

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

石药集团 (1093 HK)

22年二季度业绩符合预期, 但肿瘤产品增长面临压力

■ 22年二季度经调整净利润同比增长13%, 符合我们预期; 但22年二季度肿瘤产品销售疲软(同比下降9%)

■ 我们认为公司的研发和BD进展依然是公司估值重估的主要催化剂

■ 我们将基于分类加总估值的目标价由14.8港元下调至14.4港元。维持增持评级, 看好公司管线升级进展和较强的资本配置潜力

22年二季度业绩符合预期

22年二季度成品药销售额同比增长4%至59.91亿元人民币, 这得益于抗感染产品增长迅速(同比增长19%至8.53亿元人民币)和神经系统疾病产品的稳健增长(同比增长7%至19.38亿元人民币)。但由于22年二季度疫情扰动, 肿瘤产品销售额下滑至18.98亿元人民币(同比下降9%, 环比下降12%)。我们留意到6月河南牵头的13省区域联盟集采中, 克艾力降价约80%, 该结果或将使公司肿瘤线产品增速承压。功能食品及其他业务同比增长63%至5.40亿元人民币, 该板块主要得益于价格上涨趋势。原料药产品同比增长20%至12.06亿元人民币, 得益于产能扩张抵消了维C产品价格下滑。整体毛利率下降3.9个百分点至71.5%, 主要由于销售结构的变化和维C产品单价下降。经调整净利润同比增长13%(剔除非经常项目, 例如: 金融资产公允价值变动), 大致符合我们对公司22财年全年中双位数增速的预测。

mRNA平台持续得到验证

公司SYS6006(公司的候选新冠mRNA疫苗)目前正在进行6项临床试验。公司在8月23日宣布了SYS6006的一项临床研究, 主要用于序贯加强接种。临床显示, 该候选疫苗已经达到安全性和免疫原性的预期。临床表明SYS6006作为序贯加强针, 相较传统疫苗, 对Omicron BA.2变异株有更好的加强免疫, 且显示良好的安全性数据。我们认为这些临床进展将进一步验证公司mRNA平台的实力。

维持增持评级, 分类加总估值法的目标价调整至14.4港元

我们将22/23财年的盈利预测分别下调2%/4%, 以反映克艾力疲弱的销售前景。因此我们将目标价由14.8港元下调至14.4港元。但我们的目标价在基于分类加总估值法之上, 仍保留了30%的溢价, 以反映公司有能力拓展BD机会。公司目前的市盈率也比其他大型制药公司同行约21倍的市盈率折价约45%, 我们认为在大盘震荡过程中能够提供了足够的安全边际。

百万人民币	2019	2020	2021	2022E	2023E
收入	22,103	24,942	27,867	32,170	35,572
同比增长	25%	13%	12%	15%	11%
调整后净利润	3,691	4,331	5,307	5,983	6,635
同比增长	26%	17%	23%	13%	11%
每股盈利(港元)	0.35	0.41	0.52	0.60	0.67
市盈率(倍)	21.9	18.8	14.7	12.7	11.5
市净率(倍)	5.6	4.5	3.9	3.4	2.9
股息率(%)	1.1	1.7	1.8	2.0	2.2

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

张皓渊, CFA
+852 3189 6354

haydenzhang@cmschina.com.hk

代方琦, CFA
+852 3189 6126

warrendai@cmschina.com.hk

最新变动

22年二季度业绩更新; 目标价更新

增持

前次评级	增持
股价(2022年8月24日)	7.7港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	14.4港元(+88%)
前次目标价	14.8港元

股价表现



%	1m	6m	12m
1093 HK	(9.1)	(16.2)	(25.3)
恒生指数	(7.8)	(15.4)	(25.0)

