

香港股市 | 医药

更新报告

联邦制药 (3933 HK)

评级: 中性

下调原有业务收入预测, 但专科药实力将加强

目标价: 14.50 港元

2024 年业绩略逊预期

公司 2024 年收入同比增加 0.1% 至 137.6 亿元 (人民币, 下同), 股东净利润同比跌 1.5% 至 26.6 亿元, 分别较预测低 4.8% 与 7.8%。中间体收入同比增加 14.8%, 但制剂与原料药收入分别同比下降 0.4% 与 5.9%。公司表示原料药工厂在疫情期间连续满产后去年下半年集中检修一个多月, 导致下半年收入比上半年减少 5.6 亿元, 制剂业务则是因为抗生素板块下半年放缓。

中间体与原料药业务可能短期面对压力

由于抗菌药需求放缓今年 6-APA 市场价回落, 相应下调中间体收入预测, 预计 2025-27E 收入将维持在 26-27 亿元。我们也下调原料药收入预测, 预计 2025-27E 收入为约 62-64 亿元。

制剂板块收入将缓步回升

2024 年制剂业务中, 抗生素收入同比下降 10.0%, 但胰岛素与动保 (兽药) 板块收入分别同比增加 18.5% 与 17.1%。我们预计短期内抗生素销售难明显回暖, 但胰岛素与动保板块 2025 年起将引领制剂板块缓步回升, 主因: 1) 胰岛素去年 5 月集采后下半年收入环比仍增加, 表明刚需强大, 预计未来仍将平稳增长。2) 动保业务近年销售网络不断扩张, 目前服务超 300 家客户。动保业务目前九成以上收入来自畜类用药, 但已加强宠物药研发, 公司预计 2025 年将有 11 种宠物用药有望上市, 预计 2024-27E 期间动保产品的收入 CAGR 达 15.7%。

长远看与诺和诺德 (NVO US) 的合作有望提升公司专科药竞争力

公司日前公告将管线内的 GLP-1/GIP/GCG 三靶点受体激动剂 UBT251 的全球 (除中国和港澳台地区以外) 开发、制造和商业化权授予全球行业巨头诺和诺德 (NVO US), 如美国行政部门批准, 公司将获 2 亿美元的首付款与最高 18 亿美元的里程碑付款。根据 1b 期临床数据, 该产品减重效果与安全性均优异, 诺和诺德也公告表明看好产品的前景。我们认为诺和诺德引进公司产品表明对公司研发实力的认可, 公司获得里程碑收入将有更多资金投入专科药开发。

目标价上调至 14.50 港元, 评级调整为“中性”

由于预计中间体、原料药、抗生素板块的销售短期承压, 将 2025-26E 的货品销售收入预测分别下调 8.9%、12.3%, 但预计 2025 年将从诺和诺德获 2 亿美元首付款, 后续还将有里程碑付款, 因此最终 2025/26E 收入预测调整幅度分别为 +0.6% 与 -11.1%, 股东净利润的调整幅度为 +24.8% 与 -7.4%。长远看与诺和诺德合作能夯实专科药实力, 我们仍按 6.5 倍 2025E PER 定价, 目标价 14.50 港元。由于股价近期上涨, 评级调整为“中性”。

风险提示: 1) 中间体与原料药价格波动可能导致销售不达预期; 2) 如美国政府不批准公司与诺和诺德合作, 股价可能下跌

主要财务数据 (12 月 31 日年结, 百万人民币) (更新至 2025 年 3 月 26 日)

