

## 买入

2024年6月14日

### 创新药占比将逐年增长，未来收入增速有望提升

► **23年调整后归母净利润+1.5%至25.9亿元**：公司23年收入+0.7%至262亿元，其中肿瘤药收入占比33.6%，肝病占比14.6%，呼吸占比11.3%，外科/镇痛占比14.3%，心脑血管占比10.5%，其他占比15.7%。其中创新药收入同比增长13.3%至98.9亿元，占比37.8%，集团年收入5亿元以上的仿制药产品（剔除独家产品）均已纳入集采范围，集采风险已基本出清。公司毛利率同比下降1.8个百分点至81.0%，公司研发开支47亿元，占收入比18%，其中44亿元计入当期损益表，占收入比提升0.8个百分点至16.8%。销售和行政费率分别下降2.6和0.1个百分点至35.1%和7.2%。综上所述，公司年度溢利同比上升1.9%至51.0亿元，其中归母净利润下降8.3%至23.3亿元，调整后归母净利润+1.5%至25.9亿元。23年公司经营性现金流同比-3%至60.7亿元，资金储备达211亿元，其中净现金92.7亿元。公司员工2.6万人，其中1.3万名销售，公司生物反应器生产总规模达到4.2万升。

► **产品管线中创新产品占比逐年提升**：23年公司创新产品包括天晴甘美、氟比洛芬凝胶贴、安罗替尼、派安普利单抗（PD-1）、阿达木单抗、艾贝格司亭α注射液（三代长效rhG-CSF）、利马前列素片、贝伐珠单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗和重组人凝血因子VIIa，预计24年上市的创新产品有贝莫苏拜单抗（PD-L1，联合安罗替尼治疗一线小细胞肺癌的中位无进展生存期mPFS 6.9个月，中位总生存期mOS 19.3个月，是目前已公布数据中mPFS和mOS最长的治疗方案，已获批；3线子宫内癌/一线肾癌已提交NDA），TQ-B3139（ALK/c-Met，治疗ALK阳性非小细胞肺癌，有望成为中国第三款获批上市的国产ALK抑制剂），富马酸安奈克替尼胶囊（ROS1/ALK/c-Met，首个获批用于治疗ROS1阳性非小细胞肺癌国产靶向药，非小细胞肺癌中ROS1基因突变的发生率为1%-2%），利拉鲁肽。25年预计上市的创新产品有：TQB3616（CDK2/4/6，预计24年提交2线乳腺癌、25年提交1线乳腺癌，26年提交乳腺癌辅助治疗适应症），D-1553（KRAS G12C，2线非小细胞肺癌上市申请获受理，2线胰腺导管腺癌和3线结直肠癌纳入突破性治疗药物，中国主要KRAS G12C突变癌种的发病人数为5.1万人），帕妥珠单抗（有望成为首家国产生物类似药上市）。未来公司创新产品占比将逐年提升，预计25年将占公司收入的47%。公司子公司invoX的FS222（CD137/PD-L1）的一期数据优秀，是目前看到的PD-1经治黑色素瘤的最好数据，初步展示其四价mAb<sup>2</sup>®双特异性抗体的平台价值。另其软雾吸入平台（全球第二家）具有高效肺部药物递送、分布均匀和使用友好等特点，也具有较大的进一步开发和BD前景。

► **目标价3.25港元，买入评级**：24年2月公司以18.2亿元的价格出售正大青岛67%的股份以进一步聚焦四大治疗领域：肿瘤、肝病、呼吸和外科镇痛。我们认为随着公司创新药和生物类似药的获批上市，公司收入增速将会提升，加入我们测算的公司管线价值，我们采用DCF给予公司估值（wacc10%，永续增长2%），得出目标价3.25港元，对应2024年21.7倍市盈率，较现价有15.6%的上升空间，维持买入评级。

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

高小迪

852-25321960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk

### 主要资料

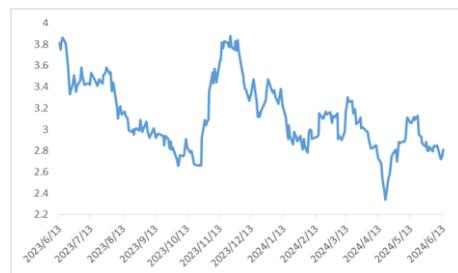
行业	医药
股价	2.81 港元
目标价	3.25 港元 (+15.6%)
股票代码	1177
已发行股本	187.91 亿股
市值	528.03 亿港元
52周高/低	3.86 港元/2.26 港元
每股净现值	1.74 港元
主要股东	谢氏家族 (48.14%)

### 盈利摘要

截至12月31日财政年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	26,026	26,199	28,926	32,220	35,828
变动%	-3.1%	0.7%	10.4%	11.4%	11.2%
归母净利润 (百万人民币)	2,544	2,332	2,581	2,869	3,187
变动%	-82.6%	-8.3%	10.7%	11.2%	11.1%
每股基本盈利 (人民币分)	13.66	12.59	13.93	15.49	17.20
变动%	-82.4%	-7.8%	10.6%	11.2%	11.1%
市盈率@2.81港元 (倍)	19.1	20.7	18.7	16.9	15.2
每股派息 (港仙)	12.6	5.0	5.1	5.7	6.3
息率	4.5%	1.8%	1.8%	2.0%	2.2%

数据源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



数据源：彭博

# 主要财务报表

## 损益表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入	26,026,164	26,199,409	28,926,134	32,219,868	35,827,895
毛利	21,538,548	21,209,532	23,430,168	26,098,093	29,020,595
销售及管理费用	-11,708,780	-11,066,635	-12,044,847	-13,374,473	-14,825,589
其他费用	-4,463,322	-4,703,660	-5,264,556	-5,864,016	-6,520,677
营运收入	5,366,446	5,439,237	6,120,765	6,859,604	7,674,329
其他净收入	-258,733	-142,816	-142,816	-142,816	-142,816
应占联营公司盈利	-152,976	-525,710	0	0	0
财务开支	-429,494	-495,237	-495,237	-495,237	-495,237
税前盈利	4,525,243	4,275,474	5,482,712	6,221,551	7,036,276
所得税	-696,716	-797,267	-975,180	-1,084,064	-1,204,131
年度盈利	3,828,527	3,478,207	4,507,532	5,137,487	5,832,145
经调整归母净利润	2,549,384	2,588,783	2,581,065	2,869,255	3,187,044
折旧及摊销	-908,866	-982,624	-1,110,334	-1,221,084	-1,326,127
EBITDA	4,045,871	3,788,087	5,425,889	6,117,547	6,896,864
增长					
总收入 (%)	-3.1%	0.7%	10.4%	11.4%	11.2%
EBITDA (%)	-76.7%	-6.4%	43.2%	12.7%	12.7%

## 资产负债表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
现金	12,066,217	9,451,878	15,970,304	20,628,066	26,131,945
应收账款	4,638,396	4,510,195	5,151,229	5,737,785	6,380,310
存货	2,328,844	1,993,472	2,258,616	2,515,798	2,797,521
其他流动资产	6,901,448	6,937,280	5,119,465	5,326,454	5,553,195
总流动资产	25,934,905	22,892,825	28,618,489	34,340,513	41,010,209
固定资产	7,759,592	8,080,907	8,564,602	8,880,978	9,038,401
无形资产	1,914,450	2,908,961	3,167,908	3,411,115	3,639,537
其他非流动资产	28,455,337	28,809,420	28,809,420	28,809,420	28,809,420
总资产	64,064,284	62,692,113	69,160,419	75,442,025	82,497,566
应付帐款	1,637,351	1,334,703	1,656,318	1,844,918	2,051,515
短期借款	6,217,153	11,135,940	11,135,940	11,135,940	11,135,940
其他短期负债	8,703,595	9,885,078	10,852,824	11,917,345	13,088,317
总短期负债	16,558,099	22,355,721	23,645,082	24,898,203	26,275,772
长期借款	831,791	781,543	781,543	781,543	781,543
其他长期负债	5,138,268	2,046,548	2,046,548	2,046,548	2,046,548
总负债	22,528,158	25,183,812	26,473,173	27,726,294	29,103,863
股东权益	37,943,548	38,169,953	43,037,598	48,448,741	54,459,204
每股账面值	2.04	2.06	2.32	2.61	2.94
营运资金	9,376,806	537,104	4,886,232	9,345,209	14,626,462

数据源: 公司资料, 第一上海预测

## 财务分析

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
盈利能力					
毛利率 (%)	82.8%	81.0%	81.0%	81.0%	81.0%
EBITDA 利率 (%)	15.5%	14.5%	18.8%	19.0%	19.2%
净利率 (%)	14.7%	13.3%	15.6%	15.9%	16.3%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	45.0%	42.2%	41.6%	41.5%	41.4%
实际税率 (%)	15.4%	18.6%	17.8%	17.4%	17.1%
股息支付率 (%)	75.8%	32.2%	30.0%	30.0%	30.0%
应付账款天数	201.9	149.6	110.0	110.0	110.0
应收账款天数	111.4	107.8	65.0	65.0	65.0
财务状况					
负债/权益	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
收入/总资产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
总资产/股本	3.4	3.4	3.7	4.1	4.5
盈利对利息倍数	11.5	9.6	12.1	13.6	15.2

## 现金流量表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
税前利润	5,214,869	5,409,906	6,617,144	7,355,983	8,170,708
营运资金变化	-195,595	-430,514	2,173,811	172,488	193,684
其他经营性现金流变化	1,574,231	1,310,743	691,308	811,657	926,300
所得税	-892,085	-746,568	-947,993	-1,054,158	-1,171,235
<b>营运现金流</b>	5,701,420	5,543,567	7,995,444	6,827,327	7,717,517
资本开支	-1,243,325	-1,067,823	-1,446,198	-1,373,888	-1,305,194
其他投资活动	-2,818,902	310,848	267,069	-406,778	-406,778
<b>投资活动现金流</b>	-4,062,227	-756,975	-1,179,129	-1,780,666	-1,711,972
负债变化	-86,134	-41,691	0	0	0
股本变化	-867,613	-459,914	0	0	0
负债变化	2,721,220	1,909,892	0	0	0
股息	#REF!	-632,669	-774,320	-860,776	-956,113
其他融资活动	-1,244,672	-480,825	495,237	495,237	495,237
<b>融资活动现金流</b>	-3,186,390	-6,548,990	-367,489	-451,349	-556,286
现金变化	-1,547,197	-1,762,398	6,518,426	4,657,762	5,503,880
汇率影响	47,322	90,524	-	-	-
期初持有现金	772,488	-727,387	-2,399,261	4,119,165	8,776,927
期末持有现金	-727,387	-2,399,261	4,119,165	8,776,927	14,280,806

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。