

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年三季度业绩符合预期, 但肿瘤产品仍面临增长压力

- 22年三季度经调整净利润同比增长16.4%, 符合我们预期; 但22年三季度肿瘤产品销售仍表现疲软(同比增长2%)
- 公司指引 1) 23 财年收入端双位数增长, 2) 恩必普的国谈降价风险可控, 3) 新冠 mRNA 疫苗项目进展正常
- 我们维持基于分类加总估值的目标价于14.4港元不变。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年三季度业绩表现符合我们预期

22年三季度成品药销售额同比增长13%至63.20亿元人民币, 这得益于抗感染产品增长迅速(同比增长28%至8.93亿元人民币)和神经系统疾病产品的稳健增长(同比增长13%至21.38亿元人民币)。但由于多美素销售团队的调整和克艾力降价(在6月河南牵头的13省区域联盟集中采购中降价约80%), 肿瘤产品销售额仍表现疲弱(同比增长2%至18.54亿元人民币, 环比下降2%)。受克艾力降价影响, 我们预计肿瘤产品在23财年仍面临增长压力。功能食品及其他业务同比增长56%至4.94亿元人民币, 该板块主要得益于价格上涨趋势。原料药产品同比增长15%至10.72亿元人民币, 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2.4个百分点至72.8%, 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(剔除非经常项目, 例如: 金融资产公允价值变动)同比增长16.4%(而22年上半年为同比增长16.9%), 大致符合我们对公司22财年全年中双位数增速的预测。

公司mRNA平台持续得到验证

我们对新冠疫苗加强针市场空间维持保守态度, 主要由于国内加强针接种率已达到约70%。尽管如此, 我们认为公司新冠mRNA疫苗项目的即将到来的数据读取和监管部门意见将是其mRNA技术平台潜在的重要背书。此外公司表示其mRNA平台具备成本优势(公司可自主生产mRNA帽和脂质纳米颗粒)和大规模生产能力(产能可达15亿剂)。我们认为上述努力和潜在进展有望进一步验证公司mRNA平台的实力。

维持增持评级, 分类加总估值法的目标价维持14.4港元不变

我们将22/23财年的盈利预测微调1%/0%, 并维持分类加总估值法的目标价于14.4港元不变。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, 以反映公司有潜力拓展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24%, 我们认为在大盘震荡过程中能够提供了足够的安全边际。

百万元人民币	2019	2020	2021	2022E	2023E
收入	22,103	24,942	27,867	31,634	35,039
同比增长	25%	13%	12%	14%	11%
调整后净利润	3,648	4,281	5,175	5,977	6,586
同比增长	27%	17%	21%	15%	10%
每股盈利(港元)	0.34	0.40	0.51	0.55	0.61
市盈率(倍)	27.8	23.8	18.9	17.4	15.8
市净率(倍)	7.0	5.7	4.9	4.2	3.7
股息率(%)	0.8	1.3	1.5	1.5	1.7

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  
余婉佳, PhD  
+852 3189 6268  
wanjiayu@cmschina.com.hk

代方琦, CFA  
+852 3189 6126  
warrendai@cmschina.com.hk

最新变动

22年三季度业绩更新

增持

前次评级	增持
股价(2022年11月23日)	9.6港元
12个月目标价(上涨/下跌空间)	14.4港元(+50%)
前次目标价	14.4港元

股价表现



行业: 医药行业	
恒生指数(2022年11月23日)	17,524
国企指数(2022年11月23日)	5,945
重要数据	
52周股价区间(港元)	7.0-10.4
港股市值(百万港元)	114,201
日均成交额(百万港元)	395.0
每股净资产(港元)	2.61
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

- 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(增持)(2022/08/24)
- 石药集团(1093 HK) - 22年一季度业绩稳健(增持)(2022/05/25)
- 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)
- CSPC(1093 HK) - A solid defensive play amid market turbulence (BUY)(Feb 4, 2022)

