

2023年02月22日

# 西藏药业 (600211.SH)

## 公司分析

医药 | 中成药III

投资评级

**买入-B(首次)**

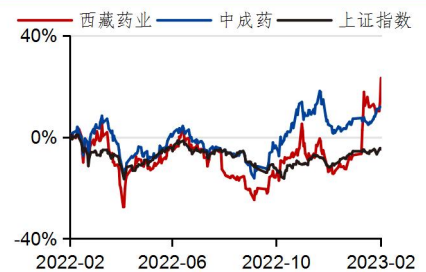
股价(2023-02-22)

51.08 元

### 交易数据

总市值(百万元)	12,664.67
流通市值(百万元)	12,664.67
总股本(百万股)	247.94
流通股本(百万股)	247.94
12个月价格区间	47.39/30.88

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.88	-1.34	20.09
绝对收益	-10.23	14.34	4.59

分析师

周平

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

### 相关报告

## 新活素持续放量推动业绩高增长

### 投资要点

- ◆ **心衰患者数量众多, 老龄化推动人群持续扩大:** 我国心血管患者总人数为 3.3 亿, 其中 890 万为心衰患者。65 岁以后, 年龄每增加 10 岁, 男性和女性心衰的发病率增加 2 倍和 3 倍。我国出生人口从 1962 年开始进入婴儿潮, 60 年代平均出生人口比 50 年代高 20%。这部分人年龄已超过 60 岁, 老龄化进程加快, 将推动心衰患者数量持续增长。
- ◆ **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。新活素进入了中国心衰诊疗指南, 2017 年通过谈判降价方式进入国家医保目录。
- ◆ **新活素持续高速放量, 推动业绩高速增长:** 新活素自 2017 年进入医保以来, 5 年时间销量增长 9 倍。估计 2022 年销量约 620 万支, 同比增长 35%。按照每人平均使用 4 支推算, 新活素在 900 万心衰患者中的使用渗透率不到 17%。医保报销范围为限二级及以上医疗机构用于规范治疗效果不佳的急性失代偿性心力衰竭短期治疗。肾衰竭患者、呼吸衰竭患者、外伤急救患者等也出现急性心衰发作的症状, 也可使用新活素治疗。新活素在心衰患者中渗透率低, 还可应用于其他科室, 市场前景广阔。
- ◆ **投资建议:** 公司预告 2022 年扣非净利润约为 3.65 亿元, 考虑到新冠疫苗项目减值影响净利润 3.17 亿元, 实际经营性净利润约为 6.82 亿元。预计 2023-2024 年公司归母净利润分别为 9.44、12.22 亿元, 增速分别为 147%、30%, 对应 PE 分别为 13、10 倍, 估值被严重低估。首次覆盖, 给予“买入”建议。
- ◆ **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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,373	2,139	2,618	3,311	4,062
YoY(%)	9.3	55.7	22.4	26.5	22.7
净利润(百万元)	418	209	383	944	1,222
YoY(%)	33.9	-50.0	83.1	146.6	29.5
毛利率(%)	85.8	89.6	95.0	96.0	97.0
EPS(摊薄/元)	1.69	0.84	1.54	3.81	4.93
ROE(%)	16.3	8.1	13.1	25.4	25.5
P/E(倍)	30.3	60.6	33.1	13.4	10.4
P/B(倍)	4.9	4.8	4.3	3.4	2.6
净利率(%)	30.4	9.8	14.6	28.5	30.1

数据来源: 聚源、华金证券研究所



## 内容目录

一、新活素高速放量推动业绩高增长 .....	3
三、盈利预测 .....	4
(一) 关键假设 .....	4
(二) 估值及投资建议 .....	5
四、风险提示 .....	5

## 图表目录

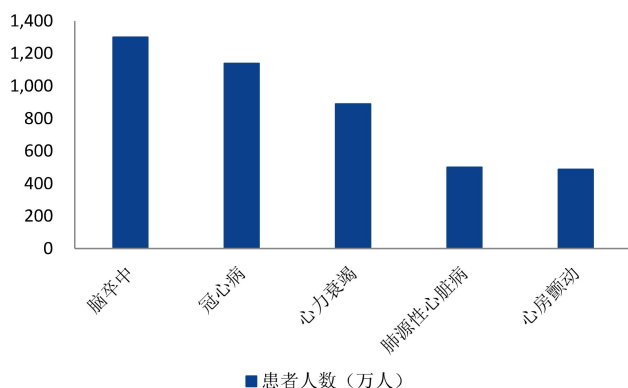
图 1：我国部分心脑血管患者数量 .....	3
图 2：我国出生人口变化趋势 .....	3
图 3：新活素医保谈判价格变化趋势 .....	4
图 4：新活素历年销量增长趋势 .....	4
表 1：公司盈利预测（百万元） .....	4

## 一、新活素高速放量推动业绩高增长

**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（注射用重组人脑利钠肽）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，并降低患者的心衰住院治疗费用和缩短住院时间。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。新活素已进入中国心衰诊疗指南，并于 2017 年通过谈判降价方式进入国家医保目录。

