

买入

胰岛素快速增长，原料药价格上升

联邦制药 (3933.HK)

2021-05-25 星期二

目标价:	10.72 港元
现价:	7.29 港元
预计升幅:	47.1%

重要数据

日期	2021-05-25
收盘价 (港元)	7.29
总股本 (亿股)	18.40
总市值 (亿港元)	134.14
净资产 (亿元)	86.12
总资产 (亿元)	149.64
52 周高低 (港元)	9.48/5.06
每股净资产 (元)	4.68

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Heren Far East Limited (61.31%)
 瑞士信贷集团 (6.38%)

相关报告

深度报告: 联邦制药-20200723

研究部

姓名: 林兴秋
 SFC: BLM040
 电话: 0755-21519193
 Email: linxq@gyzq.com.hk

业绩稳定增长，胰岛素系列产品将快速放量:

公司 2020 年年度实现收益 87.73 亿人民币，同比上升 4.5%；归母净利润为 7.03 亿元，同比上升 9.5%；2020 年资产负债率降至 42.45%。制剂产品 2020 年收入同比增长 5.8% 至人民币 37.22 亿元，占整体营收的 42.4%。其中胰岛素系列产品实现高速增长，收入同比上升 35.7% 至 12.35 亿元，重组人胰岛素注射液销量同比上升 22%，甘精胰岛素注射液销量同比上升 81.3%；其他制剂产品收入小幅下滑，主要是受疫情期间医疗机构诊疗受限影响。中间体收入同比上升 11.7% 至人民币 14.3 亿元，其中 6-APA 产能利用率提升，对外销量同比增长 18%，主要原因为市场竞争趋缓、新冠疫情对需求的带动以及价格的稳步回升。原料药收入同比增长 0.8% 至 36.21 亿元，占整体营收的 41.3%。2021 年公司对于上游产品原料药、中间体价格保持乐观，一季度 6-APA 最新含税报价为 260 元，阿莫西林为 200 元；另外公司预计 2021 年重组胰岛素收入增速达 15%，甘精胰岛素达到 70% 增速，公司目前甘精胰岛素市场份额仅 1%，面对潜在集采，将有望快速放量。

聚焦糖尿病领域，在研新产品管线丰富:

公司持续加大研发投入，2020 年度研发费用约 3.4 亿人民币，目前在研新产品达 26 项，其中 1 类新药项目 10 个。公司聚焦糖尿病药物开发，1) 门冬胰岛素注射液及门冬胰岛素 30 注射液申报生产，预计 2021 年中旬获批生产，将会为公司带来新的增长点，预计 2021 年销售额为 8000 万-1 亿元；2) 德谷胰岛素注射液、利拉鲁肽注射液已经进入 III 期临床；3) 德谷利拉鲁肽胰岛素注射液、德谷门冬双胰岛素混合注射液、索马鲁肽注射液预计今年申报临床。生物药方面，公司将积极布局内分泌、自身免疫疾病等领域的产品；单抗实验室于年内正式投入使用，逐步建设生物大分子药物平台。化药方面，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 将于 2021 年内获批临床，眼科、皮肤科用药等多个品种正在推进，注射剂一致性评价也在同步开展。胰岛素产品以及其他新药的研发推进将会推动公司的全面整体转型。

再次覆盖给予买入评级,目标价 10.72 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 2021-2023 年收入分别是人民币 98.4 亿元、111.3 亿元、126.2 亿元，EPS 分别为人民币 0.54 元、0.61 元、0.71 元，给予公司 2021 年 16 倍目标 PE，对应目标价为 10.72 港元，较现价有 47% 的上涨空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	8392.60	8772.49	9841.95	11128.53	12615.93
同比增长(%)	11.74%	4.53%	12.19%	13.07%	13.37%
净利润	641.88	700.92	952.84	1071.57	1254.70
同比增长(%)	-6.05%	9.20%	35.9%	12.5%	17.1%
净利润率(%)	7.6%	8.0%	9.7%	9.6%	9.9%
每股盈利(元)	0.39	0.40	0.54	0.61	0.71
PE@7.29HKD	15.43	15.04	11.14	9.86	8.47

