

买入

UBT251 全球研发加速推进，市场前景广阔

联邦制药 (3933.HK)

2026-04-10 星期五

【投资要点】

➤ 公司业绩短期承压，财务稳健

2025 年公司实现营业收入人民币 132.11 亿元，同比下降 4.0%；归母净利润人民币 20.86 亿元，同比下降 21.6%；全年股息人民币 42 分，派息比率维持 38%，分红政策稳定。业绩下滑主因上游中间体、原料药受行业供需与价格波动影响显著，整体呈现总量收缩、结构升级特征。现金及等价物人民币 106.06 亿元。

➤ 制剂业务成增长引擎，原料药业务今年有望回升

制剂板块（含对外授权）收入 66.98 亿元，同比大幅增长 41.7%，占公司总收入 50.7%，首次过半成为核心支柱，业务结构升级成效显著。胰岛素系列收入 19.46 亿元，同比增长 57.4%，产品矩阵完善，覆盖人胰岛素、甘精、门冬、德谷胰岛素，满足糖尿病全周期治疗需求；胰岛素出海突破，中标巴西卫生部采购，出口量创中国同类产品纪录。抗感染：收入 18.14 亿元，同比微增 0.9%，核心品种强力阿莫仙、倍能安分别增长 26.1%、15.7%。对外授权：贡献收入 14.42 亿元，主要来自与诺和诺德合作的 UBT251 海外许可首付款。原料药业务 2025 年受行业供需格局变化、产品价格下行影响，板块整体表现疲软：中间体收入 16.12 亿元，同比下降 39.4%；原料药收入 49.00 亿元，同比下降 23.1%，是全年业绩主要拖累项。2026 年 6APA 含税出口报价有明显的回升，4 月 10 日的报价为约 220-225 元/kg，而 2025 年全年均价为 180-190 元/kg，今年原料药业务利润有望恢复。

➤ 新药研发加速推进，国际化战略取得成果

UBT251 注射液（GLP-1/GIP/GCG 三靶点）肥胖症中国 II 期临床：24 周最高减重-19.7%，疗效显著优于安慰剂，安全性良好，达同类领先水平。不良事件与同类药物类似，主要为胃肠道反应，且绝大多数为轻度至中度，未见预期外的安全性问题。2 型糖尿病中国 II 期临床：HbA1c 最高降幅 2.16%，优于司美格鲁肽组（1.77%）和安慰剂组（0.66%）。2026 年一季度启动肥胖症海外 Ib/IIa 期临床，2026 年下半年启动 2 型糖尿病海外 II 期临床。司美格鲁肽注射液申报生产，覆盖糖尿病与肥胖两大适应症。UBT37034（神经肽 Y2 受体激动剂）完成中国 I 期首例入组，与 UBT251 联用减重效果优异，打造组合疗法优势。

➤ 给予买入评级，目标价 16.20 港元

预计 2026-2028 年收入分别为人民币 127.1 亿、133.5 亿、147.5 亿元，EPS 分别为人民币 0.44，0.54，0.66 元。我们给予公司目标价格 16.2 港元，对应 2027 年 PE 为 27 倍，较现价有 60.6% 的上涨空间，维持‘买入’评级。

人民币百万元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
营业额	13759.00	13210.63	12710.00	13350.00	14750.00
同比增长 (%)	0.14%	-3.99%	-3.79%	5.04%	10.49%
归母净利润	2658.18	2081.08	877.79	1059.92	1297.28
同比增长 (%)	-1.59%	-21.71%	-57.82%	20.75%	22.39%
每股盈利 (元)	1.46	1.06	0.44	0.54	0.66
PE@10.09HKD	6.21	8.59	20.41	16.90	13.81

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价：16.20 港元

现价：10.09 港元

预计升幅：60.6%

重要数据

日期	2026-04-10
收盘价 (港元)	10.09
总股本 (亿股)	19.73
总市值 (亿港元)	199
净资产 (亿元)	175
总资产 (亿元)	309
52 周高低 (港元)	17.77/9.46
每股净资产 (元)	8.82

数据来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Heren Far East Limited (42.28%)

相关报告

深度报告-20200723

更新报告-20220513/20240529

更新报告-20250411

研究部

姓名：林兴秋

SFC：BLM040

电话：0755-21519193

Email：linxq@gyzq.com.hk

【報告正文】

➤ 公司業績短期承压，財務穩健

2025 年公司实现营业收入人民币 132.11 亿元，同比下降 4.0%；归母净利润人民币 20.86 亿元，同比下降 21.6%；全年股息人民币 42 分，派息比率维持 38%，分红政策稳定。业绩下滑主因上游中间体、原料药受行业供需与价格波动影响显著，而制剂板块高增与创新授权收益部分对冲压力，整体呈现总量收缩、结构升级特征。现金及等价物人民币 106.06 亿元。

