

买入

2024年10月4日

集采致短期承压增速放缓，新产品陆续获批未来可期

►上半年收入增速不达预期：2024年上半年公司营收 162.8 亿元（同比 +1.3%，下同），毛利 116.5 亿元（+3.7%），毛利率 71.6%（+1.7pts）。基于财务报表所示股东应占溢利 20.2 亿元（+1.8%），归母净利率 18.5%（+0.1pts）。分板块看，成药板块录得收入 135.5 亿元（+4.8%），Q2 收入环比出现明显萎缩；虽然维 C 原料产品价格缓慢回升，但需求回落，板块收入上半年同比仍下降 5.4%，得 9.8 亿元；抗生素原料板块忧郁海外需求减少，收入 8.7 亿元（-6.4%）；由于咖啡因产品价格下跌，功能食品板块收入 8.8 亿元（-25.2%）。

►明复乐助力神经领域维持增长，恩必普院外市场开发空间广阔：成药板块中，神经领域实现收入 52.36 亿元（+15.0%）。明复乐获批脑梗适应症，为神经领域增长注入充足动力。相比心梗适应症，脑梗适应症能够更快速地放量。恩必普 DoT 受医院医疗模式限制，尚未实现其价值最大化，院内销售存在瓶颈。公司已建立专职销售团队，衔接院内院外销售，以延长 DoT，不仅可为患者实现更深度获益，也能够通过零售端的持续发力，支撑恩必普销售持续增长。

►集采导致肿瘤板块明显承压，新产品接力持续进行：抗肿瘤、抗感染、心血管、呼吸、消化代谢、其他领域收入分别为 26.8 亿元（-10.2%）、23.1 亿元（+7.7%）、12.3 亿元（-4.5%）、7.6 亿元（-13.5%）、6.5 亿元（+55.4%）和 6.9 亿元（+8.3%）。受到京津冀 3+N 集采巨大影响，津优力、多美素两款产品销售明显下降。集采影响尚未完全消化，下半年将持续。多款新产品持续放量，但尚不能抵消集采导致销售下滑。不过，公司多条管线仍然在持续推进至商业化阶段。PD-1 恩朗苏单抗已于 6 月获批 2L 宫颈癌，奥马珠单抗和两性霉素 B 脂质体有望于 2024 年获批上市，而白紫 II、多西他赛、乌司奴单抗、美洛昔康纳晶则有望在 2025 年获批上市。此外，FDA 已完成对两性霉素和伊立替康两款脂质体的 GMP 现场审查，有望在 2025 年上半年批准其在美国上市。随着新产品的持续获批上市，以及医保谈判对入院及销售的促进，成药板块有望在明年恢复高速增长。

►目标价 9.76 港元，买入评级：我们采用 DCF 为公司估值，其中 WACC 为 12%，永续增长为 1%，测算得出目标价 9.76 港元，对应 2024 年 18.2 倍市盈率，较现价有 56.9% 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	6.22 港元
目标价	9.76 港元 (+56.9%)
股票代码	1093
已发行股本	117.45 亿股
市值	730.6 亿港元
52 周高/低	7.27/4.45 港元
每股净现值	2.97 港元
主要股东	蔡东晨及管理層 (30.05%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	30,937	31,450	31,501	34,426	38,780
变动 (%)	11.0%	1.7%	0.2%	9.3%	12.6%
归母净利润 (百万人民币)	6,091	5,873	5,829	6,127	6,870
变动 (%)	8.7%	-3.6%	-0.8%	5.1%	12.1%
每股基本收益 (人民币分)	51.1	49.3	49.0	51.5	57.7
市盈率@6.22港元(倍)	11.1	11.5	11.6	11.0	9.8
每股派息 (人民币分)	19.2	14.8	14.7	15.4	17.3
息率 (%)	3.4%	2.6%	2.6%	2.7%	3.0%

