

石药集团(1093 HK)

销售费用大幅上升或会拖累利润增速

- ❖ **三季度业绩好于预期。**2017 三季度公司收入录得 29% 的增长，其中创新药同比增长 37.8%，普药同比增长 17.9%，维 C 增长 68%。由于公司创新药占比提升，毛利率上升 8.9 个百分点至 60.6%。销售费用和其他费用（主要是研发费用）分别同比增长 59.4% 和 132.6%，经营利润率仅上升 1.3 个百分点至 23.1%。净利润同比增长 36.6% 至 7.3 亿港元，2017 年 9 月份收入同比增长 21.2%，净利润同比增长 30.4%，高于我们之前的预期，即 2017 年收入同比增长 19% 以及净利润同比增长 27.8%。
- ❖ **公司成药业务增长强劲，但利润受营销费用和研发费用拖累。**2017 年三季度创新药同比增长 37.8%，普药同比增长 17.9%。创新药部分，恩必普同比增长 35%，欧来宁同比增长 18.5%，玄宁同比增长 52.7%，抗肿瘤药同比增长 108.2%。创新药和普药带动成药业务同比增长 28.8%。然而，由于三季度的营销费用和研发开支大幅上升，成药业务经营利润率从 2016 年三季度的 28.9% 下降到今年三季度的 23%。
- ❖ **维 C 业务成为主要利润增长点。**2017 年三季度，维 C 业务受益于平均售价上扬，收入同比增长 68% 至 5.7 亿港元。维 C 业务经营利润同比增长 107 倍至 2.2 亿港元，占三季度总经营利润的 23.4%。
- ❖ **营销推广增多销售费用上升以及研发开支增加。**2017 年三季度销售费用同比增长 59.4%，主要是由于抗肿瘤线产品和新晋医保目录产品的营销推广活动增多。由于研发管线产品众多，研发开支方面，管理层表示研发费用在 2017 年度会成倍增长，2018 年预计增长 50%。
- ❖ **维持持有评级，目标价上调。**我们看好石药现有的产品组合以及丰富的在研管线，管理层依然维持 2018 年 20%-30% 净利润增速预期。2018 年预计有 8 款新产品上市，我们认为公司营销费用和研发开支会继续大幅上升，拖累利润增长。因此我们维持持有评级。我们将估值模型从 2017E-2021E 现金流折现调整为 2018E-2022E，目标价从 11.65 港元上调至 15.7 港元，我们的目标价对应着 2017/2018 年预测市盈率的 29.1 倍/23.9 倍

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A	FY18E	FY19E
营业额(百万港元)	11,394	12,369	14,721	16,833	19,443
核心净利润(百万港元)	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 变动 (%)	72.9	24.1	27.8	25.7	21.5
市盈率 (x)	53.7	43.3	34.7	28.2	23.3
市帐率 (x)	10.9	9.4	6.6	5.6	4.8
股息率 (%)	0.7	0.8	1.0	1.2	1.5
权益收益率 (%)	19.1	20.8	22.2	23.2	23.4
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际

持有 (维持)

目标价	HK\$15.70
(前目标价)	HK\$11.65)
潜在升幅	2.9%
当前股价	HK\$15.26

吴永泰, CFA

电话: (852) 3761 8780

邮件: cyrusng@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	95,393
3 个月平均流通(百万)	211.95
52 周内高/低(港元)	16.08/ 7.43
总股本(百万)	6,243

数据源：彭博

股东结构

蔡东晨等管理层	31.3%
瑞银集团	6.3%
流通股	51.4%

数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	18.5%	15.7%
3 月	22.1%	14.8%
6 月	32.0%	14.7%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师: Deloitte

公司网站: www.e-cspc.com

图 1: 2017 三季度利润表

	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%
總收入	6,146	7,202	17.2%	3,105	4,006	29.0%	9,250	11,208	21.2%
銷售成本	(3,110)	(3,077)	-1.1%	(1,500)	(1,579)	5.3%	(4,610)	(4,656)	1.0%
毛利	3,036	4,125	35.9%	1,605	2,427	51.2%	4,641	6,552	41.2%
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%
營業利潤	1,310	1,676	27.9%	676	924	36.8%	1,986	2,600	30.9%
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%
淨利潤	1,033	1,313	27.1%	535	731	36.6%	1,568	2,044	30.4%
營業利潤	1,310	1,676	27.9%	676	924	36.7%	1,986	2,600	30.9%
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%
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%

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 2: 同业估值

公司	代码	股价 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
石药集团	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
复星医药	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
中国生物制药	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
白云山	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
丽珠集团	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
三生制药	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
绿叶制药	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
复旦张江	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

资料来源: 彭博, 招银国际预测

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	11,393.7	12,369.0	14,721.0	16,832.6	19,442.7
创新药	3,775.0	4,774.0	6,159.7	7,978.2	10,329.0
普药	4,019.0	4,193.0	4,318.8	4,448.4	4,537.3
原料药	3,600.0	3,402.0	4,242.6	4,406.0	4,576.5
销售成本	(6,172.8)	(6,060.2)	(6,848.9)	(7,389.1)	(8,208.0)
毛利	5,220.9	6,308.8	7,872.2	9,443.4	11,234.7
其他收益	86.6	107.0	103.4	107.3	131.0
销售费用	(2,267.0)	(2,788.2)	(3,318.1)	(3,780.5)	(4,371.8)
行政费用	(534.9)	(553.7)	(675.7)	(762.0)	(869.7)
研发开支	(324.5)	(403.1)	(523.6)	(678.1)	(878.0)
其他开支					
息税前收益	2,166.5	2,649.5	3,458.2	4,330.1	5,246.2
应占联营公司利润	10.8	27.6	30.8	33.9	37.3
净财务收入 / (支出)	(56.3)	(41.7)	(68.0)	(70.6)	(72.9)
非经常性收入	(8.9)	-	-	-	-
税前利润	2,112.0	2,635.3	3,421.1	4,293.4	5,210.6
所得税	(432.4)	(522.1)	(718.4)	(901.6)	(1,094.2)
非控制股东权益	(14.4)	(12.4)	(18.7)	(19.3)	(19.7)
净利润	1,665.3	2,100.8	2,683.9	3,372.5	4,096.7
核心净利润	1,677.6	2,100.8	2,683.9	3,372.5	4,096.7
息税折摊前收益	2,771.7	3,237.2	4,288.0	5,253.3	6,272.2

