

香港股市 | 医药

联邦制药 (3933 HK)

制剂板块收入稳健增长，中间体与原料药有望企稳

2025 年上半年产品销售收入超预期

公司 2025 年上半年收入同比增加 4.8% 至 75.2 亿元（人民币，下同），股东净利润同比增加 27.0% 至 18.9 亿元，但如剔除与诺和诺德（NVO US）授权协议获取的 14.3 亿元首付款外，公司的产品销售收入及盈利逊于市场及我们的预期。分板块看，制剂板块的产品销售收入同比增加 6.1% 至 25.4 亿元，但中间体与原料药收入分别同比下降 23.1% 与 27.0%。制剂板块中，动保业务由于上半年受内蒙古生产基地搬迁后新厂区处于磨合期等因素影响，收入同比下降，但胰岛素收入同比增加 74.0%，引领板块收入略超预期。尽管如此，中间体与原料药板块由于海外市场需求放缓，销售均价与利润率明显下降，拖累公司的业绩表现。

糖尿病药物将引领制剂业务收入稳健增长

考虑到动保产品的生产基地搬迁已全部完成，我们预计下半年起制剂板块中动保产品的产能利用率有望逐步回升，因此动保产品的收入有望环比缓步温和回升。此外，糖尿病药物将维持较快增长并引领该板块收入的增加，主因：1) 国内糖尿病药物的需求在增加，公司上半年又新增中标巴西市场并已开始供货。2) 公司的 GLP-1 注射剂利拉鲁肽 6 月底成功获批上市。利拉鲁肽在国内医疗机构广泛使用，因此将有助增厚公司糖尿病板块产品的收入。我们预计制剂板块 2024-27E 收入 CAGR 为 8.0%。

中间体与原料药业务的销售收入下半年有望逐步企稳

公司表示，中间体与原料药的出厂价近月已趋稳，而且通常来说四季度为这些产品需求的旺季，因此预计下半年中间体与原料药板块的销售收入有望逐步企稳。

公司与诺和诺德的合作顺利

公司表示与诺和诺德（NVO US）合作进行的 GLP-1 受体激动剂 UBT251 的研发进展顺利，按目前情况公司预计 2026E 将获约 5,000 万美元

目标价调整至 13.90 港元，维持“中性”评级

我们将 2025-27E 收入分别下调 7.1%、4.9%、6.4%，股东净利润分别下调 21.8%、5.5%、7.3%，反映产品销售收入与利润率预测的下调。我们将目标市盈率滚动至 2026E PER，按照 8.5 倍 2026E PER 定价，目标价调整至 13.90 港元，维持“中性”评级。

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 8 月 29 日）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	13,740	13,759	14,205	14,003	14,457
增长率 (%)	21.2	0.1	3.2	(1.4)	3.2
股东净利润	2,701	2,658	2,957	2,818	2,930
增长率 (%)	70.9	-1.6	11.2	(4.7)	4.0
每股盈利 (人民币)	1.49	1.46	1.56	1.49	1.55
市盈率 (倍)	9.4	9.6	9.0	9.4	9.1
每股股息 (人民币)	0.52	0.56	0.62	0.59	0.62
股息率 (%)	3.7	4.0	4.4	4.2	4.4
每股净资产 (人民币)	7.02	7.94	10.03	10.97	11.98
市净率 (倍)	2.0	1.8	1.4	1.3	1.2

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

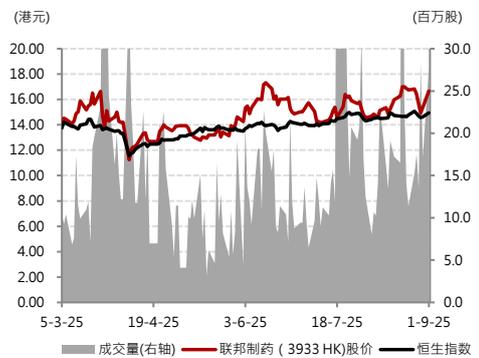
评级：中性

目标价：13.90 港元

股票资料（更新至 2025 年 8 月 29 日）

现价	15.34 港元
总市值	32,870.62 百万港元
流通股比例	56.86%
已发行总股本	1,973.03 百万
52 周价格区间	8.127-17.98 港元
3 个月日均成交额	275.53 百万港元
主要股东	Heren Far East (占 42.28%)

