

石藥集團(1093 HK)

創新藥依舊維持強勁增長

- ❖ **18年上半年業績符合預期。**收入同比增長49.8%至107.9億港元，淨利潤同比增長41.1%至18.5億港元。創新藥物同比增長65.3%，仿製藥增長42.3%和維生素C銷售增長70.3%。由於毛利率較高的創新藥物占比增加（銷售比例由2017年上半年的40.9%上升至上半年的45.2%），整體毛利率上升6.6個百分點至63.9%。研發費用激增112%，分銷費用增長93.6%。因此，營業利潤率下降1.7個百分點至21.5%，淨利潤率下降1.1個百分點至17.2%。上半年收入和淨利潤分別達到我們/市場全年預測的57%/52%和53%/50%。
- ❖ **創新藥物保持強勁增速並帶動總收入增長。**恩必普同比增長42.6%至23.6億港元，其中軟膠囊增長28.4%，注射增長57.5%，注射劑受益於新醫保的納入。我們看到歐來甯和玄寧在上半年錄得78.1%和105.2%的顯著增長，原因在於1)更多的學術行銷活動，2)部分代理銷售逐步轉為直銷。此外，腫瘤藥物銷售增長109.2%至9.07億港元，其中多美素增長80.6%，多美素在國內多柔比星脂質體市場份額於18年上半年擴大至74%，津優力銷售飆升113.8%，主要受益於長效藥物對短效產品的市場替代。首仿產品白蛋白結合型紫杉醇上半年於290多家醫院中銷售額達8,600萬港元，並納入了5個省份醫保目錄。石藥目標在恒瑞的白蛋白紫杉醇（目前在優先審評階段）上市前，迅速佔領市場，管理層有信心白蛋白紫杉醇於18財年實現3億元銷售額，19財年實現10億元銷售額。我們預計創新藥物在17-20財年將錄得43.4%的複合年增長率。
- ❖ **普藥受益於一致性評價。**普藥同比增長42.3%至33億港元，由於：1)市場推廣力度加大，2)已通過一致性評價品種銷量和平均售價大幅增長。3)部分代理轉直銷。截至2018年7月，石藥的3款仿製藥已通過一致性評價，未來預期獲得更多市場份額。我們認為普藥將繼續受益於一致性評價，並預期17-20財年普藥銷售維持21.2%年均複合增長率。
- ❖ **18財年行銷費用將保持高位。**我們看到分銷費用激增93.6%，分銷費用率增加7.6個百分點至33.4%，主要是由於1)各業務板塊銷售團隊擴張，2)更多的學術行銷活動推出。恩必普/抗腫瘤藥銷售團隊從17年末的1170人/700人擴張到2018年6月底的1385人/1100人，管理層將繼續擴大銷售團隊，預計銷售人員增加至18年底的1500人/1800人。18財年研發費用方面，我們預計其增速將與30%的利潤增速保持一致。

- ❖ **風險：1) 創新藥審批進度放緩；2) 一致性評價實施放緩。**

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬港元)	12,369	15,463	20,413	26,545	33,431
核心淨利潤(百萬港元)	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變動(%)	24.1	29.6	26.6	24.4	25.0
市盈率(x)	50.5	39.0	30.8	24.7	19.8
市帳率(x)	11.0	7.3	6.2	5.2	4.3
股息率(%)	0.7	0.8	1.1	1.3	1.7
權益收益率(%)	20.8	18.1	20.0	21.0	21.9
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(上調)

目標價	HK\$24.00
(前目標價)	HK\$23.80
潛在升幅	+34.7%
當前股價	HK\$17.80

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	111,251
3個月平均流通(百萬)	867.5
52周內高/低(港元)	26.75/11.98
總股本(百萬)	6,243

資料來源：彭博

股東結構

蔡東晨等管理層	31.3%
瑞銀集團	6.3%
流通股	51.4%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	-20.8%	-18.5%
3月	-25.8%	-15.4%
6月	0.7%	15.1%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: Deloitte

公司網站: www.e-cspc.com

- ❖ **豐厚的研發管線。**石藥目前在研藥品約有200個，其中新靶點大分子藥物、細胞免疫治療及幹細胞領域約25個，小分子新藥約30款。考慮到公司生物藥研發能力相對薄弱，管理層希望通過並購獲取大分子產品。2018年7月10日，石藥宣佈與君實合作開發PD-1及白蛋白結合紫杉醇聯合用藥，石藥負責日後該產品的商業化。管理層將繼續在中國或海外尋求大分子藥物。
- ❖ **18/19財年核心淨利潤上調3%/0.9%。**我們將18/19財年收入上調7.3%/12.2%，以反映創新藥物和仿製藥強於預期的增長。我們還將18財年行銷費用比率上調至30%。核心淨利潤分別上調了3%/0.9%。我們預計17-20財年的收入複合年增長率為29.3%，核心淨利潤複合年增長率為26.3%。
- ❖ **維持買入，新目標價為24.00港元。**我們認為石藥將在未來3年內保持強勁增長勢頭，我們期待新上市產品和通過一致性評產品會帶來額外增長。石藥在多個方面處於國內藥企領先地位，擁有更為強勁的研發管線、一致性評價和ANDA批件處於領先進度。因此，我們維持買入評級，新調整的目標價為24.0港元，對應18/19財年41x/33x預測市盈率。

