

买入

2025 年 5 月 21 日

老牌药企焕发新春，三靶点激动剂一鸣惊人

- **抗生素全产业链布局，6-APA 龙头地位：**联邦制药深耕抗生素全产业链布局，6-APA、青霉素 G 钾工业盐、阿莫西林等原料药均处于市场前列。受到相关产品价格趋势影响，短期中间体原料药业务可能有所波动。但该产业环保壁垒高，市场格局难以撼动，公司龙头地位稳固，长期稳定性强。
- **胰岛素集采 A 类中标，抗生素集采风险基本出清：**24 年胰岛素专项国采续标，公司参与集采的 6 个品种全部 A 类中标，且降价幅度可控。在国产替代及国内胰岛素需求向第三代产品迭代的过程中，公司市场份额得以进一步提升。未来公司的四代胰岛素产品也即将上市。公司抗生素产品除了注射用亚胺培南西司他丁钠（倍能安）即将集采，其他主要品种都已经完成集采，抗生素集采风险基本出清。
- **UBT251 获诺和诺德青睐，I 期临床展现竞争力：**作为公司创新转型的首批 1 类新药之一，GLP-1/GIP/GCG 三受体激动剂 UBT251 于近期公布了 Ib 期临床数据。12 周减重 15.1% 表现亮眼，为其赢得了与诺和诺德的授权交易，首付款及潜在里程碑金额分别高达 2 亿和 18 亿美元。与诺和诺德的合作有望加速推进该药的临床开发及后续海外商业化的实现。另治疗干眼症的小分子 RASP（活性醛）抑制剂位于 IIa 期临床，治疗特应性皮炎的 JAK1 抑制剂在 II 期临床。
- **积极布局动保业务，创造第二增长点：**公司凭借其在抗生素领域的深厚底蕴，积极进军高重合度的动保产业，具有先天优势。产能方面公司正在建设三个动保相关新生产基地，并在制剂方面进一步拓展胰岛素、JAK1 等与自身人用制剂管线相重合的药品，更是通过对外合作等方式进入高端宠物消费品业务。
- **目标价 21.9 港元，首次覆盖并给予买入评级：**鉴于公司 25 年将取得授权给诺和诺德的 UBT251 的首付款 2 亿美金，这将对 25 年的收入和利润造成一定扰动，预计公司 25-27 年收入分别+4.7%、-9.7% 和 +3.0% 至 144.0 亿、130.0 亿和 133.9 亿元。25-27 年利润同比+14.5%、-28.3% 和 +8.5% 至 30.8 亿、22.2 亿和 24.1 亿元。我们以 DCF 模型为公司估值，计算公司的传统管线和创新药管线，WACC 设为 12%，永续增长设为 0%，得出公司目标价为 21.9 元，较昨日股价有 62.2% 的上升空间，相当于公司 25 和 26 年的 12.1 倍和 16.9 倍 PE，首次覆盖给予买入评级。

高小迪

852-56223730

Xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk

但玉翠

852-253219539

Tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要资料

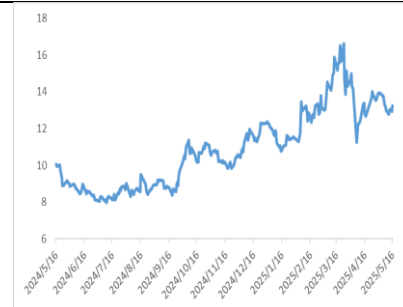
行业	医疗服务
股价	13.52 港元
目标价	21.9 港元 (+62.2%)
股票代码	3933
已发行股本	18.17 亿股
总市值	245.66 亿港元
52 周高/低	16.96 港元/7.59 港元
每股净资产	7.92 港元
主要股东	Heren Far East 45.91%

表：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入（人民币千元）	13,739,879	13,758,937	14,399,996	13,000,342	13,392,376
变动（%）	21.2%	0.1%	4.7%	-9.7%	3.0%
归母净利润（人民币千元）	2,721,983	2,694,642	3,082,709	2,220,493	2,405,038
每股基本盈利（人民币元）	1.49	1.46	1.68	1.20	1.30
变动（%）	71.1%	-1.5%	14.5%	-28.3%	8.5%
市盈率@13.52港元（倍）	8.4	8.6	7.5	10.4	9.6
每股派息（人民币元）	0.52	0.56	0.50	0.36	0.39
息率（%）	4.2%	4.5%	4.0%	2.9%	3.1%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

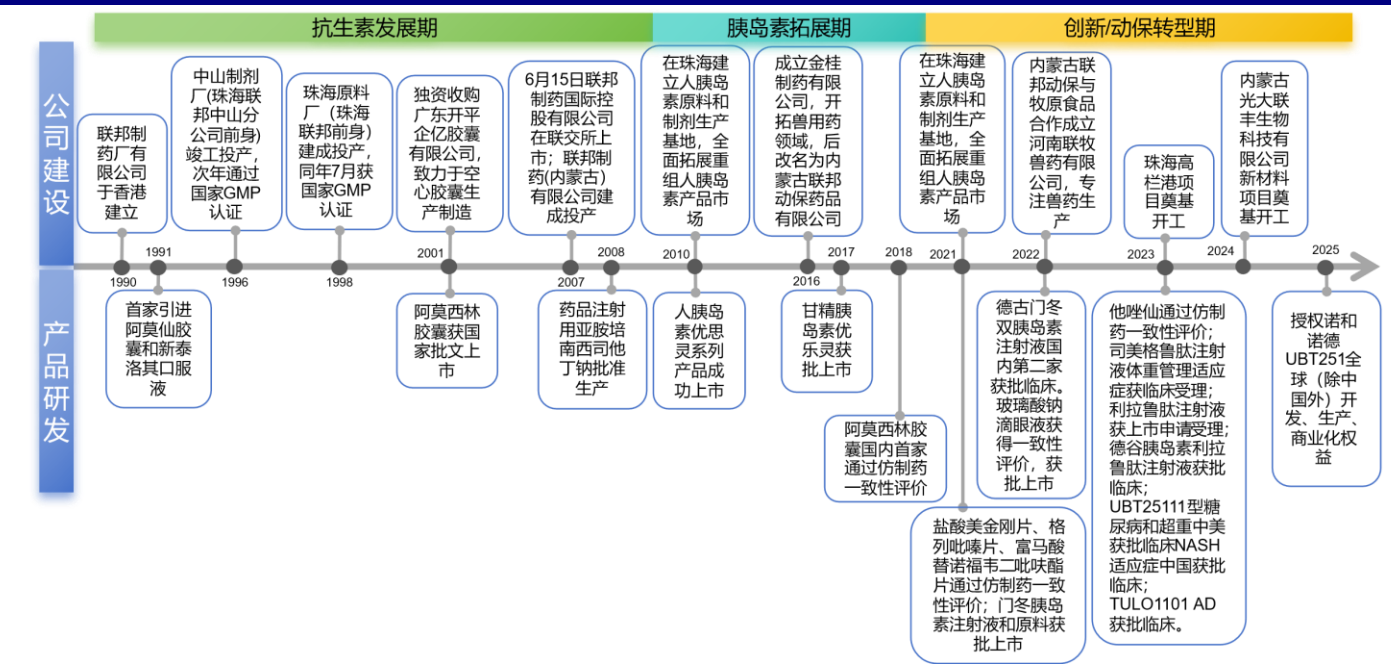
老牌药企焕发新春，三靶点激动剂一鸣惊人

公司简介

35 年老牌药企，抗生素全产业链布局起家，积极创新广泛拓展。

联邦制药成立于 1990 年，并于 2007 年在香港上市，主要从事药品的研发、生产及销售。公司从最初专注于抗生素中间体/原料药/制剂生产业务，先是拓展至胰岛素制剂生产，并通过创新转型，逐步扩大业务范围至包括创新药、动保、大健康等领域。历经三十余年发展，联邦制药已经形成了制剂、原料、生物、动保四大业务板块，九家生产研发实体的综合性制药集团，销售网络覆盖全球 70 多个国家和地区，现有员工 17000 余人。

图表 1: 联邦制药发展历程



资料来源：公司资料，第一上海

目前，联邦制药制剂产品共有 12 大系列超 70 个品种，产品类型包括化学药品和生物制品，涵盖降糖类、抗感染类、解热镇痛类、镇咳类、抗病毒类、皮肤病类、抗肝炎类、眼科类、保健食品类、神经系统类等多个领域。原料药和中间体产品共有 5 大系列近 50 个品种，包括 6-APA、青霉素工业盐、半合成青霉素类、头孢类、 β -内酰胺酶抑制剂类、碳青霉烯类等产品。动保产品拥有畜禽、反刍、水产、宠物系列共计近百个品种。

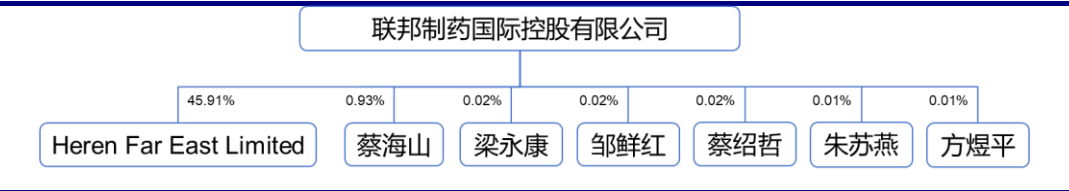
图表 2: 联邦制药研发平台布局

生物研发	化药研发	创新药研发	动保研发	临床研究	对外合作
18项人用药项目在研，其中11项I类新药 13项动保药物及医美等项目，含5项I类新药 - 超800名科研及技术人员 - 博士后科研工作站 - 广东省糖尿病生物药物工程技术研究中心	25项化药新药项目在研 - 仿制药一致性评价：8项在研，26项已过评 - 约220名科研人员 - 博士后科研工作站	- 负责小分子创新药项目的合作与开发 11项I类新药 22家合作机构 - 科研人员硕博占比约70%	2015年成立 10项新兽药注册证书，6项海外注册批文 - 技术团队涵盖兽医学、病理学、兽医学、制药工程、等专业	- 与国内近200家具国家药物临床试验资格权威机构紧密合作 - 已完成近110项药物临床试验	与国内、外知名高校、研究所及实验室合作