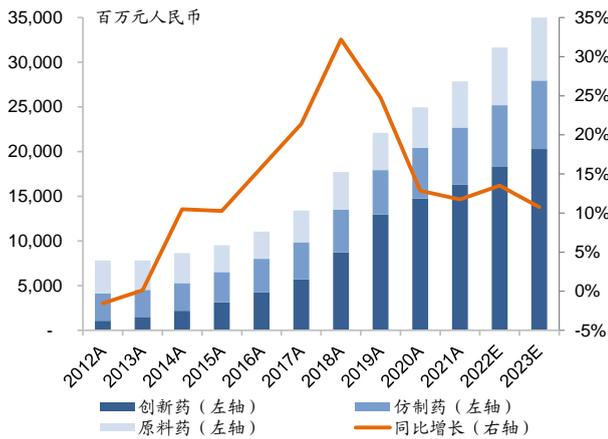
重点图表

图1: 石药集团自2012年起的股价表现



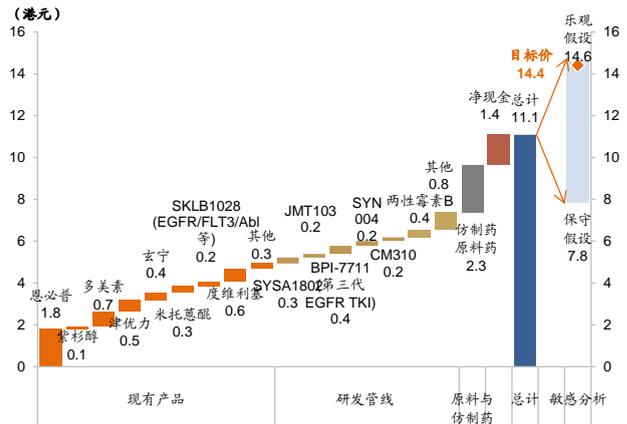
资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图2: 收入明细



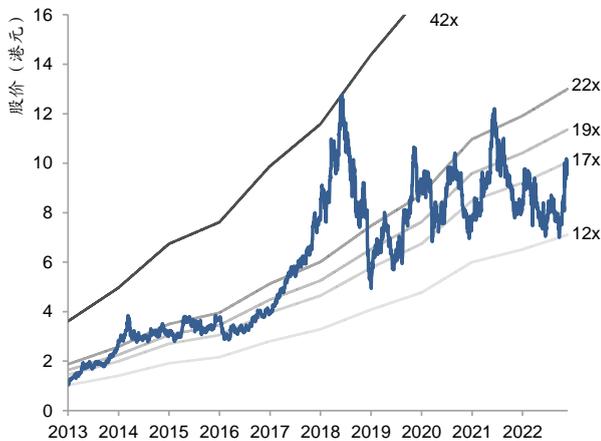
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

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: 彭博, 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
<b>非流动资产</b>	<b>12,621</b>	<b>14,149</b>	<b>14,405</b>	<b>14,925</b>	<b>15,347</b>
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
<b>流动资产</b>	<b>13,697</b>	<b>15,921</b>	<b>20,337</b>	<b>24,051</b>	<b>28,960</b>
库存	2,536	1,861	2,480	2,934	3,804
贸易应收款项	4,252	4,388	6,408	6,010	6,657
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	12,942	16,335
<b>总资产</b>	<b>26,318</b>	<b>30,070</b>	<b>34,742</b>	<b>38,976</b>	<b>44,307</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,237</b>	<b>6,302</b>	<b>7,226</b>	<b>7,280</b>	<b>7,981</b>
贸易应付款项	1,427	1,242	1,623	1,677	2,377
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
<b>非流动负债</b>	<b>563</b>	<b>667</b>	<b>687</b>	<b>687</b>	<b>687</b>
递延政府补助	259	347	306	306	306
长期银行贷款	-	-	-	-	-
其他	304	320	381	381	381
<b>股东资金</b>	<b>18,462</b>	<b>22,332</b>	<b>25,987</b>	<b>30,049</b>	<b>34,548</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>1,056</b>	<b>769</b>	<b>842</b>	<b>959</b>	<b>1,090</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>26,318</b>	<b>30,070</b>	<b>34,742</b>	<b>38,976</b>	<b>44,307</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,784</b>	<b>6,738</b>	<b>4,637</b>	<b>6,892</b>	<b>6,813</b>
税前盈利	4,626	6,391	6,847	7,190	7,968
流动资金变动前营业利润	5,168	6,729	5,693	8,048	8,877
净流动资金变化	(485)	1,072	86	(2)	(816)
已付所得税	(867)	(1,061)	(1,141)	(1,294)	(1,434)
已付利息	(32)	(2)	(1)	139	187
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,457)</b>	<b>(2,130)</b>	<b>(637)</b>	<b>(1,500)</b>	<b>(1,500)</b>
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/处置合营公司	(539)	(150)	457	-	-
收取利息	-	-	-	-	-
其他投资	31	(402)	664	-	-
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,546)</b>	<b>(1,469)</b>	<b>(2,196)</b>	<b>(1,733)</b>	<b>(1,921)</b>
IPO净募资额	1,224	-	-	-	-
派息	(965)	(1,528)	(1,691)	(1,733)	(1,921)
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)	-	-
<b>期初现金</b>	<b>4,336</b>	<b>4,118</b>	<b>7,259</b>	<b>9,060</b>	<b>12,718</b>
汇兑差额	1	2	(2)	-	-
<b>期末现金</b>	<b>4,118</b>	<b>7,259</b>	<b>9,060</b>	<b>12,718</b>	<b>16,111</b>

