

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	15.12
总股本/流通股本(亿股)	2.58 / 2.55
总市值/流通市值(亿元)	39 / 39
52周内最高/最低价	27.88 / 14.98
资产负债率(%)	15.2%
市盈率	7.68
第一大股东	天津金浩医药有限公司

研究所

分析师: 蔡明子
SAC 登记编号: S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com
分析师: 古意涵
SAC 登记编号: S1340523110003
Email: guyihan@cnpsec.com

力生制药(002393)

2024H1 增长稳健，存量盘活增量培育成效明显

● 事件概览

8月22日，公司发布2024年半年报：2024H1营业收入7.45亿元(+13.25%)，归母净利润1.02亿元(+13.50%)，扣非净利润0.99亿元(+11.72%)，经营现金流净额0.58亿元(-38.83%)。对应2024Q2营业收入3.8亿元(+17.99%)，归母净利润0.43亿元(-1.11%)，扣非净利润0.4亿元(-7.09%)，收入增速高于利润增速主要系2024Q2投资净收益较23Q2减少957万(主要来自田边制药投资收益，公司于24年7月完成所持有24.65%股权过户)，剔除该影响后净利率基本持平。

拆分收入来看，工业收入6.97亿元(+6%)，增长稳健，商业收入0.48亿元(新增业务)。拆分工业产品来看，2024H1片剂收入4.5亿元(-4.10%)，针剂收入1.12亿元(-10.49%)，预计与公司主动调整产品结构有关，胶囊收入0.64亿元(+26.25%)，丸剂收入0.47亿元(新增品类)。

盈利能力方面，毛利率略有下滑但控费较好，利润率稳健。2024H1毛利率为56.16%(-5.89pct)，其中工业毛利率57.73%(-4.32pct)，商业毛利率33.27%。拆分工业产品来看，片剂毛利率为64.06%(-5.06pct)，针剂毛利率为52.90%(+9.44pct)，生化制药在市场拓展、新品研发、管理提质方面均取得突破，上半年利润同比大幅度增长，胶囊毛利率为44.80%(-11.67pct)。费率方面，2024H1期间费用合计下降6.9pct。2024Q2销售费用率为30.51%(+0.18pct)，管理费用率为8.84%(+0.00pct)，研发费用率为7.93%(-5.04pct)，主要系委托外部研究开发费用明显减少，财务费用率为-5.17%(-0.38pct)。

营运能力持续优化，2024H1应收账款周转天数为40.57天(-3.51天)，存货账款周转天数为120.76天(-24.36天)。

现金流方面，2024H1经营现金流净额为0.58亿元(-39%)，主要系采购材料导致现金支出增加，投资现金流净额为-3.55亿元(-871%)，主要系投资理财产品增加，筹资现金流净额为-0.76亿元(-37%)，主要系并入青春康源公司归还银行债务。截至2024年6月底，公司期末现金及现金等价物为15.66亿元(同比2023年底-19%)。

● 盘活存量成效明显：转让低效资产，加大品牌建设，恢复休眠品种生产

上半年工作成果：一是盘活低效资产，建立存量资产现状清单，转让田边制药24.65%股权，收回资金1.2亿元；医药集团财务公司15%股权转让工作已完成，收回资金8,782.39万元。二是盘活品牌资产，“三鱼”牌入选第三批中华老字号，完成力生制药45个产品“三鱼”商标替换工作，提升品牌影响力；积极推动“三鱼”商标申请驰名商标。三是盘活休眠品种，中央药业麻杏甘石软胶囊已获复产批件，

上半年实现动销；生化制药注射用马来酸阿奇霉素（0.25g）已恢复生产，上半年完成销量 47 万支。**下半年工作计划：**公司将继续推动老字号商标创新发展，完成“三鱼”品牌驰名商标认定申报，完成全部 72 个普药产品的商标替换工作；持续推进甲睾酮片、乙酰唑胺片、小儿止咳糖浆、盖胃平片 4 个休眠产品复产工作，力争下半年实现上市销售。

● **培育增量成效明显：新品持续获批，CMO 新增订单，加大拓展外延项目**

上半年工作成果：一是 7 项仿制药产品、2 项原料药产品、3 项一致性评价产品获批。二是搭建 CMO/CDMO 服务平台，上半年共有 4 个产品累计超 5 亿片在公司落地生产，上半年成功签约 4 个项目。三是以“基金+直投”方式，拓宽在原料药、化学药、中药、生物药等领域的项目获取渠道，累计收集标的项目 200 余项。**四是**加快营销变革，借助商业公司商销资源签订部分产品总经销协议成效明显，烟酰胺片增幅 125%、盐酸苯海索片增幅 33%；生化制药借助集采积极开拓销售渠道，注射用尿激酶收入增幅 231%，注射用马来酸阿奇霉素收入增幅 214%；建立营销中心区域负责人末尾淘汰机制。

