

核心产品业绩稳健，生物制品板块持续增长

2024 年 03 月 21 日

► **2023 年业绩稳健，派息比率大幅提升。**2024 年 3 月 20 日，公司发布 2023 年年报，业绩公告显示，2023 年公司实现营业收入 78.2 亿元，比去年同期增长 13.8%；实现毛利 66.4 亿元，比去年同期增长 17.1%；经调整的经营性归母净利润为 19.5 亿元，比去年同期增长 17.7%。同时，公司董事会建议宣派截至 2023 年 12 月 31 日止年度的末期股息每股 0.25 港币。

► **核心产品特比澳保持强劲增长，稳居行业龙头。**特比澳为当今全球唯一商业化的重组人血小板生成素 (rhTPO) 产品，按销售额计，特比澳在中国内地血小板减少症治疗市场的份额为 65.0%；以销售量计，特比澳占据中国内地治疗血小板减少症市场份额 33.4%，居升血小板药物市场首位。该产品已顺利续约医保，并被《中国临床肿瘤学会 (CSCO) 肿瘤治疗所致血小板减少症诊疗 (CTIT) 指南 (2022 版)》列为最高级别推荐。特比澳也是治疗免疫性血小板减少症 (ITP) 紧急治疗方法之一，是 ITP 及妊娠合并 ITP 二线治疗的首选推荐药物。2023 年特比澳销售收入 42.05 亿元，同比增长 23.8%。特比澳未来的增长可能来自 1) 基于安全性和有效性临床上持续取代传统白介素类升血小板药物；2) 覆盖医院数目持续增加；3) 适应症的扩展，2022 年 5 月特比澳用于儿童 ITP 适应症的 III 期临床达到预设的临床终点，已于 2022 年 11 月向国家药监局提交补充 NDA。

► **毛发健康领域外用产品龙头，新剂型填补敏感人群用药空白。**米诺地尔是全球唯一获 FDA 以及国家药监局批准上市的用于治疗男女脱发的外用非处方药。公司米诺地尔产品 (商品名：蔓迪) 于 2001 年作为中国内地首个非处方药 (OTC) 脱发产品上市，用于治疗雄激素性脱发 (AGA) 和斑秃。根据中国药学会数据，蔓迪 2023 年占中国内地 72.6% 的市场份额，2023 年蔓迪实现收入 11.2 亿元，同比增长 25.8%。此外 2024 年 1 月蔓迪新剂型泡沫剂获批 OTC 上市，全新配方不含丙二醇，有望成为蔓迪未来利润主要增长点。

► **后续管线产品充足，实现多种适应症布局。**公司拥有 13 项血液/肿瘤科在研产品，11 项自免领域在研产品，此外在顽固性痛风、眼科疾病、肾科以及皮肤科均有布局。其中盐酸纳呋拉啡口崩片是国内首个且唯一治疗透析瘙痒药物，此适应症已于 2023 年 7 月获批上市。克拉考特酮乳膏剂是美国处方量最大的痤疮治疗药物，其用于治疗重度寻常型痤疮的 III 期桥接试验 IND 申请已于 2023 年获国家药监局批准。

► **投资建议：**公司多款核心产品均处于细分领域龙头位置，我们预测 2024/2025/2026 年公司实现营收 88.01/99.25/111.16 亿元，实现净利润 18.91/22.80/27.46 亿元，对应 PE 为 7/5/4 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**市场竞争加剧风险；仿制药风险；政策变化风险；集采风险；产品研发不及预期风险。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,816	8,801	9,925	11,116
增长率(%)	13.9	12.6	12.8	12.0
净利润	1,549	1,891	2,280	2,746
增长率(%)	-19.1	22.1	20.6	20.4
EPS	0.64	0.78	0.93	1.13
P/E	8	7	5	4
P/B	0.9	0.8	0.7	0.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 3 月 20 日收盘价, 汇率 1HKD=0.92RMB)

