

联邦制药(3933.HK)/

业绩符合预期,持续稳健发展

评级: 买入(维持)

市场价格: 6.25 港元

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1645
流通股本(百万股)	1645
市价(元)	6.25
市值(亿元)	103
流通市值(亿元)	103

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 联邦制药(3933.HK)——拐点已至,迎接胰岛素和原料药业务的双发力-(中泰证券_江琦、王超)-20191209

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7510.6	8392.9	9082.4	9750.8	10456.7
增长率 yoy%	10.0%	11.7%	8.2%	7.4%	7.2%
净利润	682.9	641.8	823.7	998.1	1202.0
增长率 yoy%	735.3%	-6.0%	28.4%	21.2%	20.4%
每股收益(元)	0.42	0.39	0.51	0.61	0.74
每股现金流量	0.56	0.51	0.95	1.01	1.13
净资产收益率	11.2%	9.6%	11.1%	12.0%	12.9%
P/E	13.6	14.5	11.3	9.3	7.7
PEG	0.02	-2.40	0.40	0.44	0.38
P/B	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9

备注:

投资要点

- **事件: 联邦制药发布 2019 年业绩公告, 报告期内公司实现营业收入 83.93 亿元, 同比增长 11.70%; EBITDA 约 17.98 亿元, 同比增长 0.5%; 实现归母净利润 6.41 亿元, 同比下降 6.0%。**
- **点评: 公司业绩符合我们预期。2019 年实现收入 83.93 亿元, 同比增长 11.7%, 归母净利润 6.42 亿元, 同比下降 6.0%。下半年实现收入 43.03 亿元, 同比增长 15.7%, 实现了较快的业绩增长。公司原料药、中间体、制剂产品等几大业务板块都实现了一定程度的增长, 整体业绩符合预期。**
- **制剂产品占比提升, 毛利率稳步上升。2019 年中间体、原料药、制剂产品分别实现收入 12.8 亿、35.93 亿、35.19 亿元, 分别同比增长 3.8%、6.0%、21.9%, 均实现了一定程度的增长, 利润率最高的制剂产品业务收入增速最快, 占收入比重也快速提升至 41.9%, 他唑仙、阿莫仙、易倍清、以及胰岛素系列均实现了快速放量, 驱动制剂板块高速增长, 制剂业务收入占比的提升也带动了公司整体毛利率水平的提升, 2019 年下半年公司毛利率达到 44.17%, 同比增长 4.77 个百分点。**
- **胰岛素系列快速放量, 全年整体增速约 30%。2019 年公司重组人胰岛素实现销售量 1683 万支, 实现销售额 6.87 亿元, 同比增长 12.83%。甘精胰岛素销售大幅增长, 2019 年实现销量 161 万支, 实现销售收入 2.23 亿元, 同比增长 154.81%。胰岛素系列整体销售增长约 30%, 成为公司销售增长的强劲动力。其他制剂产品也实现稳定增长, 继续保持放量。注射用呱拉西林钠他唑巴坦钠实现销售收入 6.95 亿元, 同比增长 44.0%, 是公司制剂领域销售额最大的品种; 阿莫西林胶囊实现销售收入 5.32 亿元, 同比增长 17.8%。此外, 治疗中重度阿尔茨海默型痴呆的盐酸美金刚系列增长理想, 实现销售收入 786 万元, 同比增长 77.3%。**
- **持续大力投入研发, 制剂产品储备进一步扩大。公司 2019 年研发投入 3.68 亿元, 同比增长 29.9%。目前公司正在开发的新产品达到 29 个, 其中门冬胰岛素注射液和门冬胰岛素 30 注射液目前处于生产申报阶段; 利拉鲁肽注射液已进入临床试验阶段; 德谷胰岛素注射液 2019 年 9 月获批临床, 公司在内分泌和自身免疫病的生物药产品布局进一步丰富。小分子药物方面, 公司也在积极布局乙肝、眼科用药产品, 同时向创新药领域拓展, 产品管线进一步丰富。**