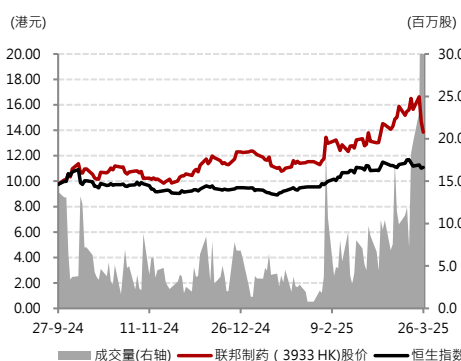
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	13,740	13,759	15,371	14,721	15,440
增长率 (%)	21.2	0.1	11.7	-4.2	4.9
股东净利润	2,701	2,658	3,778	2,980	3,159
增长率 (%)	70.9	-1.6	42.2	-21.1	6.0
每股盈利 (人民币)	1.49	1.46	2.08	1.64	1.74
市盈率 (倍)	8.7	8.8	6.2	7.9	7.4
每股股息 (人民币)	0.52	0.56	0.79	0.62	0.66
股息率 (%)	4.0	4.3	6.1	4.8	5.1
每股净资产 (人民币)	6.93	7.84	9.32	10.20	11.30
市净率 (倍)	1.9	1.6	1.4	1.3	1.1

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

股票资料 (更新至 2025 年 3 月 26 日)

现价	13.86 港元
总市值	25,583.73 百万港元
流通股比例	53.14%
已发行总股本	1,817.03 百万
52 周价格区间	7.84-16.96 港元
3 个月日均成交额	102.97 百万
主要股东	Heren Far East (占 45.91%)

股价走势图



来源: 彭博、中泰国际研究部

相关报告

20240904: 联邦制药 (3933 HK): 2024 上半年盈利略超预期, 未来将稳健增长

20240402: 联邦制药 (3933 HK): 2023 年盈利超越预期, 未来将稳健增长

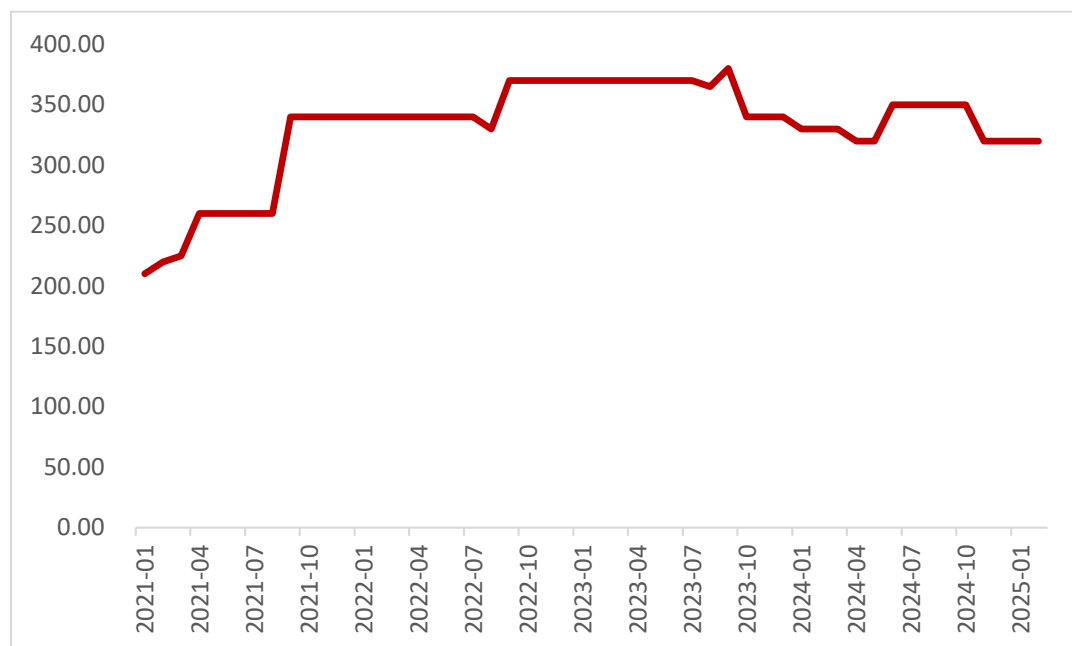
分析师

施佳丽 (Scarlett Shi)

+852 2359 1854

Scarlett.shi@ztsc.com.hk

图表 1: 6-APA 市场价 (元/千克)



