

## 石藥集團(1093 HK)

### 銷售費用大幅上升或會拖累利潤增速

❖ **三季度業績好於預期。**2017年三季度公司收入錄得29%的增長，其中創新藥同比增長37.8%，普藥同比增長17.9%，維C增長68%。由於公司創新藥佔比提升，毛利率上升8.9個百分點至60.6%。銷售費用和其他費用（主要是研發費用）分別同比增長59.4%和132.6%，經營利潤率僅上升1.3個百分點至23.1%。淨利潤同比增長36.6%至7.3億港元，2017年1-9月份收入同比增長21.2%，淨利潤同比增長30.4%，高於我們2017年的預期，即2017年收入同比增長19%以及淨利潤同比增長27.8%。

❖ **公司成藥業務增長強勁，但利潤受行銷費用和研發費用拖累。**2017年三季度創新藥同比增長37.8%，普藥同比增長17.9%。創新藥部分，恩必普同比增長35%，歐來寧同比增長18.5%，玄寧同比增長52.7%，抗腫瘤藥同比增長108.2%。創新藥和普藥帶動成藥業務同比增長28.8%。然而，由於第三季度的行銷費用和研發開支大幅上升，成藥業務經營利潤率從2016年第三季度的28.9%下降到今年第三季度的23.0%。

❖ **維C業務成為主要利潤增長點。**2017年三季度，維C業務受益於平均售價上揚，收入同比增長68%至5.7億港元。維C業務經營利潤同比增長107倍至2.2億港元，佔三季度總經營利潤的23.4%。

❖ **行銷推廣增多銷售費用上升以及研發開支增加。**2017年三季度銷售費用同比增長59.4%，主要是由於抗腫瘤線產品和新晉醫保目錄產品的行銷推廣活動增多。由於研發管線產品眾多，研發開支方面，管理層表示研發費用在2017年度會成倍增長，2018年預計增長50%。

❖ **維持持有評級，目標價上調。**我們看好石藥現有的產品組合以及豐富的在研管線，管理層依然維持2018年20%-30%淨利潤增速預期。2018年預計有8款新產品上市，我們認為公司行銷費用和研發開支會繼續大幅上升，拖累利潤增長。因此我們維持持有評級。我們將估值模型從2017E-2021E現金流折現調整為2018E-2022E，目標價從11.65港元上調至15.7港元，我們的目標價對應著2017/2018年預測市盈率的29.1倍/23.9倍

#### 財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬港元)	11,394	12,369	14,721	16,833	19,443
核心淨利潤(百萬港元)	1,678	2,101	2,684	3,372	4,097
核心EPS(港元)	0.28	0.35	0.45	0.57	0.69
EPS變動(%)	72.9	24.1	27.8	25.7	21.5
市盈率(x)	53.7	43.3	34.7	28.2	23.3
市帳率(x)	10.9	9.4	6.6	5.6	4.8
股息率(%)	0.7	0.8	1.0	1.2	1.5
權益收益率(%)	19.1	20.8	22.2	23.2	23.4
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

### 持有（維持）

目標價	HK\$15.70
(前目標價)	HK\$11.65)
潛在升幅	2.9%
當前股價	HK\$15.26

#### 吳永泰, CFA

電話：(852) 3761 8780

郵件：[cyrusng@cmbi.com.hk](mailto:cyrusng@cmbi.com.hk)

#### 醫藥行業

市值(百萬港元)	95,393
3個月平均流通(百萬)	211.95
52周內高/低(港元)	16.08/7.43
總股本(百萬)	6,243

資料來源：彭博

#### 股東結構

蔡東農等管理層	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	18.5%	15.7%
3月	22.1%	14.8%
6月	32.0%	14.7%

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](http://www.e-cspc.com)

