

# 买入

## 业绩实现快速增长，新药研发加速推进

**联邦制药 (3933.HK)**

2023-05-29 星期一

目标价:	<b>8.94 港元</b>
现价:	6.88 港元
预计升幅:	30.0%

### 重要数据

日期	2023-05-29
收盘价 (港元)	6.88
总股本 (亿股)	18.18
总市值 (亿港元)	125
净资产 (亿元)	106
总资产 (亿元)	189.8
52 周高低 (港元)	7.14/3.17
每股净资产 (元)	5.84

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

Heren Far East Limited (49.44%)

### 相关报告

深度报告: 联邦制药-20200723

更新报告: 联邦制药-20220513

### 研究部

姓名: 林兴秋

SFC: BLM040

电话: 0755-21519193

Email: linxq@gyzq.com.hk

### 业绩快速增长，海内外市场齐头并进:

公司 2022 年全年收入 113.34 亿元人民币，同比增长 16.8%，归母净利润为 15.4 亿元人民币，同比增长 60.8%，公司制剂产品整体收入同比上升 13.0% 至人民币 45.6 亿元，分部利润率 17.5%，其中人胰岛素收入 6.62 亿元，销量实现增长 8.8%，胰岛素类似物（甘精胰岛素、门冬及门冬胰岛素）收入 5.14 亿元，销量同比增长 87.3%，2022 年 5 月公司的人胰岛素和胰岛素类似物均纳入国家医保，周期两年。抗生素类产品（含动保）收入同比上升 32.9% 至 30.63 亿元，其中他唑仙和阿莫仙收入分别增长 10.0% 和 14.7%。公司以内蒙古联邦动保药品公司为主体经营经济型和伴侣型动保产品，集“研产销”一体，收入同比上升 106.1% 至人民币 7.97 亿元。中间药业务受制于产能不稳定和上游能源及运输成本较高的影响，销售下降 5.9%，毛利率为 26% 左右。原料药收入上升 30.4% 至人民币 51.75 亿元，毛利率 17% 左右。海内外市场整体呈现国内业务高速增长、国际业务各区域均衡发展的良性态势。成本方面，由于受到疫情及供应链成本影响，叠加美元加息导致港币融资成本快速上升，公司在部分主要产品销售端增量提价的策略驱动下对成本实现了有效覆盖。

### 聚焦糖尿病领域，在研新产品管线丰富:

糖尿病管线方面，利拉鲁肽和德谷胰岛素进入 III 期临床，预计分别于 2024 年和 2025 年上市。德谷门冬双胰岛素和司美格鲁肽的糖尿病适应症进入临床试验阶段，司美格鲁肽的体重管理适应症已于 2023 年 2 月获临床注册申请受理，并于 4 月 17 日获批开展临床。治疗类风湿性关节炎的一类新药 TUL01101 片剂正在进行临床 Ib 期，特应性皮炎适应症已申报临床，同时 TUL01101 软膏（特应性皮炎）和 TUL12101 滴眼液（干眼症）均进入临床 I 期，分别于 2022 年 10 月和 2023 年 3 月获批 IND。动保药物方面已有 21 项自主在研项目，其中已有 6 项申请注册，均将在今明两年上市。公司研发平台布局全面，通过成立联邦生物科技（珠海横琴）专注生物研发，2022 年研发投入 5.94 亿元人民币，同比增长 27.6%。

### 再次覆盖给予买入评级，目标价 8.94 港元

公司持续加大研发投入，在研产品线丰富。核心产品将会继续保持快速增长，预计公司 2023-2024 年收入分别是人民币 121.06 亿元、135.57 亿元，EPS 分别为人民币 0.93 元、1.03 元，给予公司 2023 年 8.65 倍 PE，对应目标价为 8.94 港元，较现价有 30.0% 的上涨空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
营业额	8772.49	9703.44	11334.3	12105.87	13556.77
同比增长(%)	4.53%	10.61%	16.80%	6.81%	11.99%
净利润	700.92	989.6	1581.10	1691.2	1871.6
同比增长(%)	9.20%	41.19%	59.80%	7.0%	10.7%
净利润率(%)	8.0%	10.2%	13.95%	14.0%	13.8%
每股盈利(元)	0.40	0.54	0.87	0.93	1.03
PE@6.88HKD	15.62	11.49	7.13	6.66	6.02

数据来源: wind、联邦制药年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 2022 年年度业绩简述：

