

GLP-1 重磅交易落地， 关注后续临床进展

核心观点

公司 2024 年整体业绩表现符合此前预期，中间体及原料药业务表现稳健，海外出口稳定，制剂业务主要受到集采带来的产品价格调整因素影响，表现略有波动，但结构亮点突出，动保增长势头良好。三靶点 GLP-1 重磅交易达成，总价值最高 20 亿美元。分红派息保持高比例，持续回馈股东。展望未来：1) GLP-1 等管线持续推进，关注临床进展；2) 动保业务新产能 25 年投放在即；3) 中间体原料药预计稳健经营。看好公司长期发展。

事件

公司发布 2024 年度业绩、派息公告及签订独家许可协议

3 月 24 日，公司发布 2024 年度业绩公告，24 年实现收入 137.59 亿元，同比增长 0.14%；归母净利润 26.60 亿元，同比下降 1.54%。业绩符合此前预期。董事会建议派发截至 2024 年末的末期股息每股人民币 28 分，特别股息每股人民币 12 分，连同已派发的中期股息全年合计派息每股人民币 56 分。同日，公司与诺和诺德签订了独家许可协议，授权三靶点 GLP-1 产品 UBT251。

简评

GLP-1 重磅交易落地，主营业务表现符合预期

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,739.88	13,758.94	15,591.67	16,861.93	18,318.62
YoY(%)	21.22	0.14	13.32	8.15	8.64
净利润(百万元)	2,701.35	2,659.70	3,510.87	3,874.62	4,258.47
YoY(%)	70.85	-1.54	32.00	10.36	9.91
毛利率(%)	46.11	44.21	48.32	48.51	48.57
净利率(%)	19.66	19.32	22.51	22.97	23.24
ROE(%)	21.21	18.49	20.63	19.44	18.42
EPS(摊薄/元)	1.49	1.46	1.93	2.13	2.34
P/E(倍)	9.32	9.47	7.17	6.50	5.91
P/B(倍)	1.98	1.75	1.48	1.26	1.09

资料来源：iFinD，中信建投证券 数据截至 2025.03.26

联邦制药 (3933. HK)

维持

买入

贺菊颖

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

刘若飞

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

赖俊勇

SAC 编号:S1440523070007

王云鹏

SAC 编号:S1440524070020

发布日期：2025 年 03 月 30 日

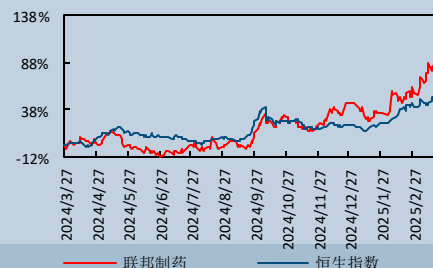
当前股价：13.86 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
8.45/6.50	12.68/-4.16	43.93/1.37
12 月最高/最低价 (港元)		16.64/7.95
总股本 (万股)		181,702.65
流通 H 股 (万股)		181,702.65
总市值 (亿港元)		251.84
流通市值 (亿港元)		251.84
近 3 月日均成交量 (万)		784.25
主要股东		
Heren Far East Limited		45.91%

股价表现



2024 年公司实现收入 137.59 亿元，同比增长 0.14%；归母净利润 26.60 亿元，同比下降 1.54%。从分部表现来看，1) 中间体业务 2024 年对外销售收入为 26.59 亿元，同比上升 14.8%；2) 原料药业务 2024 年对外销售收入为 63.73 亿元，同比下降 0.4%；3) 制剂产品 2024 年对外销售收入为 47.28 亿元，同比下降 5.9%。中间体及原料药业务表现稳健，海外出口稳定，制剂业务主要受到集采带来的产品价格调整因素影响，表现略有波动。2024 年公司整体业绩表现符合此前预期。分红派息保持高比例，全年三项派息（中期+末期+特别股息）合计派息比率达 38.3%，同比提升 3.3 个百分点，持续回馈股东。

从业务板块拆分来看：

1) 中间体原料药：产能利用率保持高位，成本持续优化。2024 年公司中间体对外销售收入 26.59 亿元，同比上升 14.8%；原料药业务 2024 年对外销售收入为 63.73 亿元，同比下降 0.4%。中间体原料药业务整体表现稳健，同时海外出口稳定，前三大出口区域为欧洲（6.96 亿元）、印度（6.34 亿元）及其他亚洲地区（6.33 亿元）。从产能利用率来看，公司中间体和原料药主要品种 6-APA/青霉素 G 钾工业盐（100%）、半合成青霉素类（93.5%）、β-内酰胺酶抑制剂类（100%）产能均保持高位运行，我们预计公司在青霉素产业链市场份额仍保持提升趋势。2024 年联邦制药（内蒙古）有限公司正式启动一期分盐及酸碱转化项目及沼气焚烧余热回收利用项目，全面升级电力供应系统，建成投运 110KV 变电站，持续降低生产过程中的能源消耗和污染排放，我们预计相关措施将带来上游产品生产成本的持续改善，提升公司在行业内的竞争力。