资料来源：公司资料，第一上海

联邦制药坚持以科技创新驱动高质量发展，建立了多个研发机构，涵盖化药、生物药研发等，目前全品类在研产品 100 多个，获得专利 100 多项，在研产品适用范围包括糖尿病、体重管理、NASH、骨质疏松、干眼症、皮肤病等，为培育具有市场竞争力的核心技术产品奠定了坚实基础。

图表 3：联邦制药股权结构



资料来源：公司资料，第一上海

公司生产基地建设

联邦制药目前已投产七大生产基地，另有五家新生产基地正在建设中，其中四家预计今年投产。五家新生产基地建成达产后预计新增年产值贡献超人民币 50 亿元，将为公司的销售规模及盈利能力进一步提升提供支持。

图表:4: 联邦制药生产基地介绍

已投产	
香港基地	始建于1990年，厂区占地面积1.2 万平方米，主要生产制剂产品。产品涉及多个领域，包括抗生素类、解热镇痛类、抗组胺类、抗病毒类、心血管类等。
中山基地	1997 年建成投产，厂区占地面积8 万多平方米。产品以抗生素、人胰岛素为主，同时还生产解热镇痛类、镇咳类、抗病毒类、皮肤病类、抗肝炎类、眼科用药、神经系统类用药。目前年生产力为胶囊剂42 亿粒，片剂11亿片，人胰岛素生物制剂1.5亿支，冻干粉针剂2800万支，滴眼剂多剂量 6000 万瓶、单剂量 7000 万支。
珠海基地	于1998年建成投产，总占地面积45万平方米。主要从事原料药和制剂产品的生产与研发。产品有胰岛素、青霉素、头孢、克拉、培南等系列五十多个品种，其口服半合成青霉素车间年产能达5000吨以上，头孢系列及克拉系列的“金飞燕”、“银飞燕”品牌产品年产能均达到千吨以上。
广东开平金亿胶囊厂	2001 年由联邦制药独资收购，占地面积8500平方米，主要生产药用空心胶囊。拥有10 条国内领先的全自动胶囊生产线及全套附属设备，年产能60亿粒药用空心胶囊。
内蒙古基地	始建于2007年4月，总占地面积近3000亩。主要产品包括：6-APA、阿莫西林原料药、青霉素G钾、克拉维酸钾等。
内蒙古联邦动保	2014 年成立，总占地面积为6.4 万平方米，主要生产动保制剂产品。现有11 个生产车间，15 条进口设备生产线，产品矩阵分为畜禽、反刍、水产、宠物四大系列。
肯多科技（浙江）	2022 年成立，主要生产第一类及第二类医疗器械。
在建	
内蒙古联邦动保新厂区	占地面积100 亩，主要产品为兽药制剂及宠物产品。预计2025年建成投产
河南联牧兽药	占地面积94 亩，共有六条兽用药品生产线，主要产品为兽药制剂。预计2025年建成投产
珠海联邦动保	占地面积100 亩，主要产品为兽药原料及宠物用药。预计2025年建成投产
珠海联邦制药高栏港原料药项目	占地面积180 亩，主要产品为无菌β-内酰胺酶抑制剂原料药及无菌头孢原料药。预计2025年建成投产
内蒙古光大联丰	一期项目占地100 亩，主要生产医药原料药、长链二元酸等。2024 年4 月奠基开工。

资料来源：公司资料，第一上海

公司管理层稳定，行业经验丰富。

公司管理层稳定，并拥有丰富的行业经验。公司董事会主席蔡海山先生为公司创始人蔡金乐先生之子，拥有药剂学学士学位，2000 年加入公司后任职质量控制部主任，行业经验丰富。董事会副主席梁永康先生拥有逾 30 年会计、财务管理及工商管理经验，1997 年加入公司，负责监察公司财务事宜。此外公司其他高管也均为在

公司任职 20 年以上的元老级人物，在医药制造、生产管理、市场营销及推广等方面有着丰富的经验。

图表 5: 联邦制药核心管理层成员

姓名	职务	介绍
蔡海山先生	董事会主席、 执行董事	同济医科大学药剂学学士学位。 2000年加入集团，任职品质控制部主任，负责监督香港元朗生产厂内的生产过程，确保符合药品生产质量管理规范。 蔡绍哲女士之胞弟。
梁永康先生	执行董事、副主席、 财务总监、 公司秘书	持有英国保顿大学会计学文学士及英国莱斯特大学工商管理学深造证书。 香港会计师公会资深会员，国际会计师公会资深会员，香港税务学会资深会员。 1997 年加入集团，负责监察联邦制药的财政事宜。
蔡绍哲女士	执行董事	2010 年修毕由北京大学举办的私募股权投资基金进阶课程，取得优异成绩。 1990 年加入集团，曾处理阿莫西林原料药向美国食品及药物管理局提交药物主文件申请的事宜。 蔡海山先生之胞姊。
方煜平先生	执行董事、 集团副总裁	中国东南大学医学院医学学士学位，留校任教8年。 1995年加入集团，2008年升任副总裁，2011-2018年曾任制剂产品制剂营销中心总经理。
邹鲜红女士	执行董事、 集团副总裁	湖南大学高级管理人员工商管理硕士学位，中南大学管理学博士学位。 1988-1993年于湖南省医药中等专业学校任教。 1994年加入集团，负责集团的销售管理工作。
朱苏燕女士	执行董事、 集团副总裁	南京大学商学院高级管理人员工商管理硕士学位。 1988-1993 年在南京鼓楼医院担任神经外科医生；1994 年加盟美国辉瑞制药有限公司。 1995 年加入集团，历任江苏地区经理、全国医院拓展部副总裁及制剂产品中国销售部总经理等职务。
吴守廷先生	总经理	毕业于中山大学在职经理工商管理硕士精选课程高级研修班。 1996年加入集团，曾担任中山生产厂粉针车间的主管及生产部经理，后于2003年晋升为厂长。 现任珠海联邦制药股份有限公司中山分公司总经理，负责集团中山生产厂的整体管理及营运。
张文玉先生	总经理	毕业于山东大学微生物系。 2005年加入集团，有逾十五年生产管理经验。 现任联邦制药（内蒙古）有限公司总经理，负责集团内蒙古工厂的管理。
韩玉波先生	总经理	毕业于华东理工大学，有逾二十年的制药行业生产管理经验。 2005年加入集团，先后任职于联邦制药成都公司和联邦制药内蒙古公司。 现任珠海联邦制药股份有限公司总经理，负责集团珠海工厂的管理。
刘红池先生	总经理	四川农业大学动物医学学士学位，四川大学工商管理专业硕士学位。 2004年加入集团，先后任职于联邦制药成都公司及联邦制药内蒙古公司。 2014年起任内蒙古联邦动保药品有限公司总经理，负责集团内蒙古动保公司的管理工作。
郑顺腾先生	总经理	毕业于中国药科大学药学专业，于中山大学在职经理工商管理硕士精选课程高级研修班结业。 1997年加入集团，曾历任中山厂口服固体车间主管、生产部经理助理、采购部经理、粉针车间主任等。 2006-2013年，先后任集团中间体及原料药销售部华东大区经理和高级大区经理，华东华南区销售总监及印度区、中东区、非洲区销售总监。 2022年晋升为高级总经理兼执行董事助理，主要负责集团中间体及原料药的全面销售运营和管理。
张玉斌先生	总经理	西华师范大学汉语言文学教育学士学位，西南财经大学高级管理人员工商管理硕士学位。 1998年加入集团，拥有逾25年的药品推广及市场营销经验。曾负责多个省份的营销工作，历任推广代表、主管、地区经理、大区经理、副总经理、副总裁等职务。 2024年12月15日起担任制剂营销中心总经理。
曹春来先生	总经理	华南理工大学发酵工程硕士学位。 2006年加入集团，历任珠海联邦制药股份有限公司生物研究所所长、广东省糖尿病生物药物工程技术中心主任，从事重组蛋白药物开发特别是糖尿病生物药物研发十八年。 现任联邦生物科技（珠海横琴）有限公司总经理。

资料来源：公司资料，第一上海

公司业务分析

联邦制药业务按产品类型分，可划分为中间体、原料药、制剂三大板块。2024 年，公司对外销售共计 137.6 亿元，其中中间体占比 19.3%；原料药占比 46.3%；制剂产品占比 34.4%。利润方面，中间体占比 67.4%；原料药占比 22.6%，制剂产品占比 14.7%。中间体和原料药业务是公司目前主要的收入和利润来源。

按领域划分，公司主要业务可分为抗生素、胰岛素及 GLP-1、创新药研发、动保产品、大健康产品、其它制剂六类。2024 年制剂产品对外销售收入中，抗生素、胰岛素、动保和包含大健康产品在内的其它制剂分别占比 34.3%、26.2%、29.2%和 10.3%。