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20250327: 联邦制药 (3933 HK): 下调原有业务收入预测，但专科药实力将加强

20240904: 联邦制药 (3933 HK): 2024 上半年盈利略超预期，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: 同业估值表

公司名称	公司代码	收市价	市值 (亿港元)	年结	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息率 (%)			净负债率 (%)
					F0	F1	F2	F0	F1	F2	F0	F1	F2	F0
联邦制药	3933 HK	15.34	318.1	12/2024	9.6	8.3	9.1	1.5	1.6	1.4	4.0	4.3	3.9	净现金
远大医药	512 HK	9.40	337.9	12/2024	13.3	15.6	13.8	1.9	1.9	1.7	2.8	2.5	2.9	7.9
石四药	2005 HK	2.84	84.8	12/2024	7.9	9.6	8.3	1.3	1.1	1.0	6.2	4.5	5.5	31.1
绿叶制药	2186 HK	3.60	145.0	12/2024	26.3	18.8	14.8	0.9	0.8	0.8	0.0	0.0	0.0	11.4
平均					14.3	13.1	11.5	1.4	1.3	1.2	3.2	2.8	3.0	16.8

注: 联邦制药 (3933 HK) 为中泰国际预测, 其他为彭博预测

来源: 彭博, 中泰国际研究部

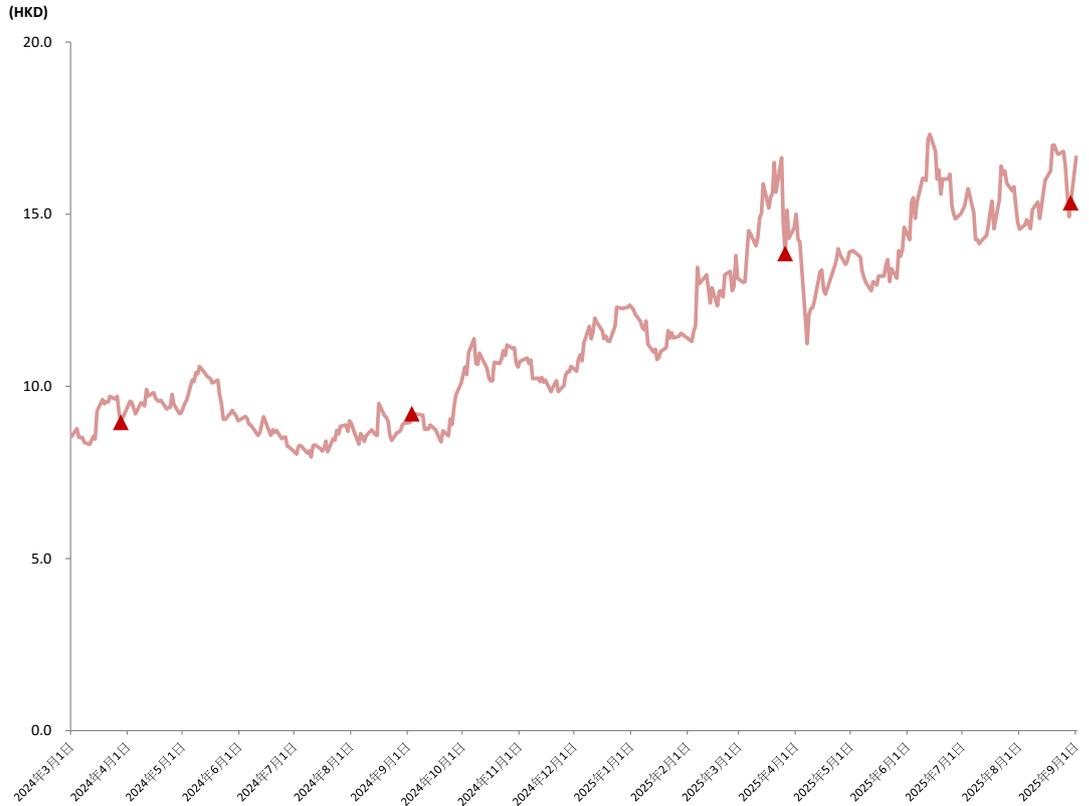
图表 2: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 单位: 百万人民币)