圖1：1H18利潤表

	1Q17	1Q18	按年增長	2Q17	2Q18	按年增長	1H17	1H18	按年增長
	百萬港元	百萬港元		百萬港元	百萬港元		百萬港元	百萬港元	
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%

資料來源：公司，招銀國際預測

圖 2: 預測改變

	2018			2019		
	Old	New	Change	Old	New	Change
恩必普	4,763	4,796	0.7%	6,308	6,405	1.5%
歐來寧	1,574	1,823	15.8%	1,862	2,431	30.5%
玄寧	945	1,109	17.3%	1,280	1,716	34.1%
抗腫瘤產品	1,917	1,970	2.8%	2,489	2,640	6.0%
創新藥	9,200	9,698	5.4%	12,890	14,127	9.6%
普藥	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%
維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%
原料藥	4,234	4,725	11.6%	4,386	5,171	17.9%
總收入	18,877	20,413	8.1%	23,424	26,545	13.3%
銷售成本	(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%
其他收益及虧損	117	146	24.2%	133	137	2.3%
銷售費用	(5,407)	(6,049)	11.9%	(6,705)	(7,954)	18.6%
行政開支	(782)	(975)	24.7%	(896)	(1,231)	37.5%
其他費用	(1,288)	(1,212)	-5.9%	(1,805)	(1,978)	9.6%
經營利潤	4,405	4,539	3.0%	5,588	5,644	1.0%
非核心業務	0	1	N/A	0	1	N/A
財務費用	(27)	(27)	0.6%	(29)	(29)	0.6%
聯營公司收入	33	34	1.6%	37	37	1.6%
稅前利潤	4,411	4,545	3.0%	5,595	5,652	1.0%
所得稅	(882)	(909)	3.0%	(1,119)	(1,130)	1.0%
非控股權益	(24)	(26)	10.1%	(27)	(31)	17.9%
淨利潤	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%
經營利潤率	23.3%	22.2%	-1.1%	23.9%	21.3%	-2.6%
淨利率	18.6%	17.7%	-0.9%	19.0%	16.9%	-2.1%

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 3: 同業估值

公司	代碼	股價 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
石藥集團	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
復星醫藥	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
中國生物製藥	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
白雲山	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
麗珠集團	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
三生製藥	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
綠葉製藥	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
復旦張江	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

資料來源: 彭博, 招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百萬港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	12,369.0	15,462.5	20,413.2	26,545.3	33,430.8
創新藥	4,774.0	6,582.2	9,697.6	14,127.4	19,404.8
普藥	4,193.0	4,792.2	5,990.3	7,246.4	8,529.5
原料藥	3,402.0	4,088.1	4,725.4	5,171.4	5,496.6
銷售成本	(6,060.2)	(6,116.6)	(7,784.2)	(9,875.2)	(11,884.1)
毛利	6,308.8	9,346.0	12,629.0	16,670.1	21,546.7
其他收益	107.0	120.5	145.9	136.5	153.6
銷售費用	(2,788.2)	(4,374.6)	(6,049.2)	(7,953.7)	(10,286.3)
行政費用	(553.7)	(682.0)	(974.6)	(1,231.2)	(1,645.6)
研發開支	(403.1)	(815.3)	(1,212.2)	(1,977.8)	(2,716.7)
其他開支	(21.3)	(112.9)	-	-	-
息稅前收益	2,649.5	3,481.6	4,538.8	5,643.9	7,051.7
應佔聯營公司利潤	27.6	10.3	33.9	37.3	41.0
淨財務收入 / (支出)	(41.7)	(26.6)	(27.4)	(29.2)	(31.1)
稅前利潤	2,635.3	3,465.3	4,545.3	5,652.0	7,061.7
所得稅	(522.1)	(685.2)	(909.1)	(1,130.4)	(1,412.3)
非控制股東權益	(12.4)	(9.5)	(26.0)	(31.4)	(37.0)
淨利潤	2,100.8	2,770.5	3,610.3	4,490.2	5,612.4
核心淨利潤	2,100.8	2,786.5	3,610.3	4,490.2	5,612.4
息稅折攤前收益	3,237.2	4,198.2	5,479.5	6,654.8	8,135.2