- **盈利预测与估值：**我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 90.82 亿元、97.51 亿元、104.57 亿元，同比分别增长 8.2%、7.4%、7.2%；归母净利润分别为 8.24 亿元、9.98 亿元、12.02 亿元，同比分别增长 28.4%、21.2%和 20.4%；EPS 分别为 0.51、0.61、0.74 元/股。我们按照传统 PEG 方式估值，给予公司 2020 年 18 倍 PE，对应合理市值 148 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原料药和中间体业务销售不及预期的风险；门冬胰岛素上市进度不及预期的风险；市场竞争加剧，胰岛素产品销售不达预期。

内容目录

整体业绩符合预期.....	- 4 -
制剂产品占比提升，毛利率稳步上升.....	- 5 -
胰岛素系列动力十足，其他产品稳定增长.....	- 6 -
持续大力投入研发，制剂产品储备进一步扩大.....	- 7 -
盈利预测和投资建议.....	- 7 -
风险提示.....	- 8 -

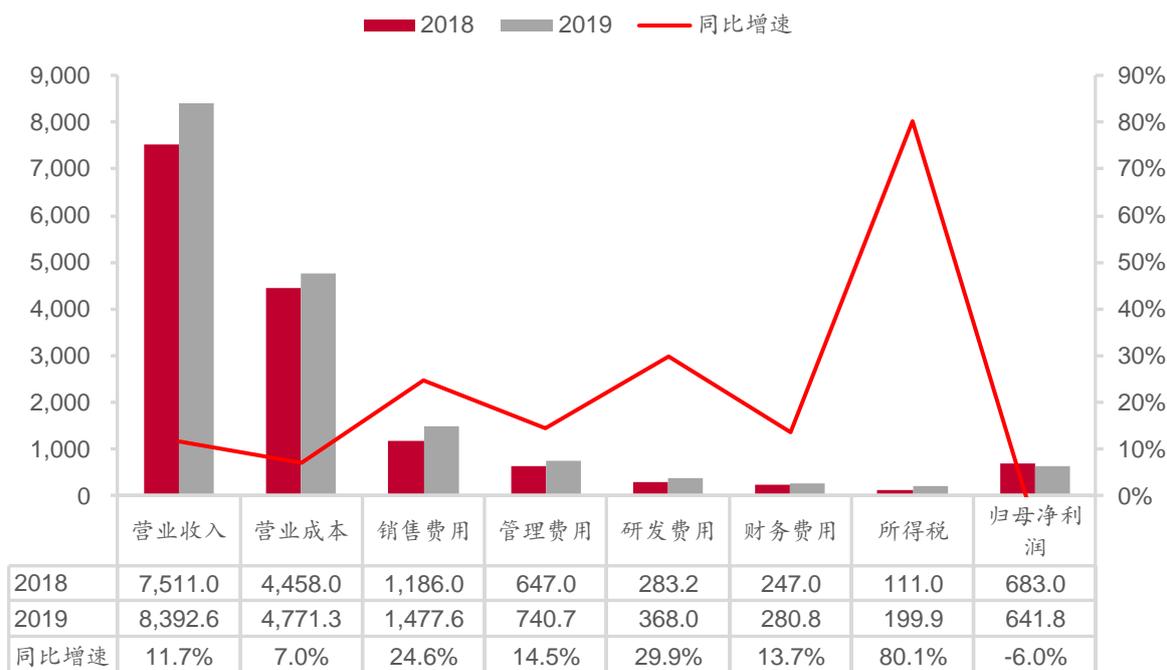
图表目录

图表 1: 公司 2019 年主要财务数据表现情况 (百万元).....	- 4 -
图表 2: 公司半年度财务数据 (百万元).....	- 4 -
图表 5: 公司各大疾病领域的收入变化情况 (百万元).....	- 5 -
图表 6: 公司各大疾病领域的收入占比情况.....	- 5 -
图表 5: 公司各分部利润情况.....	- 5 -
图表 6: 公司各分部利润变化情况 (百万元).....	- 5 -
图表 7: 公司毛利率变化情况.....	- 6 -
图表 10: 公司胰岛素系列产品销售情况 (百万元).....	- 6 -
图表 10: 公司主要之产品销售额 (百万元).....	- 7 -
图表 11: 公司研发产品线.....	- 7 -
图表 14: 恒瑞医药财务预测模型.....	- 9 -

整体业绩符合预期

- 2019 年收入同比增长 11.7%，整体业绩符合或略超预期。**公司 2019 年实现收入 83.93 亿元，同比增长 11.7%，归母净利润 6.42 亿元，同比下降 6.0%。下半年实现收入 43.03 亿元，同比增长 15.7%，实现了较快的业绩增长。公司原料药、中间体、制剂产品等几大业务板块都实现了一定程度的增长，整体业绩符合预期。