圖 1: 2017 年三季度利潤表

	1H16	1H17	YoY Change	3Q16	3Q17	YoY Change	9M16	9M17	YoY Change
	百萬港元	百萬港元		百萬港元	百萬港元		百萬港元	百萬港元	
恩必普	1,255	1,657	32.0%	695	938	35.0%	1,950	2,595	33.1%
歐來寧	531	575	8.3%	270	320	18.5%	801	895	11.7%
玄寧	233	283	21.5%	110	168	52.7%	343	451	31.5%
抗腫瘤藥	278	434	56.1%	134	279	108.2%	412	713	73.1%
創新藥	2,268	2,949	30.0%	1,238	1,706	37.8%	3,506	4,655	32.8%
普藥	2,111	2,325	10.1%	1,015	1,197	17.9%	3,126	3,521	12.7%
- 抗生素	729	620	-15.0%	291	295	1.2%	1,020	914	-10.4%
- 維C	679	760	12.0%	342	574	68.0%	1,021	1,334	30.7%
- 咖啡因及其他	358	548	53.1%	219	235	7.3%	577	783	35.7%
原料藥	1,766	1,928	9.2%	852	1,104	29.5%	2,618	3,032	15.8%
<b>總收入</b>	<b>6,146</b>	<b>7,202</b>	<b>17.2%</b>	<b>3,105</b>	<b>4,006</b>	<b>29.0%</b>	<b>9,250</b>	<b>11,208</b>	<b>21.2%</b>
銷售成本	(3,110)	(3,077)	-1.1%	(1,500)	(1,579)	5.3%	(4,610)	(4,656)	1.0%
<b>毛利</b>	<b>3,036</b>	<b>4,125</b>	<b>35.9%</b>	<b>1,605</b>	<b>2,427</b>	<b>51.2%</b>	<b>4,641</b>	<b>6,552</b>	<b>41.2%</b>
其他收益及虧損	40	48	19.0%	22	43	90.9%	63	90	44.7%
銷售費用	(1,291)	(1,859)	43.9%	(719)	(1,147)	59.4%	(2,011)	(3,005)	49.5%
行政開支	(279)	(306)	9.6%	(140)	(186)	32.2%	(419)	(491)	17.2%
其他費用	(196)	(333)	70.1%	(92)	(213)	132.6%	(287)	(546)	90.0%
<b>營業利潤</b>	<b>1,310</b>	<b>1,676</b>	<b>27.9%</b>	<b>676</b>	<b>924</b>	<b>36.8%</b>	<b>1,986</b>	<b>2,600</b>	<b>30.9%</b>
淨財務費用	(22)	(15)	-30.3%	(11)	(8)	-24.1%	(33)	(24)	-28.3%
聯營公司收入	9	5	-46.0%	11	(3)	N/A	20	1	-92.9%
稅前利潤	1,297	1,665	28.4%	676	913	35.0%	1,973	2,578	30.6%
所得稅	(257)	(347)	34.7%	(138)	(179)	29.5%	(396)	(526)	32.9%
非控股權益	(7)	(6)	-18.3%	(3)	(2)	-10.8%	(10)	(8)	-16.1%
<b>淨利潤</b>	<b>1,033</b>	<b>1,313</b>	<b>27.1%</b>	<b>535</b>	<b>731</b>	<b>36.6%</b>	<b>1,568</b>	<b>2,044</b>	<b>30.4%</b>
<b>營業利潤</b>									
- 成藥	1,275	1,392	9.2%	652	669	2.6%	1,927	2,061	7.0%
- 抗生素	23	25	8.7%	1	18	1700.0%	24	43	79.2%
- 維C	2	192	9500.0%	2	216	10700.0%	4	408	10100.0%
- 咖啡因及其他	83	113	36.1%	47	44	-6.4%	130	157	20.8%
- 未分配費用	(73)	(46)	-37.0%	(26)	(23)	-11.5%	(99)	(69)	-30.3%
<b>總營業利潤</b>	<b>1,310</b>	<b>1,676</b>	<b>27.9%</b>	<b>676</b>	<b>924</b>	<b>36.7%</b>	<b>1,986</b>	<b>2,600</b>	<b>30.9%</b>
毛利率	49.4%	57.3%	7.9%	51.7%	60.6%	8.9%	50.2%	58.5%	8.3%
營業利潤率	21.3%	23.3%	2.0%	21.8%	23.1%	1.3%	21.5%	23.2%	1.7%
淨利潤率	16.8%	18.2%	1.4%	17.2%	18.2%	1.0%	16.9%	18.2%	1.3%

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\$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	15.28	95,393	43.3	34.7	28.2	9.4	6.6	5.6	29.6	22.1	17.7	22.2	23.2	23.4
復星醫藥	2196	39.45	116,522	19.1	25.1	21.0	2.5	3.2	2.9	20.1	37.1	29.5	13.9	13.7	15.1
中國生物製藥	1177	10.86	80,496	21.2	33.6	29.2	4.6	6.7	5.5	10.7	18.6	15.9	23.0	22.0	20.4
白雲山	874	24.20	58,581	16.7	18.3	16.3	1.7	1.8	1.7	18.4	20.2	17.2	11.7	10.4	11.2
麗珠集團	1513	60.30	41,194	30.1	14.7	23.9	3.8	3.0	2.7	17.5	20.9	17.8	14.5	19.7	11.8
三生製藥	1530	15.12	38,387	24.1	36.7	28.0	2.6	4.5	3.9	14.7	25.2	19.4	11.7	12.7	14.9
綠葉製藥	2186	5.37	17,834	15.3	15.7	13.8	2.1	2.1	1.8	11.9	11.8	10.3	14.7	14.4	14.0
復旦張江	1349	4.79	4,421	38.6	23.2	19.4	6.3	3.9	3.3	28.5	16.1	12.9	17.6	17.0	17.9
			平均	23.6	23.9	21.7	3.4	3.6	3.1	17.4	21.4	17.6	15.3	15.7	15.1