下半年工作计划：一是围绕老慢病治疗领域，加快科研成果转化落地，下半年再完成 1 个原料药、1 个一致性评价产品获批。二是通过公司资源整合，着力提高生产效率，做大做强产业资源共享平台，推动产业生态建设，**到 2024 年完成全国首个直服颗粒生产平台建设，将力生制药打造成为具有“一站式”产业化优势的 CMO 服务平台。**三是资本运作引领外延式发展，动态更新项目进展，推动项目有序推进。

● **盈利预测**

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 13.13/14.14/15.21 亿元，归母净利润分别为 2.16/1.94/2.34 亿元，EPS 分别为 0.84/0.75/0.91 元/股，当前收盘价对应 PE 分别为 18.09/20.12/16.68 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

行业政策变化风险；研发及转型风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1153	1313	1414	1521
增长率(%)	0.56	13.88	7.66	7.59
EBITDA（百万元）	188.16	244.85	197.33	237.00
归属母公司净利润（百万元）	361.83	215.65	193.82	233.82
增长率(%)	286.54	-40.40	-10.12	20.64
EPS(元/股)	1.40	0.84	0.75	0.91
市盈率(P/E)	10.78	18.09	20.12	16.68
市净率(P/B)	0.80	0.77	0.75	0.73
EV/EBITDA	15.17	9.36	10.13	7.32

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	1153	1313	1414	1521	营业收入	0.6%	13.9%	7.7%	7.6%
营业成本	468	608	633	663	营业利润	255.6%	-40.2%	-9.2%	20.7%
税金及附加	23	26	28	30	归属于母公司净利润	286.5%	-40.4%	-10.1%	20.6%
销售费用	319	343	356	375	获利能力				
管理费用	114	127	134	141	毛利率	59.4%	53.7%	55.2%	56.4%
研发费用	106	94	100	107	净利率	31.4%	16.4%	13.7%	15.4%
财务费用	-60	-62	-50	-57	ROE	7.4%	4.3%	3.7%	4.4%
资产减值损失	-29	0	0	0	ROIC	2.1%	3.1%	2.9%	3.5%
营业利润	420	251	228	275	偿债能力				
营业外收入	1	1	0	1	资产负债率	15.2%	17.8%	17.6%	17.5%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	4.50	3.71	3.85	4.01
利润总额	420	251	228	275	营运能力				
所得税	58	38	34	41	应收账款周转率	14.17	7.98	5.88	8.84
净利润	362	214	194	234	存货周转率	6.14	7.01	7.29	8.04
归母净利润	362	216	194	234	总资产周转率	0.21	0.22	0.23	0.24
每股收益(元)	1.40	0.84	0.75	0.91	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.40	0.84	0.75	0.91
货币资金	1989	1676	1958	2213	每股净资产	19.01	19.58	20.06	20.65
交易性金融资产	161	432	432	432	估值比率				
应收票据及应收账款	118	365	281	237	PE	10.78	18.09	20.12	16.68
预付款项	13	15	15	14	PB	0.80	0.77	0.75	0.73
存货	176	199	189	189	现金流量表				
流动资产合计	2819	3077	3260	3470	净利润	362	214	194	234
固定资产	965	1012	976	939	折旧和摊销	67	56	19	19
在建工程	7	2	2	2	营运资本变动	2	-131	127	73
无形资产	125	180	177	175	其他	-231	-54	-10	-9
非流动资产合计	2962	3060	3021	2982	经营活动现金流净额	200	84	330	317
资产总计	5781	6137	6281	6452	资本开支	192	-150	27	26
短期借款	29	61	51	41	其他	-172	-211	5	5
应付票据及应付账款	90	106	106	101	投资活动现金流净额	19	-360	32	31
其他流动负债	507	661	690	724	股权融资	6	3	0	0
流动负债合计	626	828	846	866	债务融资	0	33	-10	-10
其他	251	261	261	261	其他	-54	-73	-70	-84
非流动负债合计	251	261	261	261	筹资活动现金流净额	-49	-37	-80	-94
负债合计	877	1089	1107	1127	现金及现金等价物净增加额	171	-313	282	254
股本	184	258	258	258					
资本公积金	1721	1650	1650	1650					
未分配利润	1394	1502	1598	1715					
少数股东权益	0	-2	-2	-2					
其他	1604	1640	1669	1704					
所有者权益合计	4903	5048	5173	5325					
负债和所有者权益总计	5781	6137	6281	6452					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048