



买入（维持）

所属行业：医药生物/中药
当前价格(元)：50.05

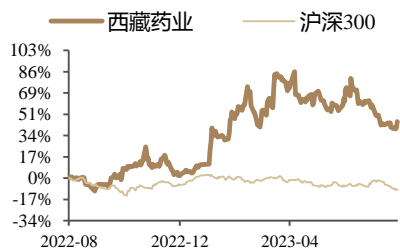
证券分析师

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(%)	-9.07	-8.40	-13.24
相对涨幅(%)	-4.00	-5.76	-9.56

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，看好新活素市场潜力》，2023.7.13
- 《西藏药业：业绩符合预期，看好新活素加速放量》，2023.5.4
- 《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放量》，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，新活素持续高增长

投资要点

- 事件：**公司发布2023年半年度报告，2023年H1公司实现营收18.2亿元（同比+35.5%），归母净利润6.0亿元（同比+127.2%），扣非净利润5.8亿元（同比+112.7%）。单Q2季度实现营收9.1亿元（+32.9%），归母净利润2.9亿元（+234.2%），扣非净利润2.9亿元（+218.3%）。
- 新活素持续高增长，费用端持续改善。**公司2023年上半年新活素销量为460.54万支，销售收入达16.8亿元，占公司总收入92.67%，同比增长41.3%，新活素为公司业绩的主要驱动因素，整体来看，新活素依然保持了良好增长的势头；2023H1依姆多实现收入6000.9万元，同比下降36.3%；诺迪康实现收入4417.3万元，同比增长122.0%，其余产品实现收入2897.3万元，同比下降14.4%。
- 新活素持续放量可期，医保谈判降价有望温和。**新活素作为具有较高研发壁垒的独家重磅品种，填补了我国急性心衰基因工程药物的空白，新活素目前在国内渗透率较低，成长空间仍旧巨大。按照我们前期预测，新活素市场需求有望达到2076-2595万支，22年新活素实际销售量616万支，渗透率仅为24%-30%，成长空间巨大。后续依托公司“科室拓展+学术推广”将进一步推动产品的高速放量，目前新活素已经在心内、心外、老年科、急诊科、重症科、呼吸科、肾病科等科室广泛应用。同时近年来依托多层次学术活动的拓展，成功打造了围手术期心功能保护的学术理念，新活素在围手术期的应用也在逐步增加。创新药医保谈判方面，前期续约文件落地，我们认为对新活素是较大利好，后续医保续约谈判降价幅度有望温和。
- 盈利预测与估值。**考虑到新活素持续高速增长，我们预计23-25年业绩分别为11.0/14.0/17.3亿元，对应当前PE分别为11/9/7倍PE，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	3,506	4,489	5,579
52 周内股价区间(元):	30.84-63.87	(+/-)YOY(%)	55.7%	19.5%	37.3%	28.0%	24.3%
总市值(百万元):	12,409.29	净利润(百万元)	209	370	1,098	1,401	1,726
总资产(百万元):	4,849.56	(+/-)YOY(%)	-50.0%	77.0%	196.8%	27.6%	23.2%
每股净资产(元):	13.97	全面摊薄 EPS(元)	0.84	1.49	4.43	5.65	6.96
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%	28.0%	26.3%	24.5%

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	4.43	5.65	6.96
每股净资产	12.15	15.83	21.48	28.44
每股经营现金流	3.38	2.26	7.33	4.61
每股股利	0.75	1.20	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	24.11	11.31	8.86	7.19
P/B	2.96	3.16	2.33	1.76
P/S	4.86	3.54	2.76	2.22
EV/EBITDA	10.78	8.27	5.68	4.12
股息率%	2.1%	2.4%	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%	31.6%	31.5%	31.3%
净资产收益率	12.3%	28.0%	26.3%	24.5%
资产回报率	9.0%	20.9%	20.0%	19.0%
投资回报率	16.0%	24.3%	23.2%	21.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	19.5%	37.3%	28.0%	24.3%
EBIT 增长率	20.8%	84.7%	28.0%	22.6%
净利润增长率	77.0%	196.8%	27.6%	23.2%
偿债能力指标				
资产负债率	26.1%	24.6%	23.2%	21.6%
流动比率	2.6	3.2	3.6	4.1
速动比率	2.5	3.0	3.5	4.0
现金比率	1.1	1.3	2.3	2.5
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	0.6	0.6
固定资产周转率	6.5	9.4	12.8	17.1

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	370	1,098	1,401	1,726
少数股东损益	5	11	14	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	-647	346	-641
经营活动现金流	837	561	1,817	1,142
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	533	1,949	1,259

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 8 月 25 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	3,506	4,489	5,579
营业成本	147	193	247	307
毛利率%	94.3%	94.5%	94.5%	94.5%
营业税金及附加	33	42	54	67
营业税金率%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	1,409	1,753	2,244	2,789
营业费用率%	55.2%	50.0%	50.0%	50.0%
管理费用	132	140	180	223
管理费用率%	5.2%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	88	105	135	195
研发费用率%	3.4%	3.0%	3.0%	3.5%
EBIT	695	1,283	1,643	2,014
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	1,274	1,626	2,004
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	463	1,274	1,626	2,004
EBITDA	765	1,376	1,686	2,048
所得税	88	166	211	261
有效所得税率%	19.0%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	5	11	14	17
归属母公司所有者净利润	370	1,098	1,401	1,726

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,140	1,673	3,622	4,881
应收账款及应收票据	448	1,051	812	1,499
存货	100	140	185	227
其它流动资产	1,024	1,096	1,122	1,258
流动资产合计	2,712	3,960	5,741	7,864
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	5,245	6,988	9,073
短期借款	486	640	790	908
应付票据及应付账款	42	70	67	104
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	498	537	719	906
流动负债合计	1,026	1,248	1,577	1,918
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	1,290	1,619	1,960
实收资本	248	248	248	248
普通股股东权益	3,012	3,924	5,325	7,052
少数股东权益	19	30	44	62
负债和所有者权益合计	4,099	5,245	6,988	9,073

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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。