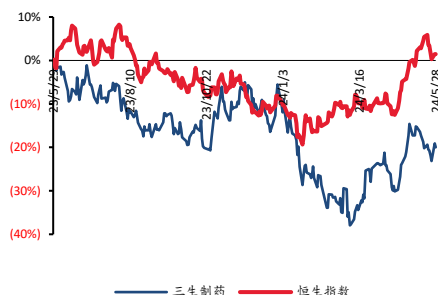


减重领域合作达成，与翰宇药业发挥协同效应

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股) 24.39/24.39
总市值/流通(亿港元) 155.36/155.36
12 个月内最高/最低价 8.08/4.91 (港元)

相关研究报告

<<特比澳儿童 ITP 适应症获批，有望支撑收入端持续增长>>—2024-04-13

<<【太平洋证券】三生制药 (1530.HK): 主营业务稳健增长，创新管线静待花开 (2024.03.21)>>—2024-03-22

<<国内生物制药领先者，持续推进多元化创新布局>>—2024-01-08

证券分析师：周豫

电话:

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

研究助理：刘哲涵

电话:

E-MAIL:

一般证券业务登记编号: S1190123080023

事件: 2024 年 5 月 28 日，公司的全资附属公司三生曼迪翰宇药业签署《司美格鲁肽注射液合作协议》。协议约定，翰宇药业与三生曼迪共同合作开发、独家供应/采购、销售分成司美格鲁肽注射液(减重适应症)。三生曼迪将根据协议约定向翰宇药业支付最高 2.7 亿元里程碑付款，其中包含 4500 万元的临床前技术成果对价款；此外，三生曼迪还将向翰宇药业支付独家采购价以及销售提成。

点评:

与翰宇药业深度合作，布局减重市场。本次合作三生制药将取得翰宇药业的司美格鲁肽开发权，规格与原研在中国大陆地区获批规格一致。合作区域包括：1) 中国；2) 墨西哥、巴西、埃及、巴基斯坦；3) 海湾阿拉伯国家合作委员会成员国及印度尼西亚。三生制药需要支付的费用包括：1) 临床前技术成果的转让对价 4,500 万元；2) 合计最高 5,000 万元的委托开发和注册里程碑付款；3) 最高 3,000 万元的条件性付款；4) 合计最高 14,500 万元的销售里程碑付款；5) 两位数销售提成。

司美格鲁肽原研国内销售额超 50 亿元，翰宇药业减重临床试验 I 期开展中。司美格鲁肽是一种 GLP-1 受体激动剂，通过增加胰岛素释放、降低胰高血糖素释放量、延缓胃排空和降低食欲发挥减重的作用。2023 年司美格鲁肽在中国的销售额为 48.21 亿丹麦克朗(约 50.9 亿人民币)。翰宇药业的司美格鲁肽注射液体重管理适应症 I 期临床目前正在开展中，预计有望在 2026 年申报上市。此外，国内联邦制药、九源基因、丽珠集团、石药集团、倍特生物 5 家企业减重适应症的临床试验正在开展。

双方优势协同，开拓减重新市场。三生制药在电商销售、品牌培育、精准定位及团队搭建具有丰富经验及优势，公司的曼迪 2023 年网上药店销售额超 12 亿人民币。翰宇药业为国内多肽药物先进企业，司美格鲁肽从原料药到制剂生产基地均通过了美国 cGMP 标准现场核查，未来依托各自优势，将充分发挥协同效应，共同开拓产品市场。

投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 87.44/95.35/102.69 亿元，分别同比增长 12%/9%/8%，归母净利润分别为 20.11/22.44/25.08 亿元，分别同比增长 30%/12%/12%，对应估值为 7X/6X/6X，维持“买入”投资评级。

风险提示

产品研发及上市不及预期；竞争加剧的风险；医药行业政策变化风险；药品降价风险；产品销售不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7816	8744	9535	10269
营业收入增长率(%)	14%	12%	9%	8%
归母净利(百万元)	1549	2011	2244	2508

净利润增长率 (%)	-19%	30%	12%	12%
摊薄每股收益 (元)	0.64	0.82	0.92	1.03
市盈率 (PE)	9.16	7.11	6.37	5.70

资料来源：IFIND，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,193	11,758	14,275	16,066
现金	2,689	3,760	5,650	6,269
应收账款及票据	1,095	1,943	2,119	2,567
存货	778	816	902	971
其他	4,631	5,239	5,605	6,259
非流动资产	14,432	13,723	13,299	13,154
固定资产	4,692	4,223	3,801	3,421
无形资产	6,130	5,639	5,188	4,773
其他	3,611	3,861	4,311	4,961
资产总计	23,625	25,480	27,574	29,220
流动负债	3,728	4,090	4,462	4,125
短期借款	2,112	2,312	2,512	2,012
应付账款及票据	212	248	282	317
其他	1,404	1,530	1,669	1,797
非流动负债	3,384	2,884	2,384	1,884
长期债务	2,689	2,189	1,689	1,189
其他	695	695	695	695
储备	14,269	16,282	18,526	21,034
归属母公司股东权益	14,034	16,046	18,291	20,798
少数股东权益	2,480	2,460	2,438	2,413
股东权益合计	16,514	18,506	20,728	23,211
负债和股东权益	23,625	25,480	27,574	29,220

现金流量表 (百万)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	2,083	2,067	3,152	3,034
投资性现金流	-1,345	-476	-766	-1,258
融资性现金流	-353	-548	-520	-1,180
现金增加额	459	1,118	1,940	671

利润表 (百万)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,816	8,744	9,535	10,269
其他收入	20	15	15	15
营业成本	1,174	1,277	1,411	1,520
销售费用	3,006	3,323	3,633	3,912
管理费用	481	533	582	626
研发费用	795	874	953	1,027
财务费用	59	194	145	67
除税前溢利	1,978	2,344	2,614	2,921
所得税	392	352	392	438
净利润	1,586	1,993	2,222	2,483
少数股东损益	37	-20	-22	-25
归属母公司净利润	1,549	2,013	2,244	2,508
EBIT	2,038	2,539	2,759	2,988
EBITDA	2,389	3,472	3,608	3,760
EPS (元)	0.64	0.82	0.92	1.03

预测指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	84.98%	85.40%	85.20%	85.20%
销售净利率	19.82%	23.02%	23.54%	24.42%
ROE	11.04%	12.54%	12.27%	12.06%
ROIC	7.67%	9.38%	9.41%	9.62%
资产负债率	30.10%	27.37%	24.83%	20.56%
净负债比率	12.78%	4.00%	-6.99%	-13.22%
流动比率	2.47	2.87	3.20	3.89
速动比率	2.21	2.61	2.93	3.58
每股收益	0.64	0.83	0.92	1.03
每股净资产	5.75	6.58	7.50	8.53
P/E	9.16	7.11	6.37	5.70
P/B	1.02	0.89	0.78	0.68
EV/EBITDA	6.90	4.34	3.55	2.97

资料来源: IFIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。