来源: Wind, 中泰国际研究部

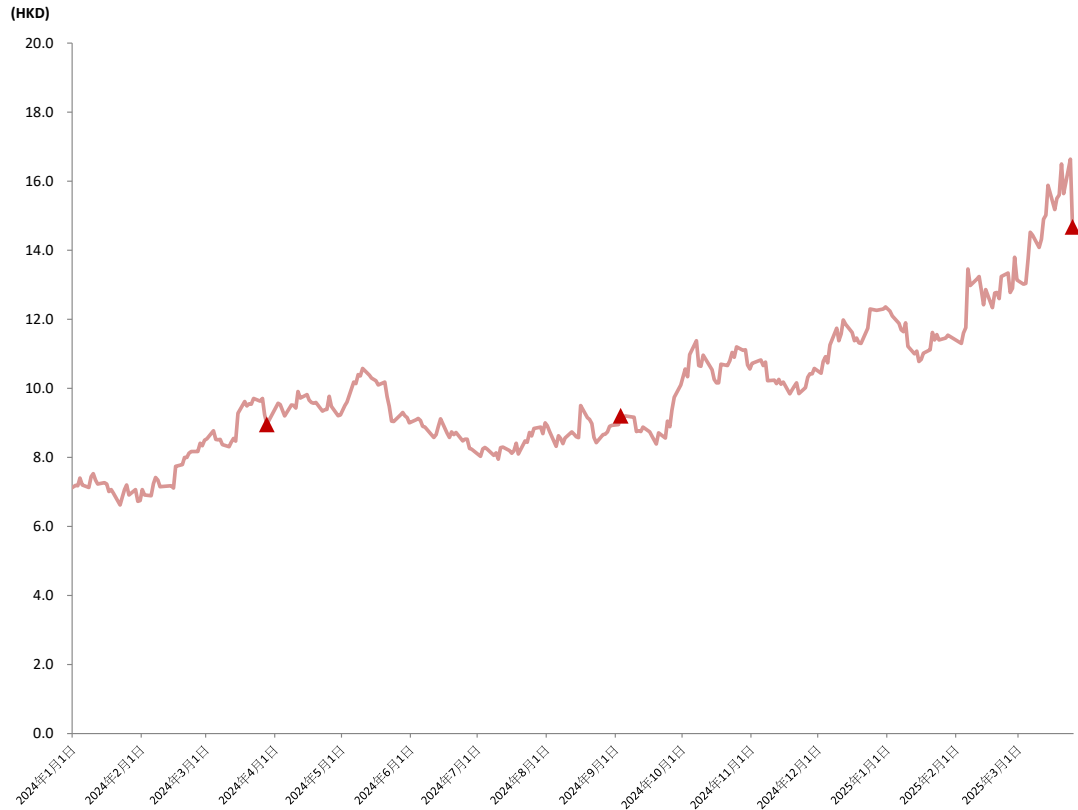
图表 2: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 单位: 百万人民币)