2) 制剂：胰岛素全线 A 类中选，动保增长势头良好。2024 年公司制剂产品 2024 年对外销售收入为 47.28 亿元，同比下降 5.9%，主要受到抗感染条线品种集采带来的产品价格调整因素影响。分业务条线来看：**(1) 胰岛素系列**收入 12.36 亿元，同比+10.1%。24 年 4 月公司全线胰岛素产品在国家药品集中采购（胰岛素专项接续）中均以 A 类中选，采购基础量增加 52.5%。本次集采采购周期至 2027 年底，我们认为公司胰岛素业务面临较好发展机遇，有望借助本轮集采持续提升胰岛素产品市场占有率。**(2) 动保业务**收入 13.82 亿元，同比+17.1%。动保业务在 2023 年高速增长的基础上，继续保持良好增长势头。同时公司在经济型和伴侣型动物药品布局方面双管齐下，从原有畜类业务逐步扩展至禽类、水产类和宠物类，收入来源逐渐多元化。**(3) 抗感染业务**有所调整，半合成青霉素类抗生素收入 6.33 亿元（-4.6%），头孢类抗生素 1.75 亿元（-10.7%），β-内酰胺酶抑制剂类抗生素 5.54 亿元（-44.8%），碳青霉烯类抗生素 2.59 亿元（-9.9%）。我们判断目前公司抗生素制剂主要品种基本已完成集采，后续抗感染业务有望匹配行业需求实现温和增长。

三靶点 GLP-1 重磅交易达成，总价值最高 20 亿美元。公司 UBT251 注射液为 GLP-1R/GIPR/GCGR 三靶点药物。2025 年 3 月 24 日，联邦制药及全资子公司联邦生物科技与诺和诺德签订了独家许可协议，授权三靶点 GLP-1 产品 UBT251。1) 授权范围：诺和诺德获得全球开发、制造和商业化 UBT251 的权利（不包括中国大陆及中国港澳台）。2) 首付款：2 亿美元。3) 里程碑付款：最高可达 18 亿美元，取决于开发和销售里程碑的达成。4) 销售提成：联邦制药有权收取基于该地区年度净销售额计算的分层销售提成。我们认为这一交易是公司创新转型和自主研发的重要里程碑，同时中国权益得以保留，后续如临床进展顺利有望成为公司内分泌管线重要品种。

已开展多项代谢适应症，关注后续临床进展。目前 UBT251 已开展 2 型糖尿病、超重/肥胖、代谢相关脂肪性肝病（MAFLD）及慢性肾脏病（CKD）等多项代谢相关适应症，**1) 减重效果：**1b 期临床试验，UBT251 每周进行一次皮下注射给药，连续给药 12 周后，安全性特征与基于促胰岛素激素的疗法一致。最常见的不良事件为胃肠道反应，且绝大多数为轻至中度。在最高剂量组中，完成试验的受试者平均体重较基线下降 15.1%，而安慰剂组受试者的平均体重较基线增加 1.5%。**2) 肾病效果：**在临床前肥胖/糖尿病肾病药效模型中，UBT251

对肾脏尿白蛋白等相关肾损伤标志物和组织病理的整体改善效果明显优于司美格鲁肽。公司 UBT251 的 CKD 适应症分别于 25 年 1 月和 2 月获得中美两地监管部门的临床试验批准，目前超重/肥胖、MAFLD 和慢性肾脏病适应症均已推进至 II 期临床阶段，我们认为后续多项代谢适应症的临床进展值得关注。

利拉鲁肽注射液获批上市，内分泌管线布局深化。25 年 3 月 21 日，NMPA 官网公告称公司利拉鲁肽注射液（优利泰®）获批准上市，适应症为 2 型糖尿病。从公司战略来看，公司在内分泌领域在已有丰富胰岛素管线的基础上（人胰岛素、甘精胰岛素、门冬胰岛素等），并正不断丰富 GLP-1 靶点产品布局，目前单靶点利拉鲁肽已获批上市，单靶点长效药物司美格鲁肽注射液上市申请已于 25 年 1 月获受理，三靶点药物 UBT251 注射液临床积极推进中。24 年 12 月，经 NMPA 批复同意，公司及其申报的利拉鲁肽、德谷胰岛素和司美格鲁肽成为广东第一批生物制品分段生产企业和试点品种，创新生产模式有助于提高生产效率和产品质量，保障市场稳定供应，提升公司在生物药领域竞争力。