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（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>收入</b>	<b>11,393.7</b>	<b>12,369.0</b>	<b>14,721.0</b>	<b>16,832.6</b>	<b>19,442.7</b>
創新藥	3,775.0	4,774.0	6,159.7	7,978.2	10,329.0
普藥	4,019.0	4,193.0	4,318.8	4,448.4	4,537.3
原料藥	3,600.0	3,402.0	4,242.6	4,406.0	4,576.5
銷售成本	(6,172.8)	(6,060.2)	(6,848.9)	(7,389.1)	(8,208.0)
<b>毛利</b>	<b>5,220.9</b>	<b>6,308.8</b>	<b>7,872.2</b>	<b>9,443.4</b>	<b>11,234.7</b>
其他收益	86.6	107.0	103.4	107.3	131.0
銷售費用	(2,267.0)	(2,788.2)	(3,318.1)	(3,780.5)	(4,371.8)
行政費用	(534.9)	(553.7)	(675.7)	(762.0)	(869.7)
研發開支	(324.5)	(403.1)	(523.6)	(678.1)	(878.0)
其他開支	(14.6)	(21.3)	-	-	-
<b>息稅前收益</b>	<b>2,166.5</b>	<b>2,649.5</b>	<b>3,458.2</b>	<b>4,330.1</b>	<b>5,246.2</b>
應佔聯營公司利潤	10.8	27.6	30.8	33.9	37.3
淨財務收入 / (支出)	(56.3)	(41.7)	(68.0)	(70.6)	(72.9)
非經常性收入	(8.9)	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>2,112.0</b>	<b>2,635.3</b>	<b>3,421.1</b>	<b>4,293.4</b>	<b>5,210.6</b>
所得稅	(432.4)	(522.1)	(718.4)	(901.6)	(1,094.2)
非控制股東權益	(14.4)	(12.4)	(18.7)	(19.3)	(19.7)
淨利潤	1,665.3	2,100.8	2,683.9	3,372.5	4,096.7
<b>核心淨利潤</b>	<b>1,677.6</b>	<b>2,100.9</b>	<b>2,683.9</b>	<b>3,372.5</b>	<b>4,096.7</b>
<b>息稅折攤前收益</b>	<b>2,771.7</b>	<b>3,237.2</b>	<b>4,288.0</b>	<b>5,253.3</b>	<b>6,272.2</b>

來源：公司，招銀國際預測

### 資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A
<b>非流動資產</b>	<b>5,892.3</b>	<b>6,332.6</b>	<b>6,431.7</b>	<b>6,562.3</b>	<b>6,694.9</b>
物業、廠房及設備	5,142.8	5,415.0	5,479.6	5,572.6	5,666.1
商譽	119.4	111.8	111.8	111.8	111.8
無形資產	96.1	79.2	102.2	125.1	146.1
其他非流動資產	534.1	726.5	738.1	752.8	770.9
<b>流動資產</b>	<b>7,647.5</b>	<b>8,427.6</b>	<b>13,012.5</b>	<b>15,635.2</b>	<b>18,770.5</b>
現金及現金等值物	2,299.5	3,234.7	7,157.9	9,117.6	11,413.8
應收貿易款項	3,429.3	3,124.0	3,679.1	4,175.7	4,779.9
存貨	1,819.2	1,933.1	2,018.5	2,177.7	2,419.0
其他流動資產	99.5	135.8	157.0	164.3	157.9
<b>流動負債</b>	<b>3,484.3</b>	<b>4,084.7</b>	<b>3,569.9</b>	<b>3,841.0</b>	<b>4,116.4</b>
銀行貸款	452.0	897.8	526.6	520.9	470.0
應付貿易賬款	2,881.5	3,038.5	2,894.8	3,171.7	3,498.0
其他流動負債	150.8	148.4	148.4	148.4	148.4
<b>非流動負債</b>	<b>1,243.0</b>	<b>484.2</b>	<b>1,344.5</b>	<b>1,319.7</b>	<b>1,282.7</b>
銀行貸款	1,010.9	240.4	1,071.7	1,012.4	934.6
其他非流動負債	232.0	243.8	272.8	307.3	348.0
<b>淨資產總值</b>	<b>8,812.6</b>	<b>10,191.3</b>	<b>14,529.9</b>	<b>17,036.7</b>	<b>20,066.3</b>
<b>少數股東權益</b>	<b>74.6</b>	<b>83.7</b>	<b>102.4</b>	<b>121.7</b>	<b>141.3</b>
<b>股東權益</b>	<b>8,738.1</b>	<b>10,107.6</b>	<b>14,427.5</b>	<b>16,915.0</b>	<b>19,925.0</b>

