

香港股市 | 医药

更新报告

## 联邦制药 (3933 HK)

评级: 买入

目标价: 11.90 港元

## 2024 上半年盈利略超预期, 未来将稳健增长

## 公司 2024 年上半年盈利略超预期

公司上半年收入同比增长 3.9%至 71.76 亿元 (人民币, 下同), 股东净利润同比增加 16.1%至 14.9 亿元, 收入略微低于预期, 但盈利略超预期。公司业务主要包括制剂 (包括人用抗生素、动保与胰岛素)、中间体、原料药, 2024 年上半年制剂板块中, 部分人用抗生素产品受集采影响收入略逊预期, 导致该板块收入同比下降 1.5%, 但是我们应该留意到该板块中的市场重点关注的动保 (兽药) 及胰岛素产品销售表现良好, 收入分别同比增加 25.7%与 11.3%。除此以外, 中间体与原料药业务的收入分别同比增加 25.4%与 1.2%, 因此我们认为 2024 年上半年除人用抗生素以外, 公司的重点产品销售表现良好。利润层面, 公司上半年毛利率平稳, 销售费用率同比下降 4.3 个百分点, 导致盈利超越预期。

## 制剂板块中动保业务将维持快速增长, 胰岛素集采影响可控未来将稳健增长

我们认为制剂板块中的人用抗生素短期内收入难以快速提升, 但国内兽药的市场需求在提升, 近年来公司与著名生猪养殖企业牧原股份 (002714 CH) 合作不断深化, 订单持续增加, 预计动保业务收入将维持快速增长, 2023-26E CAGR 为 18.6%。胰岛素业务中, 上半年除重组人胰岛素收入同比下降外, 其他均稳健增长。胰岛素集采续标 5 月开始执行, 预计该板块 2024-25 年收入略受影响, 但公司产品中除门冬胰岛素外其他产品降价幅度均较小, 因此预计影响可控。我们略微下调胰岛素业务收入预测, 预计 2023-26E CAGR 为 7.5%。

## 中间体与原料药收入将平稳增加

中间体业务主要生产 6-APA 和青霉素 G 钾工业盐, 6-APA 占上半年中间体板块收入的 75%。6-APA 是青霉素药物重要原料, 疫情后制药行业需求回暖, 22 年以来 6-APA 价格维持高位, 公司为全球最大 6-APA 生产商将受益, 预计中间体收入 2023-26E CAGR 为 6.1%。关于原料药, 目前海外需求在增加, 预计下半年收入有望略超上半年水平, 2023-26E 收入 CAGR 为 6.6%。

## 上调盈利预测, 目标价 11.90 港元

由于制剂板块中人用抗生素产品上半年收入略逊预期, 胰岛素短期内将略受集采影响, 我们将 2024-26E 收入预测分别下调 5.4%、4.8%、1.8%。虽然如此, 由于 2024 年上半年销售费用率下降, 我们将 2024-26E 销售费用的预测分别下调 12.3%、13.1%、10.4%, 股东净利润预测分别上调 0.2%、1.8%、4.2%。我们将目标市盈率滚动至 2025 年并按照 6.5 倍 2025E PER (前值为 7.0 倍 2024E PER) 定价, 目标价 11.90 港元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 1) 中间体与原料药价格波动可能导致销售不达预期; 2) 胰岛素产品市场竞争可能加剧;

## 主要财务数据 (12 月 31 日年结, 百万人民币) (更新至 2024 年 9 月 3 日)

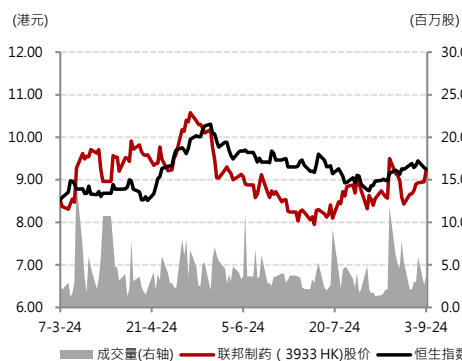
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	11,334	13,740	14,445	15,279	16,552
增长率 (%)	16.8	21.2	5.1	5.8	8.3
股东净利润	1,581	2,701	2,883	3,026	3,218
增长率 (%)	59.7	70.9	6.8	4.9	6.3
每股盈利 (人民币)	0.87	1.49	1.59	1.67	1.77
市盈率 (倍)	9.6	5.6	5.3	5.0	4.7
每股股息 (人民币)	0.25	0.51	0.55	0.58	0.61
股息率 (%)	2.9	6.1	6.5	6.9	7.3
每股净资产 (人民币)	5.76	6.93	7.97	9.06	10.24
市净率 (倍)	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

