

评级： 买入

 李志新
 首席分析师
 SAC 执证编号：S0110520090001
 lizhixin@sczq.com.cn
 电话：86-10-81152639

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	38.42
一年内最高/最低价 (元)	73.00/36.02
市盈率 (当前)	45.59
市净率 (当前)	3.62
总股本 (亿股)	2.48
总市值 (亿元)	95.26

资料来源：聚源数据

相关研究

 .
 .
 .

核心观点

- **事件**：3月12日，西藏药业公布2021年报，全年实现营收21.39亿元，同比增长55.75%；归属母净利润2.09亿元，同比下降50.03%；归母扣非净利润6669.38万元，同比下降81.74%；经营活动产生的现金流量净额为3.67亿元，同比下降14.39%。
- **营收端增长强劲，依姆多资产减值，表观利润承压**。公司营收21.39亿元，同比增幅达55.75%，营收端增长强劲；利润端主要受依姆多资产包减值影响，造成表观归母净利润同比下降50.03%，如果加回资产减值影响，公司营业利润（扣非后）同比增长39%左右。本次计提依姆多7100万美元（折合4.58亿RMB）减值后，依姆多资产可回收金额为5800万美元，按剩余14年摊销，每年仅需摊销414万美元左右，我们认为本次一次性计提资产减值后，将减轻未来摊销压力，有助于表观利润回升。
- **核心产品新活素保持高速增长**。新活素是公司主力产品，是治疗急性心衰的国家生物制品一类新药，2021年营收16.83亿元，占比78.7%，同比增长75.6%。2021年12月，新活素续约国家医保（乙类），医保支付价445元（0.5mg/支）保持不变，协议有效期2年；我们认为今明两年，新活素医保降价无忧，随着公司持续开发二级以上医院渠道，公司新活素将继续保持高速增长。
- **心衰用药产线丰富**。公司心衰用药产线包括三大产品，分别是用于急性心衰的新活素，主要在二级以上医院住院静脉注射使用；依姆多（单硝酸异山梨酯缓释片）为口服化药，适用于冠心病、心绞痛和慢性心衰的长期治疗；诺迪康为中成药，主要成分是红景天，包括胶囊剂和颗粒剂，双跨品种（处方药和OTC），更加方便患者购买和服用，公司心衰用药产品线丰富。
- **盈利预测**：我们预计2022-2024年，公司营收分别为28.47亿元、36.00亿元和36.96亿元，分别同比增33.1%、26.4%和2.7%；归母净利润分别为7.36亿元、9.62亿元和9.94亿元，分别同比增252.4%、30.6%和3.3%。按前收盘价（38.42元/股）对应PE（2022E）仅12.9倍，给予“买入”评级。
- **风险提示**：国内疫情影响医院用药；产品质量风险；系统风险。

盈利预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营收 (亿元)	21.39	28.47	36.00	36.96
营收增速 (%)		33.1%	26.4%	2.7%
归母净利润 (亿元)	2.09	7.36	9.62	9.94
净利润增速 (%)		252.4%	30.6%	3.3%
EPS(元/股)	0.84	2.97	3.88	4.01
PE	45.6	12.9	9.9	9.6