公司 2022 年全年收入 113.34 亿元人民币，同比增长 16.8%，毛利额 49.69 亿元人民币，同比增长 18.0%，2020-2022 年三年毛利率水平分别为 43.4%、43.4%和 43.8%，归母净利润为 15.4 亿元人民币，同比增长 60.8%，EBITDA 为 26.41 亿元，同比增长 40.2%，公司盈利能力非常稳健。公司整体收入以国内市场为主，2022 年在中国实现 89.6 亿元人民币，同比增长 17.7%，欧洲/印度/中东/南美洲/其他亚洲地区/其他地区收入分别为 6.31/5.56/0.48/2.98/5.88/2.50 亿元，同比增长 18.8%/-19.3%/73.4%/26.8%/22.4%/87.5%，海内外市场整体呈现国内业务高速增长、国际业务各区域均衡发展之良性态势。成本方面，由于受到疫情及供应链成本影响，叠加美元加息导致港币融资成本快速上升，公司在部分主要产品销售端增量提价的策略驱动下对成本实现了有效覆盖。

### 三代胰岛素业务亮点纷呈，动保业务快速崛起：

公司制剂产品整体收入同比上升 13.0%至人民币 45.6 亿元，分部利润率 17.5%，其中人胰岛素收入 6.62 亿元，销量实现增长 8.8%，胰岛素类似物（甘精胰岛素、门冬及门冬胰岛素）收入 5.14 亿元，销量同比增长 87.3%，2022 年 5 月公司的人胰岛素和胰岛素类似物均纳入国家医保，周期两年。抗生素类产品（含动保）收入同比上升 32.9%至 30.63 亿元，其中他唑仙和阿莫仙收入分别增长 10.0%和 14.7%。公司以内蒙古联邦动保药品公司为主体经营经济型和伴侣型动保产品，集“研产销”一体，2022 年 7 月与牧原股份开展兽药领域合作。业绩年度期间，公司动保产品在 1. 市场规模庞大、2. 猪肉市场回暖带动养殖业规模及禽类用药规模扩张、3. 与牧原股份合作实现规模化集团化运营的背景下实现 106.1%的迅猛增长至 7.97 亿元人民币。中间药业务受制于产能不稳定和上游能源及运输成本较高的影响，销售下降 5.9%，毛利率为 26%左右。原料药收入上升 30.4%至人民币 51.75 亿元，毛利率 17%左右。

公司 2022 年现金及等价物规模增长 43.4%至 47.4 亿元人民币，为将来生物研发、化药研发、创新药物研发和临床研究等合作与拓展提供支持。受医保政策、产能稳定性及利率波动影响下仍能实现快速、均衡发展，同时加速糖尿病领域国产替代进程，实现中间体、原料药和制剂产品的垂直整合。API 和中间体的价格仍存在上升空间，供应端成本在疫情后呈下降趋势，同时公司在美元加息后转向人民币贷款，将有效降低成本压力。公司集采平均降价 40%，低于行业平均降幅，集团化运营为公司规模增长提供保障，预估上半年人胰岛素/甘精胰岛素/门冬胰岛素分别完成集采量的 130%/220%/350%。

### 研发投入增加，重点布局糖尿病药品管线：

糖尿病管线方面，利拉鲁肽和德谷胰岛素进入 III 期临床，预计分别于 2024 年和 2025 年上市。德谷门冬双胰岛素和司美格鲁肽的糖尿病适应症进入临床试验阶段，司美格鲁肽的体重管理适应症已于 2023 年 2 月获临床注册申请受理，并于 4 月 17 日获批开展临床。治疗类风湿性关节炎的一类新药 TUL01101 片剂正在进行

临床 Ib 期，特应性皮炎适应症已申报临床，同时 TUL01101 软膏（特应性皮炎）和 TUL12101 滴眼液（干眼症）均进入临床 I 期，分别于 2022 年 10 月和 2023 年 3 月获批 IND。动保药物方面已有 21 项自主在研项目，其中已有 6 项申请注册，均将在今明两年上市。公司研发平台布局全面，通过成立联邦生物科技（珠海横琴）专注生物研发，2022 年实现全年研发投入 5.94 亿元人民币，同比增长 27.6%。

图 1：2022 年公司生物药研发管线布局与进展情况

项目	适应症	临床前	临床申报	临床试验	生产申报	预计上市时间
利拉鲁肽注射液	糖尿病	临床 III 期				2024
德谷胰岛素注射液		临床 III 期				2025
德谷门冬双胰岛素混合注射液						2027
德谷胰岛素/利拉鲁肽注射液						2027
司美格鲁肽注射液	体重管理					2026
肠道激素*	糖尿病、体重管理、NASH					2027
二代肠道激素*						2030
新型抗骨质疏松多肽	骨质疏松					2032
骨质疏松单抗						2029
抗 IL-4R 单抗	湿疹、哮喘					2030
超长效胰岛素类似物*	糖尿病					2031
GLP-1 口服制剂*						2030
双靶点降血脂药物*	高脂血症					2032
白介素-2 融合蛋白*	系统性红斑狼疮等自身免疫疾病					2031
新型重组尿酸氧化酶*	高尿酸血症、痛风					2033