## 股票资料 (更新至 2024 年 9 月 3 日)

现价	9.21 港元
总市值	16,734.81
流通股比例	53.17%
已发行总股本	1,817.03 百万
52 周价格区间	6.404-10.605 港元
3 个月日均成交额	32.47 百万港元
主要股东	Heren Far East (占 45.91%)

## 股价走势图



来源: 彭博、中泰国际研究部

## 相关报告

- 20240402: 联邦制药 (3933 HK): 2023 年盈利超越预期, 未来将稳健增长
- 20231019: 联邦制药 (3933 HK): 预计 2023 年全年业绩表现良好

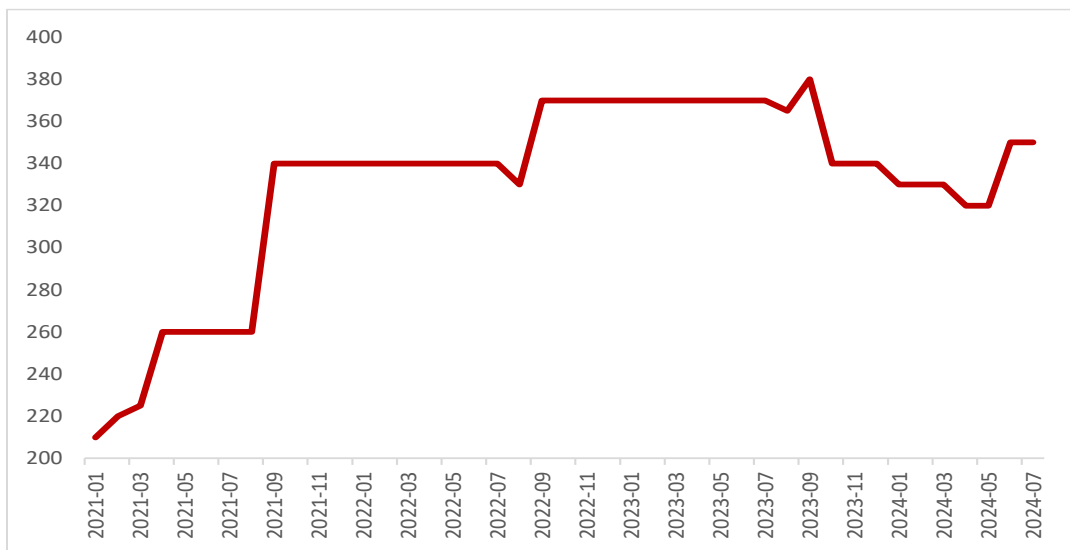
## 分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: 6-APA 市场价 (元/千克)



来源: Wind, 中泰国际研究部

图表 2: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 单位: 百万人民币)