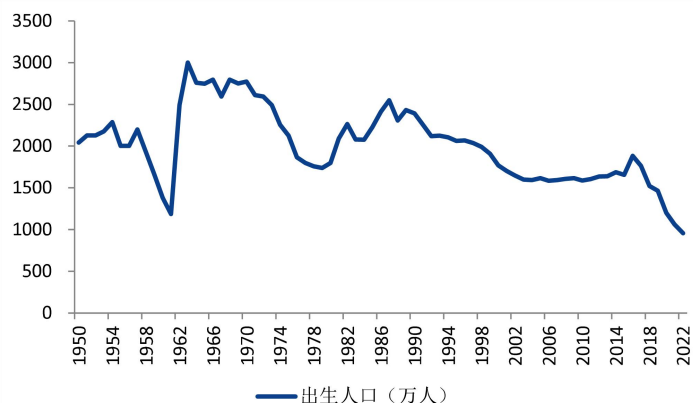
**老龄化推动心衰患者数量持续增长。**心力衰竭是指各种病因导致的心脏病严重阶段，是由于心室缺血、缺氧引发的心脏结构与功能异常，发病率较高，且多发于老年人群。《中国心血管健康与疾病报告 2020 概述》显示：我国心血管患者总人数为 3.3 亿，其中 890 万为心衰患者；65 岁以后，年龄每增加 10 岁，心衰的发病率增加 2 倍(男性)和 3 倍(女性)；2012-2015 年 65~74 岁及 >75 岁人群的心衰患病率分别为 2.1%和 3.2%，过去 15 年我国心衰总患病率增长了 44%。我国出生人口从 1962 年开始进入婴儿潮，60 年代平均出生人口比 50 年代高 20%。这部分人年龄已超过 60 岁，老龄化进程加快，将推动心衰患者数量持续增长。

图 1：我国部分心脑血管患者数量



资料来源：《中国心血管健康与疾病报告 2020 概述》，华金证券研究所

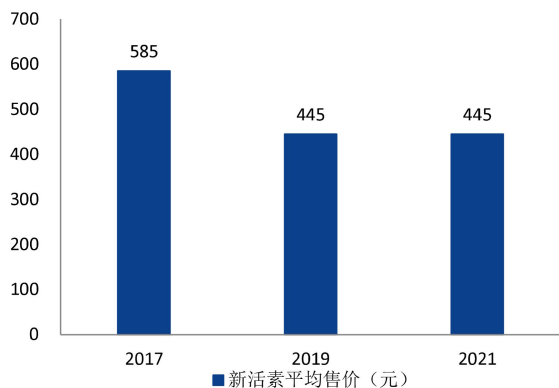
图 2：我国出生人口变化趋势



资料来源：Wind，华金证券研究所

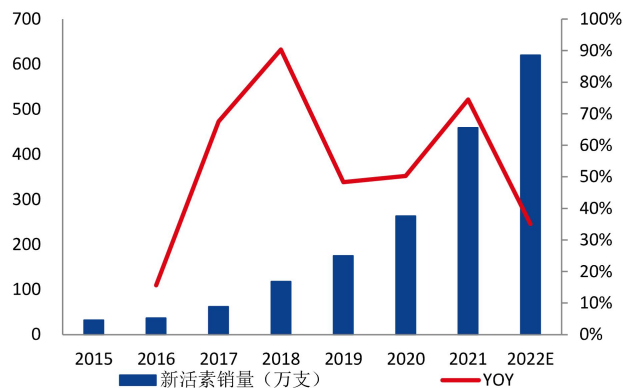
进入医保目录推动新活素销量 5 年 9 倍增长。新活素于 2017 年通过谈判降价首次进入医保，价格从 1000 元以上降至 585 元，2019 年降至 445 元，2021 年维持价格不变。新活素销量从 2017 年的 62 万支增长到 2022 年的 620 万支左右，5 年时间销量增长 5 倍。按照每人平均使用 4 支推算，新活素在 900 万心衰患者中的使用渗透率不到 17%。医保报销范围为限二级及以上医疗机构用于规范治疗效果不佳的急性失代偿性心力衰竭短期治疗。肾衰竭患者、呼吸衰竭患者、外伤急救患者等也出现急性心衰发作的症状，也可使用新活素治疗。新活素在心衰患者中渗透率低，还可应用于其他科室，市场前景广阔。

图 3：新活素医保谈判价格变化趋势



资料来源：医保局，华金证券研究所

图 4：新活素历年销量增长趋势



资料来源：公司公告，华金证券研究所

独占市场，竞争格局良好。新活素在研企业仅有石家庄沃泰生物和山东丹红制药在研，均处于临床 1 期，距离上市至少还有 5 年时间。苏州兰鼎于 2008 年申报生产，经历过多次补充申报，但至今尚未获批。新活素独家品种市场竞争格局将延续。

