



买入 (维持)

所属行业: 医药生物/生物制品
当前价格(元): 35.83

证券分析师

周新明

资格编号: S0120524060001

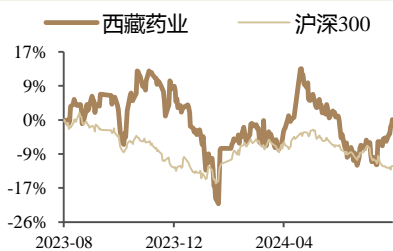
邮箱: zhouxm@tebon.com.cn

李乘阳

资格编号: S0120523080003

邮箱: lijy7@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.76	-0.83	-4.56
相对涨幅(%)	11.22	4.56	4.48

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《西藏药业(600211.SH): 新活素产能即将释放, 负面影响出清轻装出发》, 2024.4.2
- 《西藏药业(600211.SH): 短期业绩承压, 持续看好新活素未来高增长》, 2023.10.29
- 《西藏药业: 业绩符合预期, 新活素持续高增长》, 2023.8.27

股票数据

总股本(百万股):	322.32
流通A股(百万股):	322.32
52周内股价区间(元):	28.23-40.40
总市值(百万元):	11,548.70
总资产(百万元):	5,335.75
每股净资产(元):	11.76

资料来源: 公司公告

西藏药业(600211.SH): 上半年业绩稳健符合预期, 继续大比例现金分红

投资要点

- 业绩:** 公司发布2024年中报, 2024年上半年营业总收入16.15亿元, 同比下降11.29%, 归母净利润6.23亿元, 同比上升4.57%, 扣非归母净利润5.24亿元, 同比下降9.85%。按单季度数据看, Q2营业总收入9.1亿元, 同比下降0.31%, 归母净利润3.1亿元, 同比上升5.98%。
- 公司主要产品销售情况:** 新活素2024H1销量418.37万支, 销售收入14.5亿元, 同比下降13.93%, 主要原因是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年起医保价格下降4.5%, 共同影响销售收入同比下降; 依姆多销售收入5090.75万元, 同比下降15.17%; 其余产品销售收入1.1亿元, 同比增长50.93%。
- 分红方案:** 2024年半年度拟向全体股东每10股派9.67元(含税), 派现金额达到3.12亿元, 股利支付率为50.02%。

业绩有望恢复高增, 2024年利润指引10亿元左右

- 根据公司年报, 2024年对公司现有产品销售, 力争完成总收入34亿元, 总成本控制在24亿元以内, 实现净利润稳定增长。2016年公司以1.9亿美元收购了依姆多相关资产, 无形资产摊销年限为20年, 截止2024年6月30日, 该资产账面价值2126.65万美元, 减值风险已相对较小。
- 新活素产能扩建, 有望达到年产1500万支: 据公司中报, 新活素生产线的扩建工作顺利进行, 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, 预计该扩建工程正式投产后, 年产能将达到1500万支。

- 盈利预测:** 我们预计公司未来3年新活素有望继续保持增长, 24-26年营业收入为34.4\40.7\48.3亿元, 同比增长9.7%\18.4%\18.6%, 净利润为10.25\12.15\14.64亿元, 同比增长28%\18.6%\20.4%; 维持“买入”评级。

- 风险提示:** 临床开发风险、竞争格局恶化风险、销售不及预期风险等

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,555	3,134	3,438	4,070	4,828
(+/-)YOY(%)	19.5%	22.7%	9.7%	18.4%	18.6%
净利润(百万元)	370	801	1,025	1,215	1,464
(+/-)YOY(%)	77.0%	116.6%	28.0%	18.6%	20.4%
全面摊薄EPS(元)	1.15	2.48	3.18	3.77	4.54
毛利率(%)	94.3%	95.1%	94.5%	94.5%	95.0%
净资产收益率(%)	12.3%	23.9%	27.3%	28.7%	30.3%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1: 新活素需求量测算

2017年-心衰流行病学数据			
心衰患病率			1.1%
2017年25岁以上人群心衰患者数 (万人)			1210
2017年-心衰住院次数计算			
心衰住院患者人数 (万人)		339	
	住院比例	住院人次 (万次)	合计住院人次 (万次)
1次住院比例	40.2%	136	
2次住院比例	19.3%	131	678
3次住院比例	40.5%	411	
新活素销量空间测算			
慢性患者急性发作或新发急性患者人数占比		急性心衰住院总次数 (万次)	
		80%	85% 90%
人数 (万人)		543	577 611
新活素平均每次治疗使用支数 (万支)	4	1954	2076 2198
	5	2442	2595 2748