图表 1: 公司 2019 年主要财务数据表现情况 (百万元)



来源: 中泰证券研究所, WIND

图表 2: 公司半年度财务数据 (百万元)

	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2
营业收入	3340.0	3487.0	3793.0	3718.0	4090.0	4302.6
营收同比增长			13.6%	6.6%	7.8%	15.7%
营业成本	2157.0	2171.0	2206.0	2252.0	2369.0	2402.3
毛利	1182.0	1316.0	1587.0	1465.0	1721.0	1900.3
销售费用	541.0	527.0	572.0	614.0	763.0	714.6
管理费用	305.0	299.0	329.0	318.0	360.0	380.7
财务费用	140.0	127.0	126.0	121.0	138.0	142.8
归母净利润	109.0	-27.0	91.0	592.0	296.0	345.8
毛利率	35.4%	37.7%	41.8%	39.4%	42.1%	44.2%
销售费用率	16.2%	15.1%	15.1%	16.5%	18.7%	16.6%
管理费用率	9.1%	8.6%	8.7%	8.6%	8.8%	8.8%
财务费用率	4.2%	3.6%	3.3%	3.3%	3.4%	3.3%
归母净利润率	3.3%	-0.8%	2.4%	15.9%	7.2%	8.0%

来源: 中泰证券研究所, WIND

制剂产品占比提升，毛利率稳步上升

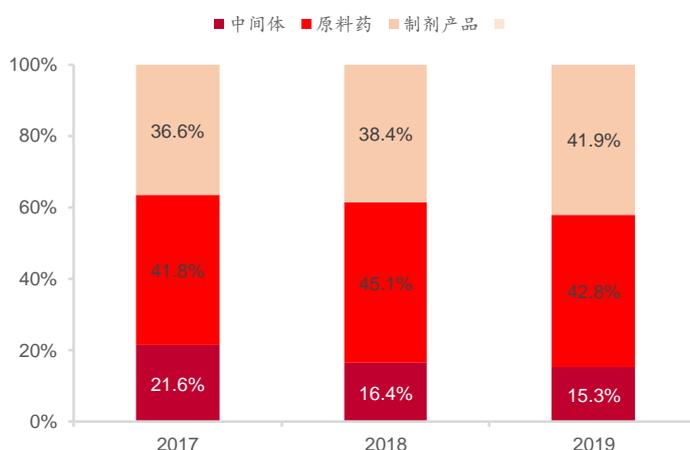
- 毛利率高的制剂产品占比持续提升，公司毛利也进一步上升。2019 年中间体、原料药、制剂产品分别实现收入 12.8 亿、35.93 亿、35.19 亿元，分别同比增长 3.8%、6.0%、21.9%，均实现了一定程度的增长，利润率最高的制剂产品业务收入增速最快，占收入比重也快速提升，2019 年制剂产品销售收入占比提升至 41.9%，他唑仙、阿莫仙、易倍清、以及胰岛素系列均实现了快速放量，驱动制剂板块高速增长，制剂业务收入占比的提升也带动了公司整体毛利率水平的提升，2019 年下半年公司毛利率达到 44.17%，同比增长 4.77 个百分点。

