

# 三生制药 (01530.HK)

## 经营业绩较快增长，特比澳、蔓迪销售表现强劲

买入

### 核心观点

**经营业绩较快增长。**三生制药 2023 年实现营收 78.16 亿元 (+13.8%)，毛利 66.42 亿元 (+17.1%)，毛利率提升至 85.0% (+2.4pct)；公司实现归母净利润 15.49 亿元 (-19.1%)，经调整的经营性归母净利润 19.52 亿元 (+17.7%)。生物制药、毛发健康等业务板块均实现较快增长。2023 年公司的研发费用为 7.95 亿元 (+14.6%)，研发费用率 10.2% (+0.1pct)；销售费用为 30.06 亿元 (+16.5%)，销售费用率 38.5% (+0.9pct)；管理费用为 4.81 亿元 (+22.2%)，管理费用率 6.2% (+0.4pct)；财务费用为 2.12 亿元 (+106.6%)，财务费用率 2.7% (+1.2pct)。公司各项费用率同比均有小幅上升。基于良好的盈利水平，公司拟派息 0.25 港元/股，对应股息率约 4.5%，并有望维持可持续的派息政策。

**特比澳、蔓迪销售表现强劲。**特比澳全年销售 42.05 亿元 (+23.8%)，销售出现快速增长。随着对于传统白介素类升血小板药物的不断替代、特比澳覆盖医院数目的持续增加，以及适应症的拓展，预计特比澳的销售将会持续增长。蔓迪全年销售 11.24 亿元 (+25.8%)，延续了快速增长的趋势。根据中国药学会的数据，蔓迪在 23 年在国内的医疗机构占据了 72.6% 的市场份额。蔓迪泡沫剂已获批上市，差异化的剂型有望成为新的成长动力。

**自研与 BD 并重，在优势的治疗领域中发力。**三生制药在肾科、血液及肿瘤、自免、毛发皮肤等领域有众多管线开发的布局。肾科领域中，长效 EPO(SSS06) 3 期临床已完成，将于近期提交上市申请；引进的产品 Remitch 已获批上市。血液及肿瘤领域中，特比澳儿童 ITP 适应症已提交上市申请，慢性肝病相关的小血小板减少症适应症正在进行 3 期临床；与基石药业合作的 PD1 单抗正在进行 3 期临床。自免领域中，608 的 3 期临床已达到主要终点，预计将在下半年申报上市；613、611、610 等产品已进入 3 期临床。毛发皮肤领域中，引进产品 Winlevi 同样处于临床试验中。

**风险提示：**创新药研发失败或进度低于预期；核心产品降价幅度超预期。

**投资建议：**维持“买入”评级。

由于 2023 年归母净利润略低于预期，且公司各项费用率有所上升，我们下调公司 24-25 年的盈利预测；预计 2024-2026 年公司归母净利润 19.3/21.5/24.2 亿元（24-25 年前值 23.7/26.3 亿元），同比增长 24.7%/11.4%/12.6%，对应当前股价 PE=6.9/6.2/5.5x。公司拥有稳健的增长和良好的盈利水平，研发管线即将进入收获期，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,859	7,816	8,623	9,377	10,289
(+/-%)	7.5%	13.9%	10.3%	8.7%	9.7%
净利润(百万元)	1,915	1,549	1,931	2,153	2,423
(+/-%)	16.0%	-19.1%	24.7%	11.4%	12.6%
每股收益(元)	0.79	0.64	0.79	0.88	0.99
EBIT Margin	27.6%	28.1%	28.8%	29.5%	30.0%
净资产收益率 (ROE)	14.8%	11.0%	12.6%	12.7%	13.0%
市盈率 (PE)	7.0	8.6	6.9	6.2	5.5
EV/EBITDA	9.49	8.4	6.9	6.4	5.9
市净率 (PB)	1.03	0.95	0.87	0.79	0.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·海外公司财报点评

#### 医药生物·生物制品

证券分析师：张佳博 021-60375487 zhangjiabo@guosen.com.cn  
 证券分析师：陈益凌 021-60933167 chenchenyiling@guosen.com.cn  
 S0980523050001 S0980519010002

