

# 三生制药 (1530.HK)

## 多款产品续约医保，研发管线进展加速

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6859.4	7815.9	8863.3	9988.9	11407.3
增长率 yoy (%)	7.5	13.9	13.4	12.7	14.2
归母净利润 (百万元)	1914.9	1549.2	2004.9	2212.3	2475.7
增长率 yoy (%)	16.0	-19.1	29.4	10.3	11.9
ROE (%)	14.8	11.0	12.7	12.4	12.4
EPS 最新摊薄 (元)	0.8	0.6	0.8	0.9	1.0
P/E (倍)	7.1	8.8	6.8	6.2	5.5
P/B (倍)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

**2024 年国家医保目录结果公布, 公司多款产品成功续约/新增。**其中续约产品包括公司重点产品特比澳 (重组人血小板生成素)、伊尼妥 (HER2 单抗), 新增产品包括盐酸纳呋拉啡口崩片, 用于改善血液透析患者的瘙痒症。本轮医保谈判将一类的化药、一类的生物制品等全球性创新药作为重点支持对象, 部分国内创新药谈判价格与往年相当, 体现了对国产创新药的持续鼓励, 预期公司特比澳续约价格稳定, 优于市场预期。此外, 根据公司最新公告, 公司 2024 年 6 月购回合共 21,227,000 股股份作为库存股份并于下半年进行注销, 占截至 12 月 17 日已发行股份总数的约 0.89%, 每股盈利水平将进一步提升。

**公司研发管线储备丰富, 逐步进入兑现阶段。**截至 2024H1, 公司在研产品达 28 项, 研发进展顺利, 其中特比澳: CLDT 适应症 III 期临床达到终点; SSS06: CKD 贫血适应症 NDA 获受理; 痤疮治疗药物 Winlevi: 12 岁以上寻常型痤疮 III 期桥接患者入组; 608 (IL-17A 抗体): 成人中重度银屑病 III 期临床完成 52 周研究工作, 达到主要终点。紫杉醇口服溶液在 24 年 9 月获批, 用于治疗晚期胃癌。克拉考特酮乳膏剂治疗寻常痤疮的中国 III 期桥接临床试验已于 2024 年 5 月开始, 有望在 2025 年提交 NDA 申请, 并于 2026 年获批上市。美格鲁肽 (GLP-1) 减重适应症目前已进入 III 期临床阶段, 公司将发挥在销售和渠道端长期积累的优势, 有望在减重产品领域复制蔓迪的成功经验。

**公司生发产品长期增长, 蔓迪下半年收入预期提速。**蔓迪 (米诺地尔酊) 作为国内首款获批上市的 OTC 米诺地尔, 在国内脱发市场具有较强的品牌认知, 截至 23 年底市占率高达 72%。蔓迪新款泡沫剂年中在全平台发售, 当前销售推向均优先导向泡沫剂。根据公司公告, 2024 年“双十一”期间蔓迪蝉联多平台榜单榜首, 蔓迪主品牌荣登天猫 OTC 品牌 GMV 榜单第一, 蔓迪泡沫剂荣获京东大药房 OTC 单品榜单支付 GMV 第一。公司围绕蔓迪采取多元化的线上、线下销售策略, 预期下半年相关收入有望提速。

**投资建议:** 公司核心产品医保谈判成功续约, 预期续约价格相对稳定。公司研发管线丰富, 未来三年逐步进入收获期, 同时较早布局大健康领域, 生发、皮肤科产品具备先发优势。我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 88.63 亿元、99.89 亿元、114.07 亿元, 归母净利润 20.04 亿元、22.12 亿元、24.76 亿元, 当前股价对应的 PE 倍数分别为 6.8X、6.2X、5.5X, 维持“增持”评级。

增持 (维持评级)	
<b>股票信息</b>	
行业	医药
2024 年 12 月 18 日收盘价 (港元)	6.140
总市值 (百万港元)	14708.82
流通市值 (百万港元)	14708.82
总股本 (百万股)	2395.57
流通股本 (百万股)	2395.57
近 3 月日均成交额 (百万港元)	39.55