## 二、盈利预测

### (一) 关键假设

- 预计 2022-2024 年新活素收入增速分别为 35%、30%、25%；
- 预计 2022-2024 年依姆多业务收入增速分别为-40%、0%、0%。

表 1：公司盈利预测（百万元）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
合计						
总收入	1256	1373	2139	2619	3312	4063
YOY		9%	56%	22%	26%	23%
成本	2	2	2	131	132	122
毛利率	100%	100%	100%	95%	96%	97%
新活素						
收入	815	959	1683	2273	2955	3694
YOY		18%	75%	35%	30%	25%
诺迪康						
收入	52	50	53	53	53	53
YOY		-4%	6%	0%	0%	0%
依姆多						
收入	272	278	302	181	181	181
YOY		2%	9%	-40%	0%	0%
其他						
收入	117	86	101	111	122	134
YOY			19%	10%	10%	10%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

## （二）估值及投资建议

公司预告 2022 年扣非净利润约为 3.65 亿元，考虑到新冠疫苗项目减值影响净利润 3.17 亿元，实际经营性净利润约为 6.82 亿元。依姆多集采影响和新冠疫苗减值影响已消除，预计 2023-2024 年公司归母净利润分别为 9.44、12.22 亿元，增速分别为 147%、30%，对应 PE 分别为 13、10 倍。2022 年新活素占公司收入比例已达到 88%，独家产品竞争格局好，心衰市场空间大，产品放量将推动业绩持续高增长。首次覆盖，给予“买入”建议。

## 三、风险提示

产品销售不及预期风险。抗心衰药物市场众多，市场竞争激烈，可能会出现销售不及预期的风险。

产品降价风险。新活素通过谈判进入医保，2021 年谈判未降价，2023 年将会再次参与医保谈判，可能会出现降价的风险。

## 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1351	2182	2443	3339	4347	<b>营业收入</b>	1373	2139	2618	3311	4062
现金	769	764	1092	1619	2653	营业成本	195	223	131	132	122
应收票据及应收账款	398	537	607	840	935	营业税金及附加	14	26	31	38	47
预付账款	4	13	8	18	14	营业费用	685	1155	1440	1805	2193
存货	71	137	0	124	0	管理费用	63	99	118	116	122
其他流动资产	110	731	735	739	744	研发费用	7	61	105	99	122
<b>非流动资产</b>	1593	1621	1657	1727	1804	财务费用	-14	7	5	8	13
长期投资	119	110	102	93	84	资产减值损失	-1	-459	-314	0	0
固定资产	149	488	582	694	803	公允价值变动收益	3	153	-30	0	0
无形资产	964	456	445	433	419	投资净收益	-2	-7	0	0	0
其他非流动资产	360	566	527	508	499	<b>营业利润</b>	472	257	455	1122	1453
<b>资产总计</b>	2944	3803	4099	5066	6151	营业外收入	1	4	2	2	2
<b>流动负债</b>	333	1110	1104	1258	1262	营业外支出	2	6	3	3	4
短期借款	0	535	535	535	535	<b>利润总额</b>	470	255	455	1121	1452
应付票据及应付账款	8	101	0	65	0	所得税	50	42	68	168	218
其他流动负债	325	474	569	659	728	<b>税后利润</b>	421	213	387	953	1234
<b>非流动负债</b>	23	48	48	48	48	少数股东损益	3	4	4	10	12
长期借款	10	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	418	209	383	944	1222
其他非流动负债	12	48	48	48	48	EBITDA	526	346	528	1193	1512
<b>负债合计</b>	356	1158	1152	1306	1311						
少数股东权益	12	15	19	28	40	<b>主要财务比率</b>					
股本	248	248	248	248	248	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	1264	1265	1265	1265	1265	<b>成长能力</b>					
留存收益	1086	1169	1399	1946	2707	营业收入(%)	9.3	55.7	22.4	26.5	22.7
归属母公司股东权益	2576	2630	2929	3732	4800	营业利润(%)	34.4	-45.6	77.3	146.5	29.5
<b>负债和股东权益</b>	2944	3803	4099	5066	6151	归属于母公司净利润(%)	33.9	-50.0	83.1	146.6	29.5
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	85.8	89.6	95.0	96.0	97.0
						净利率(%)	30.4	9.8	14.6	28.5	30.1
						ROE(%)	16.3	8.1	13.1	25.4	25.5
						ROIC(%)	15.5	7.0	11.3	22.2	22.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	12.1	30.4	28.1	25.8	21.3
						流动比率	4.1	2.0	2.2	2.7	3.4
						速动比率	3.6	1.7	2.0	2.4	3.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	3.7	4.6	4.6	4.6	4.6
						应付账款周转率	18.8	4.1	4.1	4.1	4.1
						<b>估值比率</b>					
						P/E	30.3	60.6	33.1	13.4	10.4
						P/B	4.9	4.8	4.3	3.4	2.6
						EV/EBITDA	22.6	34.4	22.0	9.3	6.6

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

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

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