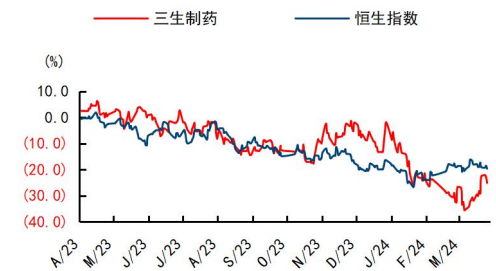
证券分析师：陈曦炳

0755-81982939 chenxibing@guosen.com.cn  
 S0980521120001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	5.74 港元
总市值/流通市值	13999/13999 百万港元
52 周最高价/最低价	8.28/4.91 港元
近 3 个月日均成交额	95.12 百万港元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

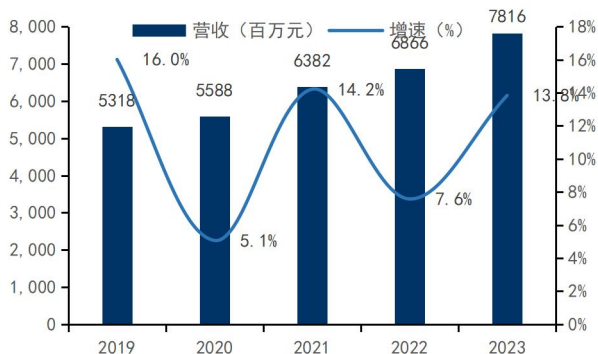
#### 相关研究报告

- 《三生制药 (01530.HK) - 营收实现快速增长，研发管线进入收获期》——2023-08-28
- 《三生制药 (01530.HK) - 业绩稳健增长，自有管线及引进产品值得期待》——2023-03-24
- 《三生制药 (01530.HK) - 疫情影响下经营稳健，毛发健康及 CDMO 业务快速增长》——2022-09-12
- 《三生制药 (01530.HK) - 生物制药稳健增长，毛发健康、CDMO 空间广阔》——2022-04-06

**经营业绩较快增长。**三生制药 2023 年实现营收 78.16 亿元 (+13.8%)，毛利 66.42 亿元 (+17.1%)，毛利率提升至 85.0% (+2.4pct)；公司实现归母净利润 15.49 亿元 (-19.1%)，经调整的经营性归母净利润 19.52 亿元 (+17.7%)。生物制药、毛发健康等业务板块均实现较快增长。基于良好的盈利水平，公司拟派息 0.25 港元/股，对应股息率约 4.5%，并有望维持可持续的派息政策。

注：经调整的经营性归母净利润指归母净利润剔除以下部分的影响：1) 发行 2025 年到期的欧元可转债产生的利息开支；2) 赎回 2025 年可转债的收益；3) 与 2020 年 3 月授出的购股权及奖励股份有关的开支；4) 与子公司三生国健的员工持股计划下的购股权有关的开支；5) 百泌达在其他无形资产中列示的独家分销权终止的撤销开支；6) 视同处置于一家联营公司的投资收益；7) 按公允价值计量且其变动计入损益的金融资产的公允价值变动损益；8) 非经营性汇兑损益。

图1: 三生制药营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



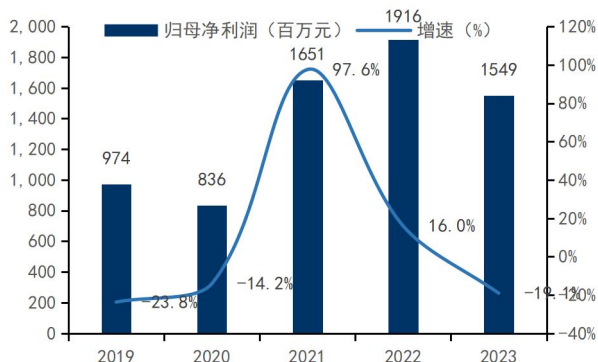
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 三生制药毛利、毛利率及增速 (单位: 百万元、%)



