

联邦制药(3933.HK)1H20 业绩： 胰岛素增长强劲

- 经调整核心归母净利润增长大幅超出市场预期。**上半年收入同比增长 5.2%至人民币 4,304.6 百万元。制剂包括重组人胰岛素、甘精胰岛素等同比增长 4.9%，中间体产品收入增长 25.8%，原料药收入同比下降 0.4%。归母净利润同比减少 31.5%至人民币 202.8 百万元，主要由于可转换债券公允价值变动亏损约人民币 223.7 百万元。经调整核心归母净利（剔除可转债、投资性房地产公允价值变动等非核心收益和支出）同比增长 56.4%至人民币 467.2 百万元，大幅超出市场预期。
- 胰岛素产品销售增长强劲。**胰岛素产品销售收入同比增长 51.3%至人民币 563.2 百万元，其中重组人胰岛素注射液销售收入/销量同比均增长 37%至 393.2 百万元人民币/970 万支，甘精胰岛素注射液销售收入/销量同比增长 100%/102%至 170.0 百万元人民币/120 万支。增长动力主要来自于疫情期间长处方、基层市场覆盖、药店合作、民营医院开发等。公司管理层预期下半年若没有疫情反复，增速将与上半年差不多。管理层预计胰岛素国家集采于年内落实可能性较低，但如果集采产能也能满足供货，且会通过规模效应降低成本。
- 公司表示中间体价格上涨于 2H20 将更明显反应。**中间体产品收入同比增长 25.8%至 6.92 亿人民币，主要由于 6-APA 销量同比增长 52.4%。公司预计下半年价格将会逐渐上涨，因为疫情发生突然，上游库存和开工不足推高中间体的价格上涨，但由于订单是提前签订且疫情影响发货，上半年业绩并未充分反应价格上涨。原料药销售保持平稳，同比略微下降 0.4%，疫情影响不大，医院就诊人数下降和抗感染药用量增加相互抵消。
- 持续布局糖尿病药物。**在 29 项在研新产品中，糖尿病治疗药物是公司的重点布局领域。其中，门冬胰岛素及门冬胰岛素 30 注射液已申报生产，公司预计 2020 年可获批上市；利拉鲁肽注射液已进入 III 期临床；德谷胰岛素注射液处于临床试验准备阶段。在其他领域，公司递交的富马酸替诺福韦二吡啶酯片申请生产批件在审批过程中，用于治疗中度至重度活动性类风湿性关节炎的 1 类新药 WXSH0150 已于 1H20 获批临床。
- 风险提示：**中间体和原料药价格波动；研发进度延迟；胰岛素集采。

朱倩岚

医疗分析师

vicky_zhu@spdbi.com

(852) 2808 6439

2020 年 8 月 27 日

公司数据

未评级

目前股价 (港元)	8.94
52 周内股价区间 (港元)	4.03-9.21
市值 (百万港元)	15,527.3
90 日日均成交额 (百万港元)	93.1

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务数据摘要

(人民币百万)	2017A	2018A	2019A
营收	6,826.6	7,510.6	8,392.6
增速(%)	12.3	10.0	11.7
毛利率(%)	36.6	40.6	43.1
净利润	81.8	682.9	641.8
P/E	105.1	8.7	13.0

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 联邦制药

利润表

(人民币百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	6,826.6	7,510.6	8,392.6	9,127.3	9,925.8
营业成本	4,328.4	4,458.4	4,771.3		
毛利	2,498.2	3,052.1	3,621.3		
销售费用	1,067.9	1,186.1	1,477.6		
管理费用	603.7	646.8	740.7		
研发费用	162.3	283.2	368.0		
其他费用(收益)	393.3	-152.1	-29.2		
营业利润	271.0	1,088.1	1,064.3	1,224.4	1,316.5
利息支出	266.7	246.9	280.8		
外汇损失(收益)	-38.4	70.0	-7.1		
非营业损失(收益)	-26.4	-22.6	-51.2		
税前利润	69.0	793.9	841.7	994.4	1,188.0
所得税费用	-12.8	111.0	199.9		
税后利润	81.8	682.9	641.8		
少数股东权益	0.0	0.0	0.0		
净利润	81.8	682.9	641.8	822.1	955.3

