

买入

2025年4月14日

收入重回双位数增长，创新转型大踏步向前

收入增长重返双位数：2024年公司实现营收288.7亿元（同比+10.2%，下同），其中肿瘤领域收入107.3亿（+22.0%），占比37.2%；肝病领域收入34.4亿（-10.1%），占比11.9%；外科镇痛领域收入44.6亿（+18.9%），占比15.4%；呼吸领域收入31.5亿（+6.2%），占比10.9%；心脑血管领域收入21.7亿（-21.0%），占比7.5%。公司创新管线持续兑现，推动创新产品加速增长，2024年收入达120.6亿元（+21.9%）。仿制药集采风险基本出清，全年实现收入168.1亿（+3.1%），重回正增长。公司运营效率持续提升，全年毛利率81.5%，同比增长0.5pts。公司持续加大研发投入，研发费用率相比2024年增加0.8pts至17.6%。销售费用率微降0.1pts至42.1%。由于出售正大青岛部分股权，公司全年实现归母净利润35.0亿（+50.1%），经调整归母净利润34.6亿（+33.5%）。

创新转型拥抱收获期，仿制药集采基本出清：公司持续推进创新转型，2024年整体研发费用率提升至17.6%（+0.8pts）。公司将继续维持研发投入力度，深化创新转型。与此同时公司采取了极为审慎的财务处理，全年只有7%的研发投入被资本化，从而极大程度地降低财务风险，减轻未来的摊销压力。创新产品全年实现收入120.6亿元，收入占比提升4pts，达到41.8%。包括艾贝格司亭 α 、贝伐珠单抗、利妥昔单抗、曲妥珠单抗、凝血因子VIII等2023年上市的创新产品的高速放量为收入增长做出了巨大贡献。2024年共有司贝莫苏拜单抗（PD-L1）、格索雷塞（KRAS G12C）、安奈克替尼（ROS1）、依奉阿克（ALK）、帕妥珠单抗、利拉鲁肽6款创新药获批上市。截止2024年底，公司创新产品数量已达17个，并将继续以每年4-7款获批的步伐持续扩展，为公司收入快速增长持续提供强劲动力。2025年，包括JAK/ROCK抑制剂、CDK2/4/6抑制剂、长效镇痛NSAID美洛昔康等一批FIC、BIC潜力管线有望获批上市。仿制药方面，公司仍然保持稳定的投入，计划到2027年报批报产超40项。公司的大品种仿制药集采影响已基本出清，第十批集采仅占公司收入的1%。未来公司仿制药管线将维持稳定的投入和增长，并创造出海机会。

目标价 4.36 港元，买入评级：我们采用DCF为公司估值，其中WACC为10.5%，永续增长为3%，测算得出目标价4.36港元，对应2025年20.9倍市盈率，较现价有26.7%上升空间，买入评级。

高小迪

852-25321960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	医药
股价	3.44 港元
目标价	4.36 港元 (+26.7%)
股票代码	1177
已发行股本	187.7 亿股
市值	645.7 亿港元
52 周高/低	4.25/2.23 港元
每股净现值	1.70 港元
主要股东	谢氏家族 (46.31%)

盈利摘要

截至12月31日财政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	26,199	28,866	32,220	35,828	39,445
变动%	0.7%	10.2%	11.6%	11.2%	10.1%
归母净利润 (百万人民币)	2,332	3,500	3,609	4,020	4,436
变动%	-8.3%	50.1%	3.1%	11.4%	10.3%
每股基本盈利 (人民币分)	12.59	19.13	19.73	21.97	24.25
变动%	-7.8%	51.9%	3.1%	11.4%	10.3%
市盈率@3.44港元 (倍)	25.8	17.0	16.5	14.8	13.4
每股派息 (港仙)	5.0	7.0	7.2	8.0	8.9
息率	1.5%	2.0%	2.1%	2.3%	2.6%

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

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入	26,199,409	28,866,159	32,219,868	35,827,895	39,445,152
毛利	21,209,532	23,529,941	26,263,681	29,204,726	32,153,294
销售及管理费用	-11,066,635	-12,159,476	-13,530,294	-14,998,860	-16,461,897
其他费用	-4,703,660	-6,201,656	-5,799,576	-6,449,021	-7,100,127
营运收入	5,439,237	5,168,809	6,933,810	7,756,845	8,591,270
其他净收入	-142,816	-1,184,526	-605,700	-605,700	-605,700
应占联营公司盈利	-525,710	-118,299	0	0	0
财务开支	-495,237	-295,117	-295,117	-295,117	-295,117
税前盈利	4,275,474	3,570,867	6,032,993	6,856,028	7,690,453
所得税	-797,267	-492,918	-676,222	-753,094	-831,030
年度盈利	3,478,207	3,077,949	5,356,771	6,102,934	6,859,423
经调整归母净利润	2,588,783	3,456,963	3,609,330	4,019,633	4,435,614
折旧及摊销	-982,624	-1,119,902	-1,231,052	-1,336,406	-1,436,271
EBITDA	3,788,087	2,746,082	5,097,059	5,814,739	6,549,299
增长					
总收入 (%)	0.7%	10.2%	11.6%	11.2%	10.1%
EBITDA (%)	-6.4%	-27.5%	85.6%	14.1%	12.6%