抗生素业务

抗生素使用受限，但应用仍然广泛，市场需求稳定。

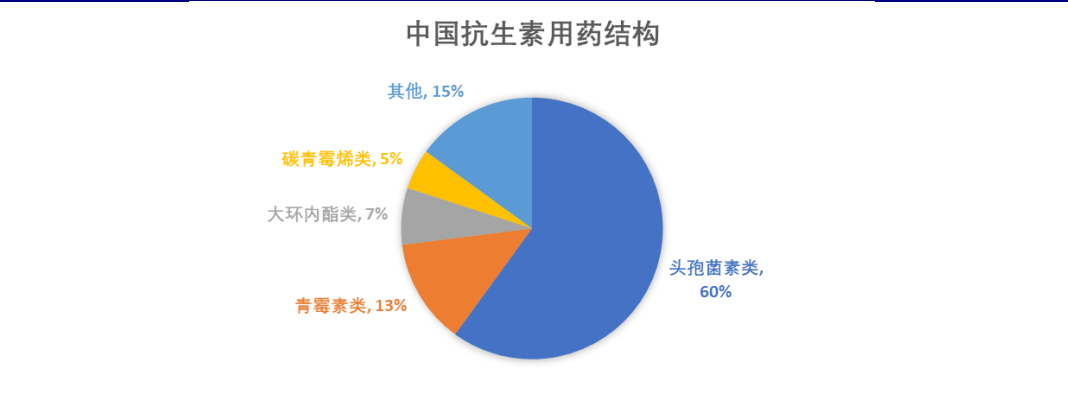
抗生素类中间体及原料药生产是公司重要的业务之一。抗生素目前仍然是应用最为广泛的抗感染药物，占据超过 90%的份额。据华经产业研究院预测，2024 年全球抗生素之际市场规模为 570 亿美元，2015-2024 年市场规模 CAGR 预计为 4.04%。为了预防抗生素滥用导致耐药性，抗生素的使用受到一定限制，但整体的需求仍然维持稳定的缓慢增长态势。中国市场于 2020 年达到 1780 亿人民币的规模，2017-2020 期间 CAGR 超 4%，同样呈现小幅增长的态势。在抗生素中，头孢菌素类（60%）、青霉素类（13%）、碳青霉素类（5%）等 β -内酰胺类药物处于主导地位。

图表 6: 抗生素分类

大类	细类	代表品种
β -内酰胺类	青霉素类	青霉素钠、青霉素钾、替卡西林、噻苯西林、阿莫西林、哌拉西林、青霉素V钾等
	头孢菌素类	头孢拉定、头孢噻吩、头孢氨苄、头孢呋辛、头孢噻肟、头孢曲松、头孢哌酮舒巴坦、头孢他啶、头孢噻唑、头孢匹罗、头孢米诺等
	单环 β -内酰胺类	氨曲南、替吉莫南、卡芦莫南等
	β -内酰胺酶抑制剂	克拉维酸、舒巴坦、他唑巴坦等
	氧头孢烯类	拉氧头孢、氟氧头孢等
	碳青霉烯类	亚胺培南、西司他丁、美罗培南等
非 β -内酰胺类	氨基糖苷类	链霉素、庆大霉素、卡那霉素、阿米卡星、小诺米星等
	四环素类	四环素、多西环素、米诺环素等
	大环内酯类	红霉素、克拉霉素、罗红霉素、麦迪霉素、乙酰螺旋霉素、吉他霉素等
	氯霉素类	氯霉素、琥珀氯霉素等
	林可霉素类	林可霉素、克林霉素等
	其他	万古霉素、磷霉素、卷曲霉素、立放霉素等

资料来源：公司资料，第一上海

图表 7：中国抗生素用药结构

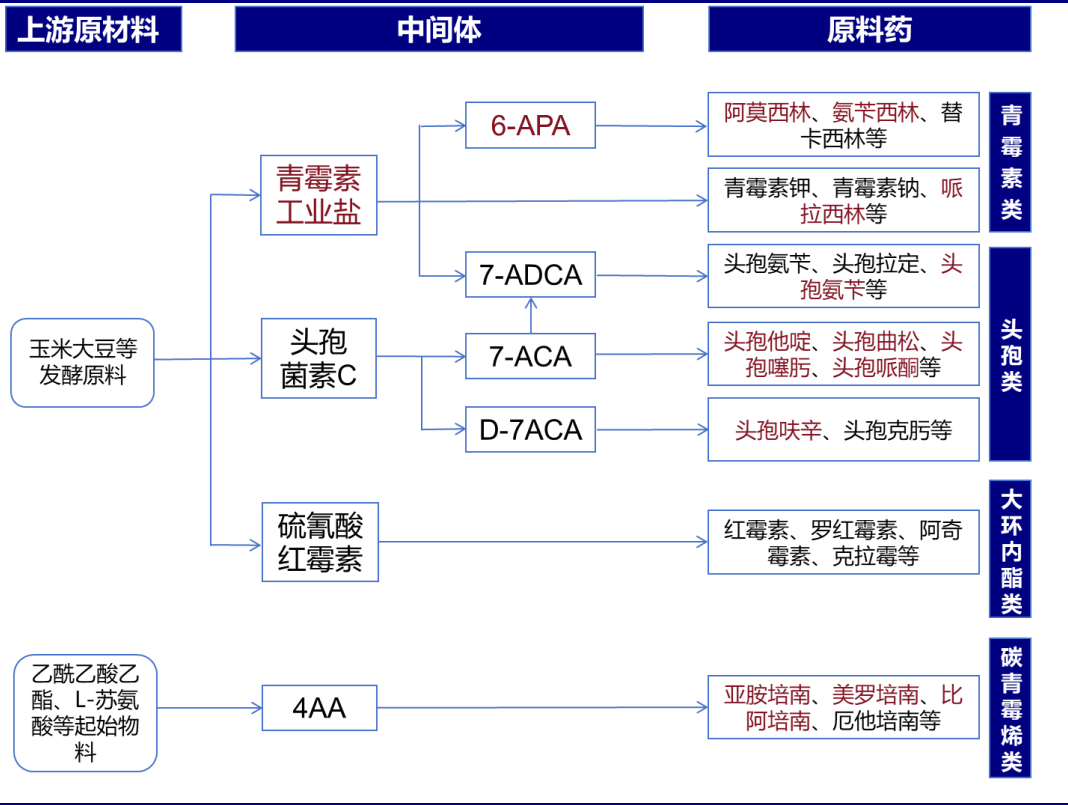


资料来源：公司资料，第一上海

抗生素中间体及原料药环保壁垒高，产能格局固化。

抗生素中间体及原料药生产属于高污染产业，具有相当高的环保壁垒。抗生素行业包括青霉素工业盐、6-氨基青霉烷酸（6-APA）、7-氨基头孢烷酸（7-ACA）、7-氨基-3-去乙酰氧基头孢烷酸（7-ADCA）在内的抗生素中间体及部分原料药已被列入《产业结构调整指导目录（2024 年本）》的限制类目录，对于新产能的投资不予批准，因此国内抗生素中间体及原料药产能趋于稳定，市场份额相对固化。

图表 8：β-内酰胺类抗生素产业链示意图



资料来源：公司资料，第一上海

6-APA 与青霉素 G 钾工业盐产能共线，可灵活

6-氨基青霉烷酸（6-APA）是青霉素的母核，也是制造生产各种半合成青霉素类的重要中间体。其上游原料为青霉素 G 钾工业盐。两种中间体共线生产，公司能够根据市场需求及价格变化灵活调整产能分配。

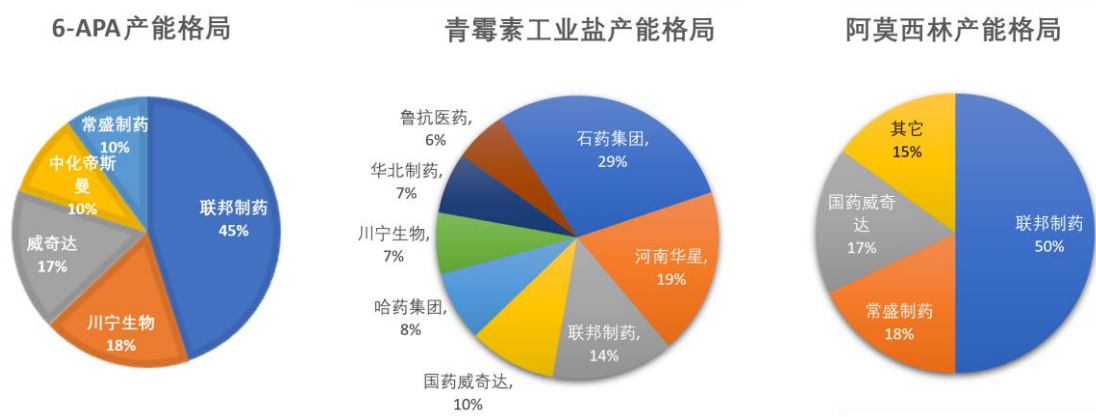
调整。公司产能处于龙头地位

公司目前具有 6-APA/青霉素 G 钾工业盐产能共 20500 吨，处于满产状态，其中 67.7%用于外销。2024 年，公司 6-APA 与青霉素 G 钾工业盐对外销售分别为 18.58 亿元和 8.00 亿元。目前，联邦制药 6-APA 和青霉素 G 钾工业盐分别占据市场 45%和 14%，分别位于第一和第三。公司还拥有 800 吨克拉维酸叔辛胺产能用于内部生产。