➤ 制剂成增长引擎

制剂板块(含对外授权)收入 66.98 亿元,同比大幅增长 41.7%,占公司总收入 50.7%,首次过半成为核心支柱,业务结构升级成效显著。胰岛素系列收入 19.46 亿元,同比增长 57.4%,产品矩阵完善,覆盖人胰岛素、甘精、门冬、德谷胰岛素,满足糖尿病全周期治疗需求;胰岛素出海突破,中标巴西卫生部采购,出口量创中国同类产品纪录,打开国际化增量空间。抗感染:收入 18.14 亿元,同比微增 0.9%,核心品种强力阿莫仙、倍能安分别增长 26.1%、15.7%,刚需属性支撑稳健表现。对外授权:贡献收入 14.42 亿元,主要来自与诺和诺德合作的 UBT251 海外许可首付款,彰显创新药全球价值。原料药业务 2025 年受行业供需格局变化、产品价格下行影响,板块整体表现疲软:中间体收入 16.12 亿元,同比下降 39.4%;原料药收入 49.00 亿元,同比下降 23.1%,是全年业绩主要拖累项。核心产品 6-APA、青霉素 G 钾工业盐产能利用率 100%,半合成青霉素类 96.9%,规模优势与生产韧性仍存,外销占比稳定,等待行业周期回暖与价格修复。板块具备全球认证壁垒,覆盖欧洲、美国、印度等近 80 个国家,为长期盈利修复奠定基础。2026 年 6APA 含税出口报价有明显的回升,4 月 10 日的报价为约 220-225 元/kg,而 2025 年全年均价为 180-190 元/kg,今年原料药业务利润有望恢复。

➤ 新药研发加速推进，国际化战略取得成果

公司坚持创新驱动，在研 I 类新药 23 项，聚焦内分泌代谢、自身免疫两大核心领域，研发进入密集收获期，核心品种亮点突出：

（一）UBT251 注射液（GLP-1/GIP/GCG 三靶点）

肥胖症中国 II 期临床：24 周最高减重-19.7%，疗效显著优于安慰剂，安全性良好，达同类领先水平。UBT251 各剂量组在腰围、血糖、血压、血脂等关键次要终点指标的改善均显著优于安慰剂。UBT251 的不良事件与同类药物类似，主要为胃肠道反应，且绝大多数为轻度至中度，未见预期外的安全性问题。上

述临床研究达到预期目标，支持其进入下一阶段临床研究。2 型糖尿病中国 II 期临床：HbA1c 最高降幅 2.16%，优于司美格鲁肽，降糖效果突出。全球化合作里程碑：与诺和诺德达成大中华区外全球独家许可，首付款 2 亿美元已到账，里程碑最高 18 亿美元，叠加销售分成，创新价值全面兑现；2026 年一季度启动肥胖症海外 Ib/IIa 期临床，2026 年下半年启动 2 型糖尿病海外 II 期临床，全球开发提速。

（二）GLP-1 仿制药与其他代谢品种

首款 GLP-1 产品利拉鲁肽（联邦优利泰®）上市，携手京东健康全网首发，切入减重与糖尿病蓝海市场。司美格鲁肽注射液申报生产，覆盖糖尿病与肥胖两大适应症，即将贡献商业化收益。UBT37034（神经肽 Y2 受体激动剂）完成中国 I 期首例入组，与 UBT251 联用减重效果优异，打造组合疗法优势。UBT48128（口服 GLP-1 小分子）临床前数据亮眼，预计 2026 年提交中美临床申请，补齐口服剂型短板。

（三）自身免疫与其他领域

TUL01101（JAK1 抑制剂）：中重度特应性皮炎 II 期临床数据优异，IGA、EASI75 疗效对标全球一线品种，安全性良好，同步拓展白癜风、斑秃等适应症，具备 BIC 潜力。

