

## 核心产品实现快速放量，持续加强创新研发

2024 年 08 月 25 日

➤ **事件:** 8 月 22 日, 三生制药发布 2024 年半年报, 公司上半年实现收入 43.9 亿元, 同比增长 16%; 毛利 38.0 亿元, 同比增长 18.6%; 归母净利润 10.9 亿元, 同比增长 11.1%; 经调整的经营性归母净利润 11.1 亿元, 同比增长 1.5%。

➤ **核心产品增长稳健, 市场渗透率不断提升。**分产品对半年报进行分析, 核心产品特比澳: 2024 年上半年特比澳销售额增加至 24.76 亿元, 同比增长 22.6%, 主要由于特比澳销量的增加, 报告期内特比澳销售额占集团营业收入的 56.4%, 目前特比澳在升血小板药物市场位居首位, 市占率为 66%。益比奥&赛博尔: 2024 年上半年实现收入 5.16 亿元, 同比增长 11.3%, 同样位居 EPO 药物市场第一, 市占率为 33%, 此外益比奥质量标准达到欧洲药典标准, 获得临床充分认可, 两款 EPO 产品在肿瘤领域渗透率双位数提升, 且围手术期贫血纳入 2023 年医保, 进一步打开潜在市场。益赛普: 2024 年上半年实现收入 3.29 亿元, 同比增长 9.5%, 其市场渗透率不断提升, 并积极拓展新剂型, 持续推动基层下沉。赛普汀: 2024 年上半年实现收入 1.62 亿元, 同比增长 48.9%, 其在 CSCO 指南 HER2 阳性晚期乳腺癌获得 I 级推荐。毛发领域产品蔓迪: 2024 年上半年实现收入 5.5 亿元, 同比增长 10.0%, 蔓迪是全球唯一获 FDA 和 CDE 批准上市的脱发外用 OTC 药物, 亦获中国女性雄激素脱发(FAGA)指南最高等级推荐, 另外其泡沫剂型于 2024 年七月获批 OTC 上市, 全新配方不含丙二醇填补敏感人群用药空白。

➤ **持续加大研发, 创新成果凸显。**2024 年 4 月, 三生制药向 CDE 提出将蔓迪 (5%米诺地尔) 泡沫剂作为治疗雄激素性脱发和斑秃的非处方药上市申请已获批准。同月, 三生制药核心产品特比澳新适应症用于治疗儿童或青少年的持续性或慢性原发免疫性血小板减少症获批。2024 年 5 月, 三生蔓迪与深圳翰宇药业股份有限公司签署《司美格鲁肽注射液合作协议》, 协议规定, 翰宇药业与三生制药共同合作开发, 独家供应/采购、销售分成司美格鲁肽注射液 (减重适应症)。三生蔓迪将根据协议向翰宇药业支付最高人民币 2.7 亿元里程碑付款, 其中包含人民币 4500 万元的临床前技术成果对价款。

➤ **投资建议:** 公司多款核心产品均在对应治疗领域占据主导地位, 我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 90.53/103.13/119.38 亿元, 同比增长 15.8%/13.9%/15.8%, 归母净利润分别为 22.51/29.17/33.94 亿元, 对应 PE 为 6/4/4 倍, 维持“推荐”评级。

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

推荐

维持评级

当前价格:

5.73 港元



分析师 王班

执业证书: S0100523050002

邮箱: wangban@mszq.com

研究助理 张梦鸽

执业证书: S0100123070092

邮箱: zhangmengge@mszq.com

## 相关研究

- 三生制药 (1530.HK) 2023 年年报点评: 核心产品业绩稳健, 生物制品板块持续增长-2024/03/21
- 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

## 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	9,053	10,313	11,938
增长率(%)	13.9	15.8	13.9	15.8
净利润	1,549	2,251	2,917	3,394
增长率(%)	-19.1	45.3	29.6	16.4
EPS	0.64	0.93	1.21	1.40
P/E	8	6	4	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 08 月 23 日收盘价, 汇率 1HKD=0.92RMB)

## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>9,193</b>	<b>10,766</b>	<b>12,035</b>	<b>13,611</b>
现金及现金等价物	2,610	3,596	4,763	6,060
应收账款及票据	1,095	1,319	1,325	1,357
存货	778	863	893	1,057
其他	4,710	4,988	5,054	5,137
<b>非流动资产合计</b>	<b>14,432</b>	<b>15,229</b>	<b>16,094</b>	<b>16,981</b>
固定资产	4,692	4,889	5,086	5,283
商誉及无形资产	5,795	6,076	6,377	6,699
其他	3,945	4,263	4,631	4,999
<b>资产合计</b>	<b>23,625</b>	<b>25,994</b>	<b>28,129</b>	<b>30,592</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,728</b>	<b>5,554</b>	<b>5,647</b>	<b>5,769</b>
短期借贷	2,112	3,125	3,125	3,125
应付账款及票据	212	265	274	292
其他	1,404	2,164	2,248	2,352
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,384</b>	<b>2,343</b>	<b>2,343</b>	<b>2,343</b>
长期借贷	2,689	1,641	1,641	1,641
其他	695	702	702	702
<b>负债合计</b>	<b>7,111</b>	<b>7,897</b>	<b>7,990</b>	<b>8,112</b>
普通股股本	0	0	0	0
储备	14,190	15,730	17,727	20,024
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>14,034</b>	<b>15,574</b>	<b>17,571</b>	<b>19,868</b>
少数股东权益	2,480	2,523	2,568	2,613
<b>股东权益合计</b>	<b>16,514</b>	<b>18,098</b>	<b>20,139</b>	<b>22,480</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>23,625</b>	<b>25,994</b>	<b>28,129</b>	<b>30,592</b>

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,083</b>	<b>3,447</b>	<b>3,592</b>	<b>3,932</b>
净利润	1,549	2,251	2,917	3,394
少数股东权益	37	44	44	45
折旧摊销	351	381	390	399
营运资金变动及其他	145	772	241	94
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,345</b>	<b>-1,494</b>	<b>-1,282</b>	<b>-1,313</b>
资本支出	-704	-859	-887	-918
其他投资	-641	-635	-395	-395
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-353</b>	<b>-968</b>	<b>-1,143</b>	<b>-1,321</b>
借款增加	372	-34	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-225	-710	-920	-1,098
其他	-500	-223	-223	-223
<b>现金净增加额</b>	<b>459</b>	<b>985</b>	<b>1,167</b>	<b>1,297</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>7,816</b>	<b>9,053</b>	<b>10,313</b>	<b>11,938</b>
其他收入	20	16	16	16
营业成本	1,174	1,313	1,537	1,755
销售费用	3,006	3,214	3,671	4,262
管理费用	481	435	495	573
研发费用	795	996	1,155	1,361
财务费用	59	68	63	53
权益性投资损益	-30	-45	-27	-27
其他损益	-312	-53	-15	-15
除税前利润	1,978	2,945	3,365	3,908
所得税	392	651	404	469
净利润	1,586	2,294	2,962	3,439
少数股东损益	37	44	44	45
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,549</b>	<b>2,251</b>	<b>2,917</b>	<b>3,394</b>
EBIT	2,038	3,013	3,428	3,961
EBITDA	2,389	3,394	3,818	4,360
EPS (元)	0.64	0.93	1.21	1.40

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入	13.94	15.82	13.92	15.76
归属母公司净利润	-19.09	45.27	29.62	16.36
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	84.98	85.50	85.10	85.30
净利率	19.82	24.86	28.29	28.43
ROE	11.04	14.45	16.60	17.08
ROIC	7.67	10.27	12.11	12.79
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	30.10	30.38	28.40	26.52
净负债比率(%)	13.26	6.47	0.02	-5.76
流动比率	2.47	1.94	2.13	2.36
速动比率	2.18	1.73	1.92	2.13
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.34	0.36	0.38	0.41
应收账款周转率	6.50	7.50	7.80	8.90
应付账款周转率	5.09	5.50	5.70	6.20
每股指标 (元)				
每股收益	0.64	0.93	1.21	1.40
每股经营现金流	0.86	1.43	1.49	1.63
每股净资产	5.81	6.44	7.27	8.22
<b>估值比率</b>				
P/E	8	6	4	4
P/B	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.21	4.37	3.88	3.40

## 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，并不构成对客户的投资建议，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