

医药	收盘价 港元 5.24	目标价 港元 10.00↓	潜在涨幅 +90.9%
----	----------------	------------------	----------------

2024年8月23日

先声药业 (2096 HK)

1H24 利润端复苏势头良好，维持买入评级

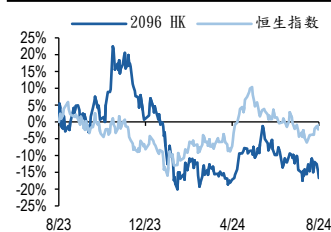
1H24 经调整净利润同比增长 36%，复苏势头符合我们的预期。我们预计，2024-26 年收入 CAGR 有望恢复至 14%，同时利润率持续改善，得益于先必新销售企稳回升、新品及次新品快速渗透目标市场。维持买入评级，下调目标价至 10.0 港元，对应未来 12 个月 91% 的潜在升幅。

- 1H24 利润端快速复苏：**1H24 收入同比下滑 7.9%，符合此前业绩预告区间，创新药收入同比下滑 8.7%，占总收入 70.7%。收入下滑主要原因有：1) 核心品种先必新受 DRG 医保支付改革影响，治疗 DOT 受限，同时上一轮医保降价尚有残余影响，但上半年新患数量增长近 20%，且未来谈判价格降幅应该有限；2) 推广服务收入下降，奥美沙坦酯氢氯噻嗪片进入集采，与第一三共的合作终止，同时受行业整治影响，恩沃利单抗销售不及预期；3) 疫情稳定后先诺欣销售收入下降。经调整净利润大幅增长 36%，得益于毛利率快速复苏（同比+3.3ppts，科赛拉地产化后生产成本降低）和研发费用率降低（同比-4.8ppts），销售费用率稳定在 37%。管理层展望：1) 全年收入将同比保持稳定或小幅增长，经调整净利润+30%以上；2) 毛利率未来将保持在 80%左右，研发费用率长期维持在 20%左右；3) 全年派息率稳定在 30-60%。我们基于 1H24 业绩表现下调公司经调整净利润预测，下调 DCF 目标价至 10.0 港元，维持买入评级。
- 新品种集中上市，业绩增长能见度高：**我们预计公司将逐步从过去两年的行业波动中复苏，2024-26 年收入/经调整净利润 CAGR 有望达到 14%/21%，主要驱动力来自：1) 先必新循证医学证据、指南推荐级别和医院覆盖不断加强，即将上市的舌下片有望进一步扩大治疗场景，公司继续维持针剂+舌下片 55 亿元销售峰值的指引；2) 科赛拉将全力冲击年底医保谈判，若谈判成功，我们预计年销售将快速爬升至 5 亿元以上；3) 未来 18 个月，公司还将上市苏维西塔单抗、达利雷生，合计销售峰值有望超 30 亿元；4) 经营杠杆效应放大，费用率持续改善。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	7.70
52周低位 (港元)	5.03
市值 (百万港元)	13,240.54
日均成交量 (百万)	1.98
年初至今变化 (%)	(22.14)
200天平均价 (港元)	5.51

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

盈利预测变动

百万人民币	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	6,786	7,783	-13%	7,878	9,372	-16%	8,831	10,474	-16%
毛利润	5,348	6,110	-12%	6,247	7,403	-16%	7,047	8,327	-15%
毛利率	78.8%	78.5%	0.3ppt	79.3%	79.0%	0.3ppt	79.8%	79.5%	0.3ppt
经调整归母净利润	931	1,013	-8%	1,098	1,307	-16%	1,367	1,627	-16%
经调整归母净利率	13.7%	13.0%	0.7ppt	13.9%	13.9%	0.0ppt	15.5%	15.5%	0.0ppt