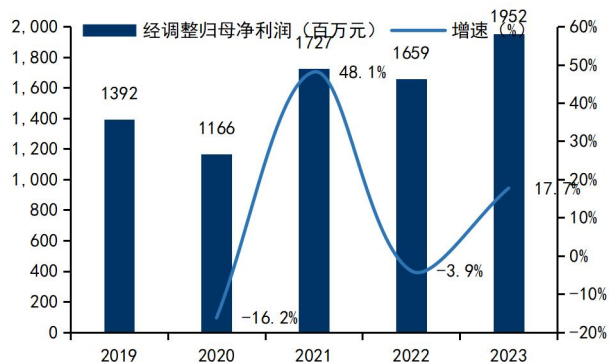
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 三生制药归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 三生制药经调整归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**各项费用率小幅上升。**2023 年公司的研发费用为 7.95 亿元 (+14.6%)，研发费用率 10.2% (+0.1pct)；销售费用为 30.06 亿元 (+16.5%)，销售费用率 38.5% (+0.9pct)；管理费用为 4.81 亿元 (+22.2%)，管理费用率 6.2% (+0.4pct)；财务费用为 2.12 亿元 (+106.6%)，财务费用率 2.7% (+1.2pct)。公司各项费用率同比均有小幅上升。

图5: 三生制药研发费用、研发费用率 (单位: 百万元、%)



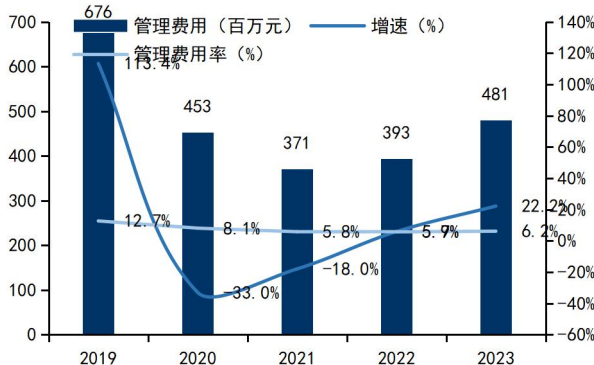
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 三生制药销售费用、销售费用率 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 三生制药管理费用、管理费用率 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 三生制药财务费用、财务费用率 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

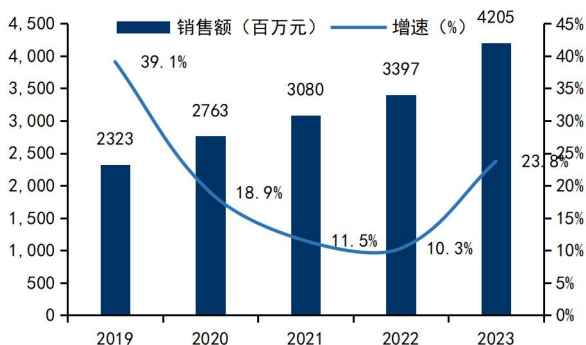
**特比澳: 销售快速增长。**特比澳全年销售 42.05 亿元 (+23.8%)，销售出现快速增长。按销售额估计，2023 年特比澳在中国血小板减少适应症治疗市场的份额为 65.0%；按销售量估计，特比澳占比约 33.4%。随着对于传统白介素类升血小板药物的不断替代、特比澳覆盖医院数目的持续增加，以及适应症的拓展，预计特比澳的销售将会持续增长。

