

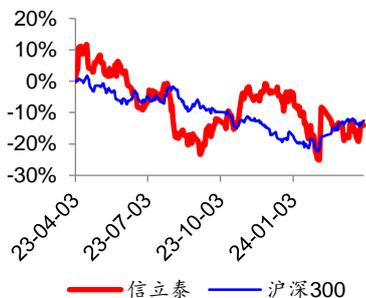
23FY 符合预期 Q4 恢复明显，创新转型出海进程兑现

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-4-1

收盘价（元）	32.23
近 12 个月最高/最低（元）	37.79/23.50
总股本（百万股）	1115
流通股本（百万股）	1115
流通股比例（%）	99.98
总市值（亿元）	324.5
流通市值（亿元）	321.8

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002
邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

- 【华安医药】信立泰（002294）首次覆盖报告：心血管代谢专科龙头，创新转型进入加速期 2023-04-20
- 【华安医药】公司点评信立泰（002294.SZ）：二季度业绩符合预期，创新转型静待开花 2023-09-04
- 【华安医药】公司点评信立泰（002294.SZ）：年底医保谈判将近，着眼长期创新稳步推进 2023-10-31

主要观点：

● 事件

2024 年 3 月 26 日，信立泰发布 2023 年年报，公司实现营业收入 33.65 亿元，同比-3.35%；归母净利润 5.80 亿元，同比-8.95%；扣非净利润 5.26 亿元，同比-4.73%。其中 23Q4，公司实现营业收入 9.09 亿元，同比-2.64%；归母净利润 1.01 亿元，同比+3.51%；扣非净利润 1.01 亿元，同比+18.52%，四季度扣非恢复明显。

● 点评

✓ 成本控制度过经营阵痛，集采降价影响陆续出清

报告期内，公司整体毛利率为 68.58%，同比-2.89 个百分点；期间费用率 49.25%，同比-1.30 个百分点；其中销售费用率 30.18%，同比-1.25 个百分点；管理费用率 8.52%，同比+1.7 个百分点；财务费用率-1.60%，同比+1.43 个百分点；研发费用率 12.16%，同比-3.17 个百分点。报告期内影响总体业绩的主要因素为氯吡格雷片（泰嘉®）的业绩下滑，泰嘉在集采期满后参与地方续标，中标后单价下降，此外受到天津、福建地区续约未中标的影响，收入及利润贡献下降。

✓ 新产品医保准入新动能，老产品续约企稳增长可期

随着公司落实推进仿创转型，公司创新药收入占比逐渐增加，信立坦®增长成为公司营收最大单品，23 年成功完成医保续约，本次谈判协议到期后，信立坦将会被列入医保药品常规目录乙类范围管理，不再另行谈判，未来将维持价格稳定；欣复泰 Pro®（特立帕肽水针）上市后已替代粉针成为主要销售剂型，报告期内，欣复泰（粉针及水针）收入放量增长，最新医院渠道滚动数据显示，欣复泰占据了特立帕肽市场 70% 以上的 PTD（病人治疗天数）份额；器械产品方面，“腔静脉滤器系统”（SaExten®）获批上市并已经开始销售，公司介入领域的器械产品线进一步丰富。

今年上半年公司肾性缺血新药恩那度司他（恩那罗®）获批上市，为国产首个 HIF-PHI 口服药，在 23 年成功通过国家医保谈判，今年为医保内首年，有望实现快速增长。

✓ 心血管代谢全面布局，积极推进创新出海发展

研发方面，公司优化研发流程，实现降本增效，2023 年研发费用总额为 4.09 亿元，同比-23.34%。申报方面，公司多个产品处于 NDA 或 III 期临床阶段。SAL0107、SAL067（苯甲酸福格列汀）、S086（高血压适应症）、SAL0108 均已申报 NDA，正在 CDE 审核阶段。临床阶段，SAL056（长效特立帕肽）完成 III 期临床试验阶段并已锁库；S086（慢性心衰适应症）正在 III 期临床试验的患者入组阶

段；SAL003（重组全人源抗 PCSK9 单克隆抗体注射液）完成 III 期临床试验的首例患者入组，进展顺利。S086/苯磺酸氨氯地平复方制剂（SAL0130）正在开展联合给药的 III 期临床。

海外方面，中美双报的创新生物药 JK07（SAL007）已获批可以在美国开展 II 期临床试验（HFREF 和 HFpEF 适应症），将于 2024 年上半年正式启动 II 期临床患者入组，公司计划在美国、中国、加拿大等地开展国际多中心 MRCT 临床试验。JK08（重组人 IL15-IL15R α -抗 CTLA-4 抗体融合蛋白）正在欧洲开展 I/II 期临床试验，并进行第七组患者的入组，并取得与帕博利珠单抗联合治疗的启动批准。JK06 预计将于 2024 年下半年正式启动 I 期临床患者入组。后续早期临床管线中，不乏有望开展海外临床的产品，有望继续推动公司国际化进程。

