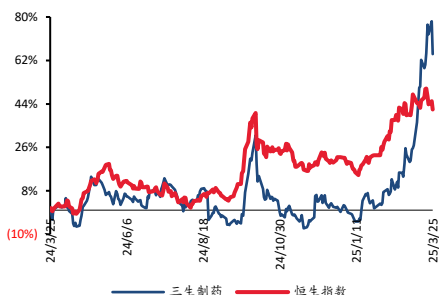


创新价值逐步兑现，蔓迪下半年增速提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	23.96/23.96
总市值/流通(亿港元)	235.48/235.48
12个月内最高/最低价(港元)	11.02/5.47

相关研究报告

- <<2024H1 业绩符合预期, 创新产品梯队丰富>>--2024-08-24
- <<减重领域合作达成, 与翰宇药业发挥协同效应>>--2024-05-30
- <<特比澳儿童 ITP 适应症获批, 有望支撑收入端持续增长>>--2024-04-13

证券分析师: 周豫

电话:

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

事件:

3月25日, 公司发布2024年年度业绩报告, 2024年公司实现营业收入91.08亿元, 同比增长16.5%, 归母净利润20.90亿元, 同比增长34.9%, 经调整的经营性归母净利润为23.19亿元, 同比增长18.8%。

点评:

业绩略超预期, 核心品种稳健增长。2024年特比澳销售额为50.6亿元(同比+20.4%)市占率34.3%, 升级替代持续进行, 临床用量首次超过IL-11; EPO销售额为10.2亿元(同比+8.3%), 市占率为42%, 稳居EPO产品市场第一; 蔓迪销售额为13.4亿元(同比+18.9%), 下半年产品增速加快。

研发费用率提升, 综合财务成本率下降。2024年公司毛利率为85.95%(+0.97pct)。各项费用控制良好, 其中销售费用率为36.8%(-1.66pct); 管理费用率为5.5%, 同比均实现下降; 研发费用率14.6%, 出现提升; 综合财务成本率为0.5%。

收入结构迎来多元化, 合作拓展商业化版图。公司加快推进在研项目的研发进程, 2025-2027年将实现多款产品的商业化, 领域涵盖自免、血液/肿瘤、肾科及皮肤/代谢等。同时, 公司积极拓展外部产品合作, 2024年公司与翰宇制药就司美格鲁肽注射液减重适应症达成合作协议, 开拓减重治疗广阔市场; 与海和药物就紫杉醇口服溶液商业化推广、与东阳光药业就可立福替尼、与映恩生物就Her-2 ADC药物均达成商业化合作协议, 积极在商业化领域进行探索。

创新价值逐步兑现, 公司估值有望实现重塑。公司2024年已实现艾曲泊帕混悬剂等3款药品的获批上市, 并提交包括SSS06长效促红素等4款产品的上市申请。目前, 公司研发管线拥有30项在研产品, 其中已有10款推进至临床三期阶段。由公司CLF2双抗平台开发的靶向PD-1/VEGF的双特异性抗体707在非小细胞肺癌、转移性结直肠癌和妇科肿瘤方面已开展4项临床研究, 其中, 707单药一线治疗PD-L1阳性的晚期非小细胞肺癌已获批准进入三期临床, 其二期临床的部分患者数据已读出, 显示出优异的临床治疗效果, 具备BIC的潜质。同时, 公司还与百利天恒达成合作, 将探索707双抗和BL-B01D1联合用药在肿瘤治疗上未被发掘的潜在临床价值。公司估值有望实现重塑。

投资建议:

我们预计公司2025-2027年收入分别为103.84/117.27/132.48亿元, 分别同比增长14%/13%/13%, 归母净利润分别为22.98/27.27/32.12亿元, 分别同比增长10%/19%/18%, 对应估值为9X/8X/7X。考虑到公司核心品种稳健增长, 合作拓展商业化版图亦持续扩大, 创新价值开始逐步兑现, 维持“买入”投资评级。

风险提示: 产品研发及上市不及预期; 竞争加剧的风险; 医药行业政策变化风险; 药品降价风险; 产品销售不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万）	9108	10384	11727	13248
营业收入增长率(%)	17%	14%	13%	13%
归母净利（百万）	2090	2298	2727	3212
净利润增长率(%)	35%	10%	19%	18%
摊薄每股收益（元）	0.86	0.96	1.14	1.34
市盈率（PE）	10.52	9.43	7.94	6.74

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,347	12,791	16,653	20,983
现金	2,143	5,269	8,736	12,622
应收账款及票据	1,305	1,442	1,629	1,840
存货	795	857	932	1,012
其他	5,104	5,223	5,357	5,509
非流动资产	14,866	14,017	13,245	12,541
固定资产	4,993	4,571	4,191	3,849
无形资产	6,311	5,885	5,492	5,131
其他	3,561	3,561	3,561	3,561
资产总计	24,213	26,807	29,898	33,524
流动负债	5,464	5,690	5,968	6,283
短期借款	3,470	3,470	3,470	3,470
应付账款及票据	180	195	212	230
其他	1,814	2,025	2,287	2,583
非流动负债	713	713	713	713
长期债务	38	38	38	38
其他	675	675	675	675
负债合计	6,176	6,402	6,681	6,996
普通股股本	0	0	0	0
储备	15,672	17,969	20,697	23,909
归属母公司股东权益	15,436	17,734	20,461	23,673
少数股东权益	2,600	2,671	2,755	2,855
股东权益合计	18,036	20,405	23,217	26,528
负债和股东权益	24,213	26,807	29,898	33,524

现金流量表 (百万)

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3201	3,250	3,591	4,010
净利润	2090	2,298	2,727	3,212
少数股东权益	127	71	84	99
营运资金变动及其他	-2218	33	7	-5

利润表 (百万)

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,108	10,384	11,727	13,248
其他收入	0	0	0	0
营业成本	1,280	1,402	1,524	1,656
销售费用	3,351	3,790	4,257	4,796
管理费用	502	561	622	689
研发费用	1,327	1,558	1,759	1,987
财务费用	191	81	19	-51
除税前溢利	2,718	2,889	3,429	4,038
所得税	501	520	617	727
净利润	2,218	2,369	2,812	3,311
少数股东损益	127	71	84	99
归属母公司净利润	2,090	2,298	2,727	3,212
EBIT	2,909	2,970	3,448	3,988
EBITDA	2,909	3,819	4,220	4,691
EPS (元)	0.86	0.96	1.14	1.34

预测指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	85.95%	86.50%	87.00%	87.50%
销售净利率	22.95%	22.13%	23.26%	24.25%
ROE	13.54%	12.96%	13.33%	13.57%
ROIC	11.02%	10.18%	10.58%	10.89%
资产负债率	25.51%	23.88%	22.35%	20.87%
净负债比率	7.57%	-8.63%	-22.52%	-34.36%
流动比率	1.71	2.25	2.79	3.34
速动比率	1.53	2.06	2.59	3.14
每股经营现金流	0.00	1.36	1.50	1.67
每股净资产	6.44	7.40	8.54	9.88
P/E	10.52	9.43	7.94	6.74
P/B	1.40	1.22	1.06	0.92
EV/EBITDA	7.92	5.21	3.89	2.68

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。