阿莫西林原料药产能占据半壁江山。

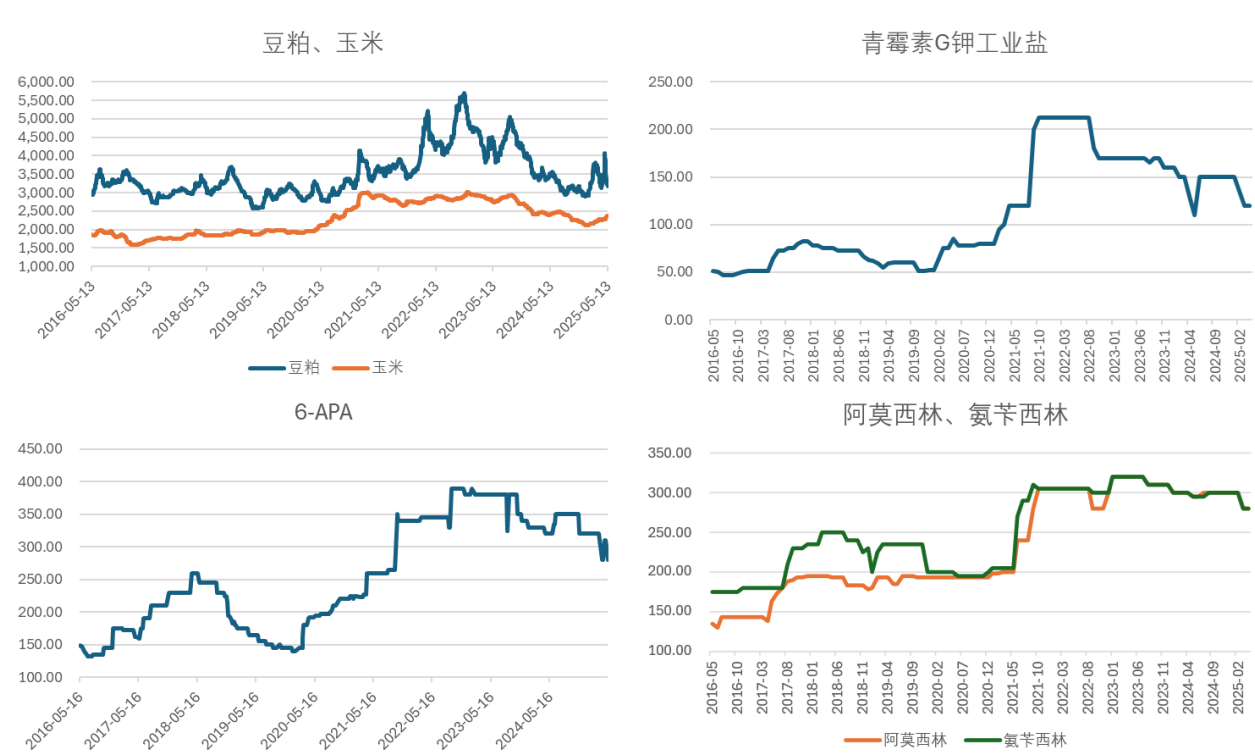
原料药方面，公司的主要产品为半合成青霉素阿莫西林。国内阿莫西林产能更为集中，联邦制药占据一半份额。公司目前拥有半合成青霉素类产能 23000 吨，产能利用率 93.5%。此外，公司还拥有头孢类产能 1200 吨、β-内酰胺酶抑制剂类产能 1568 吨，以上原料药的产能 90%用于外销。

图表 9：国内 6-APA、青霉素工业盐、阿莫西林产能格局



资料来源：公司资料，第一上海

图表:10: : 中间体、原料药相关价格走势



资料来源：Wind，第一上海

价格波动恐影响销售和利润。

抗生素制剂产品种类丰富，享有美名。

预计注射用亚胺培南西司他丁钠 25 年集采，25 年后集采风险基本出清。

中间体和原料药存在价格波动。目前价格显现下降趋势，而上游豆粕、玉米等原料价格有所反弹，预计短期会对公司中间体、原料药业务收入和利润产生一定影响。

抗生素制剂方面，公司充分利用其上游产业的优势，布局了多种 β -内酰胺类抗生素制剂产品。阿莫仙（阿莫西林）胶囊、他唑仙（注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠）、强力阿莫仙（阿莫西林克拉维酸钾干混悬剂）与优思灵（人胰岛素注射液）、新优乐灵（甘精胰岛素注射液）共同被誉为“三仙两水”。此外倍能安（注射用亚胺培南西司他丁钠）也具有超 2 亿的销售额。

2024 年，由于受到集采影响，抗生素类制剂产品（包括动保）销售额下滑 10%至 31.8 亿，短期承压。后续除亚胺培南外，集采风险基本出清。

公司主要抗生素的简要情况介绍：

阿莫西林胶囊（阿莫仙）：2020 年第二批国家集采中，阿莫西林胶囊平均降幅达 72.97%，单片价格从 0.267 元降至 0.072 元，联邦制药阿莫仙未中标。在 2024 年河南十三省联盟的集采接续阶段，联邦制药未参与报价，最终中选企业包括华药、石药、鲁抗等，中标价反弹至 0.14 元/粒（较第二批上涨 106%）。联邦制药等企业选择放弃集采低价市场，转而深耕标外渠道（如自费药房、医院议价采购），通过品牌溢价保持竞争力，阿莫仙品牌在标外市场仍保持较高销售额，24 年销售额同比 -2.8%至 5.3 亿元。

注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠（他唑仙）：联邦制药子公司珠海联邦制药中山分公司参与第八批国家集采并中标，原中选规格为 4.5g（含哌拉西林 4g:他唑巴坦 0.5g），中标价为 27.65 元/支。2024 年 4 月 29 日，国家联采办要求中选企业重新报价，珠海联邦制药将 4.5g 规格调整为 2.25g 规格，中标价统一降至 7.3 元/支，降幅达 73.5%（原 4.5g 规格对比）。调整后，该规格采购量基数从 12,826 万支（4.5g）变更为更高基数，以保障市场供应。24 年公司注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠收入同比下降 56.5%至 2.9 亿元。

阿莫西林克拉维酸钾干混悬剂（强力阿莫仙）：阿莫西林克拉维酸钾片（非干混悬剂）纳入 2024 年第九批国家集采（2024 年），中标价降至 0.55 元/片，平均降幅达 72.97%。第九批集采未明确包含干混悬剂，但片剂降价对同类剂型市场产生挤压效应。24 年强力阿莫仙的收入同比下降 25.1%至 2.1 亿元。

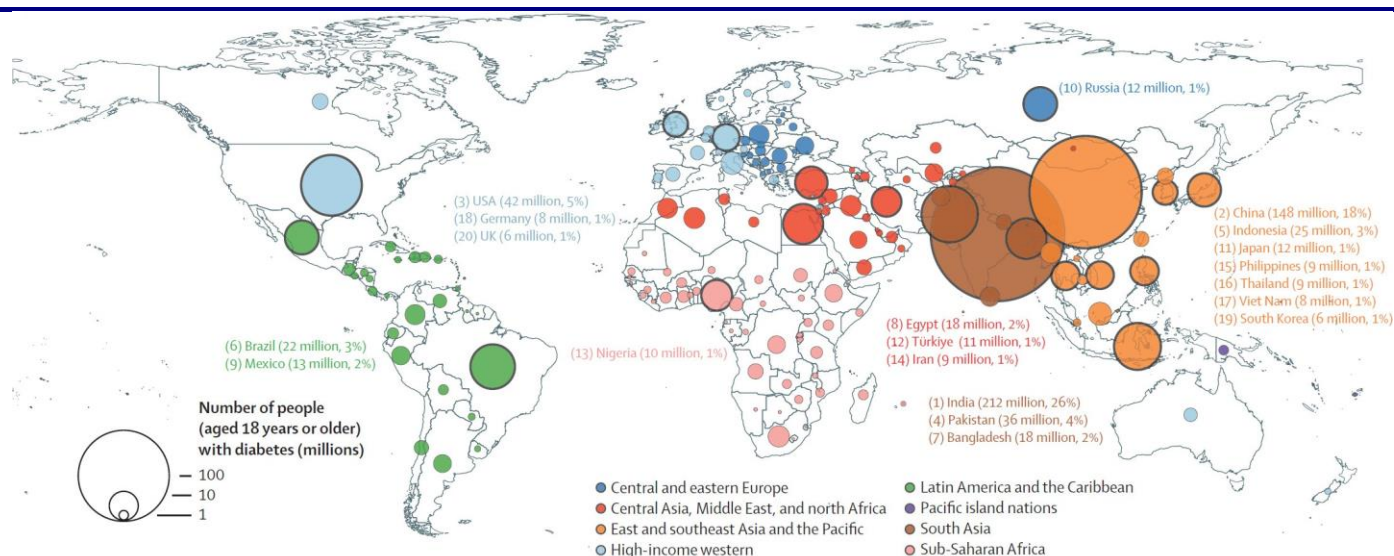
注射用亚胺培南西司他丁钠（倍能安）：注射用亚胺培南西司他丁钠 2023 年在中国公立医疗机构终端销售额达 31 亿元，原研企业为默沙东，占 40%份额，但面临国内企业（华北制药 20%、石药 10%）的快速替代。国内过评企业包括华北制药、石药集团、健康元等。竞争企业数量为 7 家（含原研），已满足国家集采门槛（7 家及以上企业竞争）。亚胺培南西司他丁钠被列为第十一批集采重点品种，与头孢唑肟（45 亿元）、万古霉素（23 亿元）等共同成为全身用抗感染药物主力，预计 2025 年上半年启动招标。24 年公司注射用亚胺培南西司他丁钠-倍能安收入同比 -8%至 2.6 亿元。

胰岛素/GLP-1 业务

糖尿病患者迅速增长，中国患者数量全球第二。

糖尿病拥有非常庞大的患病群体，且正呈现迅速增长的趋势。根据刊登在《柳叶刀》上的一项研究，2022 年全球年龄标准化糖尿病患病率为女性 13.9%，男性 14.3%，估计有 8.28 亿成人患有糖尿病，与 1990 年相比大幅增加了 6.3 亿。其中中国拥有 1.48 亿糖尿病患者，占全球患者总数的 18%，排在全球第二。

图:11: 全球糖尿病患者分布



资料来源：柳叶刀，第一上海

胰岛素仍是糖尿病治疗的刚需药物。

糖尿病最主要的两个分型分别为 1 型糖尿病和 2 型糖尿病，分别约占据全部糖尿病患者的 10% 和 90%。1 型糖尿病的病因是自身免疫导致胰岛 β 细胞遭到破坏，引起体内胰岛素生产不足而造成的。1 型糖尿病患者由于功能性 β 细胞的永久性丧失，只能依靠外源性胰岛素调控血糖。2 型糖尿病则是以胰岛素抵抗为特征，机体胰岛素分泌可能正常甚至偏高。目前已开发出多种机制的非胰岛素药物用于治疗 2 型糖尿病，但随着疾病进展，胰岛素分泌的降低，2 型糖尿病患者会逐渐开始需要外源性胰岛素来维持葡萄糖稳态。因此，胰岛素在糖尿病治疗中仍然有巨大的需求。