### 利润表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>合并收入</b>	<b>22,103</b>	<b>24,942</b>	<b>27,867</b>	<b>31,634</b>	<b>35,039</b>
销售成本	(6,192)	(6,257)	(6,732)	(8,383)	(9,510)
<b>毛利</b>	<b>15,911</b>	<b>18,685</b>	<b>21,135</b>	<b>23,250</b>	<b>25,529</b>
(-) 销售、管理及行政费用	(9,461)	(10,323)	(11,453)	(12,084)	(13,175)
行政费用	(749)	(946)	(1,010)	(1,170)	(1,261)
销售及分销费用	(8,712)	(9,378)	(10,443)	(10,914)	(11,913)
<b>EBIT</b>	<b>6,450</b>	<b>8,362</b>	<b>9,682</b>	<b>11,166</b>	<b>12,355</b>
折旧和摊销合计	(692)	(809)	(865)	(1,030)	(1,128)
<b>EBITDA</b>	<b>7,142</b>	<b>9,171</b>	<b>10,547</b>	<b>12,197</b>	<b>13,483</b>
(+/-) 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)	(4,166)	(4,624)
<b>税前利润</b>	<b>4,608</b>	<b>6,518</b>	<b>6,883</b>	<b>7,190</b>	<b>7,968</b>
(-) 税项	(893)	(1,162)	(1,159)	(1,294)	(1,434)
<b>净利润</b>	<b>3,715</b>	<b>5,356</b>	<b>5,724</b>	<b>5,895</b>	<b>6,534</b>
(-/+ ) 少数股东权益	(19)	(69)	(83)	(118)	(131)
<b>股东应占净利润</b>	<b>3,696</b>	<b>5,287</b>	<b>5,641</b>	<b>5,777</b>	<b>6,403</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>3,648</b>	<b>4,281</b>	<b>5,175</b>	<b>5,977</b>	<b>6,586</b>
<b>全面摊薄每股盈利 (港元)</b>	<b>0.34</b>	<b>0.40</b>	<b>0.51</b>	<b>0.55</b>	<b>0.61</b>
每股派息 (港元)	0.07	0.12	0.13	0.13	0.15

### 主要财务比率

	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>年成长率 (%)</b>					
合并收入	25%	13%	12%	14%	11%
毛利	36%	17%	13%	10%	10%
调整后净利润	27%	17%	21%	15%	10%
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	72%	75%	76%	73%	73%
调整后净利润率	17%	17%	19%	19%	19%
ROE	20%	19%	20%	20%	19%
ROA	14%	17%	16%	15%	14%
<b>营运能力</b>					
库存周转日数	(164)	(128)	(118)	(118)	(129)
应收账款周转日数	63	63	71	72	66
应付账款周转日数	(139)	(78)	(78)	(72)	(78)
现金周转日数	37	13	31	26	14
<b>偿债能力</b>					
自由现金流 (人民币百万元)	1,835	5,161	2,878	5,392	5,313
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