

买入

2024年9月20日

创新转型进入收获期，肿瘤布局逐步完善深挖产品价值

►集采风险基本出清，创新产品持续发力：2024 上半年公司营收 158.7 亿元（同比+11.1%，下同），其中肿瘤领域收入 53.6 亿（+19.5%），占比 33.8%；肝病领域收入 20.3 亿（-11.2%），占比 12.8%；外科镇痛领域收入 25.8 亿（+29.9%），占比 16.3%；呼吸领域收入 17.8 亿（+5.4%），占比 11.2%。公司创新产品持续发力，收入达 61.3 亿元（+14.8%）。仿制药产品中年收入达 5 亿元以上的非独家品种均已纳入集采范围，集采风险基本出清，上半年仿制药收入实现正增长。公司持续推动整合，提升研发、生产、销售、管理等各方面的运营效率。上半年公司毛利提升 11.5%至 130.3 亿元，毛利率 82.1%（+0.3pts）。研发费用 25.8 亿（+10.9%），费用率 17%（+0.3pts）；销售及管理费用 68.5 亿（+10.0%），费用率 43.1%（-0.5pts）。公司归母净利润达 30.2 亿（+139.7%），剔除正大青岛的收益、非经常性损益项目后的经调整归母净利润 15.4 亿（+14.0%）。收入和利润双双实现双位数增长。

►布局创新加速追赶，管线逐步步入收获期：公司持续扩大研发投入，迎头赶上发展潮流，并通过剥离普药业务，进一步聚焦肿瘤、肝病、呼吸、外科镇痛四大领域业务。创新管线逐步进入收获期，今年上半年共获批了 3 款创新药（PD-L1 贝莫苏拜单抗-安得卫、ALK/c-MET 抑制剂依奉阿克-安洛晴、ROS1 抑制剂安奈克替尼-安柏尼）及 1 款生物类似药（利拉鲁肽-贝乐林）。随着上市创新产品持续丰富，公司收入也将获得源源不断的动力。肿瘤领域是公司最重要的核心领域。公司充分利用安罗替尼安全性和疗效优势，布局了多种药物联用的临床研究。贝莫苏拜单抗成功获批上市也将进一步催动安罗替尼的销售增长。依奉阿克与安奈克替尼则扩大了中国生物制药在肺癌优势科室的覆盖面，为 ALK、ROS1 等突变患者带来新的希望。在研管线中，KRAS G12C 抑制剂格舒瑞昔已递交上市申请并被纳入优先审评，有望在年底上市，成为第二款在中国上市的 KRAS 抑制剂。公司在乳腺癌领域的布局也顺利推进，致力于打造另一大优势科室。CDK2/4/6 抑制剂库莫西利和帕妥珠单抗有望在明年上市，前者有望成为 HR+ HER2-乳腺癌的 BIC 疗法，而后者将与已经获批的曲妥珠单抗形成良好的协同作用。肿瘤管线的持续进展将为公司的提供强劲的增长动力。

►目标价 3.79 港元，买入评级：我们采用 DCF 为公司估值，其中 WACC 为 9.4%，永续增长为 3%，测算得出目标价 3.79 港元，对应 2024 年 16 倍市盈率，较现价有 15.0%上升空间，买入评级。

高小迪

852-25321960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	医药
股价	3.30 港元
目标价	3.79 港元 (+15.0%)
股票代码	1177
已发行股本	187.9 亿股
市值	620.1 亿港元
52 周高/低	3.83/2.23 港元
每股净现值	1.75 港元
主要股东	谢氏家族 (48.14%)

盈利摘要

截至12月31日财政年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	26,026	26,199	28,926	32,220	35,828
变动%	-3.1%	0.7%	10.4%	11.4%	11.2%
归母净利润 (百万人民币)	2,544	2,332	2,581	2,869	3,187
变动%	-82.6%	-8.3%	10.7%	11.2%	11.1%
每股基本盈利 (人民币分)	13.66	12.59	13.93	15.49	17.20
变动%	-82.4%	-7.8%	10.6%	11.2%	11.1%
市盈率@2.81港元 (倍)	19.1	20.7	18.7	16.9	15.2
每股派息 (港仙)	12.6	5.0	5.1	5.7	6.3
息率	4.5%	1.8%	1.8%	2.0%	2.2%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