资料来源:《新活素:老品种、新认识-市场关注核心问题探讨》,《中国心力衰竭诊断和治疗指南 2018》,《中国心衰中心工作报告 (2021)》等,德邦研究所测算

表 1: 西藏药业 2024 年 H1 财务表现

科目	本期数(亿元)	上年同期数(亿元)	变动比例 (%)
营业收入	16.15	18.20	-11.29
营业成本	0.70	0.76	-9.12
销售费用	9.07	10.21	-11.15
管理费用	0.54	0.54	-0.82
财务费用	-0.36	-0.13	不适用
研发费用	0.11	0.08	34.45
经营活动产生的现金流量净额	5.95	5.45	9.15
投资活动产生的现金流量净额	-2.18	-5.23	不适用
筹资活动产生的现金流量净额	0.61	-0.47	不适用

资料来源:公司 2024 年中报、德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	3.23	3.18	3.77	4.54
每股净资产	13.49	11.65	13.15	14.97
每股经营现金流	4.29	2.82	3.68	4.26
每股股利	1.94	1.93	2.26	2.73
价值评估(倍)				
P/E	15.11	11.27	9.50	7.89
P/B	3.62	3.08	2.72	2.39
P/S	2.83	3.36	2.84	2.39
EV/EBITDA	8.30	7.88	6.38	5.05
股息率%	4.0%	5.4%	6.3%	7.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	95.1%	94.5%	94.5%	95.0%
净利润率	25.9%	30.2%	30.2%	30.7%
净资产收益率	23.9%	27.3%	28.7%	30.3%
资产回报率	17.5%	22.3%	24.2%	25.8%
投资回报率	28.5%	25.4%	27.9%	29.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	22.7%	9.7%	18.4%	18.6%
EBIT 增长率	76.4%	-2.6%	18.4%	20.3%
净利润增长率	116.6%	28.0%	18.6%	20.4%
偿债能力指标				
资产负债率	26.5%	17.6%	14.3%	13.8%
流动比率	2.9	4.4	5.7	6.2
速动比率	2.7	4.2	5.4	5.9
现金比率	1.6	2.4	3.1	3.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	63.0	69.1	64.6	64.5
存货周转天数	245.3	231.1	230.6	240.9
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9
固定资产周转率	6.7	6.7	8.6	11.2

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	801	1,025	1,215	1,464
少数股东损益	9	12	14	17
非现金支出	263	63	63	63
非经营收益	95	-26	-17	-24
营运资金变动	-105	-166	-88	-147
经营活动现金流	1,063	908	1,188	1,373
资产	-21	0	0	0
投资	-829	0	0	0
其他	19	12	20	24
投资活动现金流	-832	12	20	24
债权募资	14	-300	-199	0
股权募资	2	0	0	0
其他	-500	-624	-732	-878
融资活动现金流	-484	-924	-931	-878
现金净流量	-245	-3	277	519

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 16 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,134	3,438	4,070	4,828
营业成本	155	189	224	241
毛利率%	95.1%	94.5%	94.5%	95.0%
营业税金及附加	38	41	49	58
营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	1,757	1,891	2,239	2,655
营业费用率%	56.1%	55.0%	55.0%	55.0%
管理费用	124	138	163	193
管理费用率%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	17	21	24	29
研发费用率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
EBIT	1,225	1,193	1,412	1,699
财务费用	-34	-27	-34	-43
财务费用率%	-1.1%	-0.8%	-0.8%	-0.9%
资产减值损失	-194	0	0	0
投资收益	40	17	20	24
营业利润	899	1,220	1,446	1,742
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	898	1,220	1,446	1,742
EBITDA	1,294	1,256	1,475	1,763
所得税	88	183	217	261
有效所得税率%	9.8%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	9	12	14	17
归属母公司所有者净利润	801	1,025	1,215	1,464

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,860	1,856	2,133	2,652
应收账款及应收票据	667	686	812	963
存货	111	131	155	168
其它流动资产	765	785	829	879
流动资产合计	3,403	3,459	3,929	4,661
长期股权投资	93	93	93	93
固定资产	538	496	453	410
在建工程	61	55	49	44
无形资产	202	187	172	157
非流动资产合计	1,184	1,146	1,083	1,020
资产总计	4,587	4,605	5,012	5,681
短期借款	500	200	1	1
应付票据及应付账款	39	47	56	60
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	645	531	628	690
流动负债合计	1,184	778	685	752
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	29	32	32	32
非流动负债合计	29	32	32	32
负债总计	1,214	810	717	784
实收资本	248	322	322	322
普通股股东权益	3,345	3,754	4,240	4,825
少数股东权益	29	41	55	72
负债和所有者权益合计	4,587	4,605	5,012	5,681

信息披露

分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济学专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

李霖阳 德邦证券研究所 医药行业分析师。研究方向：创新药。拥有三年二级医药行业研究经验，曾任职于中泰证券。所在团队获得 2023 年医药生物领域 卖方分析师 水晶球第二名，2023 年新浪财经金麒麟创新药行业菁英分析师第二名。

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范围包括证券投资咨询业务。