### 股价走势



### 作者

分析师 刘鹏  
执业证书编号: S1070520030002  
邮箱: liupeng@cgws.com

### 相关研究

- 《国内生物制药先驱, 在研产品储备丰富》  
2024-11-07

风险提示：行业竞争加剧，产品销售放缓，研发进度放缓，行业政策不及预期。

### 财务报表和主要财务比率

#### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	9,761	9,193	12,129	15,358	18,889
现金	2,359	2,885	5,439	8,229	11,185
应收票据及应收账款	1,310	1,095	1,616	1,822	2,080
其他应收款	373	976	823	928	1,060
预付账款	-	-	-	-	-
存货	712	778	763	869	1,024
其他流动资产	5,007	3,459	3,487	3,510	3,540
<b>非流动资产</b>	12,228	14,432	13,376	12,319	11,262
长期股权投资	624	596	596	596	596
固定资产	4,086	4,692	3,957	3,222	2,487
无形资产	-	-	-	-	-
其他非流动资产	5,559	7,215	7,215	7,215	7,215
<b>资产总计</b>	21,989	23,625	25,505	27,677	30,151
<b>流动负债</b>	1,794	1,794	3,728	3,841	4,065
短期借款	363	2,112	2,112	2,112	2,112
应付票据及应付账款	249	212	242	276	325
其他流动负债	1,181	1,404	1,487	1,678	1,922
<b>非流动负债</b>	4,794	3,384	3,384	3,384	3,384
长期借款	4,065	2,689	2,689	2,689	2,689
其他非流动负债	729	695	695	695	695
<b>负债合计</b>	6,588	7,111	7,265	7,499	7,801
少数股东权益	2,438	2,480	2,483	2,487	2,491
股本	0	0	0	0	0
资本公积	12,963	14,034	14,034	14,034	14,034
留存收益	0	0	1,762	3,707	5,883
归属母公司股东权益	12,963	14,034	15,796	17,741	19,917
<b>负债和股东权益</b>	21,989	23,625	25,505	27,677	30,151

#### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	2180	2083	2,676	2,969	3,157
净利润	1908	1586	1,680	1,929	2,193
折旧摊销	211	351	1,057	1,057	1,057
财务费用	101	212	208	198	188
其他经营现金流	-40	-67	-268	-215	-281
<b>投资活动现金流</b>	-3722	-1345	379	379	379
资本支出	944	738	0	0	0
其他投资现金流	-4666	-2083	328	287	287
<b>筹资活动现金流</b>	715	-353	-450	-466	-488
短期借款	213	1748	-208	-198	-188
长期借款	1630	-1377	0	0	0
其他筹资现金流	-1128	-725	-243	-268	-300
<b>现金净增加额</b>	-827	385	2,554	2,790	2,956

#### 利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	6,859	7,816	8,863	9,989	11,407
营业成本	1,188	1,174	1,214	1,382	1,629
营业税金及附加	356	444	482	543	620
销售费用	2,580	3,006	3,403	3,816	4,358
管理费用	1,078	1,276	1,507	1,698	1,939
财务费用	101	212	208	198	188
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-34	-30	-20	0	0
<b>营业利润</b>	1,524	1,673	2,049	2,351	2,673
其他非经营损益	750	305	400	350	350
<b>利润总额</b>	2,274	1,978	2,449	2,701	3,023
所得税	366	392	441	485	543
<b>净利润</b>	1,908	1,586	2,008	2,216	2,480
少数股东损益	-7	37	3	4	4
<b>归属母公司净利润</b>	1,915	1,549	2,005	2,212	2,476
EBITDA	2,586	2,542	3,714	3,956	4,268
EPS (元/股)	0.79	0.64	0.84	0.92	1.03

#### 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	7.5	13.9	13.4	12.7	14.2
营业利润 (%)	17.2	-16.9	26.6	10.3	11.9
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	82.7	85	21.3	9.1	10.7
净利率 (%)	27.8	20.3	46.1	6.5	7.9
ROE (%)	14.8	11	22.4	13	12.2
ROIC (%)	10.5	11.4	1.6	3.1	3.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	30	30.1	28.3	26.7	25.3
净负债比率 (%)	13.4	11.6	-4.2	-18.2	-30.1
流动比率	5.4	2.5	3.2	3.8	4.3
速动比率	5	2.2	2.9	3.5	4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	5.2	7.1	5.5	5.5	5.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.8	0.6	0.8	0.9	1
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.9	0.9	1.1	1.2	1.3
每股净资产 (最新摊薄)	5.4	5.8	6.6	7.4	8.3
<b>估值比率</b>					
P/E	7.8	9.7	6.8	6.2	5.5
P/B	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	0.1	0.7	-0.2	-0.8	-1.4

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编：100044

传真：86-10-88366686