

石藥集團(1093 HK)

業績符合預期；創新藥保持強勁 仿製藥暫未受降價影響

- ❖ **18 財年業績符合預期。**18 財年整體收入增長 36%至 210 億港元，主要由創新藥及仿製藥強勁增長帶動。因創新藥品毛率較高，整體毛利率上升 5.7 個百分點至 66.2%。然而，毛利率提升被銷售成本和研發費用增加所抵消。因此，淨利潤率下滑 0.5 個百分點至 17.4%，淨利潤增長 31.9%至 36.5 億港元。收入和淨利潤分別較我們預期高 3%和 1.7%。
- ❖ **創新藥品保持強勁增長。**創新藥品增長 57.2%至 103 億元，占 18 財年總銷售額 49.2%（17 財年：42.6%）。思必普在 18 財年增長了 37%，預計在 2018 至 2021 年間可保持 30%左右的複合年增長率，原因包括 1）未來拓展縣級醫院和社區醫療中心等低級別醫療市場，以及 2）新適應拓展。多美素、津優力、歐來甯和玄寧分別錄得 81.8%、102.8%、54.1%及 71.2%的強勁增長。此外，白蛋白紫杉醇錄得銷售額 4.3 億港元，高於先前估計的 3 億元銷售額，顯示出石藥集團強大的商業化能力。
- ❖ **仿製藥暫未受到集采降價影響。**仿製藥增長 29.6%至 62 億港元。石藥集團退出了第一批帶量集采的招標，目前受採購影響較小。石藥集團擁有約 700 個仿製藥批文和約 150 種仿製藥在銷，公司可借其豐富的仿製藥產品，來抵禦和減少未來某些仿製藥降價所帶來的影響。
- ❖ **豐富的产品管線。**石藥集團擁有逾 300 個在研專案，其中大分子生物新藥有 30 個，小分子新藥 40 個。公司持續加大生物新藥及化學新藥的投入，及高端劑型的開發。石藥集團透過內部研發及並購豐富其產品管線。在並購方面，公司偏好較低風險的常見適應症晚期臨床產品（II-III 期），以及具有突破性治療的早期產品。未來幾年，石藥集團將陸續推出十多個產品，這些產品的銷售峰值都有望超過 10 億人民幣。
- ❖ **上調 2019-20 年淨利潤預測 3.1%/5.8%。**我們將 2019-20 年收入預測上調 3.7%/5.7%，並提高淨利潤預測 3.1%/5.8%。受惠于其創新藥品增長，我們預計公司在 2018-21 年的收入及淨利潤複合年增長率分別為 23%及 22%。
- ❖ **維持買入，目標價 20.80 港元。**由於目前創新藥品強勁以及產品管線豐富，預計石藥集團將保持增長勢頭。公司目前的市盈率為 19.3 倍，低於其三年歷史平均的 23 倍。基於最新的 DCF 模型，我們維持買入評級，新目標價定於 20.80 港元，相當於 28 倍 2019 年預測市盈率。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業額(百萬港元)	15,463	21,029	26,240	32,178	39,135
核心淨利潤(百萬港元)	2,787	3,670	4,524	5,606	6,618
核心 EPS (港元)	0.45	0.59	0.72	0.90	1.06
EPS 變動 (%)	26.6	31.7	23.3	23.9	18.1
市盈率 (x)	31.3	23.7	19.3	15.5	13.2
市帳率 (x)	5.7	5.1	4.2	3.5	2.9
股息率 (%)	1.1	1.4	1.8	2.2	2.6
權益收益率 (%)	18.1	21.4	21.9	22.6	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（維持）

目標價	HK\$20.80
(前目標價)	HK\$18.80)
潛在升幅	+49%
當前股價	HK\$13.96

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778

郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	87,059
3 個月平均流通(百萬)	522.3
52 周內高/低(港元)	26.75/ 9.9
總股本(百萬)	6,236.3

資料來源：彭博

股東結構

蔡東晨等管理層	29.94%
花旗	6.96%
黑石	5.12%
流通股	57.98%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-4.9%	-6.8%
3 月	16.6%	4.9%
6 月	-20.1%	-24.8%

