



买入（维持）

所属行业：医药生物/中药
当前价格(元)：59.15

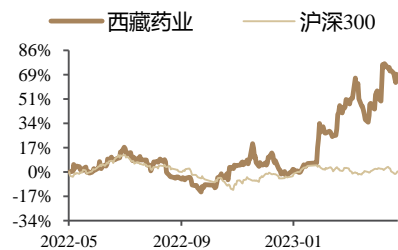
证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	14.11	9.06	28.49
相对涨幅(%)	15.61	11.51	31.21

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《西藏药业：业绩超预期，看好全年新活素加速放量》，2023.4.11
- 《西藏药业（600211.SH）：23年收入指引超预期，重磅产品新活素正高速增长》，2023.3.11
- 《西藏药业（600211.SH）：新活素快速放量，被低估的心衰生物药龙头》，2023.2.24

西藏药业：业绩符合预期，看好新活素加速放量

投资要点

- **事件：**公司发布2023年一季报，2023年Q1营业收入9.1亿元，同比增长38.2%，实现归母净利润3.0亿元，同比增长73.6%，实现扣除非经常性损益净利润2.9亿元，同比增长60.3%。
- **业绩符合预期，新活素正在快速增长。**2023Q1公司营收和归母净利润均实现了高速增长，营收增长主要系公司核心产品新活素销量增加所致，利润增长主要系公司研发费用、财务费用同比下降，投资收益、公允价值变动收益同比增长共同影响所致，公司经营活动产生的现金流量净额同比增长58.3%。2023年第一季度公司归母净利润和扣非归母净利润分别实现3.0亿元和2.9亿元，相较去年同期增长1.3亿元和1.1亿元，同比增幅分别为73.6%和60.3%。2023年第一季度公司毛利率和净利率分别为95.6%和33.7%，同比均有所上升。
- **新活素市场潜在空间达2000-3000万支，看好全年新活素持续超预期。**根据2021年Hua Wang等人发布的《Prevalence and Incidence of Heart Failure Among Urban Patients in China》数据，2017年中国25岁以上心衰患者人数约为1210万人，心衰患者住院比例约28%，按照在住院次数占比情况，预计年住院次数为678万人次。考虑到2017年至2022年中国65岁以上人群占比提升约30%，假设发病率和再住院次数不变，22年住院人次应约900万人次。以2017年数据测算，假设住院患者中，慢性患者急性发作或新发急性患者人数占比85%，温暖患者占比约90%，按照平均每次住院用药4-5支测算，预计新活素使用需求为2076-2595万支，以22年新活素销量616万支测算，渗透率仅为24%-30%。根据公司经营指引，23年目标实现收入35亿元，同比增加37.3%，公司第一季度新活素销量增长显著，我们看好公司全年业绩表现。
- **盈利预测与估值。**考虑到2023年第一季度公司新活素实现快速放量，我们维持此前对公司收入和利润高增速的预测，预计公司2023-2025年归母净利润分别为10.0/13.1/17.0亿元，对应增速170.0%/31.0%/29.8%，对应当前市值PE为15/11/9倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；医保谈判价格不及预期的风险；销售不及预期的风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	247.94		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	247.94	营业收入(百万元)	2,139	2,555	3,513	4,488	5,700
52 周内股价区间(元):	30.84-63.33	(+/-)YOY(%)	55.7%	19.5%	37.5%	27.7%	27.0%
总市值(百万元):	14,665.52	净利润(百万元)	209	370	998	1,308	1,698
总资产(百万元):	4,657.24	(+/-)YOY(%)	-50.0%	77.0%	170.0%	31.0%	29.8%
每股净资产(元):	13.49	全面摊薄 EPS(元)	0.84	1.49	4.03	5.27	6.85
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	89.6%	94.3%	94.5%	94.5%	94.5%
		净资产收益率(%)	7.9%	12.3%	26.1%	25.5%	24.9%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.49	4.03	5.27	6.85
每股净资产	12.15	15.43	20.70	27.55
每股经营现金流	3.38	1.85	6.98	4.27
每股股利	0.75	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	24.11	14.69	11.21	8.64
P/B	2.96	3.83	2.86	2.15
P/S	5.74	4.17	3.27	2.57
EV/EBITDA	10.78	10.90	7.62	5.45
股息率%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	94.3%	94.5%	94.5%	94.5%
净利润率	14.7%	28.7%	29.4%	30.1%
净资产收益率	12.3%	26.1%	25.5%	24.9%
资产回报率	9.0%	19.4%	19.2%	19.1%
投资回报率	16.0%	22.6%	22.4%	22.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	19.5%	37.5%	27.7%	27.0%
EBIT 增长率	20.8%	68.2%	31.4%	29.0%
净利润增长率	77.0%	170.0%	31.0%	29.8%
偿债能力指标				
资产负债率	26.1%	25.1%	23.8%	22.4%
流动比率	2.6	3.1	3.5	3.9
速动比率	2.5	2.9	3.4	3.8
现金比率	1.1	1.3	2.2	2.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	64.7	68.9	67.3	67.4
存货周转天数	291.1	223.9	237.0	241.6
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6
固定资产周转率	6.5	9.4	12.8	17.4

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	370	998	1,308	1,698
少数股东损益	5	10	13	17
非现金支出	347	93	43	34
非经营收益	20	7	13	6
营运资金变动	95	-650	353	-694
经营活动现金流	837	458	1,730	1,060
资产	-102	10	-5	4
投资	-472	0	0	0
其他	12	-7	-13	-6
投资活动现金流	-561	3	-18	-1
债权募资	-49	154	150	118
股权募资	0	0	0	0
其他	-97	-185	0	0
融资活动现金流	-145	-31	150	118
现金净流量	171	430	1,861	1,176

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 4 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,555	3,513	4,488	5,700
营业成本	147	193	247	313
毛利率%	94.3%	94.5%	94.5%	94.5%
营业税金及附加	33	42	54	68
营业税金率%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	1,409	1,845	2,311	2,907
营业费用率%	55.2%	52.5%	51.5%	51.0%
管理费用	132	155	193	242
管理费用率%	5.2%	4.4%	4.3%	4.3%
研发费用	88	121	162	205
研发费用率%	3.4%	3.5%	3.6%	3.6%
EBIT	695	1,168	1,535	1,981
财务费用	4	2	3	4
财务费用率%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-277	0	0	0
投资收益	7	-7	-13	-6
营业利润	465	1,159	1,518	1,971
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	463	1,159	1,518	1,971
EBITDA	765	1,261	1,577	2,014
所得税	88	151	197	256
有效所得税率%	19.0%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	5	10	13	17
归属母公司所有者净利润	370	998	1,308	1,698

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,140	1,570	3,432	4,608
应收账款及应收票据	448	1,054	809	1,553
存货	100	140	185	236
其它流动资产	1,024	1,096	1,122	1,267
流动资产合计	2,712	3,861	5,547	7,664
长期股权投资	110	110	110	110
固定资产	396	373	351	327
在建工程	154	164	179	184
无形资产	416	326	296	277
非流动资产合计	1,387	1,285	1,247	1,209
资产总计	4,099	5,146	6,794	8,874
短期借款	486	640	790	908
应付票据及应付账款	42	71	67	108
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	498	538	719	925
流动负债合计	1,026	1,249	1,576	1,941
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	42	42	42	42
非流动负债合计	42	42	42	42
负债总计	1,069	1,291	1,619	1,984
实收资本	248	248	248	248
普通股股东权益	3,012	3,825	5,133	6,830
少数股东权益	19	29	42	59
负债和所有者权益合计	4,099	5,146	6,794	8,874

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。