



买入（维持）

所属行业：医药生物/中药
当前价格(元)：55.28

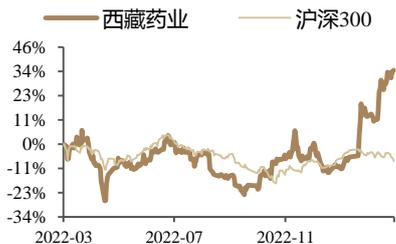
证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	19.04	52.24	38.27
相对涨幅(%)	22.42	53.50	39.05

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《西藏药业(600211.SH)：新活素快速放量，被低估的心衰生物药龙头》，2023.2.24

西藏药业(600211.SH)：23年收入指引超预期，重磅产品新活素正高速放量

投资要点

- 事件：**公司发布2022年度报告，2022年实现营业收入25.5亿元，同比增长19.5%，实现归母净利润3.7亿元，同比增长77.0%，实现扣除非经常性损益净利润3.7亿元，同比增长453.6%。
- 新冠疫苗项目拖累影响当期利润，还原后经营净利润近7亿元。**2022年，公司对俄罗斯疫苗项目相关长期资产、存货计提减值损失及开发支出转费用化共计3.27亿元，影响了当期利润，还原后实际净利润近7亿元。核心品种新活素方面，2022年收入达22.5亿元，占公司总收入比约88.1%，对应销量616万支，同比增长33.7%，新活素作为公司收入主要来源，2023年整体销售或有望超预期。依姆多受集采及原料药供应波动的影响，2022年收入为1.65亿元，同比下滑45.2%，考虑到公司已顺利完成“依姆多技术转移”中国市场原料、辅料、包装材料及成品方法学验证/确认等工作，预计该产品未来市场销售有望企稳。毛利率和净利率方面，受新活素占比不断提高影响，2022年公司毛利率和净利率分别为94.3%和14.7%，相较于去年同期分别提升4.7和4.7个百分点。
- 23年收入指引超预期，核心创新药新活素还很大空间。**根据公司经营指引，23年目标实现收入35亿元，总成本控制在25亿元以内，收入同比增加37%。我们认为未来公司业绩驱动力仍然是新活素的快速放量，新活素的销售增长将受到“心衰患者人数的持续上升”叠加“医生端用药的持续认可”的影响。**(1)心衰人群突破1200万人且将持续增加**，根据《Prevalence and Incidence of Heart Failure Among Urban Patients in China》数据，2017年中国25岁以上心衰患者人数约为1210万人，每年新发患者约300万人，近年随着人口老龄化加剧，中国心衰患者数量还有继续增长的趋势。此外超过3.3亿人的心血管疾病患者和广大慢性病患者生命周期延长也将带来庞大的心衰患者人群。**(2)新活素用量空间超2000万支，渗透率仍然较低**，根据人均用量4-5支新活素和约500-600多万次急性心衰住院次数测算，新活素用量将突破2000万支，目前新活素2022年销量仅为616万支，渗透率仅为24%-30%。**(3)指南推广和医生认可有望加速新活素放量**，在治疗急性心衰领域，新活素可以优化前后负荷，增加钠盐排泄和利尿，在临床上发挥着重要作用，相较于其他治疗性化学药物，新活素作用更全面，同时作为生物制剂也具有生物利用度高、副作用轻微等优点，临床上优势较为明显。目前多项指南已经将新活素列入急性心衰治疗推荐目录，未来专家医生的认可也将持续推动产品的高速放量。