● 投资建议

考虑到公司目前的经营现状，我们下调盈利预测，预计公司 2024~2026 年收入分别 40.5/47.1/53.1 亿元（2024~2025 年前值为 48.4/58.6 亿元），分别同比增长 20.4%/16.2%/12.8%，2024~2026 年归母净利润分别为 7.0/8.3/9.4 亿元（2024~2025 年前值为 8.5/10.7 亿元），分别同比增长 20.2%/18.7%/13.5%，对应估值为 47X/39X/35X。我们看好公司创新转型带来的收入结构重塑，在心血管领域的多年耕耘，老产品医保及集采降价即将触底，维持“买入”评级。

● 风险提示

新药研发失败风险：医药行业创新研发投入高、周期性长，风险大，研发需承担相应的失败风险；

审批准入不及预期风险：公司药品及器械申报临床及注册等环节可能面临审批进度不及预期的风险；公司产品进入医保获集采可能会面临丢标等风险；

行业政策风险：国家带量采购政策的全面实施，一系列政策趋势或将影响药品招标价格。市场竞争较大的创新药品种或面临医保谈判降价幅度超预期的风险，或面临集中采购降价幅度超预期的风险；

成本上升风险：原材料成本、人力资源成本以及环保成本均呈现刚性上涨趋势，给公司的成本控制带来持续压力；

销售浮动风险：市场竞品及未来上市新药可能对产品销售造成一定影响，导致销售不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3365	4052	4710	5313
收入同比 (%)	-3.4%	20.4%	16.2%	12.8%
归属母公司净利润	580	697	827	939
净利润同比 (%)	-9.0%	20.2%	18.7%	13.5%
毛利率 (%)	68.6%	71.8%	72.8%	73.7%
ROE (%)	7.2%	8.0%	8.7%	9.0%
每股收益 (元)	0.52	0.63	0.74	0.84
P/E	62.81	46.55	39.23	34.57
P/B	4.54	3.72	3.40	3.10
EV/EBITDA	34.86	29.74	25.22	22.67

资料来源: Wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3313	3348	3976	4927	营业收入	3365	4052	4710	5313
现金	1322	1519	2451	3262	营业成本	1058	1141	1282	1399
应收账款	467	428	394	354	营业税金及附加	44	53	67	81
其他应收款	21	0	0	0	销售费用	1016	1291	1503	1737
预付账款	26	0	0	0	管理费用	287	286	367	402
存货	491	493	223	403	财务费用	-54	-38	-44	-72
其他流动资产	986	908	908	908	资产减值损失	-59	-14	-3	-5
非流动资产	6083	6129	6188	6264	公允价值变动收益	8	0	0	0
长期投资	291	270	260	248	投资净收益	12	60	49	54
固定资产	1402	1397	1357	1319	营业利润	656	790	940	1063
无形资产	1318	1434	1596	1774	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	3072	3028	2975	2924	营业外支出	16	0	0	0
资产总计	9397	9477	10164	11192	利润总额	642	790	940	1063
流动负债	815	199	58	147	所得税	61	93	113	124
短期借款	40	40	40	40	净利润	581	697	827	939
应付账款	156	112	-29	61	少数股东损益	1	0	0	0
其他流动负债	619	46	46	46	归属母公司净利润	580	697	827	939
非流动负债	526	526	526	526	EBITDA	1008	1042	1192	1290
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.52	0.63	0.74	0.84
其他非流动负债	526	526	526	526					
负债合计	1341	725	584	673					
少数股东权益	36	36	36	36					
股本	1115	1115	1115	1115					
资本公积	1900	1900	1900	1900					
留存收益	5004	5701	6528	7467					
归属母公司股东	8019	8716	9543	10482					
负债和股东权益	9397	9477	10164	11192					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	839	546	1301	1201
净利润	581	697	827	939
折旧摊销	375	341	347	353
财务费用	17	2	2	2
投资损失	-12	-60	-49	-54
营运资金变动	-164	-445	173	-42
其他经营现金流	787	1153	655	983
投资活动现金流	-1371	-348	-366	-388
资本支出	-670	-416	-412	-443
长期投资	-731	9	-3	1
其他投资现金流	30	60	49	54
筹资活动现金流	-706	-2	-2	-2
短期借款	-137	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	35	0	0	0
其他筹资现金流	-603	-2	-2	-2
现金净增加额	-1233	197	932	811

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-3.4%	20.4%	16.2%	12.8%
营业利润	-9.8%	20.5%	18.9%	13.1%
归属于母公司净利	-9.0%	20.2%	18.7%	13.5%
获利能力				
毛利率 (%)	68.6%	71.8%	72.8%	73.7%
净利率 (%)	17.2%	17.2%	17.6%	17.7%
ROE (%)	7.2%	8.0%	8.7%	9.0%
ROIC (%)	7.1%	7.0%	7.7%	7.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	14.3%	7.6%	5.7%	6.0%
净负债比率 (%)	16.7%	8.3%	6.1%	6.4%
流动比率	4.06	16.85	68.58	33.52
速动比率	2.55	10.73	52.28	25.87
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.43	0.48	0.50
应收账款周转率	6.96	9.07	11.53	14.30
应付账款周转率	6.18	8.50	30.61	87.38
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.63	0.74	0.84
每股经营现金流	0.75	0.49	1.17	1.08
每股净资产	7.19	7.82	8.56	9.40
估值比率				
P/E	62.81	46.55	39.23	34.57
P/B	4.54	3.72	3.40	3.10
EV/EBITDA	34.86	29.74	25.22	22.67

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所测算

分析师简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。