图表 3: 公司各大疾病领域的收入变化情况 (百万元)

产品类别		2017	2018	2019
中间体	收入	1474	1234	1280
	增速		-16.3%	3.8%
原料药	收入	2853	3390	3593
	增速		18.8%	6.0%
制剂产品	收入	2500	2887	3519
	增速		15.5%	21.9%
合计		6827	7511	8392

来源：中泰证券研究所，公司公告

图表 4: 公司各大疾病领域的收入占比情况



来源：中泰证券研究所，公司公告

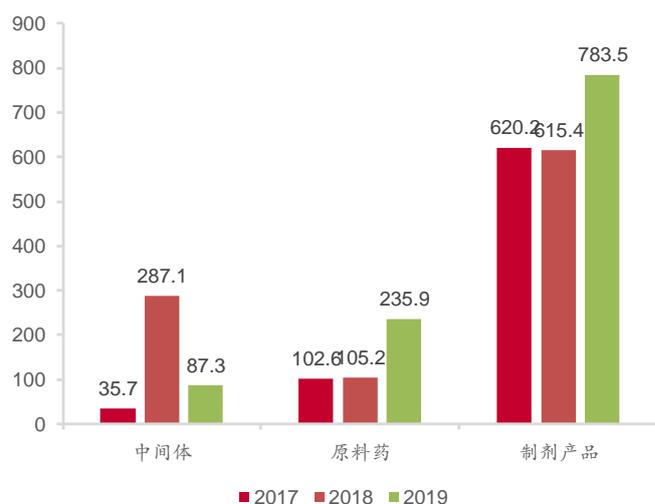
图表 5: 公司各分部利润情况

分部利润占比			
	2017年	2018年	2019年
中间体	4.6%	28.5%	7.9%
原料药	13.6%	10.4%	21.3%
制剂产品	81.8%	61.1%	70.8%
总计	100.0%	100.0%	100.0%

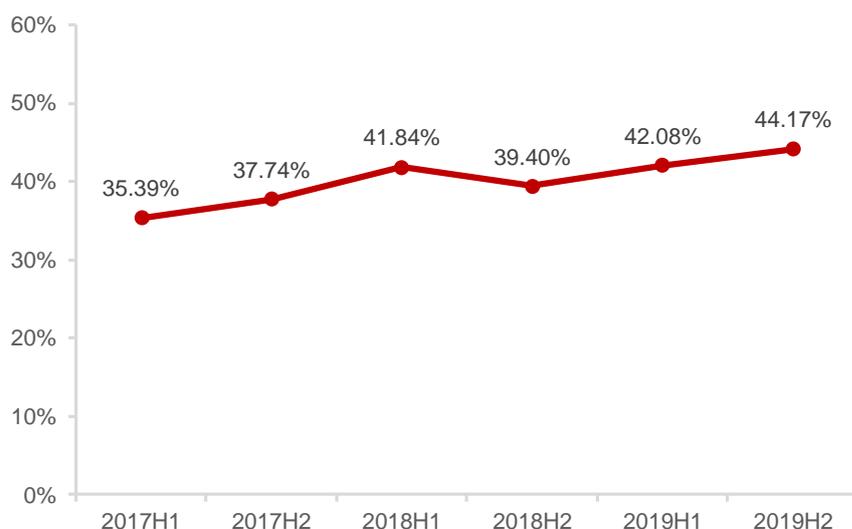
分部利润率 (EBIT)			
	2017年	2018年	2019年
中间体	1.3%	10.1%	3.1%
原料药	3.2%	2.8%	5.7%
制剂产品	24.8%	21.3%	22.3%

