

买入
原有业务稳健贡献现金流，新药研发有望重估
联邦制药 (3933.HK)

2025-04-11 星期五

目标价: **18.25 港元**
 现价: **12.50 港元**
 预计升幅: **46.0%**

重要数据

日期	2025-04-11
收盘价 (港元)	12.50
总股本 (亿股)	18.17
总市值 (亿港元)	227
净资产 (亿元)	144
总资产 (亿元)	258
52 周高低 (港元)	16.96/7.61
每股净资产 (元)	7.92

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Heren Far East Limited (45.91%)

相关报告

深度报告: 联邦制药-20200723

更新报告: 联邦制药-20220513

更新报告: 联邦制药-20240529

研究部

姓名: 林兴秋

SFC: BLM040

电话: 0755-21519193

Email:linxq@gyzq.com.hk

➤ 重磅减重药获得诺和诺德的认可，前景广阔：

公司与诺和诺德签订独家许可协议，诺和诺德获得全球（不包括大中华区域）开发、制造和商业化 UBT251 的权利。UBT251 是一种 GLP-1、GIP 和胰高血糖素受体的三重激动剂，用于治疗肥胖、2 型糖尿病等疾病。公司将收取 2 亿美元的预付款和最高 18 亿美元的潜在里程碑付款，以及基于该地区年度净销售额的分层销售提成。UBT251 较现有 GLP-1 类似物有更优疗效，国内首家、全球第二家以化学合成多肽法制备获批企业。UBT251 中国 Ib 期（超重/肥胖）临床试验，采用随机、双盲、安慰剂对照的试验，数据非常优秀，获得了国际代谢领域的龙头诺和诺德的认同，共纳入 36 例患者，开展三个不同剂量（1mg、1mg/3mg、1mg/3mg/6mg）组的疗效和安全性研究，每周皮下注射给药 1 次，连续给药 12 周，给药第 12 周，最高剂量组平均体重较基线下降 15.1%，安慰剂组较基线平均增加 1.5%，已启动在中国超重/肥胖的 II 期临床试验。24 年研发总投入为 9.85 亿元，同比增长 22%。公司不断加强投入，研发能力也得到国际巨头的认可，研发能力和管线有望得到向上重估。

➤ 收入持平，派息有所增长：

24 年营业收入约人民币 137.59 亿元，较 2023 年增长 0.1%。毛利为人民币 60.82 亿元，同比下降 4.0%。净利润为人民币 26.60 亿元，同比下降 1.5%。全年股息：合计每股人民币 56 分，较 2023 年的 52 分增长了 7.7%。派息比率达 38.3%。营收持平的主要原因是中间体产品收入上升 1.8%，而原料药和制剂产品收入分别下降 0.5%和 5.9%。制剂产品收入下降主要是由于国家药品集采导致产品价格下调，以及研发费用增加 26.6%至人民币 5.77 亿元。公司国内销售占比 80.8%，海外销售仅占比 19.2%，覆盖欧洲、印度、中东、南美等近 80 个国家，关税影响不大。

➤ 再次覆盖给予买入评级，目标价 18.25 港元

公司持续加大研发投入，在研产品线丰富。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。预计公司 2025-2027 年收入分别是人民币 153 亿元、160.7 亿元、175 亿元，EPS 分别为人民币 2.04 元、1.93 元、2.07 元，提升公司目标价为 18.25 港元，对应 2025 年 8.2 倍 PE，较现价有 46%的上涨空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	13739.88	13759.00	15300.00	16070.00	17500.00
同比增长(%)	21.22%	0.14%	11.20%	5.03%	8.90%
净利润	2701.00	2658.18	3718.97	3505.53	3769.84
同比增长(%)	70.82%	-1.59%	39.91%	-5.74%	7.54%
每股盈利(元)	1.49	1.46	2.04	1.93	2.07
PE@12.5HKD	7.74	7.86	5.62	5.97	5.55

