



三生制药 (01530.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

核心产品增长可观，自免管线进展不断

业绩简评

8月22日晚间三生制药发布2024年半年报，上半年公司实现营业收入43.9亿元，同比增长16%；归母净利润10.9亿元，同比增长11.1%；经调归母净利润11.1亿元，同比增长1.5%；毛利38亿元，同比增长18.6%。

经营分析

核心产品增长可观：报告期内，特比澳持续扩大人群覆盖，4月适应症拓展至儿童/青少年ITP，实现销售收入24.8亿元（YOY 22.6%），销售额计市占率66.2%；益比奥和赛博尔合计实现销售收入5.2亿元（YOY 11.3%），市占率43%，稳居第一；益赛普持续推进基层下沉，实现销售收入3.3亿元（YOY 9.5%）；赛普汀实现销售收入1.6亿元（YOY 48.9%）。

毛发皮肤产品矩阵持续拓展：报告期内蔓迪销售增长有所放缓，上半年实现销售5.5亿元，同比增长10.0%。产品矩阵逐渐丰富，1月蔓迪泡沫剂获批OTC上市、洗发水等产品系列陆续推出。

新药研发取得重要进展：截至6月30日，研发管线中包括28项在研产品，自免管线进展颇丰。其中，608（抗IL-17A单抗）银屑病PsO III期临床数据揭盲达到主要终点和所有次要终点；611（抗IL-4R单抗），慢性鼻窦炎伴鼻息肉（CRSwNP）II期临床显示疗效显著。

毛利率持续增长，研发投入有所加大。报告期内，公司毛利率86.51%，同比提升1.9pct。销售费用率提升2.7pct，主要由于司美格鲁肽BD交易、双抗等在研产品临床推进、早研靶点开发投入加大等所致。

盈利预测、估值与评级

预计24-26年公司将实现归母净利润17.5/20.7/23.7亿元，对应PE分别为9/8/7倍PE，维持“买入”评级。

风险提示

EP0等集采量价不及预期；其他品种集采；研发进展不及预期；新药销售不及预期等。

医药组

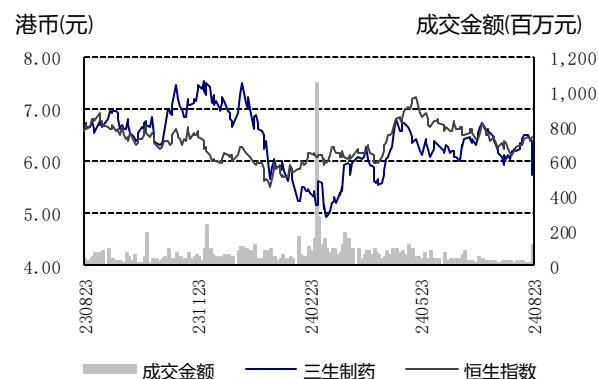
分析师：袁维（执业S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价（港币）：5.730元

相关报告：

1. 《三生制药港股公司点评：基本盘特比澳增长强劲，自免积极推进》，2023.8.25



主要财务指标

项目	12/20	12/23A	12/24E	12/25E	12/26E
营业收入(百万元)	6,859	7,816	9,058	10,091	11,332
营业收入增长率	7.48%	13.94%	15.89%	11.40%	12.30%
归母净利润(百万元)	1,915	1,549	1,755	2,069	2,373
归母净利润增长率	15.97%	-19.09%	13.31%	17.85%	14.69%
摊薄每股收益(元)	0.792	0.641	0.726	0.856	0.982
每股经营性现金流净额	0.90	0.86	1.13	1.24	1.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.77%	11.04%	11.15%	11.61%	11.75%
P/E	8.09	10.00	8.83	7.49	6.53
P/B	1.20	1.10	0.98	0.87	0.77