来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A
非流动资产	5,892.3	6,332.6	6,431.7	6,562.3	6,694.9
物业、厂房及设备	5,142.8	5,415.0	5,479.6	5,572.6	5,666.1
商誉	119.4	111.8	111.8	111.8	111.8
无形资产	96.1	79.2	102.2	125.1	146.1
其他非流动资产	534.1	726.5	738.1	752.8	770.9
流动资产	7,647.5	8,427.6	13,012.5	15,635.2	18,770.5
现金及现金等值物	2,299.5	3,234.7	7,157.9	9,117.6	11,413.8
应收贸易款项	3,429.3	3,124.0	3,679.1	4,175.7	4,779.9
存货	1,819.2	1,933.1	2,018.5	2,177.7	2,419.0
其他流动资产	99.5	135.8	157.0	164.3	157.9
流动负债	3,484.3	4,084.7	3,569.9	3,841.0	4,116.4
银行贷款	452.0	897.8	526.6	520.9	470.0
应付贸易账款	2,881.5	3,038.5	2,894.8	3,171.7	3,498.0
其他流动负债	150.8	148.4	148.4	148.4	148.4
非流动负债	1,243.0	484.2	1,344.5	1,319.7	1,282.7
银行贷款	1,010.9	240.4	1,071.7	1,012.4	934.6
其他非流动负债	232.0	243.8	272.8	307.3	348.0
净资产总值	8,812.6	10,191.3	14,529.9	17,036.7	20,066.3
少数股东权益	74.6	83.7	102.4	121.7	141.3
股东权益	8,738.1	10,107.6	14,427.5	16,915.0	19,925.0

来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日 (百万港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	2,166.5	2,649.5	3,458.2	4,330.1	5,246.2
折摊和摊销	605.3	587.7	829.8	923.2	1,026.0
营运资金变动	(46.1)	15.4	(755.2)	(344.3)	(478.6)
税务开支	(385.9)	(492.8)	(718.4)	(901.6)	(1,094.2)
其他	(89.2)	(54.7)	(83.6)	(92.8)	(104.9)
经营活动所得现金净额	2,250.6	2,705.1	2,730.8	3,914.6	4,594.6
资本开支	(835.7)	(823.9)	(898.1)	(1,019.9)	(1,121.4)
发行股本	12.3	(53.4)	2,345.0	-	-
其他	111.1	16.3	(5.6)	14.9	38.4
投资活动所得现金净额	(712.3)	(861.0)	1,441.3	(1,005.0)	(1,083.0)
债务变化	(10.6)	(259.0)	460.1	(65.0)	(128.7)
派息	(594.1)	(650.0)	(709.1)	(885.0)	(1,086.7)
融资活动所得现金净额	(604.6)	(908.9)	(248.9)	(950.0)	(1,215.4)
现金净变动	933.7	935.2	3,923.2	1,959.7	2,296.2
年初现金及现金等值物	1,468.4	2,299.5	3,234.7	7,157.9	9,117.6
汇兑差额	(102.6)	(0.0)	-	-	-
年末现金及现金等值物	2,299.5	3,234.7	7,157.9	9,117.6	11,413.8

来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
创新药	33.1	38.6	41.8	47.4	53.1
普药	35.3	33.9	29.3	26.4	23.3
原料药	31.6	27.5	28.8	26.2	23.5
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	45.8	51.0	53.5	56.1	57.8
息税折摊前利润率	24.3	26.2	29.1	31.2	32.3
税前利率	18.5	21.3	23.2	25.5	26.8
净利润率	14.6	17.0	18.2	20.0	21.1
核心净利润率	14.7	17.0	18.2	20.0	21.1
有效税率	20.5	19.8	21.0	21.0	21.0
增长 (%)					
收入	4.0	8.6	19.0	14.3	15.5
毛利	24.7	20.8	24.8	20.0	19.0
息税折摊前利润	21.3	16.8	32.5	22.5	19.4
经营利润	29.4	22.3	30.5	25.2	21.2
净利润	31.3	26.2	27.8	25.7	21.5
核心净利润	32.6	25.2	27.8	25.7	21.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.2	2.1	3.6	4.1	4.6
平均应收账款周转天数	52.2	48.0	44.7	44.5	44.3
平均应付账款周转天数	50.5	46.4	44.7	45.7	45.1
平均存货周转天数	107.2	113.0	105.3	103.6	102.2
净负债/权益比率 (%)	Net cash	Net cash	淨現金	淨現金	淨現金
回报率 (%)					
资本回报率	19.1	20.8	18.6	19.9	20.6
资产回报率	12.3	14.2	13.8	15.2	16.1
每股数据					
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
每股账面值(港元)	1.40	1.62	2.31	2.71	3.19

来源：公司，招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。