

买入

2024年12月3日

医药环境压力和主动降低库存导致业绩下滑

► **2024年前3季度调整后归母净利润-15.2%**: 2024年前3季度公司营收226.9亿元, 同比-4.9%; 毛利159.9亿元, 毛利率70.5%, 同比+0.1pp。销售费用、行政费用分别为66.2亿元(-5.8%)、8.8亿元(+2.9%), 销售费率(占成药收入比)和行政费率(占收入比)同比下降0.9和+0.3个百分点至35.5%和3.9%。研发费用同比增长5.5%至38.8亿元, 其中占成药收入比同比上升1.8个百分点至20.8%。归母净利润、扣非后归母净利润分别为38.8亿元(-15.9%)和40.0亿元(-15.2%), 扣非后归母净利率17.6%(-2.2pp)。分板块看, 成药板块收入186.7亿元(-3.5%), 原料药板块中的维C、抗生素及其他收入分别为14.6亿元(-3.4%)、12.6亿元(-7.2%), 功能食品板块收入12.9亿元(-21.9%)。成药溢利率为22.7%(-2.9个百分点), 维C溢利率同比上升4.2个百分点至7.6%, 抗生素溢利率同比上升11.3个百分点至18.9%, 咖啡因及其他经营溢利率下降8.4个百分点至18.2%。

► **成药各板块业务情况**: 1、24年前3季度神经系统收入同比+4.5%至72.3亿元, 收入占成药比例38.8%, 其中3季度收入同比-15.8%, 主要因为恩必普在严格控费环境下医院实施严格管控导致3季度销售大幅下滑。2、肿瘤板块前3季度收入-17.6%至38.1亿元, 占比20.4%, 其中3季度收入-31.2%, 主要因为多美素和津优力受到京津冀3+N集采影响。3、抗感染板块前3季度收入+2.2%至32.1亿元, 占比17.2%, 其中3季度收入-9.6%。4、心血管领域前3季度收入-11.1%至16.3亿元, 占比8.7%, 其中3季度收入-26.7%, 因为玄宁未在第8批集采中标使销售受到较大冲击。5、呼吸板块前3季度收入-18.8%至9.4亿元, 占比5.0%, 其中3季度收入-35.1%, 主要因为市场需求减少。6、消化和其他治疗领域前3季度收入分别+30.7%和2.6%至8.7和9.8亿元, 3季度消化板块收入-11.2%。3季度各板块的下跌受到了医药环境和公司主动降低库存的影响。

► **管线新旧交替**: 老产品克艾力、玄宁、多美素和津优力等因为集采影响收入下降, 明年多美素因为第10批集采将受到较大影响, 目前恩必普未纳入参比制剂, 故预计2.5年内仍较安全。未来将依靠新品拉动, 如铭复乐、伊立替康、奥马珠单抗、谷美替尼等创新产品预计明年将贡献约20亿元的增量。另外巴托利单抗(重症肌无力)、乌司奴单抗(银屑病)、紫杉醇白蛋白II, TG103注射液和司美格鲁肽(肥胖/糖尿病)、Her双抗、帕妥珠单抗等将接替上市。24年10月公司将脂蛋白(a)抑制剂YS2302018以1亿美元首付款+19.2亿里程碑授权给阿斯利康。

► **给予目标价6.87港元, 买入评级**: 公司年初至今回购约15亿港元, 24年9月公司公告将在2年内回购不超过50亿港元, 预计今年派息率也将提升。我们核算管线价值, 加上公司在手净现金, 以DCF为公司估值, 其中WACC为10%, 永续增长2%, 得出目标6.87港元, 对应2024年的16.9倍市盈率, 维持买入评级。

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

高小迪

852 2532 1960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk

主要数据

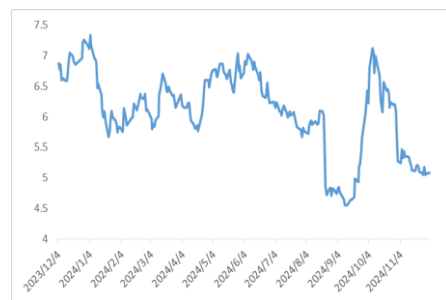
行业	医药
股价	5.08 港元
目标价	6.87 港元 (+35.2%)
股票代码	1093
已发行股本	116.96 亿股
市值	594.15 亿港元
52周高/低	7.67/4.29 港元
每股净现值	3.1 港元
主要股东	蔡东晨及管理層 (29.76%)