来源：中泰证券研究所，公司公告

图表 6: 公司各分部利润变化情况 (百万元)



来源：中泰证券研究所，公司公告

图表 7: 公司毛利率变化情况


来源：中泰证券研究所，公司公告

胰岛素系列动力十足，其他产品稳定增长

- **胰岛素系列动力十足，销售额增长 30%。**2019 年公司重组人胰岛素实现销售量 1683 万支，实现销售额 6.87 亿元，同比增长 12.83%。甘精胰岛素销售大幅增长，2019 年实现销量 161 万支，实现销售收入 2.23 亿元，同比增长 154.81%。胰岛素系列整体销售增长约 30%，成为公司销售增长的强劲动力。

图表 8: 公司胰岛素系列产品销售情况 (百万元)

		2017	2018	2019
甘精胰岛素	销量 (百万支)	0.2	0.6	1.6
	销售收入 (百万元)	21.9	87.4	222.7
重组人胰岛素	销量 (百万支)	12.3	14.9	16.8
	销售收入 (百万元)	503.2	608.8	686.9

来源：中泰证券研究所，公司公告

- **其他制剂产品稳定增长，继续保持放量。**注射用呱拉西林钠他唑巴坦钠实现销售收入 6.95 亿元，同比增长 44.0%，是公司制剂领域销售额最大的品种；阿莫西林胶囊实现销售收入 5.32 亿元，同比增长 17.8%。此外，治疗中重度阿尔茨海默型痴呆的盐酸美金刚系列增长理想，实现销售收入 786 万元，同比增长 77.3%。

图表 9: 公司主要之产品销售额 (百万元)

	2017	2018	2019
注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	408.2	482.7	694.9
增速		18.3%	44.0%
阿莫西林胶囊	405.1	451.2	531.5
增速		11.4%	17.8%
盐酸美金刚	21.0	44.4	78.6
增速		111.4%	77.0%

来源: 中泰证券研究所, 公司公告

持续大力投入研发, 制剂产品储备进一步扩大

- 研发投入加大, 产品管线进一步丰富。**公司 2019 年研发投入 3.68 亿元, 同比增长 29.9%。目前公司正在开发的新产品达到 29 个, 其中门冬胰岛素注射液和门冬胰岛素 30 注射液目前处于生产申报阶段; 利拉鲁肽注射液已进入临床试验阶段; 德谷胰岛素注射液 2019 年 9 月获批临床, 公司在内分泌和自身免疫病的生物药产品布局进一步丰富。小分子药物方面, 公司也在积极布局乙肝、眼科用药产品, 同时向创新药领域拓展。

图表 10: 公司研发产品线

治疗领域	新产品	临床前	临床申报	临床试验	生产申报	预计获批时间
糖尿病	门冬胰岛素注射液					2020
	门冬胰岛素30注射液					2020
	利拉鲁肽注射液					2023
	德谷胰岛素注射液					2025
	门冬胰岛素50注射液					2022
	德谷门冬胰岛素混合注射液					2024
	德谷利拉鲁肽混合注射液					2024
	索玛鲁肽注射液					2027
	GLP-1口服制剂					--
	智能胰岛素					--
类风湿性关节炎	WXSH0150					--
乙肝和艾滋病	富马酸替诺福韦二吡呋酯片					2021
皮肤病	莫匹罗星软膏					2020
干眼症	聚乙烯醇滴眼液					2021
	透明质酸钠滴眼液					2022
结膜炎	莫西沙星滴眼液					--

来源: 中泰证券研究所, 公司官网

盈利预测和投资建议

- 我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 90.82 亿元、97.51 亿元、104.57 亿元, 同比分别增长 8.2%、7.4%、7.2%; 归母净利润分别为**