中国胰岛素需求正经历迭代升级和国产替代，公司借国采续标提升市占率。

胰岛素制剂已经经历超过 100 年的发展。随着诺和诺德的 Icodec 于 2024 年 3 月在瑞士获批，标志着胰岛素已经发展至第四代产品。中国市场也正在经历由二代向三代的更新换代，以及国产替代的进程。2024 年的第二批胰岛素专项集采中，对三代胰岛素的需求量相比 2021 年的首轮集采增长 36% 至 1.68 亿支，整体需求量占比从第一次胰岛素集采的 58% 提升至 70%。国产胰岛素的占比也从 32% 提升到了 45%。

联邦制药旗下优思灵（人胰岛素注射液/精蛋白人胰岛素混合注射液，共 4 种规格）、优乐灵（甘精胰岛素注射液）、优倍灵（门冬胰岛素/门冬胰岛素 30 注射液）参与了此次集采，全部实现了 A 组中标，首年基础采购量达 1226 万支，占全国总采购需求量的 5.8%，除门冬胰岛素降价幅度达 37% 外，其余品种降价幅度均在 2-12% 之间。2024 年，公司胰岛素制剂收入 12.36 亿元，实现了 10.1% 的增长。

各主要产品情况如下：

联邦制药二代胰岛素——人胰岛素（优思灵）虽然受到 22 年第 6 批国家集采和 24 年接续采购降价影响，优思灵的价格从原来的 70 元/支降低到 25.91 元/支，由于联邦制药胰岛素原料药完全自给，可以降低生产成本，支撑低价策略。公司也在积极扩大海外市场，2024 年成功中选巴西卫生部人胰岛素采购标单。优思灵系列 2024 年销量同比下降约 6%，24 年收入同比-9.7% 至 4.6 亿元。

联邦制药三代胰岛素——甘精胰岛素（优乐灵）：优乐灵参加 22 年第 6 批国家集采，价格从原市场价约 180 元/支降低 64% 至 66.97 元/支。24 年接续采购中优乐灵以 65.31 元/支中标，较第六批再降 2.5%。国家推动三代胰岛素替代二代产品，优乐灵作为长效胰岛素代表，降价后性价比优势凸显，临床使用比例从集采前的 58%

提升至 70%。优倍灵 2024 年销量同比增长近 20%，覆盖医院从 1,200 家增至 1,800 家，基层医疗渗透率提升至 65%。24 年收入同比+18.2%至 5.0 亿元。

联邦制药三代胰岛素——门冬胰岛素/门冬胰岛素 30 注射液（优倍灵）在 22 年第 6 批国家集采中以 B 类中标，价格从原市场价约 140 元/支降低 44%至 41.27 元/支，2024 年接续采购中以 A 类中标，价格下降 37.2%至 25.91 元。国家推动三代胰岛素替代二代产品，优倍灵作为速效胰岛素代表，降价后临床使用比例从集采前的 45%提升至 65%。优倍灵 2024 年销量同比增超 70%，覆盖医院从 900 家增至 1,500 家，基层医疗渗透率提升至 50%。24 年优倍灵收入同比+32.9%至 2.5 亿元。

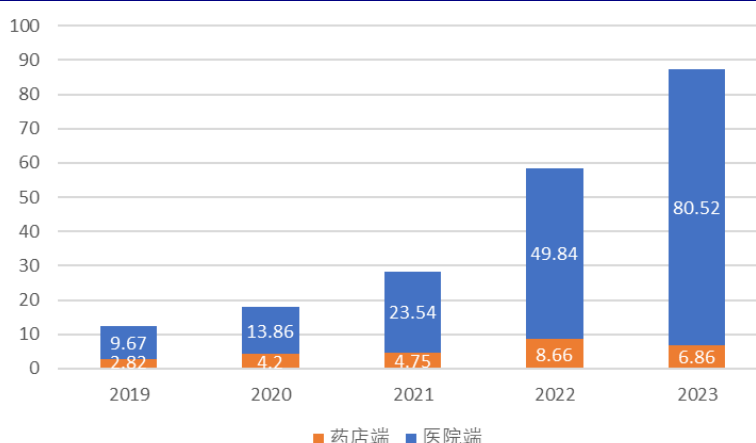
除集采品种外，公司第四代长效胰岛素——德谷胰岛素注射液也已经申报 NDA，有望在 2026 年上市。此外，随着公司市场份额的持续扩大，集采风险出清，以及新产品的上市和海外市场的拓展，公司胰岛素业务将持续增长。

联邦制药（3933.HK）的胰岛素业务近年来通过集采策略和产品线布局，市场份额逐步提升。根据 2024 年财报及行业分析，联邦制药胰岛素产品的市占率约为 12.3%，在国内企业中排名第三，与通化东宝（14.1%）、甘李药业（13.8%）形成“三足鼎立”格局。二代胰岛素受集采降价影响收入，但是三代胰岛素通过集采快速放量，成为市占率提升的核心驱动力。

积极布局 GLP-1，利拉鲁肽与司美格鲁肽接踵而至。

除了胰岛素外，联邦制药也布局了 GLP-1 生物类似药，打造坚实的代谢产品线。公司利拉鲁肽注射液已于 2025 年 3 月获批上市。以司美格鲁肽、替尔泊肽为代表的新一代 GLP-1 已凭借其优异的控糖和减重效果，以及每周注射一次的更好患者依从性，不仅在糖尿病领域超越胰岛素，成为销售额占比最高的药物类型，更是在减重领域展现出革命性的效果。多种心血管及代谢疾病相关的适应症也已经获批或正在开发中。2025 年 Q1，诺和诺德的司美格鲁肽实现了 78.64 亿美元的销售额，超越帕博利珠单抗成为这一季度的药王，礼来的替尔泊肽也斩获 61.50 亿美元的销售额。辉瑞预计，2030 年美国的 GLP-1 市场空间将达到 900 亿美元。中国 GLP-1 类药物的市场规模也处于爆发式增长中，2023 年已达到 87.38 亿元，2019-2023 年 CAGR 高达 63%。预计 2030 年，中国 GLP-1 药物市场有望突破 330 亿元。

图表 12: 2019-2023 中国 GLP-1 市场规模



资料来源：摩熵医药销售数据库，第一上海

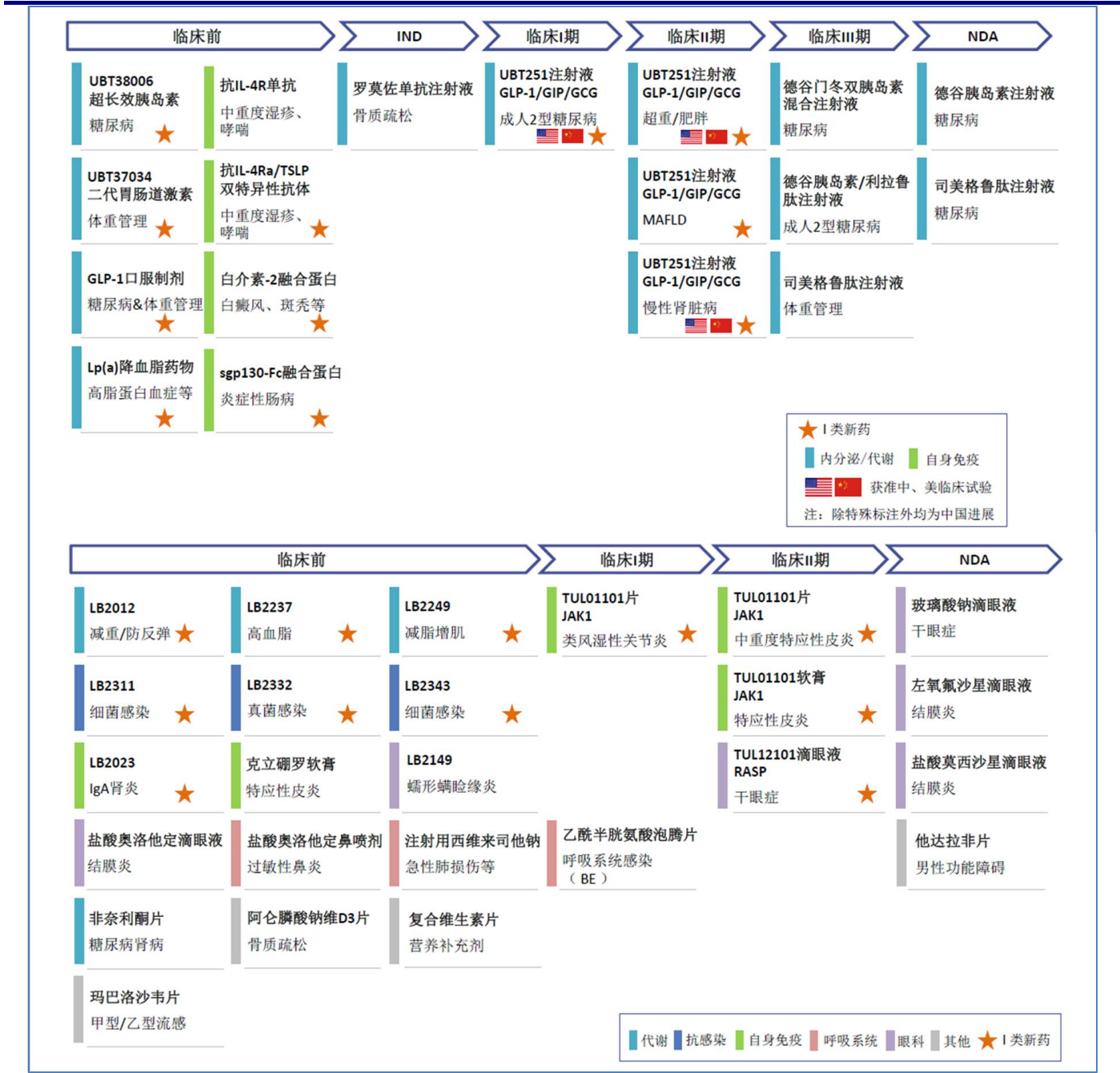
司美格鲁肽在中国的核心专利于 2022 年被判无效，诺和诺德正在上诉中。即使上诉成功，其中国专利也将于 2026 年 3 月到期。已有多家企业布局司美格鲁肽的生物类似药开发。联邦制药的司美格鲁肽注射液也已进入申报上市的阶段，其糖尿病