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>息稅前收益</b>	<b>2,166.5</b>	<b>2,649.5</b>	<b>3,458.2</b>	<b>4,330.1</b>	<b>5,246.2</b>
折攤和攤銷	605.3	587.7	829.8	923.2	1,026.0
營運資金變動	(46.1)	15.4	(755.2)	(344.3)	(478.6)
稅務開支	(385.9)	(492.8)	(718.4)	(901.6)	(1,094.2)
其他	(89.2)	(54.7)	(83.6)	(92.8)	(104.9)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>2,250.6</b>	<b>2,705.1</b>	<b>2,730.8</b>	<b>3,914.6</b>	<b>4,594.6</b>
資本開支	(835.7)	(823.9)	(898.1)	(1,019.9)	(1,121.4)
發行股本	12.3	(53.4)	2,345.0	-	-
其他	111.1	16.3	(5.6)	14.9	38.4
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(712.3)</b>	<b>(861.0)</b>	<b>1,441.3</b>	<b>(1,005.0)</b>	<b>(1,083.0)</b>
債務變化	(10.6)	(259.0)	460.1	(65.0)	(128.7)
派息	(594.1)	(650.0)	(709.1)	(885.0)	(1,086.7)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(604.6)</b>	<b>(908.9)</b>	<b>(248.9)</b>	<b>(950.0)</b>	<b>(1,215.4)</b>
<b>現金淨變動</b>	<b>933.7</b>	<b>935.2</b>	<b>3,923.2</b>	<b>1,959.7</b>	<b>2,296.2</b>
年初現金及現金等值物	1,468.4	2,299.5	3,234.7	7,157.9	9,117.6
匯兌差額	(102.6)	(0.0)	-	-	-
<b>年末現金及現金等值物</b>	<b>2,299.5</b>	<b>3,234.7</b>	<b>7,157.9</b>	<b>9,117.6</b>	<b>11,413.8</b>

來源：公司，招銀國際預測

## 主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>銷售組合 (%)</b>					
創新藥	33.1	38.6	41.8	47.4	53.1
普藥	35.3	33.9	29.3	26.4	23.3
原料藥	31.6	27.5	28.8	26.2	23.5
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	45.8	51.0	53.5	56.1	57.8
息稅折攤前利潤率	24.3	26.2	29.1	31.2	32.3
稅前利率	18.5	21.3	23.2	25.5	26.8
淨利潤率	14.6	17.0	18.2	20.0	21.1
核心淨利潤率	14.7	17.0	18.2	20.0	21.1
有效稅率	20.5	19.8	21.0	21.0	21.0
<b>增長 (%)</b>					
收入	4.0	8.6	19.0	14.3	15.5
毛利	24.7	20.8	24.8	20.0	19.0
息稅折攤前利潤	21.3	16.8	32.5	22.5	19.4
經營利潤	29.4	22.3	30.5	25.2	21.2
淨利潤	31.3	26.2	27.8	25.7	21.5
核心淨利潤	32.6	25.2	27.8	25.7	21.5
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	2.2	2.1	3.6	4.1	4.6
平均應收賬款周轉天數	52.2	48.0	44.7	44.5	44.3
平均應付帳款周轉天數	50.5	46.4	44.7	45.7	45.1
平均存貨周轉天數	107.2	113.0	105.3	103.6	102.2
淨負債/權益比率 (%)	Net cash	Net cash	淨現金	淨現金	淨現金
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	19.1	20.8	18.6	19.9	20.6
資產回報率	12.3	14.2	13.8	15.2	16.1
<b>每股數據</b>					
每股盈利(港元)	0.28	0.35	0.44	0.54	0.66
核心每股盈利(港元)	0.28	0.35	0.44	0.54	0.66
每股股息(港元)	0.11	0.12	0.15	0.18	0.22
每股帳面值(港元)	1.40	1.62	2.31	2.71	3.19

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 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。