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						财务分析					
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						<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		2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入	30,936,904	31,450,109	31,501,455	34,425,635	38,779,709	盈利能力					
毛利	22,256,414	22,176,686	22,397,534	24,545,478	27,727,492	毛利率 (%)	71.9%	70.5%	71.1%	71.3%	71.5%
销售及管理费用	(10,337,423)	(9,140,652)	(9,210,552)	(10,078,782)	(11,375,929)	EBITDA 利率 (%)	27.2%	26.4%	26.4%	25.4%	25.1%
行政费用	(1,172,842)	(1,189,648)	(1,165,554)	(1,239,323)	(1,357,290)	净利率 (%)	19.7%	18.7%	18.5%	17.8%	17.7%
研发费用	(3,986,516)	(4,830,375)	(5,028,749)	(5,859,757)	(6,691,723)	营运表现					
其他费用	(80,333)	(100,743)	(100,743)	(100,743)	(100,743)	研发费率	12.9%	15.4%	16.0%	17.0%	17.3%
财务开支-净额	(24,891)	(25,896)	(25,896)	(25,896)	(25,896)	SG&A收入 (%)	37.2%	32.8%	32.9%	32.9%	32.8%
税前盈利	7,582,261	7,389,372	7,333,179	7,708,116	8,643,051	实际税率 (%)	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%
所得税	(1,350,211)	(1,316,679)	(1,306,666)	(1,373,475)	(1,540,066)	股息支付率 (%)	41.1%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
少数股东权益	140,660	199,368	197,852	207,968	233,193	存货周转天数	106	112	127	120	113
净利润	6,091,390	5,873,325	5,828,661	6,126,674	6,869,791	应收账款天数	42	56	68	63	59
折旧及摊销	725,769	892,944	950,108	1,039,367	1,107,259	财务状况					
EBITDA	8,401,496	8,290,198	8,308,423	8,752,080	9,750,475	负债权益	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
增长						收入/总资产	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
总收入 (%)	11%	2%	0%	9%	13%	总资产/股本	3.8	4.2	4.5	4.9	5.4
EBITDA (%)	11%	-1%	0%	5%	11%	盈利对利息倍数	337.5	320.1	320.8	338.0	376.5
资产负债表						现金流量表					
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						<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		2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
现金	10,298,007	12,015,223	13,487,019	16,331,645	19,712,511	税前利润	7,582,261	7,389,372	7,333,179	7,708,116	8,643,051
应收账款	6,540,518	9,554,505	9,965,170	10,666,119	11,422,385	营运资金变化	331,540	(3,477,730)	(447,969)	(853,082)	(911,138)
存货	2,554,861	3,138,664	3,177,945	3,336,843	3,503,685	其他经营性现金流变化	586,823	1,122,218	1,078,394	1,146,286	1,209,632
其他流动资产	4,563,774	2,036,553	2,028,687	2,021,215	2,014,116	所得税	(1,334,584)	(1,309,149)	(1,306,666)	(1,373,475)	(1,540,066)
总流动资产	23,957,160	26,744,945	28,658,822	32,355,822	36,652,697	营运现金流	7,627,064	4,178,815	6,656,938	6,627,846	7,401,478
固定资产	9,582,060	10,416,599	11,451,850	12,280,816	13,046,322	资本开支	(2,203,385)	(1,483,696)	(1,847,034)	(1,847,034)	(1,847,034)
无形资产	2,143,016	2,433,453	2,071,958	2,055,055	2,052,724	其他投资活动	(4,592,599)	2,090,963	(60,240)	(72,288)	(86,745)
其他非流动资产	709,482	682,351	669,220	656,089	642,958	投资活动现金流	(6,795,984)	607,267	(1,907,274)	(1,919,322)	(1,933,779)
总资产	41,769,774	46,282,170	48,856,672	53,352,603	58,399,522	股本变化	1,414	102,751	-	-	-
应付帐款	2,010,065	2,841,739	2,834,779	2,832,946	2,836,636	负债变化	485,712	-	-	-	-
短期借款	153,484	450,216	403,000	479,000	555,000	股息	(2,117,436)	(2,752,256)	(1,748,598)	(1,838,002)	(2,060,937)
其他短期负债	6,794,451	6,890,618	6,891,690	6,892,815	6,893,997	其他融资活动	(273,763)	348,524	-	(25,896)	(25,896)
总短期负债	8,958,000	10,182,573	10,129,469	10,204,761	10,285,632	融资活动现金流	(1,904,073)	(2,300,981)	(1,748,598)	(1,863,898)	(2,086,833)
长期借款	28,950	-	-	-	-	现金变化	(1,072,993)	2,485,101	3,001,066	2,844,626	3,380,866
其他长期负债	611,993	574,843	574,843	574,843	574,843	期初持有现金	9,059,709	8,000,852	10,485,953	13,487,019	16,331,645
总负债	10,127,899	11,264,158	11,211,054	11,286,346	11,367,217	汇兑影响	14,136	-	-	-	-
股东权益	31,641,875	35,018,012	37,645,618	42,066,257	47,032,304	期末持有现金	10,298,007	12,015,223	13,487,019	16,331,645	19,712,511
每股账面值	2.66	2.94	3.16	3.53	3.95						
营运资本	14,999,160	16,562,372	18,529,353	22,151,061	26,367,064						

资料来源：公司资料，第一上海预测

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。