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 再次覆盖给予买入评级，目标价 6.75 港元：

公司持续加大研发投入，在研产品线丰富。胰岛素类产品将会继续保持快速增长，预计公司 2023-2024 年收入分别是人民币 121.06 亿元、135.57 亿元，EPS 分别为人民币 0.93 元、1.03 元，给予公司 2023 年 8.65 倍 PE，对应目标价为 8.94 港元，较现价有 30.0% 的上涨空间，给予“买入”评级。

### 风险提示：

医保控费超预期；

新产品上市进度、研发进度低于预期；

新产品销售量低于预期。

**财务报表摘要:**
**损益表**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	6,826.6	7,510.6	8,392.6	8,772.5	9,703.4	11,334.3	12,105.9	13,556.8
销售成本	4,328.4	4,458.5	4,771.3	4,966.3	5,492.4	6,365.3	6,779.3	7,591.8
毛利	2,498.2	3,052.1	3,621.3	3,806.2	4,211.0	4,969.0	5,326.6	5,965.0
其他收入	142.9	(2.2)	121.3	217.0	175.2	165.8	30.0	(11.0)
分销开支	(1,067.9)	(1,185.9)	(1,477.1)	(1,483.9)	(1,633.5)	(1,662.0)	(1,867.9)	(2,091.8)
行政费用	(603.7)	(646.7)	(741.1)	(742.0)	(698.3)	(703.0)	(762.7)	(854.1)
经营盈利	716.6	907.4	1,137.6	1,444.1	1,559.5	2,165.8	2,108.6	2,316.7
财务开支	(266.7)	(246.9)	(280.8)	(181.3)	(60.2)	(81.6)	(71.0)	(61.8)
应占联营公司利润								
其他开支	(252.9)	(309.9)	(386.8)	(353.2)	(495.0)	(604.0)	(617.4)	(691.4)
税前盈利	68.9	794.2	841.8	882.3	1,202.7	2,006.9	2,037.6	2,254.9
所得税	12.8	(111.0)	(199.9)	(181.4)	(213.1)	(425.7)	(346.4)	(383.3)
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	(2.1)	1.5	0.0	0.0	0.0
其他全面收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	81.7	683.2	641.9	700.9	989.6	1,581.2	1,691.2	1,871.6
折旧及摊销	789.8	747.6	675.7	614.5	620.9	552.4	563.5	574.7
EBITDA	1,506.4	1,655.0	1,813.3	2,058.6	2,180.3	2,718.3	2,672.1	2,891.4
增长								
总收入 (%)	8.1%	10.0%	11.7%	4.5%	10.6%	16.8%	6.8%	12.0%
EBITDA (%)	40.4%	9.9%	9.6%	13.5%	5.9%	24.7%	-1.7%	8.2%
净利润 (%)	-129.4%	735.8%	-6.1%	9.2%	41.2%	59.8%	7.0%	10.7%

**资产负债表**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	1593.8	1481.9	3164.8	2996.8	3331.0	4742.4	6228.5	7910.5
其他短期投资	96.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款	2270.9	2957.7	2556.9	2658.3	3423.7	4911.7	2340.1	2340.1
存货	1173.1	1464.7	1575.2	1428.5	2004.0	2163.6	1164.3	1164.3
其他流动资产	539.5	582.5	732.4	440.2	851.4	694.7	593.5	593.5
流动资产	5764.9	6697.0	8713.5	8225.0	9986.3	12515.0	11056.9	12738.9
固定资产	7087.2	6749.9	6197.5	6147.0	5842.3	5932.3	6110.3	6293.6
贷款	793.3	698.9	0.5	0.5	0.5	109.9	116.5	123.5
商誉及无形资产	153.8	144.4	372.8	360.2	132.7	249.0	259.0	269.3
非流动资产	8346.9	7905.3	6986.2	6738.7	6344.8	6464.7	13015.6	13281.6
总资产	14111.9	14602.3	15699.7	14963.7	16331.1	18979.6	24072.5	26020.5
流动负债	4789.3	6515.2	6458.9	4859.9	6535.2	7033.0	6947.5	7179.3
应付票据	1840.9	2281.8	2283.2	2277.5	3210.7	3558.4	3465.2	3775.1
短期银行贷款	1423.9	2661.8	2573.4	907.1	1609.9	1359.4	1440.9	1527.4
其他短期负债	1427.4	1487.4	1434.7	1495.0	1459.0	1737.0	1771.8	1807.2
非流动负债	3880.8	1965.1	2569.0	1492.0	456.0	1337.2	1071.2	972.6
长期银行贷款	3433.2	1590.7	2423.0	1302.5	221.2	1095.8	986.2	887.6
其他负债	447.6	374.3	146.0	189.5	234.8	241.4	85.0	85.0
总负债	8670.1	8480.3	9027.9	6351.9	6991.2	8370.2	8018.7	8151.9
少数股东权益				(2.1)	(0.6)	1.4	0.0	0.0
股东权益	5441.8	6122.0	6671.8	8611.8	9339.9	10609.4	16053.8	17868.5