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E		
流动资产	2181.9	2766.9	3504.1	4198.8	经营活动现金流	366.5	661.1	823.4	1059.9
现金	764.4	1189.6	1675.9	2336.8	净利润	208.9	736.4	961.8	993.8
应收账款	471.4	602.2	761.3	781.6	折旧摊销	82.1	80.6	80.8	81.2
其它应收款	12.8	17.1	21.6	22.2	财务费用	9.2	16.1	10.7	4.9
预付账款	12.9	10.2	11.3	11.5	投资损失	6.8	0.0	0.0	0.0
存货	137.3	83.4	83.4	85.0	营运资金变动	85.1	-184.0	-248.4	-32.9
其他	179.8	239.4	302.7	310.7	其它	-29.8	4.5	8.8	2.9
非流动资产	1620.7	1637.2	1659.8	1682.2	投资活动现金流	-740.8	-99.2	-105.5	-105.5
长期投资	110.4	110.4	110.4	110.4	资本支出	-425.6	-105.0	-105.0	-105.0
固定资产	488.2	552.5	612.6	668.6	长期投资	352.9	0.0	0.0	0.0
无形资产	465.4	423.8	386.4	352.8	其他	-668.1	5.8	-0.5	-0.5
其他	66.5	60.2	60.2	60.2	筹资活动现金流	376.7	-136.7	-231.6	-293.5
资产总计	3802.7	4404.1	5164.0	5881.0	短期借款	534.7	500.0	500.0	500.0
流动负债	1109.7	1051.0	1060.3	1062.1	长期借款	-8.3	-2.1	0.0	0.0
短期借款	534.7	500.0	500.0	500.0	其他	-104.1	-83.8	-220.9	-288.6
应付账款	101.1	80.0	88.9	90.6	现金净增加额	2.4	425.2	486.3	660.9
其他	0.4	0.3	0.4	0.4					
非流动负债	48.0	48.0	48.0	48.0	主要财务比率	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	32.4	32.4	32.4	32.4	营业收入	55.7%	33.1%	26.4%	2.7%
负债合计	1157.6	1099.0	1108.3	1110.1	营业利润	-38.7%	236.0%	30.7%	3.3%
少数股东权益	14.7	22.1	31.8	41.9	归属母公司净利润	-42.7%	252.4%	30.6%	3.3%
归属母公司股东权益	2630.4	3282.9	4023.9	4729.1	获利能力				
负债和股东权益	3802.7	4404.1	5164.0	5881.0	毛利率	89.6%	93.8%	94.5%	94.6%
					净利率	9.8%	25.9%	26.7%	26.9%
					ROE	7.9%	22.4%	23.9%	21.0%
					ROIC	6.9%	19.9%	21.5%	19.1%
利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
营业收入	2138.6	2847.5	3599.7	3695.7	资产负债率	30.4%	25.0%	21.5%	18.9%
营业成本	223.2	176.6	196.2	200.0	净负债比率	14.1%	11.4%	9.7%	8.5%
营业税金及附加	26.2	34.9	44.1	45.3	流动比率	1.97	2.63	3.30	3.95
营业费用	1154.9	1537.6	1943.8	1995.7	速动比率	1.84	2.55	3.23	3.87
研发费用	60.9	85.4	108.0	110.9	营运能力				
管理费用	99.5	133.8	169.2	173.7	总资产周转率	0.56	0.65	0.70	0.63
财务费用	6.7	16.1	10.7	4.9	应收账款周转率	4.58	4.64	4.61	4.19
资产减值损失	-459.3	0.0	0.0	0.0	应付账款周转率	4.08	1.95	2.32	2.23
公允价值变动收益	153.3	0.0	0.0	0.0	每股指标(元)				
投资净收益	-4.4	0.0	0.0	0.0	每股收益	0.84	2.97	3.88	4.01
营业利润	256.8	862.9	1127.7	1165.2	每股经营现金	1.48	2.67	3.32	4.27
营业外收入	4.1	4.0	4.0	4.0	每股净资产	10.61	13.24	16.23	19.07
营业外支出	6.1	2.0	2.0	2.0	估值比率				
利润总额	254.9	864.9	1129.7	1167.2	P/E	45.6	12.9	9.9	9.6
所得税	41.8	121.1	158.2	163.4	P/B	3.62	2.90	2.37	2.01
净利润	213.0	743.8	971.6	1003.8					
少数股东损益	4.1	7.4	9.7	10.0					
归属母公司净利润	208.9	736.4	961.8	993.8					
EBITDA	285.8	959.7	1219.2	1251.4					
EPS (元)	0.84	2.97	3.88	4.01					

分析师简介

李志新，医药行业首席分析师，中国科学院生物化学与分子生物学博士，6年证券卖方从业经历，9年医药行业研究经历，“慧眼”量化评选 2020 最佳分析师医药生物第二名。

分析师声明

本报告清晰准确地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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券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。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，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。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现