资料来源：彭博

主要财务报表

损益表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入	26,026,164	26,199,409	28,926,134	32,219,868	35,827,895
毛利	21,538,548	21,209,532	23,516,947	26,194,752	29,128,079
销售及管理费用	-11,708,780	-11,066,635	-12,117,134	-13,454,990	-14,915,123
其他费用	-4,463,322	-4,703,660	-5,264,556	-5,864,016	-6,520,677
营运收入	5,366,446	5,439,237	6,135,257	6,875,746	7,692,279
其他净收入	-258,733	-142,816	-142,816	-142,816	-142,816
应占联营公司盈利	-152,976	-525,710	0	0	0
财务开支	-429,494	-495,237	-495,237	-495,237	-495,237
税前盈利	4,525,243	4,275,474	5,497,204	6,237,693	7,054,226
所得税	-696,716	-797,267	-977,315	-1,086,443	-1,206,776
年度盈利	3,828,527	3,478,207	4,519,888	5,151,251	5,847,449
经调整归母净利润	2,549,384	2,588,783	2,658,347	2,875,551	3,194,046
折旧及摊销	-908,866	-982,624	-1,119,902	-1,231,052	-1,336,406
EBITDA	4,045,871	3,788,087	4,872,539	5,501,879	6,213,056
增长					
总收入 (%)	-3.1%	0.7%	10.4%	11.4%	11.2%
EBITDA (%)	-76.7%	-6.4%	28.6%	12.9%	12.9%

资产负债表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
现金	12,066,217	9,451,878	15,965,750	21,042,630	26,918,499
应收账款	4,638,396	4,510,195	5,151,229	5,737,785	6,380,310
存货	2,328,844	1,993,472	2,222,954	2,476,075	2,753,349
其他流动资产	6,901,448	6,937,280	5,119,465	5,326,454	5,553,195
总流动资产	25,934,905	22,892,825	28,459,398	34,582,944	41,605,353
固定资产	7,759,592	8,080,907	8,564,602	8,880,978	9,038,401
无形资产	1,914,450	2,908,961	3,158,340	3,391,579	3,609,722
其他非流动资产	28,455,337	28,809,420	30,399,707	30,399,707	30,399,707
总资产	64,064,284	62,692,113	70,582,048	77,255,208	84,653,183
应付账款	1,637,351	1,334,703	1,630,166	1,815,788	2,019,123
短期借款	6,217,153	11,135,940	11,135,940	11,135,940	11,135,940
其他短期负债	8,703,595	9,885,078	10,852,824	11,917,345	13,088,317
总短期负债	16,558,099	22,355,721	23,618,930	24,869,073	26,243,380
长期借款	831,791	781,543	781,543	781,543	781,543
其他长期负债	5,138,268	2,046,548	2,030,070	2,030,070	2,030,070
总负债	22,528,158	25,183,812	26,430,543	27,680,686	29,054,993
股东权益	37,943,548	38,169,953	44,151,505	49,574,522	55,598,190
每股账面值	2.04	2.06	2.40	2.69	3.02
营运资金	9,376,806	537,104	4,840,468	9,713,871	15,361,973

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

财务分析

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
盈利能力					
毛利率 (%)	82.8%	81.0%	81.3%	81.3%	81.3%
EBITDA 利率 (%)	15.5%	14.5%	16.8%	17.1%	17.3%
净利率 (%)	14.7%	13.3%	15.6%	16.0%	16.3%
营运表现					
SG&A收入 (%)	45.0%	42.2%	41.9%	41.8%	41.6%
实际税率 (%)	15.4%	18.6%	17.8%	17.4%	17.1%
股息支付率 (%)	75.8%	32.2%	30.0%	30.0%	30.0%
应付账款天数	201.9	149.6	110.0	110.0	110.0
应收账款天数	111.4	107.8	65.0	65.0	65.0
财务状况					
负债权益	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
收入/总资产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
总资产/股本	3.4	3.4	3.8	4.2	4.6
盈利对利息倍数	11.5	9.6	12.1	13.6	15.2

现金流量表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
税前利润	5,214,869	5,409,906	6,631,636	7,372,125	8,188,658
营运资金变化	-195,595	-430,514	2,183,321	173,571	194,870
其他经营性现金流变化	1,574,231	1,310,743	700,876	821,625	936,579
所得税	-892,085	-746,568	-950,128	-1,056,537	-1,173,880
营运现金流	5,701,420	5,543,567	8,565,704	7,310,785	8,146,227
资本开支	-1,243,325	-1,067,823	-1,446,198	-1,373,888	-1,305,194
其他投资活动	-2,818,902	310,848	267,069	-406,778	-406,778
投资活动现金流	-4,062,227	-756,975	-1,179,129	-1,780,666	-1,711,972
负债变化	-86,134	-41,691	0	0	0
股本变化	-867,613	-459,914	0	0	0
负债变化	2,721,220	1,909,892	0	0	0
股息	#REF!	-632,669	-1,279,534	-862,665	-958,214
其他融资活动	-1,244,672	-480,825	495,237	495,237	495,237
融资活动现金流	-3,186,390	-6,548,990	-872,703	-453,238	-558,387
现金变化	-1,547,197	-1,762,398	6,513,872	5,076,880	5,875,868
汇率影响	47,322	90,524	-	-	-
期初持有现金	772,488	-727,387	-2,399,261	4,114,611	9,191,491
期末持有现金	-727,387	-2,399,261	4,114,611	9,191,491	15,067,360

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号

永安集团大厦19楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。