

2023年03月11日

# 西藏药业 (600211.SH)

## 动态分析

医药 | 中成药III

投资评级

**买入-B(维持)**

股价(2023-03-10)

55.28 元

### 交易数据

总市值(百万元)	13,706.00
流通市值(百万元)	13,706.00
总股本(百万股)	247.94
流通股本(百万股)	247.94
12个月价格区间	54.68/30.88

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.26	-8.61	6.88
绝对收益	-9.09	-11.53	-0.64

分析师

周平

 SAC 执业证书编号: S0910523020001  
 zhouping@huajinsec.cn

### 相关报告

 西藏药业: 新活素持续放量推动业绩高速增长-  
 西藏药业(600211) 2023.2.22

## 业绩持续高增长, 2023 新活素预计增速超 40%

### 投资要点

◆ **业绩持续高增长, 预计 2023 年新活素增速超 40%:** 2022 年报实现收入 25.55 亿元 (+19%) 和扣非归母净利润 3.69 亿元 (+453%), 其中新冠疫苗业务减值等导致净利润一次性减少 3.27 亿元, 实际经营性净利润接近 7 亿元。新活素实现销量 616 万支和收入 22.51 亿元 (+34%), 收入占比达到 88%。依姆多由于集采影响实现收入 1.65 亿元 (-45%)。2023 年经营计划目标为实现收入 35 亿元, 同比增长 37%, 主要是依靠新活素持续放量, 估计 2023 年销售增速目标超过 40%。

◆ **新活素疗效确切, 进入心衰诊疗指南和国家医保目录。**新活素主要作用机制是扩张血管从而降低心脏前后负担, 还可以扩张肾小球的入球小动脉和抑制近曲小管对钠的重吸收, 提高了肾小球滤过率, 增强了钠的排泄, 产生明显的利尿作用。新活素能快速改善心衰患者的心衰症状和体征, 提高患者的生存质量, 得到临床高度认可。

◆ **心衰患者超过 1200 万人, 患病率约 1.1%:** 2017 年中国 6 省 5000 万 25 岁及以上职工医保统计数据显示, 我国心衰患病率约为 1.1%, 估计心衰患者数量超过 1200 万人。心衰患病率随着年龄增长而升高, 25-64/65-79/≥80 岁人群的患病率分别为 0.57%/3.86%/7.55%, 中国老龄化进程加快将推动心衰患者数量持续扩大。2017 年 5000 万例样本共发现 51.84 万例心衰患者, 其中 13.23 万人住院, 住院 1/2/≥3 次的比例分别是 40.2%/19.3%/40.5%, 每人每年平均住院次数约为 2 次。放大到全国 1200 万心衰患者, 预计每年住院人次数超过 600 万。按照新活素每人平均使用 4 支计算, 按照 2/3 渗透率测算, 未来峰值销量有望达到 1600 万支。

◆ **投资建议:** 考虑到公司 2023 年经营目标超出我们之前预期, 上调公司盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 9.91/13.33/17.30 亿元, 增速分别为 168%/35%/30%, 对应 PE 分别为 14/10/8 倍。维持“买入”评级。

◆ **风险提示:** 产品销售不及预期风险, 产品降价风险。

### 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,139	2,555	3,477	4,446	5,701
YoY(%)	55.7	19.5	36.1	27.9	28.2
净利润(百万元)	209	370	991	1,333	1,730
YoY(%)	-50.0	77.0	168.0	34.5	29.8
毛利率(%)	89.6	94.3	96.0	97.0	97.0
EPS(摊薄/元)	0.84	1.49	4.00	5.38	6.98
ROE(%)	8.1	12.4	26.0	26.8	26.3
P/E(倍)	65.6	37.1	13.8	10.3	7.9
P/B(倍)	5.2	4.6	3.6	2.7	2.1
净利率(%)	9.8	14.5	28.5	30.0	30.4

数据来源: 聚源、华金证券研究所



## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2182	2712	3574	4550	6687	<b>营业收入</b>	2139	2555	3477	4446	5701
现金	764	1140	1512	2595	4056	营业成本	223	147	139	133	171
应收票据及应收账款	537	448	892	822	1376	营业税金及附加	26	33	41	53	69
预付账款	13	10	21	18	32	营业费用	1155	1409	1895	2401	3079
存货	137	100	125	91	186	管理费用	99	132	122	133	171
其他流动资产	731	1015	1024	1024	1037	研发费用	61	88	104	133	171
<b>非流动资产</b>	1621	1387	1531	1681	1891	财务费用	7	4	7	17	-8
长期投资	110	110	109	109	108	资产减值损失	-459	-276	0	0	0
固定资产	488	396	542	689	880	公允价值变动收益	153	-14	0	0	0
无形资产	456	418	408	396	383	投资净收益	-7	7	0	0	0
其他非流动资产	566	464	472	487	520	<b>营业利润</b>	257	465	1179	1586	2058
<b>资产总计</b>	3803	4099	5105	6231	8578	营业外收入	4	0	2	2	2
<b>流动负债</b>	1110	1026	1216	1159	1898	营业外支出	6	2	3	3	3
短期借款	535	486	486	486	486	<b>利润总额</b>	255	463	1178	1584	2056
应付票据及应付账款	101	42	94	37	130	所得税	42	88	177	238	308
其他流动负债	474	498	636	637	1282	<b>税后利润</b>	213	375	1001	1347	1748
<b>非流动负债</b>	48	42	43	43	43	少数股东损益	4	5	10	13	17
长期借款	0	0	0	0	1	<b>归属母公司净利润</b>	209	370	991	1333	1730
其他非流动负债	48	42	42	42	42	EBITDA	346	529	1231	1630	2081
<b>负债合计</b>	1158	1069	1258	1202	1941	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	15	19	29	43	60	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	248	248	248	248	248	<b>成长能力</b>					
资本公积	1265	1266	1266	1266	1266	营业收入(%)	55.7	19.5	36.1	27.9	28.2
留存收益	1169	1455	2004	2794	3770	营业利润(%)	-45.6	80.9	153.7	34.5	29.8
归属母公司股东权益	2630	3012	3818	4986	6577	归属于母公司净利润(%)	-50.0	77.0	168.0	34.5	29.8
<b>负债和股东权益</b>	3803	4099	5105	6231	8578	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	89.6	94.3	96.0	97.0	97.0
						净利率(%)	9.8	14.5	28.5	30.0	30.4
						ROE(%)	8.1	12.4	26.0	26.8	26.3
						ROIC(%)	7.0	10.6	23.0	24.1	23.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	30.4	26.1	24.6	19.3	22.6
						流动比率	2.0	2.6	2.9	3.9	3.5
						速动比率	1.7	2.3	2.6	3.7	3.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	4.6	5.2	5.2	5.2	5.2
						应付账款周转率	4.1	2.0	2.0	2.0	2.0
						<b>估值比率</b>					
						P/E	65.6	37.1	13.8	10.3	7.9
						P/B	5.2	4.6	3.6	2.7	2.1
						EV/EBITDA	37.4	23.2	9.7	6.7	4.5

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

周平声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)