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

重磅减重获得诺和诺德的认可，前景广阔：

公司与诺和诺德签订独家许可协议，涉及 UBT251，一种 GLP-1、GIP 和胰高血糖素受体的三重激动剂，用于治疗肥胖、2 型糖尿病等疾病。诺和诺德获得全球（不包括中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区）开发、制造和商业化 UBT251 的权利。联邦生物科技保留在中国大陆、香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区的权益。公司将收取 2 亿美元的预付款和最高 18 亿美元的潜在里程碑付款，以及基于该地区年度净销售额的分层销售提成。UBT251 已在中国获批用于成人 2 型糖尿病、超重或肥胖、代谢功能障碍相关脂肪肝病（MAFLD）和慢性肾病（CKD）的临床试验，并在美国获批用于成人 2 型糖尿病、超重或肥胖和 CKD 的临床试验。

GLP - 1/GIP/GCG 三靶点激动剂数据优秀：较现有 GLP - 1 类似物有更优疗效，国内首家、全球第二家以化学合成多肽法制备获批企业，糖尿病、体重管理适应症于 2023 年 9 月获美国 FDA 临床试验批准。2023 年 10 月启动中国 I 期临床试验。UBT251 中国 Ib 期（超重/肥胖）临床试验，采用随机、双盲、安慰剂对照的试验，评估 UBT251 注射液多次皮下注射给药的安全性、耐受性、药代动力学和药效动力学。共纳入 36 例患者，开展三个不同剂量（1mg、1mg/3mg、1mg/3mg/6mg）组的疗效和安全性研究，每组采用剂量滴定方式，每周皮下注射给药 1 次，连续给药 12 周，给药第 12 周，最高剂量组平均体重较基线下降 15.1%，安慰剂组较基线平均增加 1.5%。UBT251 的安全性特征与其他肠促胰岛素类产品相似，最常见的不良事件为胃肠道反应，且绝大多数为轻度至中度。临床研究达到预期目标，支持其进入下一阶段临床研究。公司已启动在中国超重/肥胖的 II 期临床试验。24 年研发投入为 9.85 亿元，同比增长 22%。公司不断加强投入，研发能力也得到国际巨头的认可，研发能力和管线有望得到向上重估。

