

2024年08月19日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

新活素医保降价温和，长期有望保持稳健增长

—西藏药业（600211.SH）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：胡博新 S1050522120002

hubx@cfsc.com.cn

分析师：吴景欢 S1050523070004

wujh2@cfsc.com.cn

基本数据

2024-08-19

当前股价（元）	35.98
总市值（亿元）	116
总股本（百万股）	322
流通股本（百万股）	322
52周价格范围（元）	31.7-53.09
日均成交额（百万元）	132.42

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

西藏药业股份公司发布 2024 年半年报：2024 年上半年实现营业收入 16.15 亿元，同比下降 11.29%；实现归母净利润 6.23 亿元，同比增长 4.57%；扣非归母净利润 5.24 亿元，同比下降 9.85%；经营活动现金流净额 5.95 亿元，同比增长 9.15%。

投资要点

■ 新活素医保降价温和，短期业绩承压，长期有望保持稳健增长

2024 年公司实现营业收入 16.15 亿元，同比下降 11.29%，主营产品新活素销售占上半年销售收入的 89.99%；依姆多上半年销售收入 5090.75 万元，同比下降 15.17%；其余产品销售收入 1.10 亿元，同比增长 50.93%。新活素作为国内独家产品，2024 年上半年销量 418.37 万支，销售收入 14.50 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 1 月 1 日起医保价格从 445 元（0.5mg/瓶）下调降至 424.98 元（0.5mg/支），降幅为 4.5%，两个原因共同影响本期销售收入同比下降。

分季度看，2024Q1 营收 7.04 亿元，2024Q2 营收 9.10 亿元，环比增长 29.29%，提示二季度新活素销售有改善向好趋势。新活素在三甲医院基本覆盖，公司同时也在持续推进新活素在二级渠道的下沉、科室的拓展以及围手术期心功能保护学术理念的打造，有助于进一步提升新活素的渗透率。因此，我们认为新活素长期有望保持稳健增长态势。

■ 销售费用等随营收同步下降

2024 年上半年，公司营业成本 0.70 亿元，同比下降 9.12%；管理费用 0.54 亿元，同比下降 0.82%；销售费用 9.07 亿元，同比下降 11.15%，主要原因系新活素销售下降以及依姆多销量下降，以及对应的市场推广费减少影响所致。

■ 加大研发投入，新活素产能扩建即将完成

2024 年上半年，公司研发费用 1052 万元，同比增长 34.45%。同时，为满足市场需求，2021 年公司全资子公司成

都诺迪康生物制药有限公司启动了对新活素生产线的扩建工作，预计该扩建工程正式投产后，年产能将达到 1500 万支。至 2024 年上半年，该制剂车间已通过 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。

■ 盈利预测

我们预测公司 2024-2026 年收入分别为 34.30、39.12、42.85 亿元，归母净利润分别为 10.70、12.20、13.38 亿元，EPS 分别为 3.32、3.79、4.15 元，当前股价对应 PE 分别为 10.8、9.5、8.7 倍。新活素治疗急性心衰，能快速改善心衰患者的心衰症状和体征，临床价值高。新活素也是国内独家品种，填补了国内治疗急性心衰的基因工程药物的空白。公司新活素技术在国际领先，在国内有先发优势，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

产品销售推广不及预期；产品竞争加剧；研发进展不及预期；行业政策、集采等不确定性风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入（百万元）	3,134	3,430	3,912	4,285
增长率（%）	22.7%	9.4%	14.0%	9.5%
归母净利润（百万元）	801	1,070	1,220	1,338
增长率（%）	116.6%	33.6%	14.1%	9.6%
摊薄每股收益（元）	3.23	3.32	3.79	4.15
ROE（%）	23.7%	27.3%	26.8%	25.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:					营业收入	3,134	3,430	3,912	4,285
现金及现金等价物	1,860	2,252	2,757	3,356	营业成本	155	164	185	201
应收款	678	846	965	1,057	营业税金及附加	38	41	47	51
存货	111	113	127	138	销售费用	1,757	1,924	2,132	2,335
其他流动资产	753	776	813	841	管理费用	124	137	156	171
流动资产合计	3,403	3,987	4,662	5,392	财务费用	-34	-19	-26	-35
非流动资产:					研发费用	17	29	31	34
金融类资产	515	515	515	515	费用合计	1,865	2,072	2,294	2,506
固定资产	538	502	468	437	资产减值损失	-194	-21	-20	-20
在建工程	61	71	81	91	公允价值变动	-211	-3	-3	-3
无形资产	202	181	159	139	投资收益	40	40	40	40
长期股权投资	93	93	93	93	营业利润	899	1,275	1,454	1,594
其他非流动资产	291	291	291	291	加:营业外收入	3	3	3	3
非流动资产合计	1,184	1,137	1,092	1,051	减:营业外支出	4	4	4	4
资产总计	4,587	5,124	5,754	6,443	利润总额	898	1,274	1,453	1,593
流动负债:					所得税费用	88	191	218	239
短期借款	500	500	500	500	净利润	810	1,083	1,235	1,354
应付账款、票据	39	28	32	35	少数股东损益	9	13	15	16
其他流动负债	636	636	636	636	归母净利润	801	1,070	1,220	1,338
流动负债合计	1,184	1,173	1,178	1,182					
非流动负债:					主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	29	29	29	29	营业收入增长率	22.7%	9.4%	14.0%	9.5%
非流动负债合计	29	29	29	29	归母净利润增长率	116.6%	33.6%	14.1%	9.6%
负债合计	1,214	1,203	1,207	1,211	盈利能力				
所有者权益					毛利率	95.1%	95.2%	95.3%	95.3%
股本	248	322	322	322	四项费用/营收	59.5%	60.4%	58.6%	58.5%
股东权益	3,374	3,921	4,546	5,232	净利率	25.9%	31.6%	31.6%	31.6%
负债和所有者权益	4,587	5,124	5,754	6,443	ROE	23.7%	27.3%	26.8%	25.6%
					偿债能力				
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	26.5%	23.5%	21.0%	18.8%
净利润	810	1083	1235	1354	营运能力				
少数股东权益	9	13	15	16	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
折旧摊销	68	49	46	42	应收账款周转率	4.6	4.1	4.1	4.1
公允价值变动	-211	-3	-3	-3	存货周转率	1.4	1.8	1.8	1.8
营运资金变动	386	-203	-165	-128	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	1063	939	1127	1281	EPS	3.23	3.32	3.79	4.15
投资活动现金净流量	-832	26	23	21	P/E	11.1	10.8	9.5	8.7
筹资活动现金净流量	161	-535	-610	-669	P/S	2.8	3.4	3.0	2.7
现金流量净额	393	430	541	634	P/B	2.7	3.0	2.6	2.2

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 医药组介绍

胡博新：药学专业硕士，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

俞家宁：美国康奈尔大学硕士，2022 年 4 月加入华鑫证券研究所，从事医药行业研究。

谷文丽：中国农科院博士，2023 年加入华鑫证券研究所。

吴景欢：中国疾病预防控制中心博士、副研究员，研究方向为疫苗、血制品、创新药，7 年的生物类科研实体经验，3 年医药行业研究经验。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。