数据来源: wind、联邦制药年报、国元证券经纪(香港)整理

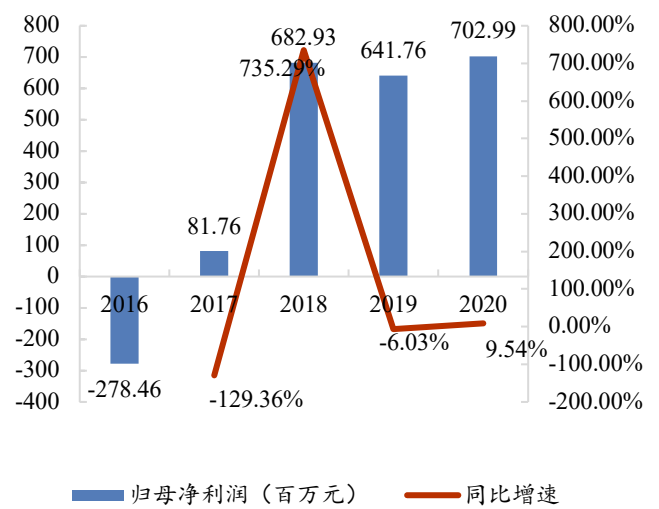
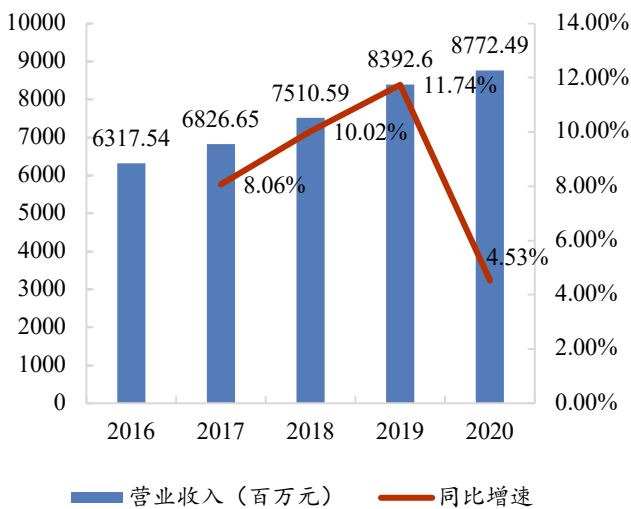
报告正文

2020 年年度业绩简述:

公司 2020 年年度实现收益 87.73 亿人民币，同比上升 4.5%；毛利为 38.06 亿元，同比上升 5.1%；EBITDA 为 16.78 亿元，同比下降 6.7%；归母净利润为 7.03 亿元，同比上升 9.5%；资产负债率持续下降，2020 年降至 42.45%，体现了公司偿债能力的提升以及财务结构的持续优化；公司 EPS 录得 0.40 元，同比上升 1.7%，建议派发末期股息每股人民币 8 分。

