

石藥集團(1093 HK)

三季度業績符合預期；淨利受銷售及研發費用拖累

❖ **三季度收入符合預期，淨利增速稍慢。**三季度收入及淨利分別同比增長26.3%/20.5%至50.6億/8.8億人民幣。成藥方面，創新藥物及普藥分別增長56.4%及25.6%。至於原料藥，由於平均銷售價格下調及市場供應上升，維生素C下跌33%，咖啡因及抗生素則分別下跌2%及7.1%。因毛利率較高的創新藥佔比增加（銷售比例由2017年三季度的42.6%上升至2018年三季度的52.7%），整體毛利率上升7.3個百分比至67.8%。分銷費用增長58.6%，其他費用（研發費用為主）增加68.2%。因此，營業利潤率下降1.1個百分點至21.5%，淨利潤率下降0.8個百分點至17.4%。2018年首三個季度的收入和淨利潤分別達到我們/市場全年預測的77.6%/74.9%和75.7%/74.6%。

❖ **創新藥物穩定增長。**恩必普於三季度增長30.6%至12億港元，管理層期望於2018年全年達到50億港元銷售額。歐來寧和玄寧分別增長65.6%及66.1%至5.3億/2.79億港元，主要歸因於1）持續學術行銷活動推出，2）更多直接銷售。抗腫瘤藥物增長127.6%至6.35億港元，其中多美素增長85.2%，津優力激增121%，克艾力於2018年首三個季度錄得1.91億港元銷售額，單是第三季度則錄得1.05億港元的銷售額。克艾力已覆蓋大約300至400家醫院，並已被納入五個省級醫保目錄（湖北、寧夏，江蘇，湖南和山東）。我們預計克艾力將在18財年實現2.5億港元銷售額。創新藥物仍將會是石藥的增長動力，我們預計該業務在17-20財年的複合年增長率為43.4%，主要歸因於基層藥物市場的開拓，持續學術行銷活動推出和對病患的教育。

❖ **試點城市集採影響有限。**由於石藥新推出的克艾力並未納入國家醫保目錄，該產品已被排除在招標清單之外。根據米內網，其他三種受影響的藥物，鹽酸曲馬多片，卡托普利片和阿奇霉素片在市場只佔據極少份額，於2017年樣本城市公立醫院分別只佔0%/0%/0.4%市場份額。由於之前銷量微薄，石藥不受太大影響。相反，從招標中勝出的藥物銷量將從無到有，並以最低的銷售成本獲得市場份額。

❖ **維持買入，目標價維持24.0港元不變。**管理層仍期望未來三年公司達到20-30%的淨利潤複合年增長率。考慮到創新藥物和豐厚的研發管線，以及每年大量普藥及創新藥物的推出，我們相信石藥將保持強勁增長。由於集採過剩和市場情緒低迷，股價下滑不少。石藥目前18/19財年的預測市盈率為29.6x/23.8x。我們維持買入評級，目標價仍定在24.0港元不變，對應18/19財年41x/33x預測市盈率。

❖ **風險：帶量集中采购擴展至其他城市，集采目錄擴大。**

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)	48.5	37.4	29.6	23.8	19.0
市帳率(x)	10.6	7.0	5.9	5.0	4.2
股息率(%)	0.7	0.9	1.1	1.4	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（維持）

目標價	HK\$24.00
(前目標價)	HK\$24.00)
潛在升幅	+40.4%
當前股價	HK\$17.10

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	106,676
3個月平均流通(百萬)	622.7
52周內高/低(港元)	26.75/14.56
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%
花旗	6.3%
瑞銀集團	4.97%
流通股	57.47%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	7.0%	4.0%
3月	-1.2%	2.6%
6月	-26.7%	-13.1%