资产负债表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
现金	9,451,878	9,569,584	14,571,917	20,401,756	27,139,574
应收账款	4,510,195	4,967,560	5,544,698	6,165,601	6,788,093
存货	1,993,472	2,373,145	2,648,860	2,945,483	3,242,865
其他流动资产	7,849,986	7,775,042	8,059,889	8,366,336	8,673,568
总流动资产	23,805,531	24,685,331	30,825,364	37,879,176	45,844,099
固定资产	8,080,907	8,691,382	8,880,978	9,038,401	9,044,818
无形资产	2,908,961	3,060,966	3,626,816	3,844,959	4,048,983
其他非流动资产	28,809,420	28,970,390	28,970,390	28,970,390	28,970,390
总资产	63,604,819	65,408,069	72,303,548	79,732,926	87,908,290
应付帐款	1,334,703	1,497,461	1,671,438	1,858,608	2,046,257
短期借款	11,135,940	7,585,825	7,585,825	7,585,825	7,585,825
其他短期负债	10,136,132	10,473,205	11,491,623	12,629,751	13,881,691
总短期负债	22,606,775	19,556,491	20,748,886	22,074,184	23,513,773
长期借款	1,057,944	1,996,752	1,996,752	1,996,752	1,996,752
其他长期负债	1,770,147	1,080,757	1,080,757	1,080,757	1,080,757
总负债	25,434,866	22,634,000	23,826,395	25,151,693	26,591,282
股东权益	38,169,953	42,774,070	48,477,153	54,581,233	61,317,008
每股账面值	2.06	2.34	2.65	2.98	3.35
营运资金	1,198,756	5,128,840	10,076,478	15,804,992	22,330,326

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

财务分析

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
盈利能力					
毛利率 (%)	81.0%	81.5%	81.5%	81.5%	81.5%
EBITDA 利率 (%)	14.5%	9.5%	15.8%	16.2%	16.6%
净利率 (%)	13.3%	10.7%	16.6%	17.0%	17.4%
营运表现					
SG&A 收入 (%)	42.2%	42.1%	42.0%	41.9%	41.7%
实际税率 (%)	18.6%	13.8%	11.2%	11.0%	10.8%
股息支付率 (%)	32.2%	34.1%	30.0%	30.0%	30.0%
应付账款天数	97.6	102.4	102.4	102.4	102.4
应收账款天数	62.8	62.8	62.8	62.8	62.8
财务状况					
负债/权益	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4
收入/总资产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
总资产/股本	3.4	3.6	4.0	4.4	4.8
盈利对利息倍数	9.6	13.1	21.4	24.2	27.1

现金流量表

<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>

	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	2027预测
税前利润	5,409,906	5,277,468	7,240,030	8,063,065	8,897,490
营运资金变化	-430,514	1,142,077	39,119	66,322	173,982
其他经营性现金流变化	1,832,910	808,050	1,021,745	1,136,699	1,246,163
所得税	-746,568	542,941	-644,402	-718,092	-792,528
营运现金流	6,065,734	7,770,536	7,656,492	8,547,993	9,525,107
资本开支	-1,067,823	-1,446,198	-1,373,888	-1,305,194	-1,239,934
其他投资活动	310,848	210,976	-406,778	-406,778	-406,778
投资活动现金流	-756,975	-1,235,222	-1,780,666	-1,711,972	-1,646,712
负债变化	-41,691	0	0	0	0
股本变化	-459,914	0	0	0	0
负债变化	1,909,892	-4,094,105	0	0	0
股息	-632,669	-1,179,896	-1,082,799	-1,205,890	-1,330,684
其他融资活动	-480,825	295,117	295,117	295,117	295,117
融资活动现金流	-6,548,990	-5,067,290	-873,492	-1,006,183	-1,140,577
现金变化	-1,240,231	1,468,024	5,002,333	5,829,838	6,737,818
汇率影响	90,524	-	-	-	-
期初持有现金	8,654,805	7,505,098	8,973,122	13,975,455	19,805,293
期末持有现金	7,505,098	8,973,122	13,975,455	19,805,293	26,543,111

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。