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 1：18 財年業績

	1H17	1H18	按年增長	2H17	2H18	按年增長	FY17	FY18	YoY Change
				百萬元	百萬元		HK\$mn	HK\$mn	
創新藥	2,949	4,874	65.3%	3,633	5,470	50.5%	6,582	10,344	57.2%
普藥	2,325	3,307	42.3%	2,468	2,902	17.6%	4,792	6,209	29.6%
抗生素	620	772	24.6%	595	526	-11.6%	1,215	1,298	6.8%
維C	760	1,295	70.3%	1,093	837	-23.5%	1,854	2,131	15.0%
咖啡因及其他	548	539	-1.6%	471	507	7.6%	1,019	1,046	2.6%
原料藥	1,928	2,606	35.1%	2,160	1,870	-13.4%	4,088	4,476	9.5%
總收入	7,202	10,787	49.8%	8,261	10,241	24.0%	15,463	21,029	36.0%
銷售成本	(3,077)	(3,896)	26.6%	(3,040)	(3,220)	5.9%	(6,117)	(7,116)	16.3%
毛利	4,125	6,891	67.1%	5,221	7,022	34.5%	9,346	13,913	48.9%
其他收益及虧損	48	83	72.7%	73	265	264.0%	120	347	188.1%
銷售費用	(1,859)	(3,598)	93.6%	(2,516)	(3,730)	48.3%	(4,375)	(7,328)	67.5%
行政開支	(306)	(405)	32.3%	(376)	(375)	-0.2%	(682)	(780)	14.4%
其他費用	(333)	(648)	94.9%	(596)	(966)	62.2%	(928)	(1,614)	73.9%
經營利潤	1,676	2,323	38.6%	1,806	2,215	22.6%	3,482	4,538	30.3%
財務費用	(15)	(36)	133.3%	(11)	(51)	361.5%	(27)	(88)	228.8%
聯營公司收入	5	24	385.7%	5	28	414.0%	10	51	400.6%
稅前利潤	1,665	2,311	38.8%	1,800	2,191	21.7%	3,465	4,502	29.9%
所得稅	(347)	(469)	35.3%	(339)	(404)	19.3%	(685)	(873)	27.4%
非控股權益	(6)	11	-300.9%	(4)	15	-490.7%	(10)	26	-376.8%
淨利潤	1,313	1,853	41.1%	1,458	1,802	23.6%	2,771	3,655	31.9%
毛利率	57.3%	63.9%	6.6%	63.2%	68.6%	5.4%	60.4%	66.2%	5.7%
經營利潤率	23.3%	21.5%	-1.7%	21.9%	21.6%	-0.2%	22.5%	21.6%	-0.9%
淨利率	18.2%	17.2%	-1.1%	17.6%	17.6%	-0.1%	17.9%	17.4%	-0.5%

資料來源：公司，招銀國際預測

圖 2：預測更變

	2019			2020		
	Old	New	Change	Old	New	Change
恩必普	6,166	6,166	0.0%	7,695	7,695	0.0%
歐來寧	2,190	2,190	0.0%	2,542	2,542	0.0%
玄寧	1,603	1,703	6.2%	2,220	2,409	8.5%
抗腫瘤產品	2,640	3,177	20.3%	3,842	5,036	31.1%
創新藥	13,534	14,371	6.2%	17,716	19,219	8.5%
普藥	6,830	7,201	5.4%	7,610	8,131	6.8%
抗生素	1,340	1,363	1.7%	1,366	1,390	1.7%
維C	2,530	2,238	-11.6%	2,657	2,350	-11.6%
咖啡因及其他	1,061	1,067	0.6%	1,082	1,088	0.6%
原料藥	4,930	4,668	-5.3%	5,105	4,828	-5.4%
總收入	25,295	26,240	3.7%	30,431	32,178	5.7%
銷售成本	(9,268)	(9,438)	1.8%	(11,016)	(11,389)	3.4%
毛利	16,026	16,802	4.8%	19,415	20,789	7.1%
其他收益及虧損	139	140	0.9%	160	171	6.8%
銷售費用	(7,592)	(8,021)	5.7%	(8,949)	(9,640)	7.7%
行政開支	(1,166)	(1,224)	5.0%	(1,491)	(1,587)	6.5%
其他費用	(1,895)	(2,012)	6.2%	(2,480)	(2,691)	8.5%
經營利潤	5,513	5,686	3.1%	6,655	7,041	5.8%
非核心業務	0	1	N/A	0	1	N/A
財務費用	(29)	(29)	-0.7%	(31)	(31)	0.5%
聯營公司收入	37	37	0.0%	41	41	0.0%
稅前利潤	5,521	5,694	3.1%	6,665	7,052	5.8%
所得稅	(1,104)	(1,139)	3.1%	(1,333)	(1,410)	5.8%
非控股權益	(30)	(31)	5.4%	(33)	(35)	6.8%
淨利潤	4,387	4,524	3.1%	5,299	5,606	5.8%
毛利率	63.4%	64.0%	0.7 ppt	63.8%	64.6%	0.8 ppt
經營利潤率	21.8%	21.7%	-0.1 ppt	21.9%	21.9%	0 ppt
淨利率	17.3%	17.2%	-0.1 ppt	17.4%	17.4%	0 ppt

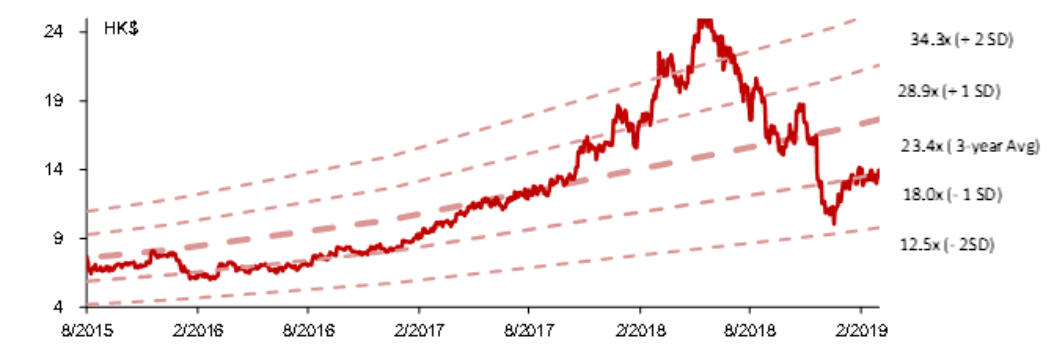
資料來源：公司，招銀國際預測

圖 3: 同業估值

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E
石藥集團	1093	13.96	87,059	34.7	23.9	19.2	6.4	4.8	4.1	22.5	15.4	12.0	21.8	21.7	23.0
復星醫藥	2196	28.75	87,881	35.0	21.3	18.0	4.4	2.2	2.0	31.0	30.1	24.5	13.2	10.1	10.7
中國生物製藥	1177	7.02	88,370	39.4	25.4	23.0	9.3	5.0	4.2	22.6	13.5	11.4	25.4	25.9	22.7
白雲山	874	35.35	73,865	15.1	13.5	15.8	1.7	2.2	2.0	9.5	17.8	16.7	11.4	16.0	13.5
麗珠集團	1513	28.75	27,739	8.2	15.8	13.9	3.4	1.6	1.4	17.2	12.4	10.6	51.3	9.7	10.4
三生製藥	1530	14.80	37,503	34.5	28.4	22.4	4.4	3.9	3.3	22.5	19.4	15.4	13.4	14.3	15.7
綠葉製藥	2186	6.03	19,748	17.1	12.6	11.0	2.5	2.1	1.8	11.9	11.4	9.2	14.9	16.9	17.1
復旦張江	1349	7.48	6,904	47.4	45.7	33.7	4.1	N/A	N/A	27.1	N/A	N/A	8.8	N/A	N/A
平均				28.1	23.3	19.7	4.2	2.8	2.5	20.3	17.4	14.6	19.8	15.5	15.0

資料來源：彭博，招銀國際預測

圖 4: 石藥市盈率通道圖，估值處於三年新低



資料來源：wind，招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百萬港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	15,462.5	21,028.9	26,240.1	32,178.2	39,135.1
創新藥	6,582.2	10,344.2	14,370.8	19,219.1	25,164.8
普藥	4,792.2	6,209.1	7,201.3	8,130.7	8,988.6
原料藥	4,088.1	4,475.6	4,668.0	4,828.5	4,981.6
銷售成本	(6,116.6)	(7,116.1)	(9,437.8)	(11,389.4)	(13,258.0)
毛利	9,346.0	13,912.8	16,802.3	20,788.9	25,877.1
其他收益	120.5	347.1	140.1	170.9	219.2
銷售費用	(4,374.6)	(7,328.3)	(8,021.2)	(9,640.2)	(12,320.5)
行政費用	(682.0)	(779.9)	(1,223.7)	(1,587.5)	(1,944.3)
研發開支	(815.3)	(1,583.2)	(2,011.9)	(2,690.7)	(3,523.1)
其他開支	(112.9)	(30.8)	-	-	-
息稅前收益	3,481.6	4,537.7	5,685.5	7,041.4	8,308.5
應佔聯營公司利潤	10.3	51.4	37.3	41.0	45.1
淨財務收入 / (支出)	(26.6)	(87.6)	(28.8)	(30.7)	(32.0)
稅前利潤	3,465.3	4,501.6	5,694.0	7,051.7	8,321.6
所得稅	(685.2)	(873.0)	(1,138.8)	(1,410.3)	(1,664.3)
非控制股東權益	(9.5)	26.4	(31.2)	(35.2)	(39.0)
淨利潤	2,770.5	3,655.0	4,524.0	5,606.2	6,618.3
核心淨利潤	2,786.5	3,670.2	4,524.0	5,606.2	6,618.3
息稅折攤前收益	4,198.2	5,283.2	6,767.3	8,200.8	9,547.4