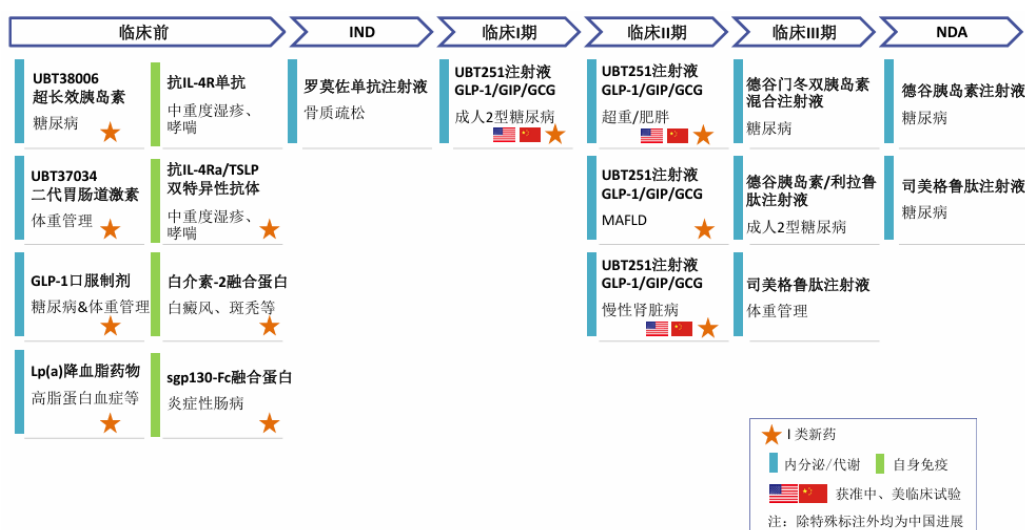
2024 年业绩基本持平，派息有所增长：

公司录得营业收入约人民币 137.59 亿元，与 2023 年基本持平。毛利为人民币 60.82 亿元，同比下降 4.0%。未计利息、税项、折旧及摊销前盈利约为人民币 39.39 亿元，同比下降 0.9%。本公司拥有人应占溢利为人民币 26.60 亿元，同比下降 1.5%。每股基本盈利为人民币 146.39 分，同比下降 1.5%。营收持平的主要原因是中间产品收入上升 1.8%，而原料药和制剂产品收入分别下降 0.5% 和 5.9%。胰岛素类产品销量同比增长 17.2%，市场份额持续提升。动保销售收入同比增长 17.1%。制剂产品收入下降主要是由于国家药品集采导致产品价格下调，以及研发费用增加 26.6% 至人民币 5.77 亿元。财务费用同比下降 47.7% 至人民币 3500 万元，主要得益于通过调整境内外借贷组合、平衡长短期借款，降低了财务成本。全年股息：合计每股人民币 56 分，较 2023 年的 52 分增长了 7.7%。派息比率达 38.3%。公司国内销售占比 80.8%，海外销售占比 19.2%，而且海外销售区域广，覆盖欧洲、印度、中东、南美、东南亚等近 80 个国家，关税影响不大。

研发投入增加，重点布局糖尿病、减重药品管线，重磅在研新产品推进顺利：

生物药研发方面，拥有 18 项人用药项目在研，其中 11 项一类新药，13 项动保药物及药用辅料等项目，含 5 项一类新兽药，超 800 名科研及技术人员。化药研发方面，拥有 25 项化药项目在研，34 项仿制药一致性评价项目，其中 26 项已过评，约 220 名科研人员。小分子创新药项目有 11 项 I 类新药。

图 1：公司减重及糖尿病等研发管线布局



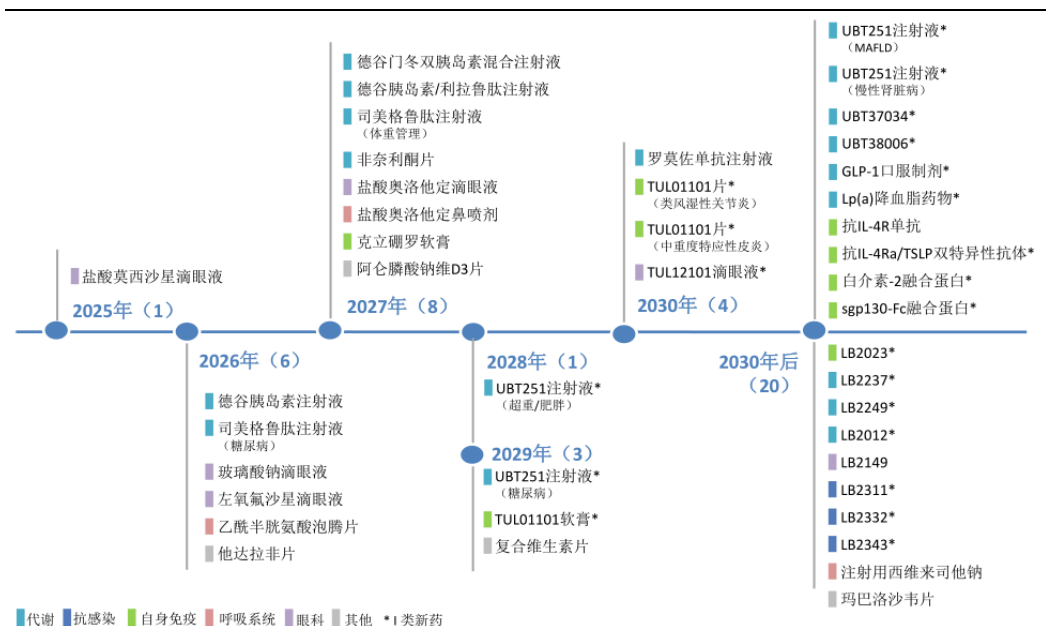
资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