资料来源: FactSet, 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

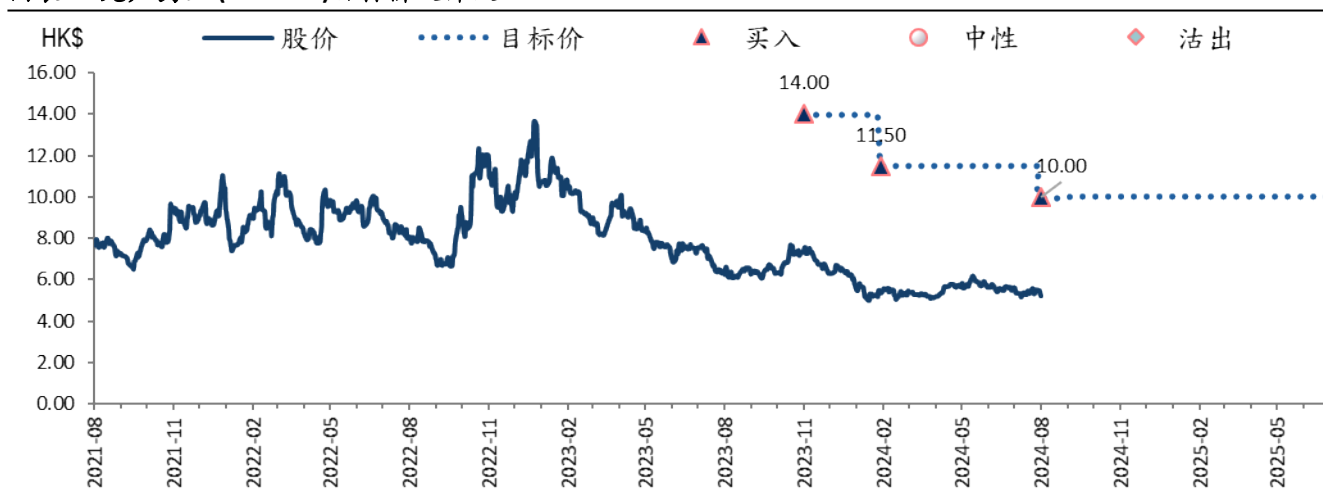
图表 1: 先声药业：DCF 估值模型

百万人民币	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	7,878	8,831	9,745	10,131	10,702	11,267	11,785	12,221	12,557
EBIT	1,271	1,590	1,919	2,126	2,265	2,395	2,518	2,627	2,716
EBIT*(1-t)	1,080	1,352	1,631	1,807	1,925	2,036	2,140	2,233	2,309
加：折旧摊销	308	207	221	236	250	266	281	296	310
减：营运资金增加/（减少）	-307	-357	-364	-218	-285	-295	-290	-271	-342
减：资本开支	-331	-347	-365	-383	-402	-422	-431	-439	-448
自由现金流	750	855	1,124	1,442	1,489	1,585	1,701	1,818	1,830
永续增长率	2%								
自由现金流现值	8,473								
终值现值	12,266								
企业价值	20,739								
净现金	2,389								
少数股东权益	2								
股权价值（百万人民币）	23,130								
股权价值（百万港元）	25,443								
股份数量（百万）	2,544								
每股价值（港元）	10.00								

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.1
股权成本	10.7%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	20.0%
有效税率	15.0%
WACC	9.4%

资料来源: 交银国际预测

图表 2: 先声药业 (2096 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9995 HK	荣昌生物	买入	12.50	24.00	92.0%	2024年08月19日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.20	28.75	135.7%	2024年08月12日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	56.46	76.00	34.6%	2024年08月12日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	120.80	156.00	29.1%	2024年08月08日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	28.35	40.40	42.5%	2024年08月01日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	19.38	41.00	111.6%	2024年05月17日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	43.95	48.00	9.2%	2024年05月17日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	33.10	72.00	117.5%	2024年05月17日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	47.70	70.00	46.8%	2024年03月19日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.54	4.40	715.6%	2023年08月28日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	2.41	7.40	206.9%	2023年11月16日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	18.56	44.00	137.1%	2024年08月21日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	10.40	12.30	18.3%	2024年08月22日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	19.80	49.00	147.5%	2024年03月28日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	85.89	93.30	8.6%	2024年07月18日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	47.62	33.10	-30.5%	2024年07月18日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	5.24	10.00	90.9%	2024年08月23日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	3.21	4.80	49.6%	2024年07月11日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	32.37	40.00	23.6%	2024年04月29日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	7.79	14.00	79.8%	2024年04月01日	制药
1093 HK	石药集团	中性	4.86	6.30	29.7%	2024年08月22日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	43.93	45.50	3.6%	2024年04月18日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	18.52	16.00	-13.6%	2024年03月27日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年8月22日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	6,324	6,608	6,786	7,878	8,831
主营业务成本	(1,327)	(1,624)	(1,439)	(1,631)	(1,784)
毛利	4,997	4,984	5,348	6,247	7,047
销售及管理费用	(2,849)	(2,856)	(2,973)	(3,357)	(3,662)
研发费用	(1,728)	(1,563)	(1,547)	(1,772)	(1,943)
其他经营净收入/费用	441	146	160	154	148
经营利润	861	712	987	1,271	1,590
财务成本净额	25	20	16	11	7
应占联营公司利润及亏损	0	8	8	8	9
税前利润	886	740	1,010	1,291	1,607
税费	40	(26)	(81)	(194)	(241)
非控股权益	4	1	1	1	2
净利润	931	715	931	1,098	1,367
作每股收益计算的净利润	931	715	931	1,098	1,367