8.24 亿元、9.98 亿元、12.02 亿元,同比分别增长 28.4%、21.2%和 20.4%; EPS 分别为 0.51、0.61、0.74 元/股。我们按照传统 PEG 方式估值,给予公司 2020 年 18 倍 PE,对应合理市值 148 亿元,维持“买入”评级。

风险提示

- 原料药和中间体业务销售不及预期的风险。
中间体 6-APA 没有产能推出且保持较高利用率,价格下行的风险;
原料药阿莫西林的行业产能加大造成价格水平下行
- 门冬胰岛素上市进度不及预期的风险。
- 市场竞争加剧,胰岛素产品销售不达预期。

图表 11: 联邦制药财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8714	8566	9591	10487	营业收入	8393	9051	9719	10425
现金及等价物	3165	2866	3582	4478	营业成本	4771	5051	5258	5525
应收账款	3241	3440	3645	3645	毛利	3621	4001	4461	4900
存货	1575	1663	1734	1734	其他收入	324	170	170	171
其他流动资产	732	597	631	631	其他费用	387	360	400	400
非流动资产	6986	6724	6493	6493	销售费用	1478	1765	1924	2064
固定资产	6197	5934	5704	5704	管理费用	741	797	855	917
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	281	245	242	240
无形资产	137	139	138	138	公允价值变动收益	-215	-10	-10	-10
其他非流动资产	651	651	651	651	其他收益及亏损	-2	-30	-30	-30
资产总计	15699	15290	16084	16980	税前利润总额	842	965	1169	1409
					所得税	200	145	175	211
流动负债	6459	5873	6163	6471	净利润	642	820	994	1197
短期借款	2573	1600	1600	1600	其他综合收益净额	-2	0	0	1
应付账款	3656	3943	4234	4542	综合收益总额	640	820	994	1198
其他流动负债	229	329	329	329	EBITDA	1920	1789	1901	2140
非流动负债	2569	1989	1624	1259	EPS (元)	0.39	0.50	0.61	0.74
长期借款	1415	900	600	300					
其他非流动负债	1154	1089	1024	959	主要财务比率				
负债合计	9028	7862	7788	7730	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	15	16	16	16	营业收入	11.7%	7.8%	7.4%	7.3%
资本公积	3496	3530	3530	3530	EBIT	30.3%	-6.8%	16.2%	16.4%
留存收益	3162	3882	4750	5796	归属于母公司净利润	-6.0%	27.8%	21.2%	20.5%
归属母公司股东权益	6673	7429	8297	9342	获利能力				
负债和股东权益	15701	15290	16084	17072	毛利率(%)	43.1%	44.2%	45.9%	47.0%
					净利率(%)	7.6%	9.1%	10.2%	11.5%
					ROE(%)	9.6%	11.0%	12.0%	12.8%
					ROIC(%)	15.2%	15.0%	16.1%	17.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	57.5%	51.4%	48.4%	45.3%
					净负债比率(%)	12.34%	-4.93%	-16.65%	-27.59%
					流动比率	1.35	1.46	1.56	1.67
					速动比率	1.11	1.18	1.27	1.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.58	0.62	0.63
					应收账款周转率	2.66	2.71	2.74	2.78
					应付账款周转率	1.30	1.33	1.29	1.26
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.39	0.50	0.61	0.74
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.95	1.01	1.13
					每股净资产(最新摊薄)	4.10	4.57	5.10	5.74

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	826	1540	1636	1832
净利润	642	820	994	1197
折旧摊销	580	540	450	451
营运资金变动	-330	0	15	8
其他经营现金流	-66	180	177	175
投资活动现金流	406	-242	-219	-221
资本性支出	316	242	219	221
其他投资现金流	722	0	0	0
筹资活动现金流	134	-1596	-702	-715
债务变化	682	-1388	-300	-300
支付股利	98	99	126	152
其他筹资现金流	-450	-109	-276	-263
现金净增加额	1366	-299	716	896

来源: 中泰证券研究所

■ 投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。