图 1：联邦制药的主要研发管线

临床前	IND	临床I期	临床II期	临床III期	NDA
UBT48128 GLP-1口服制剂 糖尿病、体重管理 ★	UBT38006 超长效胰岛素 糖尿病 ★	注射用UBT37034 神经肽Y2受体 超重/肥胖 中国 ★	UBT251注射液 GLP-1/GIP/GCG 糖尿病 ★	德谷门冬双胰岛素混合注射液 糖尿病	司美格鲁肽注射液 糖尿病
Lp(a)降血脂药物 高脂蛋白血症等 ★	注射用UBT37034 神经肽Y2受体 美国 ★ 超重/肥胖（已获批）		UBT251注射液 GLP-1/GIP/GCG 超重/肥胖 ★	司美格鲁肽注射液 超重/肥胖	
Eneboparatide注射液 慢性甲状旁腺功能减退症	罗莫佐单抗注射液 骨质疏松（已获批）		UBT251注射液 GLP-1/GIP/GCG ★ 代谢相关脂肪性肝炎（MASH）	德谷胰岛素/利拉鲁肽注射液 糖尿病	
白介素-2融合蛋白 白癜风、斑秃等 ★	度普利尤单抗 IL-4R单抗 中重度湿疹、哮喘		UBT251注射液 GLP-1/GIP/GCG ★ 慢性肾脏病（CKD）		
UBT49003 sgp130-Fc融合蛋白 急性肺损伤/急性呼吸窘迫综合征等 ★			UBT251注射液 GLP-1/GIP/GCG 阻塞性睡眠呼吸暂停（OSA） ★		
UBT506 抗IL-4Ra/TSRP双特异性抗体 中重度湿疹、哮喘 ★					

★ I类新药 内分泌/代谢 自身免疫 中国进展 美国进展
 注：除特殊标注外均为中国进展

资料来源：公司演示材料、国元证券经纪（香港）整理

➤ 动保业务：稳步推进，全球化布局深化

公司动保收入 12.29 亿元，同比略有下降，业务结构持续优化：聚焦 β -内酰胺类全系列产品，畜禽用药占主导，宠物用药在研占比超 70%，布局糖尿病、皮肤病、驱虫等高端赛道。海外注册 88 项，覆盖 14 个国家及地区，打造“原料 + 制剂”一体化出海模式，长期增长潜力可期。

➤ 给予买入评级，目标价 16.20 港元

公司持续加大研发投入，在研产品线丰富。已经从诺和诺德获得 2 亿美元的首付款，之后将还会获取里程碑付款，推动业绩增长，创新药国际化研发加速推进，市场空间广阔。预计 2026-2028 年收入分别为人民币 127.1 亿、133.5 亿、147.5 亿元，EPS 分别为人民币 0.44、0.54、0.66 元。我们给予公司目标价格 16.2 港元，对应 2027 年 PE 为 27 倍，较现价有 60.6% 的上涨空间，维持‘买入’评级。

表 1：行业相关上市公司估值

代码	证券简称	总市值(亿港元)		市盈率 PE		市净率 PB
		元)	TTM	25E	26E	
1276.HK	恒瑞医药	4,354.42	52.05	41.32	34.99	6.55
6160.HK	百济神州	2,923.75	127.73	22.49	13.93	8.40
3692.HK	翰森制药	2,265.84	36.84	37.73	33.84	5.79
1177.HK	中国生物制药	1,193.18	45.99	23.48	21.13	3.51
1093.HK	石药集团	1,108.46	25.79	13.06	16.78	3.02

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

【风险提示】

- 1) 行业政策风险，医保控费超预期；
- 2) 产品价格的下降超预期；
- 3) 新产品研发进度低于预期。

【财务报表摘要】

损益表

百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	13739.88	13759.00	13210.63	12710.00	13350.00	14750.00
销售成本	7405.04	7676.55	7696.56	8236.08	8650.80	9543.25
毛利	6334.84	6082.45	5514.07	4473.92	4699.20	5206.75
其他收入	212.00	357.00	354.37	30.00	47.00	120.00
分销开支	-1593.80	-1402.48	-1355.05	-1436.23	-1508.55	-1666.75
行政费用	-789.86	-894.11	-947.53	-978.67	-1027.95	-1135.75
经营盈利	3384.95	3324.22	2644.81	1186.61	1395.35	1624.50
财务开支	-67.00	-34.96	-69.73	-69.03	-68.34	-61.51
应占联营公司利润						
其他开支	-778.39	-818.58	-921.05	-902.41	-814.35	-899.75
税前盈利	3344.00	3289.26	2527.95	1057.58	1277.01	1562.99
所得税	-643.00	-631.08	-446.87	-179.79	-217.09	-265.71
少数股东应占利润	0.00	0.00	4.80	0.00	0.00	0.00
其他全面收入	0.00	0.00	1.00	2.00	3.00	4.00
净利润	2701.00	2658.18	2081.08	877.79	1059.92	1297.28
折旧及摊销	565.65	576.96	588.50	600.27	612.28	624.52
EBITDA	3950.60	3901.18	3233.31	1786.88	2007.63	2249.02
增长						
总收入 (%)	21.22%	0.14%	-3.99%	-3.79%	5.04%	10.49%
EBITDA (%)	45.34%	-1.25%	-17.12%	-44.74%	12.35%	12.02%
净利润 (%)	70.82%	-1.59%	-21.71%	-57.82%	20.75%	22.39%