图 1: 2020 年收入同比增长 4.5% 至 87.73 亿元

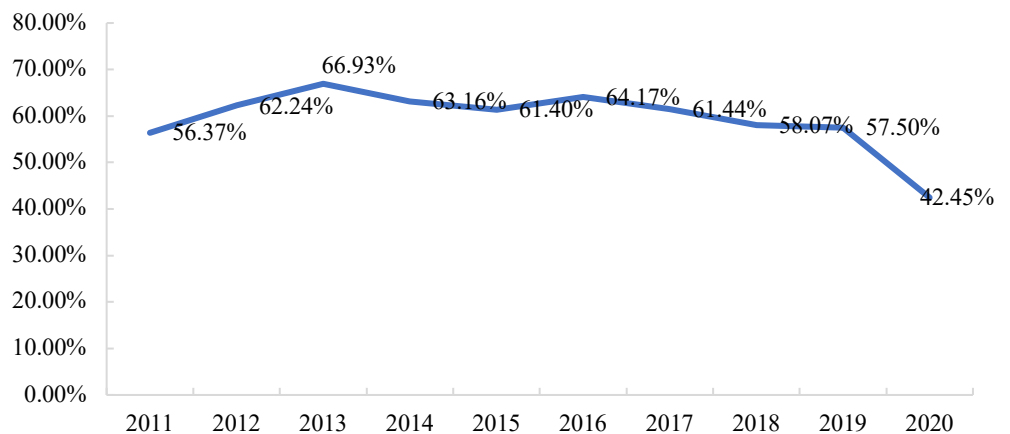
图 2: 公司 2020 年归母净利润同比增长 9.5% 至 7.03 亿元



资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

图 4: 2011-2020 年公司资产负债率变化情况

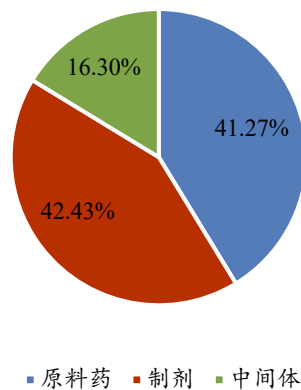


资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

2020 年公司核心产品胰岛素系列产品业绩保持稳健增长：

疫情大环境影响下，2020 年公司总体业绩仍然保持稳定增长，目前共有三类产品，分别为中间体、原料药和制剂产品。制剂产品为目前公司收入占比最大的产品，2020 年收入同比增长 5.8% 至人民币 37.22 亿元，占整体营收的 42.4%。其中胰岛素系列产品实现高速增长，收入同比上升 35.7% 至 12.35 亿元，重组人胰岛素注射液销量同比上升 22%，甘精胰岛素注射液销量同比上升 81.3%；其他制剂产品收入小幅下滑，主要是受疫情期间医疗机构诊疗受限影响。中间体收入同比上升 11.7% 至人民币 14.3 亿元，其中 6-APA 产能利用率提升，对外销量同比增长 18%，主要原因为市场竞争趋缓、新冠疫情对需求的带动以及价格的稳步回升，目前价格维持在高位水平。原料药收入同比增长 0.8% 至 36.21 亿元，保持稳定，占整体营收的 41.3%。2021 年，公司对于上游产品原料药、中间体价格保持乐观，一季度 6-APA 最新含税报价为 260 元，阿莫西林为 200 元；另外公司预计 2021 年重组胰岛素增速 15%，甘精胰岛素达到 70% 增速，公司目前甘精胰岛素市场份额仅 1%，面对潜在集采，将有望快速放量。

图 3：2020 年公司核心产品收入情况



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

聚焦糖尿病领域，在研新产品管线丰富：

公司持续加大研发投入，2020 年度研发费用约 3.4 亿人民币，目前在研新产品达 26 项，其中 1 类新药项目 10 个。公司聚焦糖尿病药物开发，1) 门冬胰岛素注射液及门冬胰岛素 30 注射液申报生产，已经完成现场检查，预计 2021 年中旬获批生产，将会为公司带来新的增长点，公司预计 2021 年销售额为 8000 万-1 亿元。；2) 德谷胰岛素注射液、利拉鲁肽注射液已经进入 III 期临床；3) 德谷利拉鲁肽胰岛素注射液、德谷门冬双胰岛素混合注射液、索马鲁肽注射液预计今年申报临床。除糖尿病领域，生物药方面，公司将积极布局内分泌、自身免疫疾病等领域的产品，且单抗实验室于年内正式投入使用，逐步建设公司生物大分子药物平台。化药方面，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 将于 2021 年内获批临床，眼科、皮肤科用药等多个品种正在推进，注射剂一致性评价也在同步开展。胰岛素产品以及其他新药的研发推进将会推动公司的全面整体转型。

图 4：2020 年公司研发管线布局与进展情况

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					2021
	门冬胰岛素30注射液					2021
	利拉鲁肽注射液					2023
	德谷胰岛素注射液					2023
	门冬胰岛素50注射液					2023
	德谷门冬双胰岛素混合注射液					2024
	德谷胰岛素/利拉鲁肽注射液					2024
	索玛鲁肽注射液					2027
	GLP-1口服制剂					--
	智能胰岛素					--
	肠胃道激素					--
	组织特异性胰岛素					--
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
骨质疏松	骨质疏松单抗					--
	抗骨质疏松多肽					--
湿疹、哮喘	Dupilumab单抗					--
类风湿性关节炎	WXSH0150					--
炎症性肠病	LB1091					--
特应性皮炎	LB2002					--
	LB2101					--
干眼症	聚乙烯醇滴眼液					2023
	玻璃酸钠滴眼液					2022
结膜炎	莫西沙星滴眼液					2022
皮肤病	莫匹罗星软膏					2021

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 10.72 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 2021-2023 年收入分别是人民币 98.4 亿元、111.3 亿元、126.2 亿元，EPS 分别为人民币 0.54 元、0.61 元、0.71 元，给予公司 2021 年 16 倍目标 PE，对应目标价为 10.72 港元，较现价有 47% 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。

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>