损益表	2022	2023	2024E	2025E	2026E	现金流量表	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	11,334	13,740	14,445	15,279	16,552	税前利润	2,007	3,344	3,649	3,830	4,073
中间体	1,599	2,317	2,660	2,693	2,764	折旧及摊销	552	566	595	633	680
原料药	5,175	6,399	6,902	7,001	7,752	营运资金变动	(287)	(905)	(190)	12	(249)
制剂	4,560	5,024	4,883	5,585	6,035	已付利息	82	67	48	53	53
销售成本	(6,365)	(7,405)	(7,729)	(8,219)	(8,972)	已付税款	(300)	(527)	(766)	(804)	(855)
毛利	4,969	6,335	6,717	7,060	7,580	其他	(23)	(105)	44	2	61
销售及分销开支	(1,662)	(1,594)	(1,423)	(1,604)	(1,738)	经营业务现金净额	2,031	2,439	3,380	3,726	3,763
行政开支	(703)	(790)	(755)	(798)	(865)	购入物业厂房设备	(701)	(1,144)	(1,202)	(1,272)	(1,377)
其他开支	(594)	(778)	(982)	(1,031)	(1,111)	其他	106	(413)	(32)	(32)	(32)
经营溢利	2,010	3,173	3,557	3,626	3,867	投资活动现金净额	(595)	(1,557)	(1,234)	(1,304)	(1,410)
其他收入与收益	79	238	140	177	179	净新增借款	328	(735)	0	0	0
应占联营公司业绩	(0)	0	0	0	0	股息分派	(273)	(581)	(960)	(1,020)	(1,074)
财务成本	(82)	-66.9	(48)	(53)	(53)	其他	(80)	(46)	(48)	(53)	(53)
除税前溢利	2,007	3,344	3,649	3,830	4,073	融资活动现金净额	(24)	(1,363)	(1,007)	(1,074)	(1,127)
税项支出	(426)	(643)	(766)	(804)	(855)	年初现金	3,331	4,743	4,262	5,401	6,749
年度溢利	1,581	2,701	2,883	3,026	3,218	现金增加净额	1,411	(480)	1,139	1,349	1,226
非控股权益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	汇率变动影响净额	1	(1)	0	0	0
股东净利润	1,581	2,701	2,884	3,027	3,218	年末现金	4,743	4,262	5,401	6,749	7,976
EBIT	2,088	3,411	3,697	3,883	4,126						
EBITDA	2,641	3,977	4,292	4,517	4,806						
资产负债表						重要指标					
存货	2,164	2,238	2,356	2,530	2,804	增长率 (%)					
应收账款	4,912	6,314	6,283	6,593	6,699	收入	16.8	21.2	5.1	5.8	8.3
现金	4,743	4,262	5,401	6,749	7,976	毛利	18.0	27.5	6.0	5.1	7.4
其他	697	972	972	972	972	股东净利润	59.7	70.9	6.8	4.9	6.3
流动资产	12,515	13,787	15,012	16,845	18,451	盈利能力 (%)					
物业、厂房及设备	5,932	6,483	7,123	7,799	8,535	毛利率	43.8	46.1	46.5	46.2	45.8
无形资产及商誉	103	137	105	113	77	净利率率	13.9	19.7	20.0	19.8	19.4
其他非流动资产	429	610	598	584	570	EBIT 利润率	18.4	24.8	25.6	25.4	0.0
非流动资产	6,465	7,230	7,826	8,496	9,182	EBITDA 利润率	24.0	29.7	30.6	30.5	0.0
总资产	18,980	21,017	22,838	25,340	27,632	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
贸易应付款项	5,318	6,053	5,949	6,445	6,575	其他					
短期借款	1,359	198	198	198	198	有效税率 (%)	21.2	19.2	21.0	21.0	21.0
其他流动负债	356	376	376	376	376	派息比率 (%)	28.7	35.0	35.0	35.0	35.0
流动负债	7,033	6,627	6,523	7,019	7,150	ROAE (%)	15.9	23.1	21.0	19.3	18.1
长期借款	1,096	1,299	1,299	1,299	1,299	ROAA (%)	9.0	13.5	13.1	12.6	12.1
其他非流动负债	241	344	344	344	344	存货周转率 (天)	119.5	108.5	108.5	108.5	108.5
非流动负债	1,337	1,643	1,643	1,643	1,643	应收帐周转率 (天)	60.1	59.6	59.6	59.6	59.6
总负债	8,370	8,270	8,166	8,662	8,792	应付帐周转率 (天)	87.2	103.7	103.7	103.7	103.7
股东权益	10,608	12,735	14,659	16,666	18,827						
非控股权益	1	13	13	13	13						
总权益	10,609	12,748	14,672	16,679	18,840						
净现金/(负债)	2,288	2,765	3,904	5,253	6,479						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

## 历史建议和目标价

联邦制药 (3933 HK) 股价表现及评级时间表 (单位: 港元)



来源: 彭博, 中泰国际研究部

序号	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2023 年 10 月 19 日	8.49	增持 (下调)	9.70
2	2024 年 4 月 2 日	8.96	买入 (上调)	11.58
3	2024 年 9 月 4 日	9.21	买入 (维持)	11.90

来源: 彭博, 中泰国际研究部

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们并不保证该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。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。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。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。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。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805