行业: 医药行业

恒生指数(2022年8月24日)	19,269
国企指数(2022年8月24日)	6,566

重要数据

52周股价区间(港元)	7.0-10.9
港股市值(百万港元)	91,289
日均成交额(百万港元)	294.0
每股净资产(港元)	2.63

主要股东

管理层	29.7%
自由流通股	70.3%

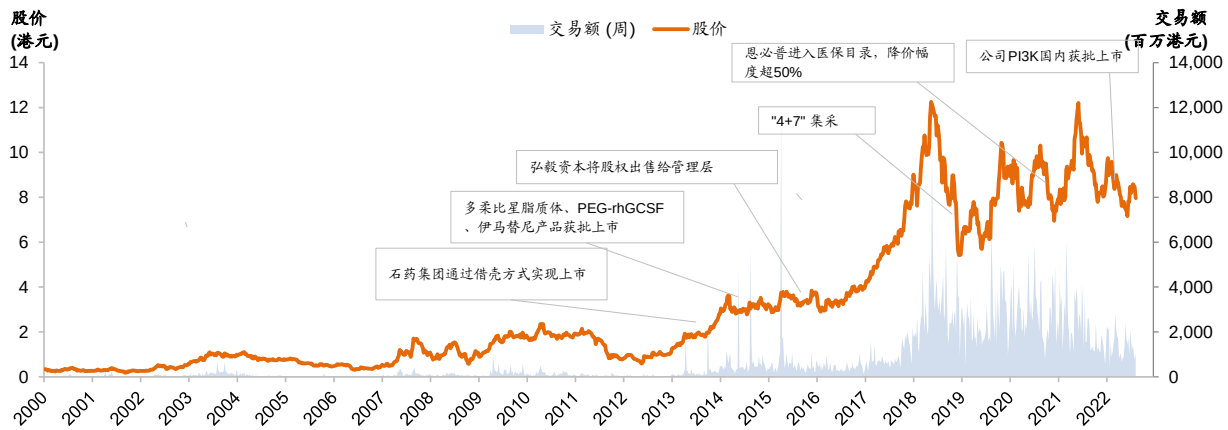
资料来源: 公司数据, 彭博

相关报告

1. 石药集团 (1093 HK) - 22年一季度业绩稳健(增持) (2022/05/25)
2. 石药集团 (1093 HK) - 22年医药行业首选的防御性标的(增持) (2022/03/22)
3. CSPC (1093 HK) - A solid defensive play amid market turbulence (BUY) (Feb 4, 2022)
4. CSPC (1093 HK) - Weak 3Q21 results; full year guidance intact (BUY) (Nov 19, 2021)

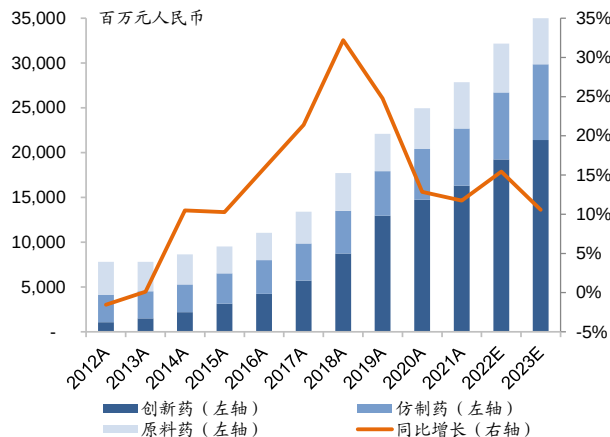
重点图表

图1: 石药集团自2012年起的股价表现



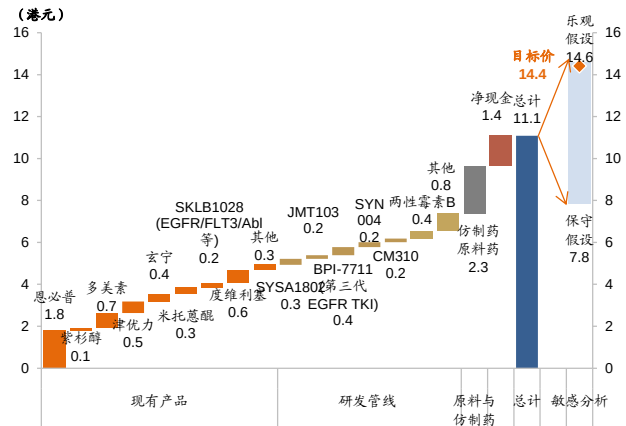
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图2: 收入明细



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 每股净值分析预测明细



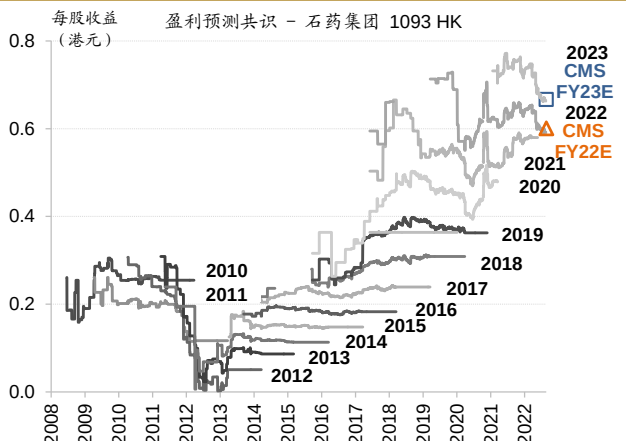
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 市盈率区间