资产负债表

百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金	4261.89	6329.84	10606.39	9430.00	10595.74	11923.06
其他短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	5862.72	5725.96	4198.79	4282.77	4368.42	4455.79
存货	2238.48	2434.17	2369.13	2416.51	2464.84	2514.14
其他流动资产	972.25	1034.37	628.50	641.07	653.89	666.97
流动资产	13787.10	16070.70	18469.51	17450.38	18776.53	20267.47
固定资产	6483.41	8724.52	11557.90	11904.64	12261.78	12629.63
贷款	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
商誉及无形资产	142.95	#REF!	719.06	747.82	777.74	808.84
非流动资产	7229.98	9762.35	12430.97	12800.88	13189.42	13589.88
总资产	21017.08	25833.05	30900.48	30251.26	31965.95	33857.34
流动负债	6626.73	8772.55	10079.15	10405.44	10744.52	11096.99
应付票据	4220.08	4175.06	3839.70	3954.89	4073.54	4195.74
短期银行贷款	197.85	830.38	2106.46	2232.85	2366.82	2508.83
其他短期负债	1806.76	3392.24	3928.25	4006.82	4086.95	4168.69
非流动负债	1642.83	2625.26	3346.01	3011.41	2710.27	2439.24
长期银行贷款	1299.00	2307.90	2872.83	2585.55	2326.99	2094.29
其他负债	343.83	317.36	473.18	425.86	383.28	344.95
总负债	8269.56	11397.81	13425.16	13416.84	13454.78	13536.23
少数股东权益	12.84	46.96	82.36	70.00	76.00	77.00
股东权益	12747.52	14435.24	17475.32	16834.42	18511.16	20321.12

财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力						
毛利率 (%)	46.11%	44.21%	41.74%	35.20%	35.20%	35.30%
EBITDA 利率 (%)	28.75%	28.35%	24.48%	14.06%	15.04%	15.25%
净利率 (%)	19.66%	19.32%	15.75%	6.91%	7.94%	8.80%
ROE	21.19%	18.41%	11.91%	5.21%	5.73%	6.38%
ROA	12.85%	10.29%	6.73%	2.90%	3.32%	3.83%
营运表现						
SG&A/收入 (%)	5.75%	6.50%	7.17%	7.70%	7.70%	7.70%
实际税率 (%)	19.23%	19.19%	17.68%	17.00%	17.00%	17.00%
股息支付率(%含优先股)	21.53%	26.25%	48.92%	139.17%	138.31%	135.60%
库存周转天数	108.49	111.09	113.90	106.04	102.98	95.22
应付账款天数	-208.01	-198.51	-182.09	-175.27	-171.87	-160.47
应收账款天数	155.74	151.90	116.01	122.99	119.44	110.26
财务状况						
净负债/总资产	39.35%	44.12%	43.45%	44.35%	42.09%	39.98%
收入/总资产	65.37%	53.26%	42.75%	42.01%	41.76%	43.57%
总资产/股本	164.87%	178.96%	176.82%	179.70%	172.68%	166.61%

现金流量表

百万元，财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	2701.00	2658.18	2081.08	877.79	1059.92	1297.28
折旧与摊销	565.65	576.96	588.50	600.27	612.28	624.52
营运资本变动	-904.80	-316.68	1645.00	1677.90	1711.46	1745.69
其他非现金调整	77.24	130.00	15.60	1.87	0.22	0.03
营运现金流	2439.09	3048.46	4330.18	3157.83	3383.88	3667.52
出售固定资产收到的现金	4.37	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本开支	1461.94	1169.55	935.64	748.51	598.81	479.05
投资减少	2438.52	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资活动	-172.13	-177.29	-182.61	-188.09	-193.73	-199.55
投资活动现金流	-1556.95	-1346.85	-1118.25	-936.60	-792.54	-678.59
负债变化	-738.93	494.90	-42.55	11.58	65.70	119.82
股本变化	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息	581.45	697.74	1018.00	1221.60	1465.92	1759.10
其他融资活动	-42.30	-37.22	-32.76	-28.83	-25.37	-22.32
融资活动现金流	-1362.68	-240.06	-1093.31	-1238.85	-1425.59	-1661.61
汇率变动影响	-0.89	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金变化	-480.54	1461.55	2118.62	982.38	1165.74	1327.32
期初持有现金	4742.43	4261.89	6329.00	8447.62	9430.00	10595.74
期末持有现金	4261.89	6329.00	8447.62	9430.00	10595.74	11923.06

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>