

石藥集團(1093 HK)

創新藥主導增長

❖ **2017年業績符合預期。**總收入同比增長 25%至 154.62 億港元，淨利潤同比增長 31.9%至 27.7 億港元。收入分別高於我們及市場預測 5.0%/3.0%，淨利潤高於我們及市場預期 3.2%/0.7%。創新藥業務的強勁增長帶動了收入的高增長，其中，恩必普同比增長 34.7%，玄寧同比增長 47.4%，抗腫瘤產品同比增長 72.9%。維 C 和咖啡因的收入分別增長 41.6%和 34.1%。毛利率提高了 9.4 個百分點至 60.4%，主要由高毛利的創新藥收入增加所帶動。然而，由於行銷費用（同比增長 56.9%）和研發費用（同比增長 102.2%）的激增，營業利潤率僅提升了 1.1 個百分點至 22.5%。淨利潤率僅增加了 0.9 個百分點至 17.9%。

❖ **恩必普注射劑繼續受益於新醫保納入。**管理層透露，恩必普注射劑自納入新醫保目錄以來錄得強勁增長，2017 年四季度部分執行新醫保省份增速搶眼，如陝西（+260%），內蒙古（+250%），河南（+180%），遼寧（120%），海南（+115%），湖北（109%）和江蘇（102%）。此外，恩必普目前大部分收入來自三級醫院，管理層期望未來提高二級醫院滲透率。管理層有信心在 2018 年恩必普將實現超過 30% 的收入增長。

❖ **抗腫瘤產品仍具有較多增長潛力。**雖然近年來抗腫瘤產品已錄得較強增長，但管理層認為，醫院滲透率方面仍然存在較多增長潛力。主要產品多美素和津優力於 700 家目標醫院的滲透率分別為 56%和 51%。公司抗腫瘤產品銷售團隊從 2016 年底的 460 人增加到 2017 年的 720 人。公司計畫將銷售隊伍增加至約 1200 人，以加速抗腫瘤業務的增長。

❖ **具有價格競爭優勢的白蛋白結合紫杉醇迅速佔據市場份額。**公司於 2018 年 2 月 11 日獲得該產品的生產許可，並於 3 月 2 日開始銷售產品。自產品上市以來半個月，該產品於 71 家醫院銷售收入超過 1000 萬元。管理層對產品前景持樂觀態度，預計該產品 2018 年實現收入 2-3 億人民幣，2019 年實現收入 10 億人民幣。管理層表示，該產品的價格約原研藥的 60%左右，且價格僅略高於綠葉的力撲素（2186 HK，持有）。

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	18,877	23,424	28,553
核心淨利潤(百萬港元)	2,101	2,787	3,506	4,450	5,716
核心 EPS (港元)	0.35	0.46	0.56	0.71	0.92
EPS 變動 (%)	24.1	29.6	22.9	26.9	28.5
市盈率 (x)	57.3	44.2	36.0	28.3	22.1
市帳率 (x)	12.5	8.2	7.0	5.9	4.9
股息率 (%)	0.6	0.7	0.9	1.2	1.5
權益收益率 (%)	20.8	18.1	19.5	20.9	22.3
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\$23.80
(前目標價)	HK\$15.70)
潛在升幅	+17.8%
當前股價	HK\$20.20

吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：cyrusng@cmbi.com.hk

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	126,109
3 個月平均流通(百萬)	401.4
52 周內高/低(港元)	20.65/ 9.8
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	14.6%	13.2%
3 月	30.2%	20.1%
6 月	65.2%	45.8%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: Deloitte

公司网站: www.e-cspc.com

- ❖ **研發開支較重。**研發費用在 2017 年翻了一番，主要用於生物製藥發現階段研究，現有產品一致性評價試驗以及在研管線產品的臨床試驗。由於研發管線項目不斷發展，公司會增加研發支出。管理層透露維 C 業務的 6 億利潤將用於研發費用，從而進一步增加 2018 年的研發費用。
- ❖ **目標通過並購獲得新產品。**事實上，公司在生物製藥方面相對較弱。鑒於此，管理層計畫在未來三年內收購兩家公司，目標聚焦於擁有新靶點、處於臨床後期的生物製藥產品，以此補充公司生物製藥研發管線。目前公司正在調研幾個專案，並可能在 2018 年取得一些進展。
- ❖ **分別上調 2018 / 19 年核心淨利潤 3.9% / 8.6%。**我們分別上調 2018 / 19 年收入預測 12.1% / 20.5%，以反映抗腫瘤科產品、玄寧、仿製藥和白蛋白結合紫杉醇的增長潛力。我們上調了行銷費用，以反映推廣產品所需的額外資源。研發費用也進行了上調，以反映公司激進的支出計畫。因此，2018 / 19 年核心純利上調 3.9% / 8.6%。在我們的新預測中，我們預計 2017-2020 年核心淨利潤複合年增長率為 27.1%。
- ❖ **上調評級至買入，新目標價 23.80 港元。**由於核心產品具有較大增長潛力，新產品前景向好，生物製藥方面的潛在並購，我們認為石藥仍是香港上市藥企的領跑者。我們相信，公司在未來兩到三年內可以保持增長勢頭。因此我們將評級從持有上調至買入，目標價 HK23.80，我們最新的目標價是通過最新預測的現金流折現模型而得。我們的新目標價格對應著 2018/19 年預測市盈率 28.0x / 22.0x。