和减重适应症预计分别于 2026、2027 年获批，有望处于国产司美格鲁肽梯队的前列。

创新药研发业务

创新转型进行时，人用 1 类新药在研管线达 22 项。除了仿制药与生物类似药外，联邦制药也在积极进行创新转型，提升整体创新能力。目前公司的人用新药在研管线已达 45 项，其中 22 项为 1 类新药，聚焦内分泌、代谢、自身免疫、眼科和抗感染等领域。公司研发投入持续攀升，2024 年全年研发费用 9.86 亿元，同比增长 21.9%。公司已已有三款 1 类新药进入临床 II 期阶段。公司预计，其 1 类新药管线将于 2028 年起进入商业化阶段。

图 13： 联邦制药在研管线



资料来源：公司资料，第一上海

UBT251 Ib 期临床数据惊艳，获诺和诺德青睐，交易金额最高可达 20 亿美元，有望加速海外临床进程。

UBT251 是一款 GLP-1/GIP/GCG 三受体激动剂。GIPR/GLP-1R/GCGR 是维持人体血糖平衡的重要“调节器”，其中 GLP-1R 具有促进胰岛素分泌、降低血糖和减轻体重等作用，GCGR 参与血糖和能量调节，而 GIPR 在高血糖时增加胰岛素分泌，在低血糖时则刺激胰高血糖素的释放。其中胰高血糖素 (GCG) 由胰岛 α 细胞分泌，其主要生理作用是迅速升高血糖水平。但是胰高血糖素同样可通过结合胰高血糖素受体 (GCGR) 和 GLP-1 受体，来发挥抑制食物摄入，进而减轻体重的作用。这一作用与其肝脏脂质合成路径中多种酶的磷酸化和抑制相关。肝脏缺乏 GLP-1R 或 GIPR，但高表达 GCGR。因此，GCGR 激动剂能够直接作用于肝脏，对肝脏代谢疾病产生更为明显的疗效。这三个靶点的协同作用已经在临床研究中获得了充分的证明。SURMOUNT-5 头对头临床研究数据显示，礼来的 GLP-1/GIP 双受体激动剂替尔泊肽在减重 (20.2% VS 13.7%)、腰围减少 (18.4cm VS 13.0cm) 等关键指标上，全面碾压诺和诺德的 GLP-1R 激动剂司美格鲁肽。与此同时，礼来也在全力推进其 GLP-1/GIP/GCG 三受体激动剂 Retatrutide 的临床，预计将在今年公布 III 期临床数据。Retatrutide 的 II 期临床数据展示了惊人的减重效果，高剂量组在 48 周实现了 24.2% 的体重减轻。

替尔泊肽的成功与 GLP-1/GIP/GCG 三受体激动剂的前景对诺和诺德产生了压力。诺和诺德正在开发的司美格鲁肽+卡格列肽（胰淀素）的复方 CagriSema，其 III 期临床 REDEFINE 1 显示在 68 周体重减轻 22.7%，未能超越 Retatrutide 的数据。联邦制药的 UBT251 是除 Retatrutide 后临床进度最快的 GLP-1/GIP/GCG 三受体激动剂。在中国 Ib 期临床中，UBT251 高剂量组 12 周即实现了 15.1% 的快速减重，充分展现了其竞争力。2025 年 3 月，联邦制药与诺和诺德达成了协议，授权诺和诺德 UBT251 全球（除大中华区外）的权益。交易包括 2 亿美元的首付款和最高达 18 亿美元的里程碑付款，以及基于净销售额的分级特许权使用费。目前 UBT251 已在中国开展 2 型糖尿病、超重或肥胖、MAFLD 和慢性肾脏病相关临床，并获准在美国开展 2 型糖尿病、超重或肥胖和慢性肾病的临床。预计其超重或肥胖适应症最早于 2028 年获批上市。与诺和诺德的合作也有助于联邦制药迅速推进临床，并在欧美等高消费市场实现商业化。

图表 14： 部分 GLP-1 药物临床数据对比

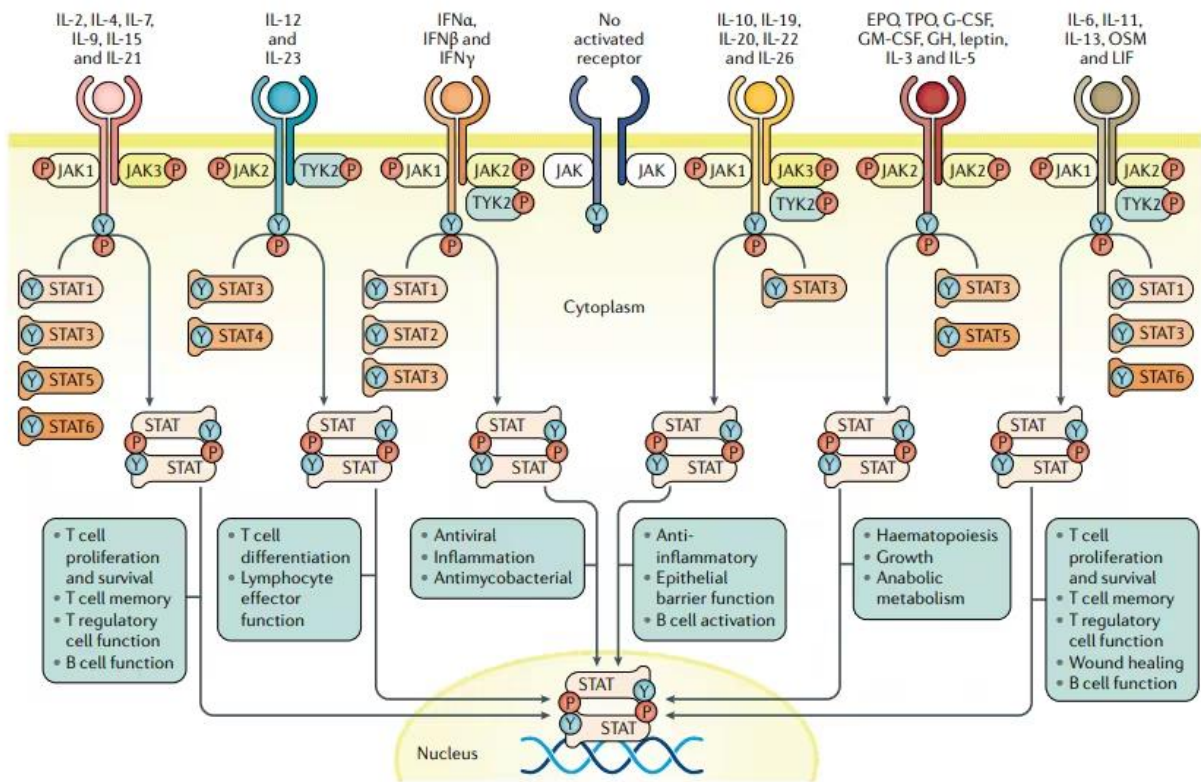
药物名称	公司	靶点	临床研究	适应症	临床周期	剂量组	入组人数	基线 BMI	体重变化	不良事件	严重不良事件	停药
替尔泊肽	礼来	GLP-1R/ GIPR	SURMOUNT-5 III期	肥胖或超重并伴有相关合并症	72周	替尔泊肽	374	39.4	-20.2%	76.7%	4.8%	6.1%
						司美格鲁肽	376	39.4	-13.7%	79.0%	3.5%	8.0%
Retatrutide	礼来	GLP-1R/ GIPR/ GCGR	II期	肥胖或超重并伴有相关合并症	48周	1mg	69	37.5	-8.7%	84.1%	4.3%	7.2%
						4mg(ID 2mg)	33	37.3	-16.3%	72.7%	0.0%	6.1%
						4mg	34	37.4	-17.8%	82.4%	5.9%	8.8%
						8mg(ID 2mg)	35	37.4	-21.7%	80.0%	2.9%	14.3%
						8mg(ID 4mg)	35	37.0	-23.9%	94.3%	5.7%	5.7%
						12mg(ID 2mg)	62	37.4	-24.2%	91.9%	3.2%	3.2%
						安慰剂	70	37.3	-2.1%	70.0%	4.3%	0.0%
CagriSema (司美格鲁肽+卡格列肽)	诺和诺德	GLP-1R + 胰淀素	II期	超重伴2型糖尿病	32周	CagriSema	31	35.9	-15.6%	67.7%	0.0%	0.0%
			REDEFINE 1 III期	肥胖或超重并伴有相关合并症	68周	司美格鲁肽	31	36.2	-5.1%	71.0%	6.5%	3.2%
						Cagrilintide	30	34.4	-8.1%	80.0%	13.3%	0.0%
						CagriSema	3417 (21:3:3:7)	/	-22.7%	具体数据预计6月22日公布		
						司美格鲁肽			-16.1%			
						卡格列肽			-11.8%			
Amycretin	诺和诺德	GLP-1R/ 胰淀素	Ib/Ila期	肥胖或超重并伴有相关合并症	12周	2×50mg			13.1%			
					36周	1.25mg/5mg/20mg			22.0%			
UBT251	联邦制药/ 诺和诺德	GLP-1R/ GIPR/ GCGR	Ib期	肥胖或超重	12周	1mg	36	/	/	/	/	/
						1mg/3mg			/			
						1mg/3mg/6mg			-15.1%			
						安慰剂			1.5%			