降本增效推进，盈利质量保持平稳。公司 2024 年毛利率 44.21%（-1.90 pct）；净利率 19.33%（-0.33 pct）。毛利率波动预计主要由于制剂业务部分品种集采带来的产品价格调整因素影响，但公司通过优化费用结构，净利率基本保持稳定。费用方面，销售费用率 10.19%（-1.41 pct），管理费用率 6.50%（+0.75 pct），研发费用率 6.47%（+0.96 pct），财务费用率 0.25%（-0.23 pct）。公司销售费用下降明显，预计与部分品种集采后推广费用减少有关。研发投入保持高强度，公司对基础研究和产品管线持续保持投入，2024 年公司研发投入 9.86 亿元，同比增长 21.9%。目前公司已建立覆盖生物研发、化药研发、创新药研发、动保研发、临床研究及对外合作等多个平台的全面的研发体系。相应品种研发及上市进展推进将持续提升公司的竞争力和创造力。2024 年公司经营活动现金流净额 31.99 亿元，同比增长 31.2%，经营活动现金流保持健康。其余财务指标基本正常。

未来展望：1）GLP-1 等管线持续推进，关注临床进展：公司利拉鲁肽注射液已获批上市，司美格鲁肽注射液和德谷胰岛素注射液已递交上市申请，2026 年均有望获批上市，三靶点 GLP-1 产品 UBT251 临床推进中，同时公司还有二代胃肠道激素 UBT37034、GLP-1 口服制剂等在研管线，后续 GLP-1 管线进展值得关注。

2）动保业务新产能 25 年投放在即，有望推动增长：公司动保业务近年来保持良好发展态势，从产能建设进展来看，公司三项重要动保基地 a) 内蒙古联邦动保新厂区（100 亩）、b) 河南联牧兽药基地（94 亩）、c) 珠海联邦动保高栏港基地（100 亩）建设稳步推进中，均有望于 2025 年建成投产，新产能逐步释放将带动公司动保板块业绩持续增长；2024 年公司与新西兰 New Zealand Riverland Foods 合作，进入高端宠物市场，并启动向国际市场拓展步伐，后续进展值得期待。

3）中间体原料药稳健经营：公司主要原料药及中间体产品 2024 年以来市场报价基本平稳，预计主要品种竞争格局 25 年保持稳定，印度 PLI 计划在原料药领域总投入及单品投入均有限，且在发酵条件、能源电力供应及产业链配套等方面存在短板，短期影响预计有限。公司在珠海联邦制药高栏港新建原料药项目（180 亩）预计 2025 年建成投产，主要涉及无菌酶抑制剂原料药及无菌头孢原料药，有望为板块带来增量。

盈利预测

我们预测 2025-2027 年，公司营收分别为 155.92、168.62 和 183.19 亿元，分别同比增长 13.3%、8.1%和 8.6%；归母净利润分别为 35.11、38.75 和 42.58 亿元，分别同比增长 32%、10.4%和 9.9%。折合 EPS 分别为 1.93 元/股、2.13 元/股和 2.34 元/股，对应 PE 为 7.2X、6.5X 和 5.9X，维持“买入”评级。

风险分析

主要产品价格波动风险：公司现有三大业务收入来源包括中间体产品、原料药及制剂产品，中间体产品主要涉及 6-APA 和青霉素 G 钾盐，原料药产品以阿莫西林、氨苄西林等为代表，相关品种价格近年来整体表现良好，未来如价格发生明显波动将影响公司主营业务收入增长。

行业竞争加剧风险：目前公司主要产品所处市场竞争格局相对稳定，未来如果价格进一步上涨带来更多竞争者加入市场，竞争加剧可能导致公司盈利水平下降；此外印度等国际市场如有新增产能供应可能对公司相关品种价格带来影响。

品种风险：目前国家药品集中带量采购以及医保谈判工作逐步常态化，公司目前尚有部分品种未被纳入集采，未来被集采后相关品种价格下降可能对该品种收入带来一定影响。

海外需求变化风险：公司目前产品及未来产品销售中均有一定比例用于出口，海外需求如果出现下滑将对公司业绩造成不利影响。

原料成本上升风险：公司在抗生素领域涉及中间体、原料药到制剂产业链全过程，上游发酵过程主要原材料包括玉米，大豆等大宗品种，相关原料价格波动将对公司利润水平产生不利影响。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。

2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

赖俊勇

北京大学理学/经济学双学士，北京大学药物化学硕士，以第一作者发表多篇 SCI 论文。2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责合成生物学、基因测序、原料药等板块研究。

王云鹏

中信建投制药及生物科技组研究员，清华大学化学系本科，有机化学博士，覆盖创新药及医药外包产业链、原料药等领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk