

2024年09月13日

## 信立泰 (002294.SZ)

买入 (首次覆盖)

——创新药商业化渐入佳境，在研管线持续丰富

## 证券分析师

刘闯

S1350524030002

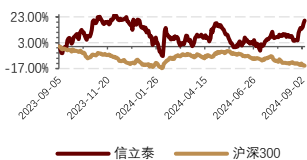
liuchuang@huayuanstock.com

李强

S1350524040001

Liqiang01@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

## 投资要点:

- 公司事件:** 公司发布 2024 年半年报, 2024 上半年实现营业收入 20.4 亿元, 同比增长 21.3%, 实现归母净利润 3.4 亿元 (同比增长 1.9%); 24Q2, 实现营业收入 9.5 亿元, 同比增长 19.4%, 实现归母净利润 1.4 亿元 (同比增长 13.5%), 符合市场预期。
- 创新药商业化推广加大, 销售费用率有所增长。** 毛利率方面, 24H1 公司整体毛利率为 71.1%, 23 年同期为 68.9%, 预计主要系高毛利率创新药占比提升所致; 费用率方面, 2024 上半年, 公司销售、管理和研发费用率分别为 36.3%、6.6%和 9.9%, 23 年同期分别为 30.5%、7.8%和 9.8%。净利率方面, 24H1 公司净利率达到 16.9%, 去年同期为 20.0%。近几年公司创新药加速上市和放量, 使得市场投入加大, 销售费用率略有增长。
- 创新药快速放量, 仿制药板块企稳。** 创新药方面, 信立泰快速增长, 市场占有率不断提升, 同比增长超 20%, 恩那罗自 2023 年 12 月通过谈判进入医保目录以来, 正全面推进医院准入工作, 同时加强恩那罗循证医学数据研究, 提高产品知晓率。新产品方面, 上半年, 公司两个创新产品获批上市, 心脑血管领域的创新产品线进一步丰富: 1) 复方制剂复立坦 (阿利沙坦酯氨氯地平片) 用于治疗原发性高血压, 适用于单用阿利沙坦酯或单用氨氯地平治疗血压控制效果不佳的成人患者; 2) 1 类新药信立汀 (苯甲酸福格列汀片) 用于改善成人 2 型糖尿病患者的血糖控制, 为国产创新 DPP-4 抑制剂。其他业务板块方面, 医疗器械 24H1 营收同比增长 49.62%, 逐步开始盈利; 仿制药方面, 泰嘉去年续标后单价下降的不利影响已逐渐释放, 上半年销量环比增长, 带动收入止跌企稳。
- 创新药在研管线持续丰富, 长期稳健增长可期。** 在研管线方面, S086 (高血压适应症)、SAL0108 以及恩那度司他片 (血液透析、腹膜透析 CKD 患者的贫血适应症)、长效特立帕肽均已申报上市申请, 其中 S086 (高血压适应症) 已经向 CDE 提交发补资料, 此外继续推进 S086 (慢性心衰适应症) III 期临床试验患者入组; SAL003 (重组全人源抗 PCSK9 单克隆抗体注射液) 完成 III 期临床试验患者入组, 正在随访中; S086/苯磺酸氨氯地平复方制剂 (130 项目) 完成联合给药 III 期入组, 正在进行数据清理。中美双报创新生物药 JK07 正在美国、中国、加拿大开展国际多中心的 II 期临床试验 (HFREF 和 HFpEF 适应症), 广谱抗肿瘤创新生物药 JK06 提交 CTA (欧洲临床试验申请) 后, 已获批可在欧洲部分国家开展 I 期临床, 将于 2024 年三季度正式启动患者入组。此外, 继续探索 SAL0120 新适应症, 目前慢性肾脏病 (CKD) 已获批开展临床试验, 高血压 II 期临床试验已经启动。
- 盈利预测与估值。** 我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润分别为 6.3、7.4、8.9 亿元, 同比增长率分别为 8.4%、17.7%、20.1%, 当前股价对应的 PE 分别为 57、49、41 倍。选取恒瑞医药、海思科、科伦药业作为可比公司, 考虑到公司创新药产品持续丰富, 且在研创新药管线已有多款产品进入中后期、有望即将兑现, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 研发不及预期风险; 销售不及预期风险; 行业政策风险等。

股价数据: 2024年9月13日

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价 (元)     | 32.36       |
| 年内最高/最低 (元) | 33.41/23.09 |
| 总市值 (亿元)    | 361         |

## 盈利预测与估值

|             | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 3,482 | 3,365 | 4,006 | 4,710 | 5,556 |
| 同比增长率 (%)   | 13.9% | -3.4% | 19.1% | 17.6% | 18.0% |
| 毛利率 (%)     | 71.5% | 68.6% | 71.1% | 71.5% | 72.3% |
| 归母净利润 (百万元) | 637   | 580   | 629   | 740   | 889   |
| 同比增长率 (%)   | 19.4% | -9.0% | 8.4%  | 17.7% | 20.1% |
| 每股收益 (元/股)  | 0.57  | 0.52  | 0.56  | 0.66  | 0.80  |
| ROE (%)     | 8.0%  | 7.2%  | 7.8%  | 9.1%  | 10.9% |
| 市盈率         | 55.75 | 61.23 | 57.37 | 48.74 | 40.60 |

**损益表 (人民币百万元)**

|                     | 2021A        | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入               | 3,058        | 3,482        | 3,365        | 4,006        | 4,710        | 5,556        |
| %增长率                | 11.7%        | 13.9%        | -3.4%        | 19.1%        | 17.6%        | 18.0%        |
| 营业成本                | 793          | 994          | 1,058        | 1,159        | 1,340        | 1,541        |
| %销售收入               | 25.9%        | 28.5%        | 31.4%        | 28.9%        | 28.5%        | 27.7%        |
| <b>毛利</b>           | <b>2,265</b> | <b>2,488</b> | <b>2,308</b> | <b>2,847</b> | <b>3,369</b> | <b>4,015</b> |
| %销售收入               | 74.1%        | 71.5%        | 68.6%        | 71.1%        | 71.5%        | 72.3%        |
| 税金及附加               | 45           | 47           | 44           | 52           | 61           | 72           |
| %销售收入               | 1.5%         | 1.3%         | 1.3%         | 1.3%         | 1.3%         | 1.3%         |
| 销售费用                | 1,036        | 1,094        | 1,016        | 1,402        | 1,625        | 1,917        |
| %销售收入               | 33.9%        | 31.4%        | 30.2%        | 35.0%        | 34.5%        | 34.5%        |
| 管理费用                | 304          | 238          | 287          | 353          | 424          | 500          |
| %销售收入               | 9.9%         | 6.8%         | 8.5%         | 8.8%         | 9.0%         | 9.0%         |
| 研发费用                | 357          | 534          | 409          | 473          | 579          | 695          |
| %销售收入               | 11.7%        | 15.3%        | 12.2%        | 11.8%        | 12.3%        | 12.5%        |
| 财务费用                | -31          | -105         | -54          | -22          | -21          | -22          |
| %销售收入               | -1.0%        | -3.0%        | -1.6%        | -0.6%        | -0.4%        | -0.4%        |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>552</b>   | <b>630</b>   | <b>633</b>   | <b>677</b>   | <b>802</b>   | <b>967</b>   |
| %销售收入               | 18.0%        | 18.1%        | 18.8%        | 16.9%        | 17.0%        | 17.4%        |
| 其他收益                | 54           | 57           | 90           | 104          | 113          | 122          |
| 投资收益                | 134          | 38           | 12           | 20           | 24           | 28           |
| 净敞口套期收益             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 公允价值变动收益            | 0            | 4            | 8            | 0            | 0            | 0            |
| 信用减值损失              | -8           | 4            | -2           | 0            | 0            | 0            |
| 资产减值损失              | -147         | -57          | -59          | 0            | 0            | 0            |
| 资产处置收益              | -1           | 0            | 0            | -1           | -1           | -1           |
| <b>营业利润</b>         | <b>586</b>   | <b>727</b>   | <b>656</b>   | <b>713</b>   | <b>837</b>   | <b>1,002</b> |
| %增长率                | 639.9%       | 24.1%        | -9.8%        | 8.7%         | 17.4%        | 19.8%        |
| 营业外收支               | 14           | -14          | -14          | -14          | -14          | -14          |
| 利润总额                | 600          | 714          | 642          | 700          | 823          | 989          |
| %增长率                | 957.13%      | 19.0%        | -10.1%       | 9.0%         | 17.7%        | 20.1%        |
| 所得税                 | 72           | 79           | 61           | 70           | 82           | 99           |
| 所得税率                | 11.9%        | 11.1%        | 9.5%         | 10.0%        | 10.0%        | 10.0%        |
| 合并报表的净利润            | 528          | 634          | 581          | 630          | 741          | 890          |
| 少数股东损益              | -5           | -3           | 1            | 1            | 1            | 1            |
| <b>归属于母公司股东的净利润</b> | <b>534</b>   | <b>637</b>   | <b>580</b>   | <b>629</b>   | <b>740</b>   | <b>889</b>   |
| 净利率                 | 17.5%        | 18.3%        | 17.2%        | 15.7%        | 15.7%        | 16.0%        |

