

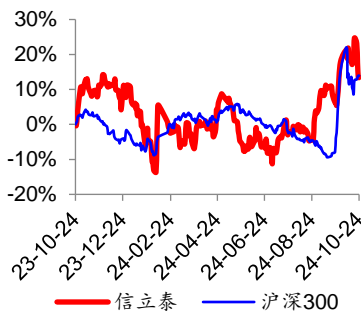
24Q3 营收扣非超预期，恩那罗未来可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-24

收盘价（元）	33.31
近 12 个月最高/最低（元）	39.33/25.58
总股本（百万股）	1114.8
流通股本（百万股）	1114.6
流通股比例（%）	99.98%
总市值（亿元）	371.35
流通市值（亿元）	371.35

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

相关报告

- 【华安医药】信立泰（002294）首次覆盖报告：心血管代谢专科龙头，创新转型进入加速期 2023-04-20
- 【华安医药】公司点评信立泰（002294.SZ）：23FY 符合预期 Q4 恢复明显，创新转型出海进程兑现 2024-4-1
- 【华安医药】公司点评信立泰（002294.SZ）：24H1 产品增收恢复超预期，创新产品渐入佳境 2024-8-27

主要观点：

● 事件

2024 年 10 月 22 日，信立泰发布 2024 年三季度报告，公司实现营业收入 30.01 亿元，同比+22.18%；归母净利润 5.10 亿元，同比+6.37%；扣非归母净利润 4.97 亿元，同比+14.94%。单季度来看，公司 2024Q3 收入为 9.58 亿元，同比+24.15%；归母净利润为 1.66 亿元，同比+17.01%；扣非归母净利润为 1.64 亿元，同比+33.55%。

● 点评

✓ 恩那罗医保内首年加大推广，销售费用率升高

前三季度，公司整体毛利率为 72.07%，同比+4.00 个百分点；期间费用率 52.65%，同比+6.55 个百分点；其中销售费用率 36.64%，同比+7.51 个百分点；研发费用率 10.21%，同比-0.22 个百分点；管理费用率 6.55%，同比-1.94 个百分点；财务费用率-0.76%，同比+1.20 个百分点；经营性现金流净额为 8.54 亿元，同比+59.63%。在销售费用增加的基础上，毛利率仍然有 4pct 的提升，经营性现金流净额同比有较大的增长，公司经营状况良好。

✓ 商业化及准入工作颇有成效，积极推动进展佳

报告期内，公司加大产品推广和创新研发投入。恩那罗进入医保目录以来，全面推动医院准入和推广工作，在医疗反腐的大环境下，销售团队采取规范、积极进取的策略和方法，部分医院通过双通道药店和临采方式克服了准入的难关。截至三季度末逐步展现较好进展，外部数据显示，恩那罗在医院的正式准入和临床应用优于同年医保的同类竞品。另外，创新产品复立坦（阿利沙坦酯氨氯地平片）、信立汀（苯甲酸福格列汀片）作为目录外新增药品参与 2024 年医保目录调整，目前谈判工作正积极推进。

✓ 产品集中注册阶段，后续储备管线丰富

公司在研管线中，NDA 阶段的 S086（高血压）、SAL0108、SAL056、恩那度司他（血透和腹透）已申报上市申请，正常有序推进；S086（慢性心衰）、SAL0130、SAL003 等 III 期在研项目临床进展顺利；恩那度司他（CIA）II 期完成首例入组，SAL0112（2 型糖尿病）II 期临床完成首例入组，SAL0120（高血压）已经启动 II 期临床的患者入组筛选，CKD 适应症正在开展 II 期临床启动入组的准备工作；海外临床方面，JK07 的 2 期试验有序进行中。公司目前储备丰富的产品管线，有望在未来的每年均有产品陆续 IND，实现完全的创新转型。

● **投资建议**

考虑到目前及未来两年的销售费用预计增加，我们对利润预测有所调整，预计公司 2024~2026 年收入分别为 40.5/47.3/56.9 亿元，分别同比增长 20.2%/16.8%/20.5%，2024~2026 年归母净利润分别为 6.3/6.8/8.1 元（前值为 6.7/7.9/8.9 亿元），分别同比增长 8.9%/7.6%/19.8%，对应估值为 59X/55X/46X。我们看好公司创新转型带来的收入结构重塑，在心血管专科领域的深耕优势，维持“买入”评级。

