

2025 年 4 月 15 日 星期二

【公司评论】

但玉翠

852 2532 1539

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

高小迪

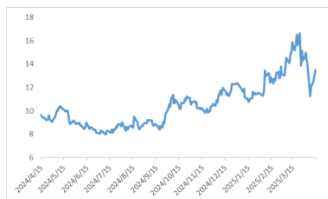
852-25321960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk

行业 医药行业
股价 13.5 港元

市值 245.3 亿港元
已发行股本 18.17 亿股
52 周高/低 16.96/7.59 美元
每股净现值 8.4 港元

股价表现



联邦制药(3933.HK)：UBT251 授权给诺和诺德，创新转型初见成效

2024 年财务回顾

集团 2024 年收入同比+0.1%至 137.6 亿元人民币，净利润同比-1.5%至 26.6 亿元。24 年公司将派息比例提升至 38.3%，每股派息+7.7%至人民币 56 分，按照今日股价，公司的 24 年股息现价比为 4.3%。

分业务板块来看：1、中间体业务：收入 26.6 亿元，同比增长 14.8%；2、原料药业务收入 63.7 亿元，同比-0.4%；3、制剂产品收入-5.9%至 47.3 亿元，制剂业务如果细拆分，其中（1）抗生素制剂：受集采影响下降，24 年收入同比-24.6%至 16.2 亿元；

（2）动保业务：收入 13.8 亿元，同比增长 17.1%；（3）胰岛素业务：收入 12.4 亿元，同比+10.1%。二零二四年四月，在国家药品集中采购（胰岛素专项接续）中，集团全线胰岛素产品均以 A 类中选。采购基础量显著增加 52.5%，同时全部 A 类中选产品还将获得分配剩余量。受益于本次中选，集团相关产品迅速以量补价，销售规模及市场占有率持续提升。24 年，胰岛素类似物销量同比上升 41.0%，保持高速增长。（4）其他制剂收入-14.7%至 4.9 亿元。

公司已成立大健康事业部，已上市 18 个产品，覆盖 5 大品类，计划年底拓展至 30 个产品。公司将细分人用制剂销售团队为医疗市场、OTC 市场及广阔市场。

海外出口收入 26.4 亿元，占总营收 19%，覆盖近 80 个国家和地区（不含美国）。

研发进展

2024 年公司研发投入 9.9 亿元，同比增长 22%。

生物药管线：利拉鲁肽 25 年获批上市，德谷胰岛素 26 年上市，司美格鲁肽糖尿病适应症报产（预计 2026 年获批），减重适应症进入临床三期（预计 2027 年获批）；

UBT251（GLP-1/GIP/胰高血糖素受体三靶点）与诺和诺德达成授权合作，首付款 2 亿美元，潜在里程碑款 18 亿美元。UBT251 疗效显著，6mg 剂量组 12 周减重 15.1%（高于诺和诺德在研的口服 Amycretin（NN9487）在 12 周时减重 13.1%，也高于礼来替而泊肽 15mg 剂量的 24 周数据-12.1%（扣除安慰剂）），且安全性良好，国内 4 个适应症临床中，分别是超重肥胖-II 期，预计国内 28 年上市，MAFLD-II 期，慢性肾脏病-II 期，成人 2 型糖尿病-I 期。

化药管线：11 个一类新药在研，其中 JAK1 抑制剂（片剂/软膏）进入临床二期；从管线来看，公司的早期管线，如临床前的二代胃肠道激素 UBT37034（体重管理）、口服 GLP-1 小分子、超长效胰岛素等都有后续 BD 潜力。

产能建设

公司已有 7 家生产基地，目前在建 5 个新基地（3 个动保相关、2 个原料药相关），预计全部投产后新增年产值 50 亿元。动保基地布局内蒙、河南（与牧原合资）、珠海，预计 2025 年内建成。原料药基地聚焦无菌头孢及酶抑制剂，提升高端产能，包括珠海联邦制药高栏港原料药项目和内蒙古光大联丰科技有限公司。

原料药的价格波动

中间体/原料药价格短期平稳，抗生素需求常态化。目前印度 PLI 产能建设进度不及预期，预计印度产能冲击有限。公司将通过调节青霉素工业盐/6-APA 生产比例应对价格波动。公司计划性停产检修来调节产能，24 年 H2 进行了停产检修，预计 25 年仍会有停产检修发生。

创新和战略转型

虽然目前公司仍是传统业务为主，24 年中间体+原料药的收入占比 66%，利润占比 90%，制剂目前是抗生素和胰岛素。但近年来公司持续进行创新和战略转型，未来将通过研发创新转型驱动、出海布局、对外合作拓展以及多元化业务布局支撑长期健康发展。新药业务逐步上市商业化，带来增量贡献，促进制剂板块与传统上游业务收入均衡。25-27 年公司 will 获批 1 款、6 款和 8 款新药。从 28 年开始公司 1 类新药将陆续获批。另外公司的动保和出海业务也将起量，为公司业务分布提供新机会和动力。2024 年将按区域办事处模式调整，管理公司的制剂营销中心团队负责整体导入，团队架构和执行层面近年持续优化。公司将利用原有胰岛素积累的资源（内分泌代谢医疗机构、院外渠道、医生患者资源）支撑产品市场导入。25 年利拉鲁肽的上市帮助更好的磨合团队，并为后续产品更好布局和打开潜在市场空间，为 26-28 年司美格鲁肽和 UBT251 的上市做好准备。

25 年预测

中间体原料药：整体来看预计随着终端需求回落，公司中间体和原料药业务可能小幅下滑。人用制剂和动保预计全年增长约 10%。因新药项目进入临床，25 年研发费用投入规模可能相比去年增约 3-5 亿元至 13-15 亿元。综上所述，25 年叠加 UBT251 首付款，公司整体收入及利润端有望稳中有升。

彭博一致预期和点评

彭博预计 25-27 年公司收入同比增长 10.8%、1.8%和 5.4%至 152.5 亿、155.2 亿和 163.5 亿元，经调整净利润同比+29.1%、-6.4%、+7.4%至 33.9 亿、31.7 亿和 35.0 亿元。对应 2025 和 26 年 PE 为 6.8 倍和 7.3 倍。

我们认为该 PE 水平反应的是公司现有传统业务的 PE 估值，而 UBT251 的全球价值仍有待挖掘，诺和诺德认为“UBT251 为我们的临床产品线增添重要的选择性。我们期待在联邦生物科研工作的基础上，进一步探索 UBT251 在代谢疾病适应症中的潜在最佳特性。”我们看到司美格鲁肽的 STEP 1 临床数据显示其每周一次 2.4mg 司美格鲁肽，68 周时使患者体重平均下降 14.9%。24 年司美格鲁肽收入同比增长 38%至 293 亿美元。而礼来的替而泊肽 SURMOUNT - 1 试验显示其 15mg 剂量组 72 周平均减重 20.9%。24 年替而泊肽收入同比+208%至 165 亿美元。而 UBT251 在 1b 临床试验中显示其 12 周即可以达到 15.1%的降幅，具有潜在 Best in Class 的可能。我们相信随着诺和诺德快速推进公司的 UBT251，其全球价值也将进一步放大，推荐大家关注。

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

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。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。



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

网址：[Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)