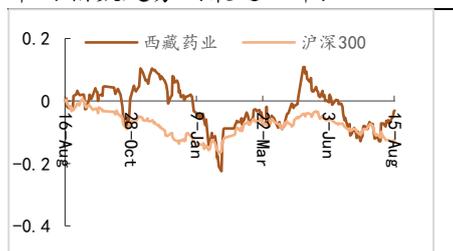


评级： 买入

王斌
首席分析师
SAC 执证编号: S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152643

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	35.30
一年内最高/最低价 (元)	41.74/26.39
市盈率 (当前)	13.74
市净率 (当前)	3.00
总股本 (亿股)	3.22
总市值 (亿元)	113.78

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 西藏药业: 业绩符合预期, 新活素快速放量
- 西藏药业: 核心产品新活素高速增长, 打造丰富心衰用药产品线

核心观点

- **事件:** 公司发布 2024 年半年报, 实现营业收入为 16.15 亿元 (-11.29%), 归属于上市公司股东的净利润为 6.23 亿元 (+4.57%), 扣非归母净利润为 5.24 亿元 (-9.85%)。
- **医保支付价调整等因素影响新活素上半年表现, 全年仍有望维持平稳增长。** 2024 年上半年, 公司核心产品新活素销量为 418.37 万支, 收入为 14.50 亿元 (-13.93%), 主要是由于 2023 年初由于疫情后遗症导致心衰患者增加, 新活素市场需求加大, 同时从 2024 年 1 月 1 日起医保价格下降 4.5%, 导致销售收入同比下降。分季度来看, 2024 年 2 季度公司收入为 9.10 亿元 (-0.31%), 扣非归母净利润为 2.89 亿元 (+0.2%), 在高基数之上出现企稳, 与 2024 年 1 季度环比改善明显。新活素作为治疗急性心衰的基因工程药物, 能快速改善心衰患者的心衰症状和体征, 提高患者的生存质量, 并降低患者的心衰住院治疗费用和缩短住院时间, 临床价值突出, 我们预计全年仍有望保持平稳增长。
- **产能扩充稳步推进, 二线品种保持较快增长。** 新活素产能扩充稳步推进, 扩建工程正式投产后, 年产能将达到 1500 万支, 目前制剂车间已通过 GMP 符合性检查, 并已取得 GMP 符合性检查告知书, 目前正在等待注册审批, 未来投产后将有效满足市场需求。2024 年上半年, 公司其余产品 (包括诺迪康、雪山金罗汉止痛涂膜剂、十味蒂达胶囊、小儿双清颗粒) 本期销售收入 11039.95 万元, 同比增长 50.93%, 二线品种持续发力。
- **盈利预测和估值。** 我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 34.43 亿元、39.42 亿元和 42.58 亿元, 同比增速分别为 9.8%、14.5%和 8.0%; 归母净利润分别为 10.55 亿元、12.24 亿元和 13.40 亿元, 同比增速分别为 31.8%、15.9%和 9.6%, 以 8 月 15 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 8.3 倍、7.1 倍和 6.5 倍, 维持“买入”评级。

- **风险提示:** 产品利润率下滑; 新活素销售不及预期; 资产减值。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	31.34	34.43	39.42	42.58
营收增速 (%)	22.7%	9.8%	14.5%	8.0%
归母净利润 (亿元)	8.01	10.55	12.24	13.4
归母净利润增速 (%)	116.6%	31.8%	15.9%	9.6%
EPS (元/股)	3.23	4.26	4.93	5.41
PE	10.9	8.3	7.2	6.5

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,403	4,016	4,952	6,080	经营活动现金流	1,063	959	728	1,581
现金	1,860	2,446	2,804	4,109	净利润	801	1,055	1,224	1,341
应收账款	651	608	1,114	865	折旧摊销	69	65	67	69
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	-19	-45	-34	-33
预付账款	14	10	13	14	投资损失	-40	-27	-27	-27
存货	111	64	63	73	营运资金变动	290	-144	-577	258
其他	751	816	902	976	其它	-47	45	63	-40
非流动资产	1,184	1,204	1,373	1,484	投资活动现金流	-832	-145	-115	-44
长期投资	93	0	0	-100	资本支出	85	-124	-266	0
固定资产	538	593	645	842	长期投资	17	93	0	0
无形资产	202	187	164	148	其他	-684	-934	-114	151
其他	156	209	179	179	筹资活动现金流	-484	-228	-255	-231
资产总计	4,587	5,220	6,325	7,564	短期借款	14	0	0	0
流动负债	1,184	886	1,061	1,258	长期借款	0	0	0	0
短期借款	500	500	500	500	其他	-4	216	387	0
应付账款	39	43	58	55	现金净增加额	-252	586	358	1306
其他	495	495	495	495	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
非流动负债	29	38	38	37	成长能力				
长期借款	0	0	0	0	营业收入	22.7%	9.8%	14.5%	8.0%
其他	29	38	38	37	营业利润	93.5%	34.1%	15.7%	9.2%
负债合计	1,213	924	1,099	1,295	归属母公司净利润	116.6%	31.8%	15.9%	9.6%
少数股东权益	29	40	52	66	获利能力				
归属母公司股东权益	3,345	4,256	5,174	6,203	毛利率	95.1%	95.2%	95.3%	95.4%
负债和股东权益	4,587	5,220	6,325	7,564	净利率	25.9%	31.0%	31.4%	31.8%
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	ROE	23.7%	24.6%	23.4%	21.4%
营业收入	3,134	3,443	3,942	4,258	ROIC	24.8%	27.2%	25.5%	22.5%
营业成本	155	167	186	197	偿债能力				
营业税金及附加	38	41	48	52	资产负债率	26.5%	23.7%	20.7%	17.1%
营业费用	1,757	1,928	2,180	2,342	净负债比率	15.7%	12.5%	10.3%	8.6%
研发费用	17	34	39	43	流动比率	2.9	4.5	4.7	4.8
管理费用	124	134	150	158	速动比率	2.8	4.5	4.6	4.8
财务费用	-34	-45	-34	-33	营运能力				
资产减值损失	-194	-20	-20	-20	总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6
公允价值变动收益	-211	-3	-3	-3	应收账款周转率	5.7	5.5	4.6	4.3
投资净收益	40	30	30	30	应付账款周转率	3.8	4.1	3.7	3.5
营业利润	899	1,205	1,394	1,523	每股指标(元)				
营业外收入	3	3	3	3	每股收益	3.2	4.3	4.9	5.4
营业外支出	4	4	4	4	每股经营现金	6.3	3.0	2.3	0.0
利润总额	898	1,204	1,393	1,522	每股净资产	10.4	13.2	16.1	19.2
所得税	88	138	157	168	估值比率				
净利润	810	1,066	1,236	1,354	P/E	10.93	8.29	7.15	6.53
少数股东损益	9	11	12	14	P/B	2.62	2.06	1.69	1.41
归属母公司净利润	801	1,055	1,224	1,340					
EBITDA	934	1,225	1,427	1,558					
EPS (元)	3.23	4.26	4.93	5.41					

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现