圖 1: 2017 年利潤表

	4Q16	4Q17	按年增長	2016	2017	按年增長
	百萬港元	百萬港元		百萬港元	百萬港元	
思必普	698	972	39.3%	2,648	3,567	34.7%
歐來寧	272	416	52.9%	1,073	1,311	22.2%
玄寧	113	221	95.6%	456	672	47.4%
抗腫瘤產品	213	319	49.8%	597	1,032	72.9%
創新藥	1,268	1,928	52.0%	4,774	6,582	37.9%
普藥	1,067	1,271	19.1%	4,193	4,792	14.3%
抗生素	313	301	-3.9%	1,333	1,215	-8.8%
維 C	288	519	80.1%	1,309	1,854	41.6%
咖啡因及其他	183	236	29.2%	760	1,019	34.1%
原料藥	784	1,056	34.7%	3,402	4,088	20.2%
總收入	3,119	4,255	36.4%	12,369	15,463	25.0%
銷售成本	(1,451)	(1,461)	0.7%	(6,060)	(6,117)	0.9%
毛利	1,668	2,794	67.5%	6,309	9,346	48.1%
其他收益及虧損	44	30	-32.5%	107	120	12.6%
銷售費用	(777)	(1,369)	76.2%	(2,788)	(4,375)	56.9%
行政開支	(134)	(191)	42.0%	(554)	(682)	23.2%
其他費用	(137)	(383)	178.7%	(424)	(928)	118.7%
經營利潤	664	882	32.8%	2,649	3,482	31.4%
財務費用	(9)	(3)	-66.6%	(42)	(27)	-36.2%
聯營公司收入	7	9	24.5%	28	10	-62.7%
稅前利潤	662	888	34.1%	2,635	3,465	31.5%
所得稅	(126)	(159)	26.1%	(522)	(685)	31.2%
非控股權益	(3)	(1)	-49.1%	(12)	(10)	-23.1%
淨利潤	533	727	36.3%	2,101	2,771	31.9%
毛利率	53.5%	65.7%	12.2%	51.0%	60.4%	9.4%
經營利潤率	21.3%	20.7%	-0.6%	21.4%	22.5%	1.1%
淨利率	17.1%	17.1%	0.0%	17.0%	17.9%	0.9%

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 2: 預測改變

	Old	New	Change	Old	New	Change
恩必普	5,001	4,763	-4.8%	6,811	6,308	-7.4%
歐來寧	1,347	1,574	16.9%	1,509	1,862	23.4%
玄寧	583	945	62.1%	657	1,280	94.7%
抗腫瘤產品	1,017	1,917	88.5%	1,261	2,489	97.4%
創新藥	7,978	9,200	15.3%	10,329	12,890	24.8%
普藥	4,448	5,443	22.4%	4,537	6,149	35.5%
抗生素	1,387	1,227	-11.5%	1,415	1,240	-12.4%
維C	2,197	1,946	-11.4%	2,307	2,044	-11.4%
咖啡因及其他	822	1,060	29.0%	855	1,103	29.0%
原料藥	4,406	4,234	-3.9%	4,576	4,386	-4.2%
總收入	16,833	18,877	12.1%	19,443	23,424	20.5%
銷售成本	(7,389)	(7,113)	-3.7%	(8,208)	(8,564)	4.3%
毛利	9,443	11,764	24.6%	11,235	14,860	32.3%
其他收益及虧損	107	117	9.4%	131	133	1.9%
銷售費用	(3,781)	(5,407)	43.0%	(4,372)	(6,705)	53.4%
行政開支	(762)	(782)	2.6%	(870)	(896)	3.0%
其他費用	(678)	(1,288)	89.9%	(878)	(1,805)	105.5%
經營利潤	4,330	4,405	1.7%	5,246	5,588	6.5%
非核心業務	0	1	N/A	0	1	N/A
財務費用	(71)	(27)	-61.4%	(73)	(29)	-60.1%
聯營公司收入	34	33	-1.6%	37	37	-1.6%
稅前利潤	4,293	4,411	2.7%	5,211	5,595	7.4%
所得稅	(902)	(882)	-2.1%	(1,094)	(1,119)	2.3%
非控股權益	(19)	(24)	22.4%	(20)	(27)	35.5%
淨利潤	3,372	3,506	3.9%	4,097	4,450	8.6%
毛利率	56.1%	62.3%	+2.7ppt	57.8%	63.4%	+2.7ppt
經營利潤率	25.7%	23.3%	+0.5ppt	27.0%	23.9%	+0.6ppt
淨利率	20.0%	18.6%	+0.5ppt	21.1%	19.0%	+0.6ppt

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 3: 同業估值

公司	代碼	股價		市價	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
		HK\$	HK\$mn		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	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

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	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
平均應付賬款周轉天數	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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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。