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图5: 每股盈利预测与市场共识对比



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)预测

财务概要

资产负债表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
非流动资产	12,621	14,149	14,405	14,925	15,347
物业、厂房及设备	8,459	7,770	8,529	9,029	9,431
土地使用权租赁预付款	823	1,199	1,068	1,068	1,068
商誉	189	150	150	150	150
无形资产	1,136	509	468	438	408
联营公司权益	558	1,591	1,197	1,247	1,297
其他	1,456	2,930	2,992	2,992	2,992
流动资产	13,697	15,921	20,337	24,110	29,157
库存	2,536	1,861	2,480	2,908	3,862
贸易应收款项	4,252	4,388	6,408	6,112	6,759
预付款项和其他应收款	707	629	681	681	681
其他	59	212	40	40	40
短期银行存款	2,024	1,572	1,443	1,443	1,443
现金及现金等价物合计	4,118	7,259	9,284	12,925	16,372
总资产	26,318	30,070	34,742	39,034	44,503
流动负债	6,237	6,302	7,226	7,265	8,017
贸易应付款项	1,427	1,242	1,623	1,662	2,414
其他应付款项	3,692	3,555	4,681	4,681	4,681
应付所得税	259	379	261	261	261
短期银行债务	23	99	-	-	-
其他	836	1,028	662	662	662
非流动负债	563	667	687	687	687
递延政府补助	259	347	306	306	306
长期银行贷款	-	-	-	-	-
其他	304	320	381	381	381
股东资金	18,462	22,332	25,987	30,180	34,830
少数股东权益	1,056	769	842	902	969
负债及股东权益合计	26,318	30,070	34,742	39,034	44,503

现金流量表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
经营活动现金流	3,784	6,738	4,637	6,931	6,931
税前盈利	4,626	6,391	6,847	7,304	8,102
流动资金变动前营业利润	5,168	6,729	5,693	8,163	9,011
净流动资金变化	(485)	1,072	86	(92)	(849)
已付所得税	(867)	(1,061)	(1,141)	(1,278)	(1,418)
已付利息	(32)	(2)	(1)	139	187
投资活动现金流	(2,457)	(2,130)	(637)	(1,500)	(1,500)
购买物业、厂房及设备	(1,883)	(1,356)	(1,410)	(1,500)	(1,500)
购买土地使用权	-	(199)	(9)	-	-
购买无形资产	(66)	(21)	(339)	-	-
购买/处置子公司	-	-	-	-	-
购买/处置合联营公司	(539)	(150)	457	-	-
收取利息	-	-	-	-	-
其他投资	31	(402)	664	-	-
筹资活动现金流	(1,546)	(1,469)	(2,196)	(1,790)	(1,985)
IPO 净募资额	1,224	-	-	-	-
派息	(965)	(1,528)	(1,691)	(1,790)	(1,985)
银行贷款偿还净额	(1,552)	169	-	-	-
来自姐妹公司的支付/偿还	(18)	-	-	-	-
其他	(234)	(110)	(505)	-	-
期初现金	4,336	4,118	7,259	9,060	12,702
汇兑差额	1	2	(2)	-	-
期末现金	4,118	7,259	9,060	12,702	16,148

利润表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
合并收入	22,103	24,942	27,867	32,170	35,572
销售成本	(6,192)	(6,257)	(6,732)	(8,309)	(9,656)
毛利	15,911	18,685	21,135	23,861	25,916
(-) 销售、管理及行政费用	(9,461)	(10,323)	(11,453)	(13,415)	(14,460)
行政费用	(749)	(946)	(1,010)	(1,190)	(1,298)
销售及分销费用	(8,712)	(9,378)	(10,443)	(12,224)	(13,162)
EBIT	6,450	8,362	9,682	10,446	11,456
折旧和摊销合计	(692)	(809)	(865)	(1,030)	(1,128)
EBITDA	7,142	9,171	10,547	11,477	12,584
(+/-) 财务费用净额	32	91	176	139	187
(+/-) 摊占合联营公司利润	58	14	22	50	50
(+/-) 非营业收入/费用	(1,934)	(1,948)	(2,997)	(3,332)	(3,591)
税前利润	4,608	6,518	6,883	7,304	8,102
(-) 税项	(893)	(1,162)	(1,159)	(1,278)	(1,418)
净利润	3,715	5,356	5,724	6,026	6,684
(-/+) 少数股东权益	(19)	(69)	(83)	(60)	(67)
股东应占净利润	3,696	5,287	5,641	5,965	6,617
调整后净利润	3,691	4,331	5,307	5,983	6,635
全面摊薄每股盈利 (港元)	0.35	0.41	0.52	0.60	0.67
每股派息 (港元)	0.07	0.12	0.13	0.14	0.15

主要财务比率

	2019	2020	2021	2022E	2023E
年成长率 (%)					
合并收入	25%	13%	12%	15%	11%
毛利	36%	17%	13%	13%	9%
调整后净利润	26%	17%	23%	13%	11%
获利能力 (%)					
毛利率	72%	75%	76%	74%	73%
调整后净利润率	17%	17%	19%	19%	19%
ROE	20%	19%	20%	20%	19%
ROA	14%	17%	16%	15%	15%
营运能力					
库存周转日数	(164)	(128)	(118)	(118)	(128)
应收账款周转日数	63	63	71	71	66
应付账款周转日数	(139)	(78)	(78)	(72)	(77)
现金周转日数	37	13	31	25	15
偿债能力					
自由现金流 (人民币百万元)	1,835	5,161	2,878	5,431	5,431
资产负债率 (%)	(30)	(38)	(40)	(46)	(50)

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828