资料来源：公司资料，第一上海

此外，公司也已经布局自免、眼科领域，分别将一款药物推进至了 II 期临床。

JAK-STAT 信号通路与多种自身免疫性疾病的发病机制相关，包括类风湿关节炎、银屑病和炎症性肠病等。JAK 抑制剂能够阻断 JAK-STAT 信号通路，在肿瘤、免疫、血液系统疾病等领域具有巨大的治疗潜力。

图表:15: JAK-STAT 通路示意图



资料来源：公司资料，第一上海

相比第一代泛 JAK 抑制剂，第二代提高了选择性，针对特定的 JAK 蛋白，降低了安全性问题，其中最为热门的就是 JAK1 抑制剂。目前已经有 4 款 JAK1 抑制剂获批上市，包括恒瑞的国产 JAK1 抑制剂艾玛昔替尼。

图表 16: JAK1 抑制剂竞争格局

药品名	公司	适应症	最高研发阶段
乌帕替尼	艾伯维	类风湿关节炎、银屑病关节炎、强直性脊柱炎、非放射学中轴型脊柱关节炎、巨细胞动脉炎、多关节型幼年特发性关节炎、幼年银屑病关节炎、特应性皮炎、克罗恩病、溃疡性结肠炎	已上市
非戈替尼	吉利德	类风湿关节炎、溃疡性结肠炎	已上市
阿布昔替尼	辉瑞	特应性皮炎	已上市
艾玛昔替尼	恒瑞	类风湿关节炎、特应性皮炎、强直性脊柱炎	已上市
LNK01001	凌科药业	类风湿关节炎、特应性皮炎、强直性脊柱炎	III期
Povorcitinib	Incyte/康哲	结节性痒疹、非节段型白癜风、化脓性汗腺炎	III期
LW402	长森药业	类风湿关节炎、特应性皮炎、白癜风	II期
TUL01101	联邦制药	特应性皮炎、类风湿关节炎	II期
VC005	江苏威凯尔	特应性皮炎、强直性脊柱炎	II期
AZD4604	阿斯利康	哮喘	II期
IN-115314	HK inno.N	特应性皮炎	II期

资料来源：公司资料，第一上海

TUL01101 差异化布局乳膏制剂，III 期临床筹备中。联邦制药的 TUL01101 片剂已经布局了特应性皮炎和类风湿关节炎两项适应症，分别处于 II 期和 I 期临床阶段。此外，公司还差异化布局了乳膏制剂，相比口服制剂，其安全性将更为出色，适用于轻中度特应性皮炎患者。目前外用乳膏的 III 期临床正在筹备中。

TUL12101 处于 IIa 期阶段，用于治疗干眼症。尚无同机制药物获批。TUL12101 滴眼液是一种小分子 RASP 抑制剂。目前全球除联邦制药外，仅 Aldeyra Therapeutics 正在开发该靶点相关药物。其开发的 Reproxalap 已推进至 III 期临床，并与艾伯维达成了合作。该药物在干眼症方面已被证明具有快速且广泛的活性。TUL12101 同样聚焦干眼症，目前处于 IIa 期阶段。

动保业务

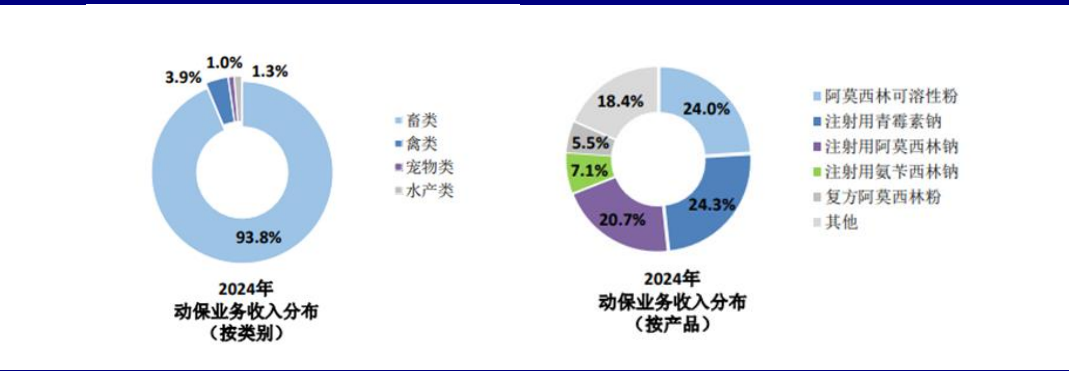
联邦制药的动保业务主要通过其全资子公司内蒙古联邦动保药品有限公司开展，该公司成立于 2014 年。2022 年与牧原集团合作成立河南联牧兽药有限公司，进一步拓展动保市场、加强品牌效应。联邦动保主营经济型和伴侣型动物药品的研发、生产及销售，其β-内酰胺类全系列产品、青霉素类兽药制剂处于行业领先地位。

图表 17： 动保明星产品



资料来源：公司资料，第一上海

图表:18： 联邦动保收入分布



资料来源：公司资料，第一上海

22 年至 24 年联邦动保业务收入复合增长 32%，其中 24 年收入同比+17.1%至 13.8 亿元，收入中 93.8%为畜类产品，主要产品有阿莫西林可溶性粉、注射用青霉素钠、注射用阿莫西林钠、注射用氨苄西林钠、复方阿莫西林粉和其他。联邦制药的动保业务凭借原料药垂直整合、人药级标准及差异化产品布局，已成为其第二增长曲线的重要支撑。

目前的产能主要在内蒙古联邦动保，预计 2025 年内建成内蒙古联邦动保新厂区，河南联牧、珠海联邦动保，从而形成“南、北、中”的产业布局。其中河南联牧兽药有限公司是联邦制药与中国最大的生猪养殖企业—牧原股份于 2022 年 7 月成立的合资公司，联邦动保持股 60%，牧原股份持股 40%。该合资公司位于河南省南阳市内乡县，主要生产兽用粉剂、粉针剂、消毒剂、水针剂、片剂及大输液产品。2024 年 8 月河南联牧兽药项目已进入设备安装阶段，预计 2025 年投产，投产后可年产兽用粉剂 8000 万袋、无菌粉针剂 3 亿支，年产值可达 20 亿元，主要生产阿莫西林可溶性粉、注射用头孢噻吩钠等产品。

图表 19：联邦动保在建基地分布



资料来源：公司资料，第一上海

图:20：联邦动保部分合作伙伴



资料来源：公司资料，第一上海

动保市场规模大，产品与公司原本业务重合度高，先天优势明显。

2024 年国内动保市场规模约 700 亿元，主要包括兽用生物制品（约 170 亿元，疫苗为主）、兽用化学药品（约 500 亿元，以抗微生物药（如抗生素）和抗寄生虫药为主）和中兽药（规模较小）三大类。中国兽用抗生素市场规模约 200 亿元（占兽用

化药市场 40%以上），主要应用于畜禽养殖（猪、禽类为主）及宠物医疗领域，联邦动保在动保抗生药的市场份额约为 7%。抗生素分为不同种类，不同种类皆有其龙头企业，且竞争格局各异。如氟苯尼考类产品的龙头为康牧动保、青霉素类产品的龙头是联邦制药、多西环素的龙头企业为国邦医药等。新版兽药 GMP 提高了生产标准，中小企业加速退出，其中 2024 年兽药企业数量减少 35%。

图:21： 联邦动保在研管线



资料来源：公司资料，第一上海

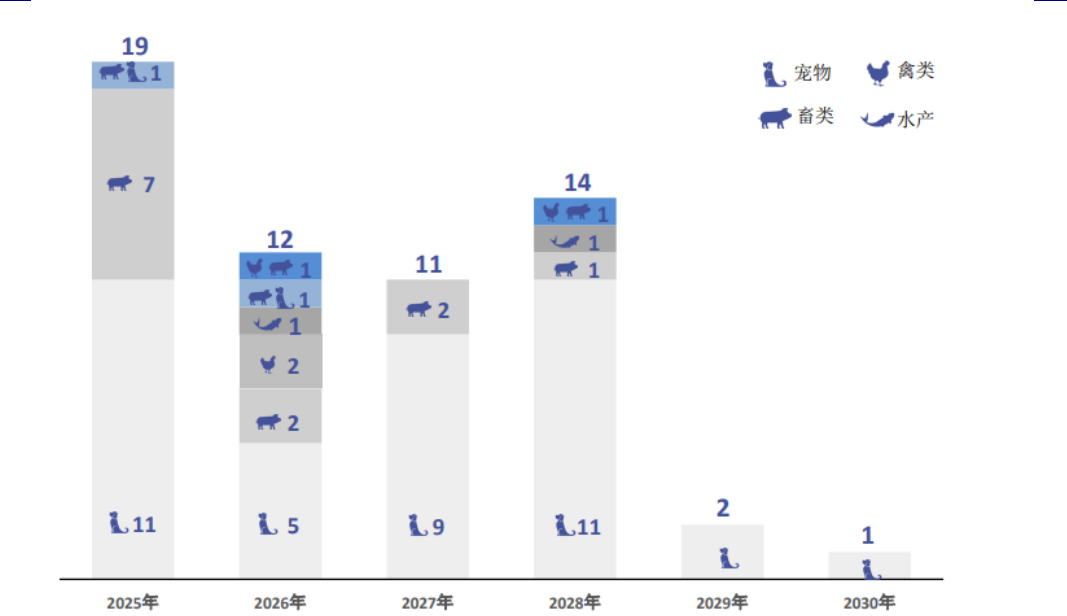
充分利用人用药管线，积极拓展产品品类，并开发高端宠物消费市场。

联邦制药在β-内酰胺类动保产品有核心优势，原因有：1、联邦制药是全球最大的6-APA（青霉素中间体）生产商，并拥有阿莫西林、克拉维酸钾等原料药的全球领先产能，这种“中间体+原料药+制剂”的全产业链布局，使得联邦动保在β-内酰胺类抗生素具有显著成本优势。2、联邦制药在人用抗生素领域积累深厚，其品牌及质量体系等优势显著作用于动保业务。