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

圖 1：3Q18 利潤表

	3Q17 百萬港元	3Q18 百萬港元	按年增長	9M17 百萬港元	9M18 百萬港元	按年增長
創新藥	1,706	2,669	56.4%	4,655	7,543	62.1%
普藥	1,197	1,504	25.6%	3,521	4,811	36.6%
抗生素	295	274	-7.1%	914	1,046	14.4%
維C	574	385	-33.0%	1,334	1,679	25.9%
咖啡因及其他	235	230	-2.0%	783	770	-1.7%
原料藥	1,104	889	-19.5%	3,032	3,495	15.3%
總收入	4,006	5,061	26.3%	11,208	15,849	41.4%
銷售成本	(1,579)	(1,627)	3.0%	(4,656)	(5,524)	18.6%
毛利	2,427	3,434	41.5%	6,552	10,325	57.6%
其他收益及虧損	43	52	22.0%	90	135	48.8%
銷售費用	(1,147)	(1,819)	58.6%	(3,005)	(5,416)	80.2%
行政開支	(186)	(197)	6.0%	(491)	(601)	22.4%
其他費用	(213)	(358)	68.2%	(546)	(1,007)	84.5%
經營利潤	924	1,112	20.3%	2,600	3,435	32.1%
財務費用	(8)	(24)	194.0%	(24)	(60)	154.5%
聯營公司收入	(3)	12	-444.8%	1	35	2331.6%
稅前利潤	913	1,100	20.5%	2,578	3,410	32.3%
所得稅	(179)	(223)	24.7%	(526)	(692)	31.7%
非控股權益	(2)	5	-285.5%	(8)	16	-296.2%
淨利潤	731	881	20.5%	2,044	2,734	33.8%
毛利率	60.6%	67.8%	7.3%	58.5%	65.1%	6.7%
經營利潤率	23.1%	22.0%	-1.1%	23.2%	21.7%	-1.5%
淨利率	18.2%	17.4%	-0.8%	18.2%	17.2%	-1.0%

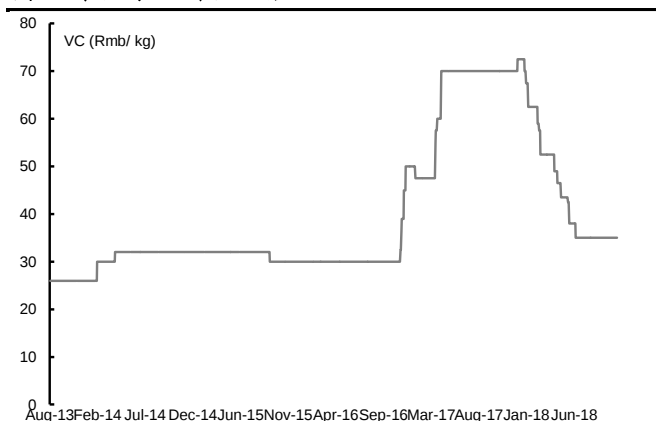
資料來源：公司，招銀國際預測

圖 2：同業估值

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$mn	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	17.10	106,676	34.7	28.9	22.6	6.4	5.9	5.0	22.5	19.4	14.7	21.8	21.7	23.5
復星醫藥	2196	28.35	80,813	35.0	21.5	17.9	4.4	2.2	2.1	31.0	25.7	22.0	13.2	10.6	11.5
中國生物製藥	1177	7.51	94,910	39.4	28.3	23.7	9.3	5.5	4.5	22.6	15.0	11.5	25.4	25.4	24.1
白雲山	874	31.20	66,464	15.1	13.3	15.2	1.7	2.0	1.9	9.5	19.3	14.8	11.4	16.2	14.0
麗珠集團	1513	27.60	24,369	8.2	15.9	13.9	3.4	1.6	1.4	17.2	10.7	9.1	51.3	9.8	10.4
三生製藥	1530	12.38	31,491	34.5	24.8	19.4	4.4	3.4	2.9	22.5	16.6	13.0	13.4	14.6	16.1
綠葉製藥	2186	6.45	21,124	17.1	14.4	12.2	2.5	2.1	1.8	11.9	11.9	10.2	14.9	16.5	16.5
復旦張江	1349	4.12	3,803	47.4	30.4	22.8	4.1	N/A	N/A	27.1	N/A	N/A	8.8	N/A	N/A
平均				28.1	21.2	17.9	4.2	2.8	2.4	20.3	16.6	13.4	19.8	15.5	15.4

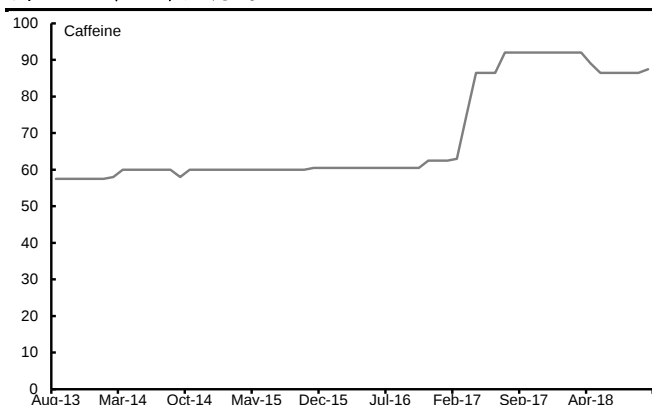
資料來源：彭博，招銀國際預測

圖 3：維生素 C 價格回落



資料來源：万得、招銀國際研究預測

圖 4：咖啡因價格穩定



資料來源：万得、招銀國際研究預測

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。而過去的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責任。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。