**促红素: 受集采影响出现下滑。**公司的促红素（益比奥 & 赛博尔）全年销售 9.40 亿元 (-16.8%)，销售下滑主要受到了部分地区联盟集采的影响。公司的两个品种市占率 42%，稳居 EPO 产品市占率第一。

**益赛普: 销售重回增长。**益赛普全年销售 5.65 亿元 (+10.5%)，预充剂型已经获批上市，并在 23 年 5 月上市销售。益赛普持续加大医院和科室的覆盖，持续进行基层下沉，用药患者人群有望持续增长。

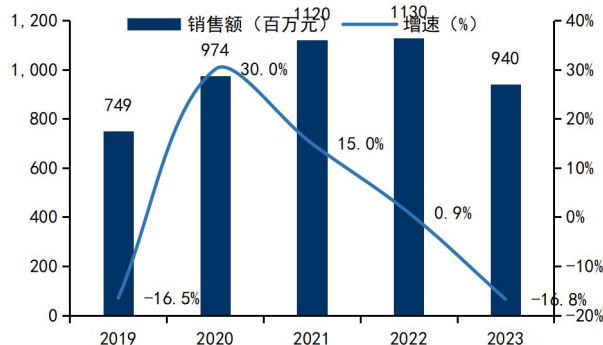
**蔓迪: 延续快速增长趋势。**公司 2023 年在脱发领域的销售额为 11.42 亿元 (+25.9%)，其中核心产品蔓迪销售 11.24 亿元 (+25.8%)，延续了快速增长的趋势。根据中国药学会的数据，蔓迪在 23 年在国内的医疗机构占据了 72.6% 的市场份额。蔓迪泡沫剂已获批上市，差异化的剂型有望成为新的成长动力。

图9: 特比澳销售额及增速 (单位: 百万元、%)



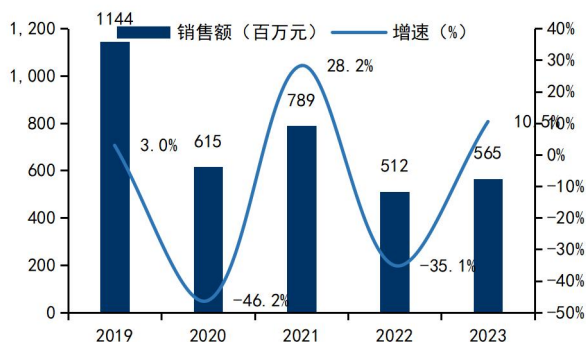
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 促红素销售额及增速 (单位: 百万元、%)



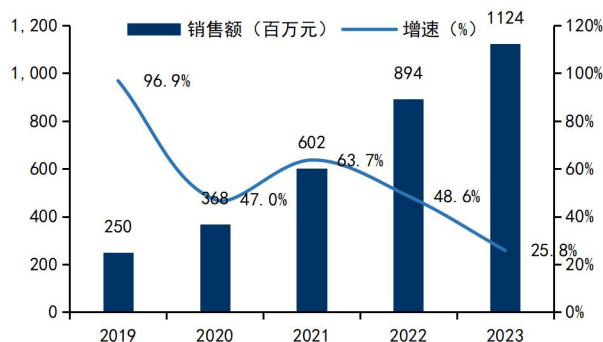
资料来源: 公司公告国信证券经济研究所整理

图11: 益赛普销售额及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 蔓迪销售额及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**自研与BD 并重, 在优势的治疗领域中发力。**三生制药在肾科、血液及肿瘤、自免、毛发皮肤等领域有众多管线开发的布局。肾科领域中, 长效 EPO (SSS06) 3 期临床已完成, 将于近期提交上市申请; 引进的产品 Remitch 已获批上市。血液及肿瘤领域中, 特比澳儿童 ITP 适应症已提交上市申请, 慢性肝病相关的血小板减少症适应症正在进行 3 期临床; 与基石药业合作的 PD1 单抗正在进行 3 期临床。自免领域中, 608 的 3 期临床已达到主要终点, 预计将在下半年申报上市; 613、611、610 等产品已进入 3 期临床。毛发皮肤领域中, 引进产品 Winlevi 同样处于临床试验中。