损益表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	现金流量表	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
收入	13,740	13,759	15,371	14,721	15,440	税前利润	3,344	3,289	4,675	3,687	3,908
货品销售收入	13,740	13,759	13,921	14,521	15,240	折旧及摊销	566	595	629	671	719
里程碑收入	0	0	1,450	200	200	营运资金变动	(905)	1,411	(573)	351	(700)
销售成本	(7,405)	(7,677)	(7,591)	(7,957)	(8,250)	已付利息	67	35	63	63	94
毛利	6,335	6,082	7,780	6,764	7,190	已付税款	(527)	(631)	(897)	(708)	(750)
销售及分销开支	(1,594)	(1,402)	(1,471)	(1,452)	(1,524)	其他	(105)	(37)	(171)	(113)	(113)
行政开支	(790)	(894)	(905)	(944)	(997)	经营业务现金净额	2,439	4,661	3,725	3,952	3,159
其他开支	(778)	(928)	(1,019)	(1,059)	(1,108)	购入物业厂房设备	(1,144)	(2,858)	(2,306)	(2,208)	(2,316)
其他收入与收益	238	466	273	361	361	其他	(413)	(324)	107	120	120
应占联营公司业绩	0	(0)	0	0	0	投资活动现金净额	(1,557)	(3,183)	(2,199)	(2,088)	(2,196)
财务成本	-66.9	(35)	(63)	(63)	(94)	净新增借款	(735)	1,641	0	0	0
除税前溢利	3,344	3,289	4,675	3,687	3,908	股息分派	(581)	(1,018)	(1,061)	(1,376)	(1,157)
税项支出	(643)	(631)	(897)	(708)	(750)	其他	(46)	(35)	(63)	(63)	(94)
年度溢利	2,701	2,658	3,778	2,980	3,158	融资活动现金净额	(1,363)	589	(1,123)	(1,439)	(1,251)
非控股权益	(1)	0.55	(0.57)	(0.55)	(0.57)	年初现金	4,743	4,262	6,330	6,733	7,157
股东净利润	2,701	2,658	3,778	2,980	3,159	现金增加净额	(480)	2,068	403	425	(288)
EBIT	3,411	3,324	4,737	3,750	4,002	汇率变动影响净额	(1)	0	0	0	0
EBITDA	3,977	3,919	5,366	4,421	4,722	年末现金	4,262	6,330	6,733	7,157	6,869
资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	重要指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	2,238	2,434	2,187	2,657	2,365	增长率 (%)					
应收账款	6,314	6,272	7,299	6,540	7,549	收入	21.2	0.1	11.7	(4.2)	4.9
现金	4,262	6,330	6,733	7,157	6,869	毛利	27.5	(4.0)	27.9	(13.1)	6.3
其他	972	1,034	1,034	1,034	1,034	股东净利润	70.9	(1.6)	42.2	(21.1)	6.0
流动资产	13,787	16,071	17,253	17,388	17,818	盈利能力 (%)					
物业、厂房及设备	6,483	8,725	10,489	12,056	13,682	毛利率	46.1	44.2	50.6	45.9	46.6
无形资产及商誉	137	212	205	201	198	净利润率	19.7	19.3	24.6	20.2	20.5
其他非流动资产	610	826	810	794	778	EBIT 利润率	24.8	24.2	30.8	25.5	25.9
非流动资产	7,230	9,762	11,504	13,051	14,658	EBITDA 利润率	28.9	28.5	34.9	30.0	30.6
总资产	21,017	25,833	28,757	30,439	32,476	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
贸易应付款项	6,053	7,637	7,843	7,905	7,922	其他					
短期借款	198	830	830	830	830	有效税率 (%)	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2
其他流动负债	376	305	305	305	305	ROAE (%)	23.1	19.6	23.9	16.6	16.0
流动负债	6,627	8,773	8,979	9,040	9,058	ROAA (%)	13.5	11.3	13.8	10.1	10.0
长期借款	1,299	2,308	2,308	2,308	2,308	存货周转率 (天)	108.5	111.1	111.1	111.1	111.1
其他非流动负债	344	317	317	317	317	应收帐周转率 (天)	59.6	63.5	63.5	63.5	63.5
非流动负债	1,643	2,625	2,625	2,625	2,625	应付帐周转率 (天)	103.7	102.9	102.9	102.9	102.9
总负债	8,270	11,398	11,604	11,665	11,683						
股东权益	12,735	14,388	17,106	18,727	20,745						
非控股权益	13	47	47	47	47						
总权益	12,748	14,435	17,153	18,774	20,792						
净现金/(负债)	2,765	3,192	3,594	4,019	3,731						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测^货品销售收入涵盖中间体、原料药与制剂

历史建议和目标价

联邦制药 (3933 HK) 股价表现及评级时间表 (单位: 港元)



来源: 彭博, 中泰国际研究部

序号	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2024 年 4 月 2 日	8.96	买入 (上调)	11.58
2	2024 年 9 月 4 日	9.21	买入 (维持)	11.90
3	2024 年 3 月 27 日	13.86	中性 (下调)	14.50

来源: 彭博, 中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们并不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805