	26.8	28.4
淨利潤	26.2	31.9	26.5	26.9	28.5
核心淨利潤	25.2	32.6	25.8	26.9	28.5
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.1	2.4	2.8	3.1	3.5
平均應收賬款周轉天數	44.9	39.3	38.0	34.4	31.4
平均應付帳款周轉天數	56.2	77.6	82.4	81.1	83.1
平均存貨周轉天數	113.0	144.2	147.4	130.0	126.4
淨負債 / 權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	20.8	18.1	19.5	20.9	22.3
資產回報率	14.2	12.9	14.5	15.7	17.1
每股數據					
每股盈利(港元)	0.35	0.45	0.56	0.71	0.92
核心每股盈利(港元)	0.35	0.46	0.56	0.71	0.92
每股股息(港元)	0.12	0.15	0.19	0.24	0.30
每股帳面值(港元)	1.62	2.45	2.87	3.41	4.10

來源：公司，招銀國際預測

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。