重点品种还有 1 类新药 TUL01101 片以及 TUL01101 软膏，适应症：中重度特应性皮炎，进展：完成 II 期临床试验首例受试者入组特点：小分子酪氨酸激酶 JAK1 选择性抑制剂，具有疗效确切、副作用较小的优点。司美格鲁肽注射液，适应症：糖尿病。进展：III 期临床试验总结会顺利举行。

1 类新药 TUL12101 滴眼液，适应症：干眼症。进展：完成中国 IIa 期临床研究首例受试者入组，特点：新一代小分子 RASP（活性醛）抑制剂，国内外暂无其他同机制产品上市。

德谷胰岛素注射液，进展：上市申请获国家药监局受理。特点：新一代长效基础胰岛素类似物，药物作用时间可维持 42 小时，具有控糖平稳、安全性高的特点。

图 2：公司研发管线预期进展



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

再次覆盖给予买入评级, 目标价 18.25 港元:

公司持续加大研发投入, 在研产品线丰富。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。预计公司 2025-2027 年收入分别是人民币 153 亿元、160.7 亿元、175 亿元, EPS 分别为人民币 2.04 元、1.93 元、2.07 元, 提升公司目标价为 18.25 港元, 对应 2025 年 8.2 倍 PE, 较现价有 46% 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

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	11334.26	13739.88	13759.00	15300.00	16070.00	17500.00
销售成本	6365.26	7405.04	7676.55	7848.90	8726.01	9502.50
毛利	4969.00	6334.84	6082.45	7451.10	7343.99	7997.50
其他收入	165.82	212.00	357.00	120.00	120.00	120.00
分销开支	-1662.00	-1593.80	-1402.48	-1407.60	-1478.44	-1662.50
行政费用	-703.00	-789.86	-894.11	-872.10	-915.99	-997.50
经营盈利	2165.82	3384.95	3324.22	4511.10	4249.99	4565.00
财务开支	-81.60	-67.00	-34.96	-30.42	-26.46	-23.02
应占联营公司利润						
其他开支	-604.00	-778.39	-818.58	-780.30	-819.57	-892.50
税前盈利	2006.92	3344.00	3289.26	4480.68	4223.53	4541.98
所得税	-425.74	-643.00	-631.08	-761.72	-718.00	-772.14
少数股东应占利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00	3.00
净利润	1581.18	2701.00	2658.18	3718.97	3505.53	3769.84
折旧及摊销	552.43	565.65	576.96	588.50	600.27	612.28
EBITDA	2718.25	3950.60	3901.18	5099.60	4850.26	5177.28
增长						
总收入 (%)	16.81%	21.22%	0.14%	11.20%	5.03%	8.90%
EBITDA (%)	24.67%	45.34%	-1.25%	30.72%	-4.89%	6.74%
净利润 (%)	59.77%	70.82%	-1.59%	39.91%	-5.74%	7.54%