公司未来将拓展战略合作，开发全球市场，打造中国动保行业领军品牌及全球动物健康领域领导者。目前公司拥有 100+个符合国家标准兽药，30+个饲料添加剂及添加剂预混合饲料产品，6 个二类新兽药证书，3 个四类新兽药证书、1 个五类新兽药证书和 6 个海外注册批文。

从动保管线上可以看出，公司除了抗生素类产品，还积极利用自己的人用药管线优势，布局如胰岛素和 JAK1 抑制剂等药品。在严肃医疗基础之上，公司亦拓展消费领域，如 24 年公司与新西兰 RiverlandFoods 签约引进宠物湿粮，并计划通过技术及产品输出拓展海外市场，实施动保全球化战略。

图:22：动保产品上市预期



资料来源：公司资料，第一上海

大健康业务

成立大健康事业部，通过“全渠道、全领域、全人群”战略，打健康消费领域标杆品牌。

基于人口老龄化趋势以及保健品消费需求的增长，联邦制药于 2024 年成立了大健康事业部。目前已经上市 18 个产品，布局普通膳食、保健食品、跨境营养膳食、医疗器械、医美护肤五大产品线。

公司秉持“全渠道、全领域、全人群”战略，通过入驻天猫、京东、抖音、快手、微信商城、小红书等网络渠道，目前已形成电商、直播及新零售线上矩阵，同时持续深耕对连锁药房及健康垂直渠道的覆盖，目前已超 9,000 家。2024 年大健康产品销售收入接近 2000 万元。

财务分析与估值

2024 年公司实现营收 137.6 亿元，同比增长 0.1%。其中中间体营收 26.6 亿，同比增长 14.8%；原料药营收 63.7 亿，同比减少 0.4%。制剂产品营收 47.3 亿，同比减少 5.9%，制剂分产品看，抗生素制剂受到集采影响，营收同比减少 24.6%至 16.2 亿元；动保业务同比增长 17.1%至 13.8 亿元；胰岛素制剂同比增长 10.1%至 12.4 亿元；其它制剂同比减少 14.7%至 4.9 亿元。公司海外业务收入 26.43 亿元，占总营业额 19.2%。

公司总体毛利减少 4.0%至 60.8 亿。公司全年研发费用 9.86 亿，同比增长 21.9%（研发费用 8.9 亿元，其余资本化）；销售及分销开支 14.0 亿，同比减少 12.0%；行政开支 8.94 亿，同比增长 13.2%。净利润 26.6 亿，同比减少 1.5%。2024 年公司提升派息率至 38.3%，每股派息人民币 56 分，相比 2023 年增加 7.7%。

中间体及原料药价格 2025 年一季度同比有所下降，预计将对相关板块收入及利润产生一定影响。胰岛素制剂方面由于集采中标，市场份额得到提升，且降价温和，有望延续双位数增长。25 年抗生素制剂随着集采基本出清，但也需考虑抗生素制剂集采前后基数影响。拉鲁肽及后续产品的持续获批，将为公司销售增长持续添加动力。动保业务方面，伴随产品线持续扩展，以及各生产基地产能的上线，未来将保持增长势头。

公司加大力度创新转型，近年来研发费用保持了较高的增速。随着临床管线不断推进，预计研发费用仍会有较大幅度的增长。

目标价 21.9 港元，买入评级。

鉴于公司 25 年将取得授权给诺和诺德的 UBT251 的首付款 2 亿美金，这将对 25 年的收入和利润造成一定扰动，我们预计公司 25-27 年收入分别+4.7%、-9.7%和 +3.0%至 144.0 亿、130.0 亿和 133.9 亿元。25-27 年利润同比+14.5%、-28.3%和 +8.5%至 30.8 亿、22.2 亿和 24.1 亿元。我们以 DCF 模型为公司估值，计算公司的传统管线和创新药管线，WACC 设为 12%，永续增长设为 0%，得出公司目标价为 21.9 港元，较昨日股价有 62.2%的上升空间，相当于公司 25 和 26 年的 12.1 倍和 16.9 倍 PE，首次覆盖给予买入评级。

分部而言，我们给与中间体原料药业务 142 亿港元的市值，相当于 24 年对应利润的 6 倍 PE。我们根据管线中产品的市场空间给予 DCF 估值，如其中 UBT251 鉴于礼来的三靶点产品已接近成功，我们将 UBT251 一二三期临床的成功率设定在 90%、70%和 60%，计算进成功概率，我们在模型中将 18 亿美元的里程碑付款计入 5 亿美元。我们认为其有望部分替代美国减肥手术（每年 30 万例），再加上 UBT251 的其他适应症，我们给予其 30 亿美元的销售峰值，假设公司销售提成成为 10%，则每年峰值时有望获得 1.1 亿美元的销售分成。加上其他产品的估值，我们给予制剂业务 223 亿港元的估值，另外公司还有 34 亿港元的净现金，合计给予公司 399 亿港元的估值。

风险因素

中间体、原料药价格剧烈波动；

集采降价和竞争风险；

创新管线临床进度不及预期风险。

主要财务报表

损益表

〈人民币千元〉, 财务年度截至<十二月>					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	13,739,879	13,758,937	14,399,996	13,000,342	13,392,376
毛利	6,334,837	6,082,391	6,970,047	5,673,923	6,062,785
销售费用	-1,593,799	-1,402,483	-1,262,235	-1,161,256	-1,219,319
管理费用	-789,859	-894,112	-911,994	-939,354	-995,715
研发费用	-757,248	-890,757	-1,290,757	-1,329,480	-1,395,954
其他净收益	238,251	465,638	465,638	528,364	547,103
EBIT	3,432,182	3,360,677	3,970,699	2,772,198	2,998,901
财务开支	-66,896	-34,958	-34,958	-33,210	-31,550
税前盈利	3,365,286	3,325,719	3,935,741	2,738,988	2,967,351
所得税	-643,303	-631,077	-853,032	-518,494	-562,313
归母净利润	2,721,983	2,694,642	3,082,709	2,220,493	2,405,038
EBITDA	3,976,692	3,939,403	4,633,860	3,492,141	3,763,383
EPS (元)	1.49	1.46	1.68	1.20	1.30
增长					
总收入 (%)	21.2%	0.1%	4.7%	-9.7%	3.0%
EBITDA (%)		-0.9%	17.6%	-24.6%	7.8%
EPS (%)	71.1%	-1.5%	14.5%	-28.3%	8.5%

资产负债表

〈人民币千元〉, 财务年度截至<十二月>					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	5,234,238	7,364,207	9,860,809	10,804,142	13,205,580
应收账款	6,314,480	6,272,323	5,563,290	6,119,208	4,741,458
存货	2,238,483	2,434,166	2,451,280	2,366,091	2,453,366
其他流动资产	0	0	0	0	0
总流动资产	13,787,201	16,070,696	17,875,380	19,289,441	20,400,404
固定资产	6,483,406	8,724,524	8,307,111	8,715,800	8,744,700
无形资产	133,959	209,200	278,554	342,021	399,602
其他非流动资产	612,634	828,680	886,645	942,257	995,565
总资产	21,017,200	25,833,100	27,347,690	29,289,519	30,540,271
应付账款	6,052,651	7,636,911	7,019,428	7,432,685	7,025,685
租赁负债	232,548	204,354	204,354	204,354	204,354
其他短期负债	341,533	931,284	931,284	931,284	931,284
总短期负债	6,626,732	8,772,549	8,155,066	8,568,323	8,161,323
长期借款	1,299,000	2,307,899	2,307,899	2,307,899	2,307,899
其他长期负债	343,830	317,364	317,364	317,364	317,364
总负债	8,269,562	11,397,812	10,780,329	11,193,586	10,786,586
股东权益	12,734,778	14,388,283	16,520,405	18,048,975	19,706,727
每股账面值	7.01	7.92	9.09	9.93	10.85
营运资金	7,160,469	7,298,147	9,720,314	10,721,118	12,239,081

财务分析

〈人民币千元〉, 财务年度截至<十二月>					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率 (%)	46.1%	44.2%	48.4%	43.6%	45.3%
EBITDA 利率 (%)	28.9%	28.6%	32.2%	26.9%	28.1%
净利率 (%)	19.8%	19.6%	21.4%	17.1%	18.0%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	17.3%	16.7%	15.1%	16.2%	16.5%
实际税率 (%)	19.1%	19.0%	21.7%	18.9%	18.9%
存货周转天数	108	111	120	120	120
财务状况					
负债/权益	0.6	0.8	0.7	0.6	0.5
收入/总资产	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
总资产/股本	25.1	30.4	31.8	33.7	34.8
盈利对利息倍数	59.4	112.7	132.6	105.2	119.3

现金流量表

〈人民币千元〉, 财务年度截至<十二月>					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税前利润	3,344,148	3,288,898	3,898,920	2,702,167	2,930,530
折旧摊销	565,648	615,547	699,982	756,764	801,303
营运资金变化	-904,795	114,740	74,435	-57,471	883,475
所得税	-526,992	-657,740	-853,032	-518,494	-562,313
营运现金流	2,439,400	3,199,300	3,855,263	2,916,176	4,084,545
资本开支	-1,144,206	-1,431,869	-1,429,041	-1,143,439	-800,000
其他投资活动	-412,744	-296,222	-141,092	-141,092	-141,092
投资活动现金流	-1,556,950	-1,728,091	-1,570,133	-1,284,531	-941,092
负债变化	0	0	0	0	0
已付利息	-78,431	-68,398	-34,958	-33,210	-31,550
股息	-581,448	-1,017,535	-913,766	-655,102	-710,465
融资活动现金流	-1,362,678	596,908	211,472	-688,312	-742,015
现金变化	-480,190	2,068,119	2,496,602	943,333	2,401,438
汇率影响	-892	-267	0	0	0
期初持有现金	4,743,071	4,261,989	6,329,841	8,826,443	9,769,776
期末持有现金	4,261,989	6,329,841	8,826,443	9,769,776	12,171,214

资料来源：公司资料，第一上海预测

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。