- 盈利预测与估值。**考虑到公司历史收入指引兑现极好，我们上调 2023 年收入和利润预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.0/13.1/17.0 亿元，对应增速 169.3%/31.3%/29.8%，对应当前市值 PE 为 14/10/8 倍。我们认为新活素空间很大，未来业绩预计将持续快速增长，维持“买入”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧的风险；医保谈判价格不及预期的风险；销售不及预期的风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	247.94	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
流通 A 股(百万股):	247.94	营业收入(百万元)	2,139	2,555	3,513	4,488	5,700
52 周内股价区间(元):	30.04-55.28	(+/-)YOY(%)	55.7%	19.5%	37.5%	27.7%	27.0%
总市值(百万元):	13,706.00	净利润(百万元)	209	370	996	1,308	1,698
总资产(百万元):	4,099.41	(+/-)YOY(%)	-50.0%	77.0%	169.3%	31.3%	29.8%
每股净资产(元):	12.15	全面摊薄 EPS(元)	0.84	1.49	4.02	5.28	6.85
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	89.6%	94.3%	91.0%	91.0%	91.0%
		净资产收益率(%)	7.9%	12.3%	24.9%	24.6%	24.2%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.49	4.02	5.28	6.85
每股净资产	12.15	16.16	21.44	28.29
每股经营现金流	3.38	2.62	7.49	4.33
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	24.11	13.76	10.48	8.07
P/B	2.96	3.42	2.58	1.95
P/S	5.37	3.90	3.05	2.40
EV/EBITDA	10.78	11.32	7.74	5.46
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	94.3%	91.0%	91.0%	91.0%
净利润率	14.7%	28.3%	29.2%	29.8%
净资产收益率	12.3%	24.9%	24.6%	24.2%
资产回报率	9.0%	17.5%	17.8%	17.7%
投资回报率	16.0%	21.5%	21.6%	21.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	19.5%	37.5%	27.7%	27.0%
EBIT 增长率	20.8%	44.4%	31.8%	28.9%
净利润增长率	77.0%	169.3%	31.3%	29.8%
偿债能力指标				
资产负债率	26.1%	29.1%	27.5%	26.9%
流动比率	2.6	2.7	3.1	3.3
速动比率	2.5	2.5	2.9	3.1
现金比率	1.1	1.2	2.0	2.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	64.7	68.9	67.3	67.4
存货周转天数	291.1	223.9	237.0	241.6
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	6.5	9.4	12.8	17.4

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	370	996	1,308	1,698
少数股东损益	5	0	0	0
非现金支出	347	93	43	34
非经营收益	20	7	13	6
营运资金变动	95	-447	493	-664
经营活动现金流	837	649	1,857	1,074
资产	-102	10	-5	4
投资	-472	0	0	0
其他	12	-7	-13	-6
投资活动现金流	-561	3	-18	-1
债权募资	-49	154	150	118
股权募资	0	0	0	0
其他	-97	0	0	0
融资活动现金流	-145	154	150	118
现金净流量	171	806	1,988	1,191

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 3 月 11 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,555	3,513	4,488	5,700
营业成本	147	316	404	513
毛利率%	94.3%	91.0%	91.0%	91.0%
营业税金及附加	33	42	54	68
营业税金率%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	1,409	1,869	2,334	2,964
营业费用率%	55.2%	53.2%	52.0%	52.0%
管理费用	132	162	200	245
管理费用率%	5.2%	4.6%	4.5%	4.3%
研发费用	88	121	175	205
研发费用率%	3.4%	3.5%	3.9%	3.6%
EBIT	695	1,003	1,322	1,704
财务费用	4	0	0	0
财务费用率%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-277	0	0	0
投资收益	7	-7	-13	-6
营业利润	465	996	1,308	1,698
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	463	996	1,308	1,698
EBITDA	765	1,096	1,364	1,738
所得税	88	0	0	0
有效所得税率%	19.0%	0.0%	0.0%	0.0%
少数股东损益	5	0	0	0
归属母公司所有者净利润	370	996	1,308	1,698

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,140	1,946	3,934	5,125
应收账款及应收票据	448	1,054	809	1,553
存货	100	293	238	450
其它流动资产	1,024	1,103	1,131	1,279
流动资产合计	2,712	4,396	6,112	8,407
长期股权投资	110	110	110	110
固定资产	396	373	351	327
在建工程	154	164	179	184
无形资产	416	326	296	277
非流动资产合计	1,387	1,285	1,247	1,209
资产总计	4,099	5,681	7,359	9,616
短期借款	486	640	790	908
应付票据及应付账款	42	142	82	203
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	498	829	1,109	1,429
流动负债合计	1,026	1,612	1,982	2,540
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	42	42	42	42
非流动负债合计	42	42	42	42
负债总计	1,069	1,654	2,024	2,583
实收资本	248	248	248	248
普通股股东权益	3,012	4,008	5,316	7,014
少数股东权益	19	19	19	19
负债和所有者权益合计	4,099	5,681	7,359	9,616

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。