资产负债表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	4742.43	4261.89	6329.84	7886.32	9253.26	10840.90
其他短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	4911.70	5862.72	5725.96	5840.48	5957.29	6076.43
存货	2163.63	2238.48	2434.17	2482.85	2532.51	2583.16
其他流动资产	694.70	972.25	1034.37	1055.06	1076.16	1097.68
流动资产	12514.95	13787.10	16070.70	17822.00	19387.65	21177.97
固定资产	5932.30	6483.41	8724.52	8986.26	9255.84	9533.52
贷款	109.94	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00
商誉及无形资产	249.02	142.95	#REF!	689.55	717.13	745.82
非流动资产	6464.68	7229.98	9762.35	10723.46	11037.87	11361.78
总资产	18979.63	21017.08	25833.05	28545.46	30425.53	32539.75
流动负债	7033.03	6626.73	8772.55	9026.72	9289.32	9560.70
应付票据	3558.42	4220.08	4175.06	4300.31	4429.32	4562.20
短期银行贷款	1359.36	197.85	830.38	880.20	933.01	989.00
其他短期负债	1737.03	1806.76	3392.24	3460.08	3529.29	3599.87
非流动负债	1337.17	1642.83	2625.26	2387.11	2148.40	1933.56
长期银行贷款	1095.79	1299.00	2307.90	2077.11	1869.40	1682.46
其他负债	241.38	343.83	317.36	310.00	279.00	251.10
总负债	8370.20	8269.56	11397.81	11413.83	11437.72	11494.26
少数股东权益	1.35	12.84	46.96	0.00	0.00	0.00
股东权益	10609.43	12747.52	14435.24	17131.64	18987.81	21045.50

财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力						
毛利率 (%)	43.84%	46.11%	44.21%	48.70%	45.70%	45.70%
EBITDA 利率 (%)	23.98%	28.75%	28.35%	33.33%	30.18%	29.58%
净利率 (%)	13.95%	19.66%	19.32%	24.31%	21.81%	21.54%
ROE	14.90%	21.19%	18.41%	21.71%	18.46%	17.91%
ROA	8.33%	12.85%	10.29%	13.03%	11.52%	11.59%
营运表现						
SG&A/收入 (%)	6.20%	5.75%	6.50%	5.70%	5.70%	5.70%
实际税率 (%)	21.21%	19.23%	19.19%	17.00%	17.00%	17.00%
股息支付率(%含优先股)	17.24%	21.53%	26.25%	27.37%	34.85%	38.89%
库存周转天数	119.49	108.49	111.09	114.33	104.89	98.25
应付账款天数	-204.05	-208.01	-198.51	-199.98	-185.27	-175.24
应收账款天数	158.17	155.74	151.90	139.33	135.31	126.74
财务状况						
净负债资产负债率	44.10%	39.35%	44.12%	39.98%	37.59%	35.32%
收入/总资产	59.72%	65.37%	53.26%	53.60%	52.82%	53.78%
总资产/股本	178.89%	164.87%	178.96%	166.62%	160.24%	154.62%

现金流量表

百万元，财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1581.18	2701.00	2658.18	3718.97	3505.53	3769.84
折旧与摊销	552.43	565.65	576.96	588.50	600.27	612.28
营运资本变动	-287.46	-904.80	-316.68	-554.19	-565.27	-576.58
其他非现金调整	184.48	77.24	130.00	15.60	1.87	0.22
营运现金流	2030.63	2439.09	3048.46	3768.88	3542.40	3805.77
出售固定资产收到的现金	7.59	4.37	0.00	0.00	0.00	0.00
资本开支	818.46	1461.94	1169.55	935.64	748.51	598.81
投资减少	1702.00	2438.52	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资活动	205.33	-172.13	-177.29	-182.61	-188.09	-193.73
投资活动现金流	-595.04	-1556.95	-1346.85	-1118.25	-936.60	-792.54
负债变化	324.21	-738.93	494.90	-42.55	11.58	65.70
股本变化	-42.29	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息	272.64	581.45	697.74	1018.00	1221.60	1465.92
其他融资活动	-33.45	-42.30	-37.22	-32.76	-28.83	-25.37
融资活动现金流	-24.17	-1362.68	-240.06	-1093.31	-1238.85	-1425.59
汇率变动影响	0.00	-0.89	0.00	0.00	0.00	0.00
现金变化	1411.42	-480.54	1461.55	1557.32	1366.94	1587.63
期初持有现金	3331.01	4742.43	4261.89	6329.00	7886.32	9253.26
期末持有现金	4742.43	4261.89	6329.00	7886.32	9253.26	10840.90

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>