现金流量表

(人民币百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
净利润	81.8	682.9	641.8		
折旧、摊销	789.8	747.6	675.7		
非现金项目	143.6	-37.2	151.3		
非现金营运资本变动	-442.6	-361.1	167.8		
经营活动所得现金	572.5	1,032.3	1,636.6		
投资增加	0.0	0.0	0.0		
投资减少	0.0	0.0	0.0		
资本支出	-458.1	-511.6	-440.5		
其他投资活动	513.6	-98.1	-51.3		
投资活动现金流量	61.0	-577.7	-484.4		
已付股利	0.0	-84.4	-98.4		
股权发行	0.0	0.0	0.0		
股权回购	0.0	0.0	0.0		
融资所得现金	-822.6	-566.4	530.7		
现金净增减	-189.1	-111.9	1,682.9		
EBITDA	1,060.8	1,835.8	1,740.0		
FCF	114.4	520.7	1,196.1		
FCFE	-753.0	18.2	1,835.4		

资产负债表

(人民币百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金、现金等价物	1,593.8	1,578.5	3,164.8		
应收账款与票据	2,302.9	2,964.1	2,573.4		
库存	1,173.1	1,464.7	1,575.2		
其他短期资产	695.2	689.7	1,400.1		
流动资产	5,764.9	6,697.0	8,713.5		
财产、厂房及设备, 净值	7,294.9	6,973.1	6,430.1		
长期投资与应收账款	793.8	698.4	0.0		
其他长期资产	258.3	233.8	556.0		
非流动资产	8,346.9	7,905.3	6,986.2		
总资产	14,111.8	14,602.3	15,699.7		
应付与应计账款	1,145.7	1,307.1	929.1		
短期借贷	2,119.0	3,636.4	3,929.1		
其他短期负债	1,524.6	1,571.7	1,600.7		
流动负债	4,789.3	6,515.2	6,458.9		
长期借贷	3,433.1	1,590.7	2,423.1		
其他长期负债	447.6	374.3	145.9		
非流动负债	3,880.8	1,965.1	2,569.0		
总负债	8,670.1	8,480.3	9,027.9		
股本与资本公积	2,372.0	2,453.2	3,012.4		
留存收益	3,069.8	3,668.9	3,659.3		
少数股东权益	0.0	0.0	0.0		
股东权益	5,441.8	6,122.0	6,671.8		
负债与股东权益	14,111.8	14,602.3	15,699.7		

主要财务比率

	2017	2018	2019	2020E	2021E
估值(x)					
市盈率	105.1	8.7	13.0	16.7	14.3
市净率	1.6	1.0	1.2	1.8	1.6
市销率	1.3	0.8	1.0	1.6	1.5
企业价值/销售额	1.8	1.3	1.4	1.7	1.6
企业价值/EBITDA	11.8	5.3	6.6	8.1	7.7
企业价值/EBIT	46.4	8.9	10.8	12.5	11.8
回报率(%)					
普通股回报率	1.5	11.8	10.0		
总资产回报率	0.6	4.8	4.2		
资本回报率	2.7	8.0	7.0		
投资资本回报	2.2	8.1	6.5		
利润率(%)					
毛利率	36.6	40.6	43.1		
EBITDA率	15.5	24.4	20.7		
营业利润率	4.0	14.5	12.7		
税前利润率	1.0	10.6	10.0		
净利润率	1.2	9.1	7.6		
流动性比率(%)					
现金比率(x)	0.3	0.2	0.5		
流动比率(x)	1.2	1.0	1.3		
速动比率(x)	0.8	0.7	0.9		
CF0/平均流动负债	0.1	0.2	0.3		
普通股权益/总资产	38.6	41.9	42.5		
负债比率(%)					
总债务/股东权益	102.0	85.4	95.2		
总债务/资本	50.5	46.1	48.8		
总债务/总资产	39.3	35.8	40.5		

E = Bloomberg预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，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，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