資料來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬港元）	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21A
非流動資產	7,908.0	10,697.0	10,643.2	10,546.1	10,397.9
物業、廠房及設備	6,662.5	7,604.8	7,651.4	7,650.4	7,593.8
商譽	121.7	159.9	159.9	159.9	159.9
無形資產	103.2	917.0	798.6	680.7	563.4
其他非流動資產	1,020.5	2,015.2	2,033.3	2,055.0	2,080.8
流動資產	13,634.7	15,685.8	19,395.0	26,111.6	33,821.8
現金及現金等值物	5,238.0	4,926.8	9,251.8	14,464.2	20,779.8
應收貿易款項	3,880.8	4,438.4	5,862.5	6,827.8	7,781.0
存貨	2,900.8	3,460.6	3,407.1	3,906.0	4,319.5
其他流動資產	1,615.1	2,859.9	873.7	913.6	941.5
流動負債	5,759.9	8,235.2	7,885.8	9,896.5	12,142.7
銀行貸款	927.3	80.2	863.0	899.2	947.1
應付貿易賬款	4,573.2	7,038.7	5,848.0	6,764.7	7,714.8
其他流動負債	259.4	1,116.3	1,174.9	2,232.6	3,480.9
非流動負債	375.4	500.3	886.4	1,301.3	1,753.5
銀行貸款	59.8	-	94.0	119.2	114.3
其他非流動負債	315.6	500.3	792.4	1,182.1	1,639.3
淨資產總值	15,407.4	17,647.3	21,266.0	25,459.9	30,323.5
少數股東權益	85.0	542.4	573.6	608.9	647.8
股東權益	15,322.4	17,104.8	20,692.4	24,851.0	29,675.6

資料來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前收益	3,481.6	4,537.7	5,685.5	7,041.4	8,308.5
折攤和攤銷	716.5	745.4	1,081.8	1,159.4	1,238.9
營運資金變動	(269.7)	1,376.2	(2,532.2)	(516.7)	(384.7)
稅務開支	(575.1)	-	-	-	-
其他	(65.2)	(131.0)	(72.7)	(99.5)	(131.0)
經營活動所得現金淨額	3,288.1	6,528.3	4,162.5	7,584.6	9,031.7
資本開支	(1,592.4)	(1,736.0)	(991.3)	(1,021.9)	(1,046.4)
存放结构性银行存款	(1,342.7)	-	-	-	-
其他	(352.3)	(1,673.7)	51.6	106.5	141.0
投資活動所得現金淨額	(3,287.3)	(3,409.7)	(939.7)	(915.5)	(905.4)
債務變化	30.7	81.2	81.2	61.4	42.9
派息	(750.0)	(886.3)	(936.5)	(1,447.5)	(1,793.7)
融資活動所得現金淨額	1,631.4	(2,475.3)	1,102.1	(1,456.7)	(1,810.7)
現金淨變動	1,632.2	643.3	4,324.9	5,212.4	6,315.6
年初現金及現金等值物	3,234.7	5,238.0	4,926.8	9,251.8	14,464.2
匯兌差額	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	5,238.0	5,881.3	9,251.8	14,464.2	20,779.8

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合（%）					
創新藥	42.6	49.2	54.8	59.7	64.3
普藥	31.0	29.5	27.4	25.3	23.0
原料藥	26.4	21.3	17.8	15.0	12.7
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率（%）					
毛利率	60.4	66.2	64.0	64.6	66.1
息稅折攤前利潤率	27.2	25.1	25.8	25.5	24.4
稅前利率	22.4	21.4	21.7	21.9	21.3
淨利潤率	17.9	17.4	17.2	17.4	16.9
核心淨利潤率	18.0	17.5	17.2	17.4	16.9
有效稅率	19.8	19.4	20.0	20.0	20.0
增長（%）					
收入	25.0	36.0	24.8	22.6	21.6
毛利	48.1	48.9	20.8	23.7	24.5
息稅折攤前利潤	29.7	25.8	28.1	21.2	16.4
經營利潤	31.4	30.3	25.3	23.8	18.0
淨利潤	31.9	31.9	23.8	23.9	18.1
核心淨利潤	32.6	31.7	23.3	23.9	18.1
資產負債比率					
流動比率（x）	2.4	1.9	2.5	2.6	2.8
平均應收賬款周轉天數	39.3	37.9	35.8	31.3	28.1
平均應付賬款周轉天數	77.6	82.4	77.7	81.0	82.4
平均存貨周轉天數	144.2	163.1	132.8	117.2	113.2
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	18.1	21.4	21.9	22.6	22.3
資產回報率	12.9	13.9	15.1	15.3	15.0
每股數據					
每股盈利(港元)	0.44	0.59	0.72	0.90	1.06
核心每股盈利(港元)	0.45	0.59	0.72	0.90	1.06
每股股息(港元)	0.15	0.20	0.24	0.30	0.36
每股帳面值(港元)	2.46	2.74	3.32	3.98	4.76

資料來源：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。