

联邦制药 (03933)

证券研究报告

2025年09月06日

减重布局持续完善，口服减重领域潜力十足

抗生素周期向下，主业略呈压，胰岛素制剂出海超预期

2025年8月28日，公司发布中报：2025H1收入75.2亿元(yoy+4.8%)，毛利39.2亿元(yoy+17.3%)；归母净利润18.9亿元(yoy+27.0%)。其中：2025H1中间体收入10.11亿元(yoy-23.1%)，原料药收入25.30亿元(yoy-27.0%)，制剂产品及对外授权收入合计39.79亿元(+65.9%)。

制剂产品中：(1) 2025H1半合成青霉素、头孢类抗生素、β-内酰胺酶抑制剂类、碳青霉烯类等抗生素制剂合计实现收入7.99亿元(yoy-10.0%)；(2) 2025H1胰岛素类实现收入9.61亿元(yoy+74.5%)；(3) 2025H1动保业务实现收入5.65亿元(yoy-15.9%)；(4) 2025H1其他制剂实现收入2.21亿元(yoy-28.9%)；(5) 2025H1对外授权实现收入14.34亿元。

整体看，抗生素原料药压力较大，但胰岛素出海业绩上超预期。

减重领域布局齐全，类似药、创新药均有收获

(1) 类似药领域，公司首款GLP-1产品利拉鲁肽注射液成功上市，司美格鲁肽注射液上市申请获受理；

(2) 创新药领域，公司与诺和诺德达成UBT251独家许可协议，并已收取协议首付款。UBT37034(神经肽Y2受体)及UBT48128(口服GLP-1)2款临床前分子同样取得了良好的数据。

减重布局持续完善，口服减重领域潜力十足

目前已上市减重类产品上，在依从性方面，患者更倾向于注射以外的用药方式；2025年以来，礼来等口服GLP-1领先企业因临床数据不及预期股价受到较大冲击。从目前看，口服GLP-1的减重平台期安全性较明显，短期起效快，但长期减重数据不及预期。

在口服GLP-1小分子领域，公司的I类创新药UBT48128的临床前动物模型研究结果显示，较礼来Orforglipron有减重优势，公司预计2026年提交中美临床申请。

盈利预测与估值

考虑到上半年抗生素类中间体、原料药及制剂业务出现一定下滑，但胰岛素制剂出海业务超预期，因此调整预期：

我们预计公司2025-2027年总体收入为135.03/139.04/147.50亿元(2025/2026/2027年前值为145.24/139.87/145.80亿元)，同比增长-1.86%/2.97%/6.08%；归母净利润为24.05/24.71/27.38亿元(2025/2026/2027年前值为29.07/25.57/27.62亿元)。我们看好后续口服GLP-1等新产品的商业化潜力，维持“买入”评级。

风险提示：产业政策变化及药品降价风险、研发风险、综合管理成本上升的风险、集采风险、原料药价格波动风险、地缘政治风险

投资评级

行业 医疗保健业/药品及生物科技

6个月评级 买入(维持评级)

当前价格 17.78港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	1,973.03
港股总市值(百万港元)	35,080.41
每股净资产(港元)	9.39
资产负债率(%)	46.96
一年内最高/最低(港元)	17.98/8.20

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001
yangsong@tfzq.com

刘一伯 分析师
SAC 执业证书编号: S1110525080001
liuyibo@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《联邦制药-首次覆盖报告:UBT251已授权给诺和诺德，动保/胰岛素稳健增长》2025-05-20
- 《联邦制药-公司深度研究:业绩拐点初现，胰岛素系列值得期待》2018-05-23

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com