损益表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	13,740	13,759	14,205	14,003	14,457	税前利润	3,344	3,289	3,778	3,600	3,743
货品销售收入	13,740	13,759	12,771	13,643	14,257	折旧及摊销	566	616	649	700	751
里程碑收入	0	0	1,434	360	200	营运资金变动	(905)	115	(209)	(210)	(60)
销售成本	(7,405)	(7,677)	(7,473)	(7,469)	(7,610)	已付利息	67	35	52	51	94
毛利	6,335	6,082	6,732	6,534	6,847	已付税款	(527)	(658)	(821)	(783)	(814)
销售及分销开支	(1,594)	(1,402)	(1,391)	(1,364)	(1,426)	其他	(105)	(197)	74	(271)	(299)
行政开支	(790)	(894)	(913)	(976)	(1,027)	经营业务现金净额	2,439	3,199	3,523	3,088	3,415
其他开支	(778)	(928)	(1,048)	(1,036)	(1,079)	购入物业厂房及设备	(1,144)	(1,432)	(1,421)	(1,400)	(1,446)
经营溢利	3,173	2,858	3,380	3,158	3,315	其他	(413)	(296)	174	288	316
其他收入与收益	238	466	419	412	441	投资活动现金净额	(1,557)	(1,728)	(1,247)	(1,113)	(1,129)
应占联营公司业绩	0	(0)	0	0	0	净新增借款	(735)	1,641	0	0	0
财务成本	-66.9	(35)	(52)	(51)	(94)	股息分派	(581)	(1,018)	(988)	(1,120)	(1,089)
除税前溢利	3,344	3,289	3,778	3,600	3,743	其他	(46)	(27)	1,929	(51)	(94)
税项支出	(643)	(631)	(821)	(783)	(814)	融资活动现金净额	(1,363)	597	941	(1,171)	(1,183)
年度溢利	2,701	2,658	2,956	2,817	2,929	年初现金	4,743	4,262	6,330	9,547	10,351
非控股权益	(1)	0.55	(0.53)	(0.52)	(0.54)	现金增加净额	(480)	2,068	3,217	804	1,103
股东净利润	2,701	2,658	2,957	2,818	2,930	汇率变动之影响净额	(1)	(0)	0	0	0
EBIT	3,411	3,324	3,830	3,651	3,837	年末现金	4,262	6,330	9,547	10,351	11,454
EBITDA	3,977	3,939	4,479	4,351	3,837	重要指标					
资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	增长率 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	2,238	2,434	2,115	2,432	2,200	收入	21.2	0.1	3.2	(1.4)	3.2
应收账款	6,314	6,272	6,894	6,696	7,051	毛利	27.5	(4.0)	10.7	(2.9)	4.8
现金	4,262	6,330	9,547	10,351	11,454	股东净利润	70.9	(1.6)	11.2	(4.7)	4.0
其他	972	1,034	1,034	1,034	1,034	盈利能力 (%)					
流动资产	13,787	16,071	19,589	20,513	21,740	毛利率	46.1	44.2	47.4	46.7	47.4
物业、厂房及设备	6,483	8,725	9,250	9,986	10,716	净利润率	19.7	19.3	20.8	20.1	20.3
无形资产及商誉	137	212	228	209	190	EBIT 利润率	24.8	24.2	27.0	26.1	26.5
其他非流动资产	610	826	809	792	776	EBITDA 利润率	28.9	28.6	31.5	31.1	26.5
非流动资产	7,230	9,762	10,287	10,988	11,682	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
总资产	21,017	25,833	29,877	31,500	33,422	其他					
贸易应付款项	6,053	7,637	7,730	7,639	7,703	有效税率 (%)	19.2	19.2	21.7	21.7	21.7
短期借款	198	830	830	830	830	派息比率 (%)	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0
其他流动负债	376	305	305	305	305	ROAE (%)	23.1	19.6	18.0	14.6	13.9
流动负债	6,627	8,773	8,866	8,775	8,839	ROAA (%)	13.5	11.3	10.6	9.2	9.0
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	11,491	11,400	11,464						
股东权益	12,735	14,388	18,339	20,053	21,911						
非控股权益	13	47	47	47	47						
总权益	12,748	14,435	18,386	20,100	21,958						
净现金/(负债)	2,765	3,192	6,408	7,213	8,316						

源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

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	2025 年 3 月 27 日	13.86	中性 (下调)	14.50
4	2025 年 9 月 1 日	15.34	中性 (维持)	13.90

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