● **风险提示**

新药研发失败风险；审批准入不及预期风险；行业政策风险；成本上升风险；销售浮动风险

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3365	4045	4726	5693
收入同比 (%)	-3.4%	20.2%	16.8%	20.5%
归属母公司净利润	580	631	680	814
净利润同比 (%)	-9.0%	8.9%	7.6%	19.8%
毛利率 (%)	68.6%	69.6%	70.2%	71.1%
ROE (%)	7.2%	7.8%	8.3%	9.8%
每股收益 (元)	0.52	0.57	0.61	0.73
P/E	62.81	58.81	54.64	45.60
P/B	4.54	4.57	4.52	4.46
EV/EBITDA	34.86	35.09	32.77	28.57

资料来源: Wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3313	3395	3677	4088	营业收入	3365	4045	4726	5693
现金	1322	1454	1903	2342	营业成本	1058	1228	1408	1643
应收账款	467	448	415	406	营业税金及附加	44	53	68	87
其他应收款	21	0	0	0	销售费用	1016	1343	1612	1924
预付账款	26	0	0	0	管理费用	287	263	317	393
存货	491	533	399	381	财务费用	-54	-38	-42	-55
其他流动资产	986	959	959	959	资产减值损失	-59	-14	-3	-5
非流动资产	6083	6214	6006	5794	公允价值变动收益	8	0	0	0
长期投资	291	270	260	248	投资净收益	12	59	49	58
固定资产	1402	1397	1356	1319	营业利润	656	716	772	922
无形资产	1318	1217	1113	1002	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	3072	3330	3276	3225	营业外支出	16	0	0	0
资产总计	9397	9609	9683	9883	利润总额	642	716	772	922
流动负债	815	867	848	938	所得税	61	84	92	108
短期借款	40	40	40	40	净利润	581	631	680	814
应付账款	156	144	46	19	少数股东损益	1	0	0	0
其他流动负债	619	683	762	879	归属母公司净利润	580	631	680	814
非流动负债	526	584	584	584	EBITDA	1008	1019	1077	1220
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.52	0.57	0.61	0.73
其他非流动负债	526	584	584	584					
负债合计	1341	1451	1433	1522					
少数股东权益	36	36	36	36					
股本	1115	1115	1115	1115					
资本公积	1900	1928	1928	1928					
留存收益	5004	5079	5171	5282					
归属母公司股东	8019	8121	8214	8324					
负债和股东权益	9397	9609	9683	9883					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	839	1052	1138	1240
净利润	581	631	680	814
折旧摊销	375	341	347	353
财务费用	17	2	2	2
投资损失	-12	-59	-49	-58
营运资金变动	-164	161	158	127
其他经营现金流	787	446	523	690
投资活动现金流	-1371	-440	-100	-95
资本支出	-670	-346	-146	-154
长期投资	-731	9	-3	1
其他投资现金流	30	-103	49	58
筹资活动现金流	-706	-475	-589	-706
短期借款	-137	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	35	28	0	0
其他筹资现金流	-603	-502	-589	-706
现金净增加额	-1233	132	448	440

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-3.4%	20.2%	16.8%	20.5%
营业利润	-9.8%	9.1%	7.9%	19.4%
归属于母公司净利	-9.0%	8.9%	7.6%	19.8%
获利能力				
毛利率 (%)	68.6%	69.6%	70.2%	71.1%
净利率 (%)	17.2%	15.6%	14.4%	14.3%
ROE (%)	7.2%	7.8%	8.3%	9.8%
ROIC (%)	7.1%	7.3%	7.7%	9.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	14.3%	15.1%	14.8%	15.4%
净负债比率 (%)	16.7%	17.8%	17.4%	18.2%
流动比率	4.06	3.92	4.33	4.36
速动比率	2.55	2.41	2.95	3.13
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.43	0.49	0.58
应收账款周转率	6.96	8.83	10.94	13.86
应付账款周转率	6.18	8.18	14.78	50.73
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.57	0.61	0.73
每股经营现金流	0.75	0.94	1.02	1.11
每股净资产	7.19	7.28	7.37	7.47
估值比率				
P/E	62.81	58.81	54.64	45.60
P/B	4.54	4.57	4.52	4.46
EV/EBITDA	34.86	35.09	32.77	28.57

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所测算

分析师简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。