**投资建议:** 维持“买入”评级。由于 2023 年归母净利润略低于预期, 且公司各项费用率有所上升, 我们下调公司 24-25 年盈利预测; 预计 2024-2026 年公司归母净利润 19.3/21.5/24.2 亿元 (24-25 年前值 23.7/26.3 亿元), 同比增长 24.7%/11.4%/12.6%, 对应当前股价 PE=6.9/6.2/5.5x。公司拥有稳健的增长和良好的盈利水平, 研发管线即将进入收获期, 维持“买入”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2150	2689	2846	4857	6938	营业收入	6859	7816	8623	9377	10289
应收款项	1829	2228	2547	2644	2955	营业成本	1188	1174	1287	1390	1515
存货净额	712	778	734	805	905	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	208	195	272	272	293	销售费用	2580	3006	3299	3569	3906
<b>流动资产合计</b>	<b>9761</b>	<b>9193</b>	<b>9701</b>	<b>11880</b>	<b>14394</b>	管理费用	1201	1438	1551	1654	1779
固定资产	4086	4692	4672	4541	4296	财务费用	252	365	189	167	172
无形资产及其他	5763	6130	5968	5807	5646	投资收益	0	0	(41)	(85)	(81)
投资性房地产	999	478	478	478	478	资产减值及公允价值变动	0	0	0	2	1
长期股权投资	1380	3133	3133	3133	3133	其他收入	346	371	481	495	507
<b>资产总计</b>	<b>21989</b>	<b>23625</b>	<b>23952</b>	<b>25838</b>	<b>27947</b>	营业利润	1985	2203	2737	3009	3343
短期借款及交易性金融负债	363	2112	875	1117	1368	营业外净收支	289	(225)	(464)	(477)	(492)
应付款项	406	245	348	361	372	<b>利润总额</b>	<b>2274</b>	<b>1978</b>	<b>2272</b>	<b>2532</b>	<b>2851</b>
其他流动负债	1024	1371	1420	1475	1547	所得税费用	366	392	341	380	428
<b>流动负债合计</b>	<b>1794</b>	<b>3728</b>	<b>2643</b>	<b>2953</b>	<b>3286</b>	少数股东损益	(7)	37	0	0	0
长期借款及应付债券	4065	2689	2689	2689	2689	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1915</b>	<b>1549</b>	<b>1931</b>	<b>2153</b>	<b>2423</b>
其他长期负债	729	695	755	824	903	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>4794</b>	<b>3384</b>	<b>3444</b>	<b>3513</b>	<b>3592</b>	净利润	1915	1549	1931	2153	2423
<b>负债合计</b>	<b>6588</b>	<b>7111</b>	<b>6087</b>	<b>6466</b>	<b>6878</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	2438	2480	2480	2480	2480	折旧摊销	329	366	481	495	507
股东权益	12963	14034	15386	16893	18589	公允价值变动损失	0	0	0	(2)	(1)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21989</b>	<b>23625</b>	<b>23952</b>	<b>25838</b>	<b>27947</b>	财务费用	252	365	189	167	172
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	454	221	(140)	(31)	(271)
每股收益	0.79	0.64	0.79	0.88	0.99	其它	(7)	25	0	0	0
每股红利	0.00	0.21	0.24	0.26	0.30	<b>经营活动现金流</b>	<b>2691</b>	<b>2161</b>	<b>2273</b>	<b>2614</b>	<b>2658</b>
每股净资产	5.31	5.75	6.31	6.93	7.62	资本开支	0	(810)	(300)	(200)	(100)
ROIC	10%	10%	14%	18%	21%	其它投资现金流	(2961)	1558	0	0	0
ROE	15%	11%	13%	13%	13%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(3020)</b>	<b>(1004)</b>	<b>(300)</b>	<b>(200)</b>	<b>(100)</b>
毛利率	83%	85%	85%	85%	85%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	28%	28%	29%	29%	30%	负债净变化	1630	(1377)	0	0	0
EBITDA Margin	32%	33%	34%	35%	35%	支付股利、利息	0	(516)	(579)	(646)	(727)
收入增长	7%	14%	10%	9%	10%	其它融资现金流	(3584)	3168	(1237)	242	251
净利润增长率	16%	-19%	25%	11%	13%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(324)</b>	<b>(618)</b>	<b>(1816)</b>	<b>(404)</b>	<b>(476)</b>
资产负债率	41%	41%	36%	35%	33%	<b>现金净变动</b>	<b>(653)</b>	<b>539</b>	<b>157</b>	<b>2010</b>	<b>2082</b>
息率	0.0%	3.6%	4.0%	4.5%	5.0%	货币资金的期初余额	2803	2150	2689	2846	4857
P/E	7.0	8.6	6.9	6.2	5.5	货币资金的期末余额	2150	2689	2846	4857	6938
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7	企业自由现金流	0	1539	2154	2613	2761
EV/EBITDA	9.5	8.4	6.9	6.4	5.9	权益自由现金流	0	3038	757	2713	2866

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032