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	28,538	29,027	31,498
变动(%)	11.0%	1.7%	-9.3%	1.7%	8.5%
归母净利润(百万人民币)	6,091	5,873	4,345	3,927	4,468
变动(%)	8.7%	-3.6%	-26.0%	-9.6%	13.8%
每股基本收益(人民币分)	51.1	49.3	37.1	37.7	38.2
市盈率@5.08港元(倍)	9.1	9.4	12.5	12.3	12.1
每股派息(人民币分)	19.2	14.8	18.6	15.1	11.5
息率(%)	4.1%	3.2%	4.0%	3.3%	2.5%

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	28,538,138	29,027,258	31,498,133	盈利能力					
毛利	22,256,414	22,176,686	19,976,697	20,319,081	22,048,693	毛利率 (%)	71.9%	70.5%	70.0%	70.0%	70.0%
销售及管理费用	(10,337,423)	(9,140,652)	(8,457,600)	(8,520,287)	(8,650,416)	EBITDA 利率 (%)	27.2%	26.4%	22.7%	20.8%	21.5%
行政费用	(1,172,842)	(1,189,648)	(1,170,064)	(1,190,118)	(1,259,925)	净利率 (%)	19.7%	18.7%	15.2%	13.5%	14.2%
研发费用	(3,986,516)	(4,830,375)	(5,074,560)	(5,849,749)	(6,697,096)	营运表现					
其他费用	(80,333)	(100,743)	(77,394)	(77,394)	(77,394)	研发费率	12.9%	15.4%	17.8%	20.2%	21.3%
财务开支-净额	(24,891)	(25,896)	(51,082)	(51,082)	(51,082)	SG&A收入 (%)	37.2%	32.8%	33.7%	33.5%	31.5%
税前盈利	7,582,261	7,389,372	5,474,632	4,959,087	5,641,416	实际税率 (%)	17.8%	17.8%	20.0%	20.0%	20.0%
所得税	(1,350,211)	(1,316,679)	(1,094,926)	(991,817)	(1,128,283)	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	35,038	40,093	45,131	存货周转天数	108	109	128	136	135
净利润	6,091,390	5,873,325	4,344,668	3,927,177	4,468,001	应收账款天数	41	45	58	65	69
折旧及摊销	725,769	892,944	966,409	1,039,367	1,107,259	财务状况					
EBITDA	8,401,496	8,290,198	6,475,062	6,028,237	6,774,025	负债/权益	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
增长						收入/总资产	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
总收入 (%)	11%	2%	-9%	2%	9%	总资产/股本	3.8	4.2	4.1	4.3	4.6
EBITDA (%)	11%	-1%	-22%	-7%	12%	盈利对利息倍数	337.5	320.1	126.8	118.0	132.6
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	10,636,951	10,775,687	11,767,414	税前利润	7,582,261	7,389,372	5,474,632	4,959,087	5,641,416
应收账款	6,540,518	9,554,505	8,939,744	10,078,015	11,366,757	营运资金变化	331,540	(2,840,771)	637,945	(1,381,853)	(1,549,084)
存货	2,554,861	3,138,664	3,117,458	3,367,804	3,640,115	其他经营性现金流变化	320,015	953,644	1,043,539	1,111,431	1,174,776
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)	(1,316,679)	(1,094,926)	(991,817)	(1,128,283)
总流动资产	23,957,160	26,744,945	24,722,840	26,242,721	28,788,403	营运现金流	7,627,064	4,185,566	6,061,190	3,696,848	4,138,825
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)	(1,847,034)	(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)	(150,995)	(60,240)	(72,288)	(86,745)
其他非流动资产	709,482	682,351	627,098	571,844	516,591	投资活动现金流	(6,795,984)	(1,998,029)	(1,907,274)	(1,919,322)	(1,933,779)
总资产	41,769,774	46,282,170	44,878,567	47,155,258	50,408,861	股本变化	(14,211)	-	-	-	-
应付账款	2,010,065	2,841,739	2,834,779	2,832,946	2,836,636	负债变化	485,712	76,000	76,000	76,000	76,000
短期借款	153,484	450,216	403,000	479,000	555,000	股息	(2,117,436)	(1,761,998)	(2,172,334)	(1,765,871)	(1,340,400)
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	(258,138)	25,896	51,082	51,082	51,082
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)	(1,660,102)	(2,045,253)	(1,638,789)	(1,213,319)
长期借款	28,950	-	-	-	-	现金变化	(1,072,993)	527,436	2,108,663	138,736	991,727
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	8,528,288	10,636,951	10,775,687
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	33,667,514	36,937,342	40,110,074	期末持有现金	10,298,007	12,015,223	10,636,951	10,775,687	11,767,414
每股账面值	2.66	2.94	2.83	3.10	3.37						
营运资本	14,999,160	16,562,372	14,593,371	16,037,960	18,502,771						

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。