推荐

维持评级

当前价格:

5.50 港元



分析师 王班

执业证书: S0100523050002

邮箱: wangban@mszq.com

相关研究

1.三生制药 (1530.HK) 深度研究: 基本面稳健, 生发产品蔓迪及后续管线持续发力-2024/03/08

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	9,193	11,469	12,348	13,870
现金及现金等价物	2,689	3,625	4,880	5,041
应收账款及票据	1,095	2,164	1,445	2,525
存货	778	837	984	1,055
其他	4,631	4,843	5,039	5,248
非流动资产合计	14,432	16,013	17,617	19,250
固定资产	4,692	5,634	6,579	7,532
商誉及无形资产	6,130	6,401	6,691	7,004
其他	3,611	3,979	4,347	4,715
资产合计	23,625	27,483	29,965	33,120
流动负债合计	3,728	5,818	5,923	6,226
短期借贷	2,112	4,212	4,212	4,212
应付账款及票据	212	339	282	414
其他	1,404	1,267	1,429	1,601
非流动负债合计	3,384	3,221	3,271	3,321
长期借贷	2,689	2,689	2,739	2,789
其他	695	533	533	533
负债合计	7,111	9,039	9,195	9,547
普通股股本	0	0	0	0
储备	14,269	16,161	18,441	21,187
归属母公司股东权益	14,034	15,925	18,205	20,952
少数股东权益	2,480	2,518	2,565	2,621
股东权益合计	16,514	18,443	20,770	23,573
负债和股东权益合计	23,625	27,483	29,965	33,120

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	0	1,387	3,657	2,604
净利润	1,549	1,891	2,280	2,746
少数股东权益	37	39	47	56
折旧摊销	0	226	234	244
营运资金变动及其他	-1,586	-768	1,096	-442
投资活动现金流	0	-2,296	-2,164	-2,203
资本支出	0	-1,439	-1,470	-1,509
其他投资	0	-857	-694	-694
筹资活动现金流	0	1,844	-238	-239
借款增加	372	2,100	50	50
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-372	-256	-288	-289
现金净增加额	0	936	1,255	161

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,816	8,801	9,925	11,116
其他收入	20	16	16	16
营业成本	1,174	1,364	1,538	1,723
销售费用	3,006	3,344	3,672	4,002
管理费用	481	510	536	556
研发费用	795	924	1,042	1,167
财务费用	59	101	128	119
权益性投资损益	-30	-30	-30	-30
其他损益	-312	-350	-350	-350
除税前利润	1,978	2,193	2,644	3,185
所得税	392	263	317	382
净利润	1,586	1,930	2,327	2,802
少数股东损益	37	39	47	56
归属母公司净利润	1,549	1,891	2,280	2,746
EBIT	2,038	2,294	2,772	3,304
EBITDA	2,038	2,519	3,006	3,547
EPS (元)	0.64	0.78	0.93	1.13

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	13.94	12.60	12.77	12.00
归属母公司净利润	-19.09	22.08	20.57	20.44
盈利能力(%)				
毛利率	84.98	84.50	84.50	84.50
净利率	19.82	21.49	22.98	24.71
ROE	11.04	11.88	12.53	13.11
ROIC	7.67	7.96	8.80	9.51
偿债能力				
资产负债率(%)	30.10	32.89	30.68	28.83
净负债比率(%)	12.78	17.76	9.97	8.31
流动比率	2.47	1.97	2.08	2.23
速动比率	2.21	1.78	1.87	2.00
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.34	0.35	0.35
应收账款周转率	6.50	5.40	5.50	5.60
应付账款周转率	5.09	4.95	4.95	4.95
每股指标 (元)				
每股收益	0.64	0.78	0.93	1.13
每股经营现金流	0.00	0.57	1.50	1.07
每股净资产	5.75	6.53	7.46	8.59
估值比率				
P/E	8	7	5	4
P/B	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.09	5.74	4.81	4.07

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026