**财务分析**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>								
毛利率 (%)	36.6%	40.6%	43.1%	43.4%	43.4%	43.8%	44.0%	44.0%
EBITDA 利率 (%)	22.1%	22.0%	21.6%	23.5%	22.5%	24.0%	22.1%	21.3%
净利率 (%)	1.2%	9.1%	7.6%	8.0%	10.2%	14.0%	14.0%	13.8%
ROE	1.5%	11.2%	9.6%	8.1%	10.6%	14.9%	10.5%	10.5%
ROA	0.6%	4.7%	4.1%	4.7%	6.1%	8.3%	7.0%	7.2%
<b>营运表现</b>								
SG&A/收入 (%)	8.8%	8.6%	8.8%	8.5%	7.2%	6.2%	6.3%	6.3%
实际税率 (%)	-18.6%	14.0%	23.7%	20.6%	17.7%	21.2%	17.0%	17.0%
股息支付率 (%含优先股)	0.0%	12.4%	15.3%	18.3%	22.3%	17.2%	19.3%	21.0%
库存周转天数	89.9	108.0	116.3	110.4	114.1	119.5	89.6	56.0
应付账款天数	(155.2)	(186.8)	(174.7)	(167.4)	(213.4)	(204.0)	(197.3)	(181.5)
应收账款天数	121.4	143.7	111.2	110.6	128.8	158.2	70.6	63.0
<b>财务状况</b>								
净负债/总资产	0.6	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
收入/总资产	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
总资产/股本	2.6	2.4	2.4	1.7	1.7	1.8	1.5	1.5

**现金流量表**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	81.8	682.9	641.8	700.9	989.6	1581.2	1691.2	1871.6
折旧与摊销	789.8	747.6	675.7	614.5	620.9	552.4	563.5	574.7
营运资本变动	(442.6)	(361.1)	167.8	(72.4)	(258.5)	(287.5)	(370.8)	(478.4)
其他非现金调整	341.0	143.8	315.9	326.3	192.1	184.5	22.1	2.7
营运现金流	769.9	1213.2	1801.2	1569.3	1542.6	2030.6	1906.0	1970.6
出售固定资产收到的现金	5.5	32.0	7.4	61.5	19.2	7.6	0.0	0.0
资本开支	474.4	555.0	448.9	537.6	487.3	818.5	654.8	523.8
投资减少				0.0	213.9	1702.0	0.0	0.0
其他投资活动	556.3	(32.1)	8.3	642.8	(333.0)	205.3	211.5	217.8
投资活动现金流	87.3	(555.1)	(433.3)	166.8	(587.2)	(595.0)	(443.3)	(306.0)
负债变化	(872.9)	(534.5)	631.9	(1656.7)	(317.8)	324.2	380.0	435.8
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	(41.1)	(42.3)	0.0	0.0
股息	0.0	84.4	98.4	128.1	220.8	272.6	327.2	392.6
其他融资活动	(171.5)	(151.9)	(215.8)	(124.2)	(41.1)	(33.5)	(29.4)	(25.9)
融资活动现金流	(1044.4)	(770.8)	317.7	(1909.0)	(620.9)	(24.2)	23.4	17.3
汇率变动影响	(2.0)	0.8	(2.7)	5.0	(0.2)	0.0	0.0	0.0
现金变化	(189.1)	(111.9)	1682.9	(168.0)	334.2	1411.4	1486.1	1682.0
期初持有现金	1782.9	1593.8	1481.9	3164.8	2996.8	3331.0	4742.4	6228.5
期末持有现金	1593.8	1481.9	3164.8	2996.8	3331.0	4742.4	6228.5	7910.5

# 投资评级定义和免责条款

## 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

## 免责条款

### 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>