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,658	2,007	2,843	3,610	4,479
应收账款及票据	2,339	2,632	2,036	2,206	2,384
存货	305	615	1,233	1,432	1,605
其他流动资产	1,157	386	386	386	386
总流动资产	5,458	5,639	6,498	7,633	8,853
物业、厂房及设备	2,139	2,170	2,051	2,074	2,214
其他长期资产	3,192	3,044	3,044	3,044	3,044
总长期资产	5,331	5,215	5,096	5,119	5,259
总资产	10,789	10,854	11,593	12,751	14,112
短期贷款	1,292	1,015	1,015	1,015	1,015
应付账款	1,605	1,547	1,357	1,418	1,413
其他短期负债	69	124	124	124	124
总流动负债	2,967	2,686	2,496	2,557	2,552
长期贷款	0	206	206	206	206
其他长期负债	675	739	739	739	739
总长期负债	675	945	945	945	945
总负债	3,641	3,631	3,441	3,502	3,497
股本	3,081	3,174	3,174	3,174	3,174
储备及其他资本项目	4,051	4,049	4,980	6,078	7,445
股东权益	7,132	7,223	8,153	9,252	10,619
非控股权益	16	0	(1)	(2)	(4)
总权益	7,148	7,223	8,152	9,250	10,615

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	886	740	1,010	1,291	1,607
折旧及摊销	283	310	434	308	207
营运资本变动	79	(947)	(213)	(307)	(357)
其他经营活动现金流	106	58	(81)	(194)	(241)
经营活动现金流	1,355	161	1,151	1,097	1,216
资本开支	(678)	(980)	(315)	(331)	(347)
其他投资活动现金流	746	2,068	0	0	0
投资活动现金流	68	1,088	(315)	(331)	(347)
负债净变动	(267)	(69)	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(391)	(419)	0	0	0
其他融资活动现金流	(95)	(407)	0	0	0
融资活动现金流	(754)	(895)	0	0	0
汇率收益/损失	16	5	0	0	0
年初现金	973	1,658	2,007	2,843	3,610
年末现金	1,658	2,007	2,843	3,610	4,479

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.356	0.274	0.360	0.432	0.537
全面摊薄每股收益	0.355	0.274	0.360	0.432	0.537
每股账面值	2.681	2.745	3.205	3.637	4.174
利润率分析(%)					
毛利率	79.0	75.4	78.8	79.3	79.8
EBITDA利润率	18.1	15.6	21.1	20.1	20.5
EBIT利润率	13.6	10.9	14.7	16.2	18.1
净利率	14.7	10.8	13.7	13.9	15.5
盈利能力(%)					
ROA	8.6	6.6	8.0	8.6	9.7
ROE	13.0	9.9	11.4	11.9	12.9
ROIC	11.0	8.5	9.9	10.5	11.6
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.8	2.1	2.6	3.0	3.5
存货周转天数	83.8	138.2	312.9	320.4	328.4
应收账款周转天数	135.0	145.4	109.5	102.2	98.6
应付账款周转天数	441.4	347.8	344.3	317.4	289.1

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年8月23日

先声药业 (2096 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。