资料来源: wind, 华源证券研究

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2021A        | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金            | 3,236        | 2,670        | 1,322        | 1,252        | 1,291        | 1,320        |
| 应收票据            | 3            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收账款            | 396          | 500          | 467          | 556          | 654          | 772          |
| 其他应收款           | 155          | 23           | 21           | 22           | 26           | 31           |
| 存货              | 420          | 544          | 491          | 515          | 596          | 685          |
| 其他流动资产          | 194          | 974          | 1,012        | 854          | 872          | 894          |
| <b>流动资产</b>     | <b>4,404</b> | <b>4,711</b> | <b>3,313</b> | <b>3,200</b> | <b>3,439</b> | <b>3,702</b> |
| 长期股权投资          | 279          | 298          | 291          | 291          | 291          | 291          |
| 固定资产            | 1,527        | 1,439        | 1,402        | 1,284        | 1,165        | 1,046        |
| 在建工程            | 94           | 38           | 34           | 31           | 28           | 25           |
| 无形资产            | 1,048        | 965          | 1,318        | 1,348        | 1,398        | 1,448        |
| 商誉              | 87           | 61           | 11           | 1            | 1            | 1            |
| 其他非流动资产         | 1,804        | 2,244        | 3,027        | 3,370        | 3,370        | 3,370        |
| <b>非流动资产</b>    | <b>4,840</b> | <b>5,044</b> | <b>6,083</b> | <b>6,325</b> | <b>6,253</b> | <b>6,181</b> |
| <b>资产总计</b>     | <b>9,244</b> | <b>9,755</b> | <b>9,397</b> | <b>9,525</b> | <b>9,692</b> | <b>9,884</b> |
| 短期借款            | 63           | 177          | 40           | 40           | 40           | 40           |
| 应付票据            | 0            | 34           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款            | 188          | 186          | 156          | 161          | 186          | 214          |
| 其他应付款           | 383          | 446          | 279          | 290          | 335          | 385          |
| 其他流动负债          | 379          | 760          | 340          | 372          | 424          | 484          |
| <b>流动负债</b>     | <b>1,013</b> | <b>1,604</b> | <b>815</b>   | <b>863</b>   | <b>986</b>   | <b>1,123</b> |
| 长期借款            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付债券            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期应付款           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债          | 185          | 175          | 526          | 549          | 549          | 549          |
| <b>负债</b>       | <b>1,198</b> | <b>1,779</b> | <b>1,341</b> | <b>1,412</b> | <b>1,535</b> | <b>1,672</b> |
| 股本              | 1,115        | 1,115        | 1,115        | 1,115        | 1,115        | 1,115        |
| 资本公积            | 1,930        | 1,866        | 1,900        | 1,914        | 1,914        | 1,914        |
| 其他综合收益          | -13          | 33           | 42           | 45           | 45           | 45           |
| 归母所有者权益         | 8,034        | 7,941        | 8,019        | 8,076        | 8,119        | 8,172        |
| 少数股东权益          | 12           | 36           | 36           | 37           | 38           | 39           |
| 所有者权益合计         | 8,046        | 7,977        | 8,055        | 8,113        | 8,158        | 8,212        |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>9,244</b> | <b>9,755</b> | <b>9,397</b> | <b>9,525</b> | <b>9,692</b> | <b>9,884</b> |

资料来源: wind, 华源证券研究

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2021A        | 2022A         | 2023A         | 2024E       | 2025E       | 2026E        |
|-----------------|--------------|---------------|---------------|-------------|-------------|--------------|
| 净利润             | 534          | 637           | 580           | 629         | 740         | 889          |
| 少数股东损益          | -5           | -3            | 1             | 1           | 1           | 1            |
| 非现金支出           | 479          | 402           | 436           | 242         | 252         | 272          |
| 非经营收益           | -124         | -8            | -14           | -24         | -8          | -12          |
| 营运资金变动          | 301          | -57           | -164          | -74         | -78         | -96          |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>1,185</b> | <b>971</b>    | <b>839</b>    | <b>773</b>  | <b>907</b>  | <b>1,054</b> |
| 资本开支            | -481         | -598          | -670          | -352        | -176        | -194         |
| 投资              | 94           | -682          | -731          | 0           | 0           | 0            |
| 其他              | 18           | 7             | 30            | 67          | 24          | 28           |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-370</b>  | <b>-1,273</b> | <b>-1,371</b> | <b>-285</b> | <b>-153</b> | <b>-167</b>  |
| 股权融资            | 1,939        | 34            | 0             | 14          | 0           | 0            |
| 债权融资            | -336         | 113           | -135          | 2           | 0           | 0            |
| 其他              | -55          | -549          | -571          | -577        | -698        | -838         |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>1,548</b> | <b>-402</b>   | <b>-706</b>   | <b>-560</b> | <b>-698</b> | <b>-838</b>  |
| <b>现金净流量</b>    | <b>2,357</b> | <b>-671</b>   | <b>-1,233</b> | <b>-70</b>  | <b>56</b>   | <b>49</b>    |
| 期初现金            | 865          | 3,222         | 2,551         | 1,318       | 1,249       | 1,305        |
| 期末现金            | 3,222        | 2,551         | 1,318         | 1,249       | 1,305       | 1,354        |

资料来源: wind, 华源证券研究

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ： 相对强于市场表现 20%以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
| 中性 (Neutral)      | ： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ： 相对弱于市场表现 5%以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                  |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight)  | ： 行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ： 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ： 行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数       ： 沪深 300 指数