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	6,382	6,859	7,816	9,058	10,091	11,332
增长率	14.2%	7.5%	13.9%	15.9%	11.4%	12.3%
主营业务成本	1,106	1,188	1,174	1,259	1,433	1,654
%销售收入	17.3%	17.3%	15.0%	13.9%	14.2%	14.6%
毛利	5,276	5,672	6,642	7,799	8,658	9,677
%销售收入	82.7%	82.7%	85.0%	86.1%	85.8%	85.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	2,324	2,580	3,006	3,451	3,834	4,295
%销售收入	36.4%	37.6%	38.5%	38.1%	38.0%	37.9%
管理费用	371	385	481	562	616	680
%销售收入	5.8%	5.6%	6.2%	6.2%	6.1%	6.0%
研发费用	754	693	795	1,060	1,140	1,258
%销售收入	11.8%	10.1%	10.2%	11.7%	11.3%	11.1%
息税前利润 (EBIT)	1,725	1,940	2,364	2,726	3,068	3,445
%销售收入	27.0%	28.3%	30.2%	30.1%	30.4%	30.4%
财务费用	-32	-50	59	159	143	123
%销售收入	-0.5%	-0.7%	0.8%	1.8%	1.4%	1.1%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-67	-94	-30	-107	-60	-60
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	1,725	1,940	2,364	2,726	3,068	3,445
营业利润率	27.0%	28.3%	30.2%	30.1%	30.4%	30.4%
营业外收支	178	378	-297	0	0	0
税前利润	1,869	2,274	1,978	2,460	2,865	3,263
利润率	29.3%	33.2%	25.3%	27.2%	28.4%	28.8%
所得税	241	366	392	713	816	914
所得税率	12.9%	16.1%	19.8%	29.0%	28.5%	28.0%
净利润	1,628	1,908	1,586	1,747	2,048	2,349
少数股东损益	-24	-7	37	-9	-20	-23
归属于母公司的净利润	1,651	1,915	1,549	1,755	2,069	2,373
净利率	25.9%	27.9%	19.8%	19.4%	20.5%	20.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,651	1,915	1,549	1,755	2,069	2,373
少数股东损益	-24	-7	37	-9	-20	-23
非现金支出	-79	-16	344	285	225	222
非经营收益						
营运资金变动	-332	70	-162	-209	-165	-285
经营活动现金净流	1,578	2,180	2,083	2,720	3,003	3,171
资本开支	-1,109	-974	-704	-600	-600	-600
投资	-338	-2,943	-794	-100	-100	-100
其他	161	194	153	-107	-60	-60
投资活动现金净流	-1,287	-3,722	-1,345	-807	-760	-760
股权募资	-409	-476	0	0	0	0
债权募资	-109	1,633	-3	0	0	0
其他	36	-443	-351	-186	-186	-186
筹资活动现金净流	-481	715	-353	-186	-186	-186
现金净流量	-223	-718	459	1,687	2,058	2,225

资产负债表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,803	2,149	2,610	4,297	6,355	8,580
应收账款	2,147	1,829	2,228	2,555	2,812	3,177
存货	691	712	778	798	912	1,059
其他流动资产	2,149	5,070	3,577	3,746	3,864	3,998
流动资产	7,791	9,761	9,193	11,396	13,943	16,814
%总资产	40.5%	44.4%	38.9%	44.6%	50.1%	55.3%
长期投资	701	624	596	596	596	596
固定资产	3,440	4,086	4,692	4,693	4,694	4,695
%总资产	17.9%	18.6%	19.9%	18.4%	16.9%	15.4%
无形资产	5,736	5,763	5,795	5,505	5,230	4,969
非流动资产	11,422	12,228	14,432	14,144	13,869	13,608
%总资产	59.5%	55.6%	61.1%	55.4%	49.9%	44.7%
资产总计	19,213	21,989	23,625	25,539	27,812	30,422
短期借款	150	363	2,112	2,112	2,112	2,112
应付款项	230	249	212	244	275	315
其他流动负债	1,039	1,181	1,404	1,579	1,773	1,994
流动负债	1,420	1,794	3,728	3,935	4,160	4,420
长期贷款	2,436	4,065	2,689	2,689	2,689	2,689
其他长期负债	699	729	695	695	695	695
负债	4,555	6,588	7,111	7,319	7,544	7,804
普通股股东权益	12,227	12,963	14,034	15,749	17,818	20,191
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	12,234	13,133	14,190	15,905	17,974	20,347
少数股东权益	2,430	2,438	2,480	2,471	2,451	2,427
负债股东权益合计	19,213	21,989	23,625	25,539	27,812	30,422

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.683	0.792	0.641	0.726	0.856	0.982
每股净资产	5.059	5.364	5.807	6.517	7.373	8.354
每股经营现金净流	0.653	0.902	0.862	1.126	1.243	1.312
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.50%	14.77%	11.04%	11.15%	11.61%	11.75%
总资产收益率	8.59%	8.71%	6.56%	6.87%	7.44%	7.80%
投入资本收益率	8.38%	7.92%	8.61%	8.16%	8.51%	8.82%
增长率						
主营业务收入增长率	14.22%	7.48%	13.94%	15.89%	11.40%	12.30%
EBIT 增长率	20.80%	12.45%	21.85%	15.33%	12.51%	12.30%
净利润增长率	97.57%	15.97%	-19.09%	13.31%	17.85%	14.69%
总资产增长率	8.68%	14.45%	7.44%	8.10%	8.90%	9.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	78.9	69.7	51.1	60.0	58.0	57.3
存货周转天数	227.8	218.9	241.7	231.3	232.4	233.5
应付账款周转天数	76.0	76.7	65.9	70.8	70.0	69.5
固定资产周转天数	196.2	217.1	218.6	189.1	169.8	151.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.68%	-12.03%	-2.53%	-12.10%	-21.52%	-29.57%
EBIT 利息保障倍数	-53.7	-39.1	40.0	17.1	21.4	28.1
资产负债率	23.71%	29.96%	30.10%	28.66%	27.12%	25.65%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究