來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

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	8,947.4	8,898.5	8,809.7
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	755.4	643.9	533.1
其他非流動資產	726.5	1,020.5	1,327.3	1,346.5	1,369.4
流動資產	8,427.6	13,634.7	16,105.9	20,204.9	25,611.1
現金及現金等值物	3,234.7	5,238.0	11,606.2	9,776.2	13,489.3
應收貿易款項	3,124.0	3,880.8	638.1	5,937.6	7,079.6
存貨	1,933.1	2,900.8	2,958.0	3,564.9	4,075.7
其他流動資產	135.8	1,615.1	903.7	926.2	966.5
流動負債	4,084.7	5,759.9	6,428.1	7,090.2	8,114.6
銀行貸款	897.8	927.3	784.5	874.5	911.0
應付貿易賬款	3,038.5	4,573.2	5,384.2	5,956.3	6,944.1
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	467.8	463.0	510.5
銀行貸款	240.4	59.8	123.4	95.3	120.8
其他非流動負債	243.8	315.6	344.5	367.7	389.7
淨資產總值	10,191.3	15,407.4	18,157.3	21,550.2	25,795.8
少數股東權益	83.7	85.0	111.0	142.4	179.3
股東權益	10,107.6	15,322.4	18,046.4	21,407.8	25,616.4

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	4,538.8	5,643.9	7,051.7
折攤和攤銷	587.7	716.5	940.7	1,010.9	1,083.4
營運資金變動	218.8	(269.7)	4,025.4	(5,311.1)	(643.0)
稅務開支	(479.2)	(575.1)	(909.1)	(1,130.4)	(1,412.3)
其他	(60.6)	(65.2)	(82.5)	(75.6)	(95.2)
經營活動所得現金淨額	2,916.3	3,288.1	8,513.3	137.7	5,984.7
資本開支	(1,131.0)	(1,592.4)	(1,677.1)	(925.4)	(954.2)
發行股本	-	(1,342.7)	-	-	-
其他	(196.3)	(352.3)	497.5	24.4	24.4
投資活動所得現金淨額	(1,327.4)	(3,287.3)	(1,179.6)	(901.0)	(929.8)
債務變化	(365.4)	30.7	(79.2)	61.9	62.1
派息	(654.5)	(750.0)	(886.3)	(1,128.7)	(1,403.8)
融資活動所得現金淨額	(456.7)	1,631.4	(965.5)	(1,066.8)	(1,341.7)
現金淨變動	1,132.3	1,632.2	6,368.2	(1,830.0)	3,713.1
年初現金及現金等值物	2,313.0	3,234.7	5,238.0	11,606.2	9,776.2
匯兌差額	(210.6)	296.4	-	-	-
存放時到期限超過三個月之銀行存款		74.7			
年末現金及現金等值物	3,234.7	5,238.0	11,606.2	9,776.2	13,489.3

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	47.5	53.2	58.0
普藥	33.9	31.0	29.3	27.3	25.5
原料藥	27.5	26.4	23.1	19.5	16.4
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	61.9	62.8	64.5
息稅折攤前利潤率	26.2	27.2	26.8	25.1	24.3
稅前利率	21.3	22.4	22.3	21.3	21.1
淨利潤率	17.0	17.9	17.7	16.9	16.8
核心淨利潤率	17.0	18.0	17.7	16.9	16.8
有效稅率	19.8	19.8	20.0	20.0	20.0
增長 (%)					
收入	8.6	25.0	32.0	30.0	25.9
毛利	20.8	48.1	35.1	32.0	29.3
息稅折攤前利潤	16.8	29.7	30.5	21.4	22.2
經營利潤	22.3	31.4	30.4	24.3	24.9
淨利潤	26.2	31.9	30.3	24.4	25.0
核心淨利潤	25.2	32.6	29.6	24.4	25.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.1	2.4	2.5	2.8	3.2
平均應收賬款周轉天數	44.9	39.3	(1.7)	4.2	30.9
平均應付賬款周轉天數	56.2	77.6	79.1	79.3	81.1
平均存貨周轉天數	113.0	144.2	137.4	120.5	117.3
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	20.0	21.0	21.9
資產回報率	14.2	12.9	14.4	15.4	16.3
每股數據					
每股盈利(港元)	0.35	0.45	0.58	0.72	0.90
核心每股盈利(港元)	0.35	0.46	0.58	0.72	0.90
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	2.89	3.43	4.10

來源：公司，招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令["金融服務令"]第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。