

买入

创新药快速推进，多轮驱动促增长

三生制药 (1530. HK)

2024-12-30 星期一

目标价：9.03 港元
现价：6.09 港元
预计升幅：48.28%

重要数据

日期	2024-12-30
收盘价 (港元)	6.09
总股本 (亿股)	24.17
总市值 (亿港元)	147
净资产 (亿元)	169
总资产 (亿元)	239
52 周高低 (港元)	7.85/4.73
每股净资产 (元)	6.5

数据来源：Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

TMF (Gayman) Ltd. (23.88%)
Decade Sunshine Limited (19.73%)
BlackRock, Inc. (5.1%)

相关报告

深度报告：三生制药-20200924
更新报告：三生制药-20210401
更新报告：三生制药-20220404
更新报告：三生制药-20230328
更新报告：三生制药-20240731

研究部

姓名：林兴秋
SFC: BLM040
电话：0755-21519193
Email: linxq@gyzq.com.hk

➤ 核心品种成功续约

核心品种特比澳成功续约 2024 年医保并新增儿童 ITP 适应症，HER2 单抗-伊尼妥成功续约，盐酸纳呋拉啡口崩片新进入医保目录。核心品种的成功续约，为公司的业绩增长提供了保障。2024 年中期公司实现总营业收入人民币 44.02 亿元，同比增长 16.12%；税前利润为 14.22 亿元，同比增长 19.08%；实现净利润 10.90 亿元，同比增长 11.15%。特比澳销售额 24.8 亿元，同比增长 22.6%。

➤ 创新研发管线加速推进，多款产品已提交上市申请：

公司在创新药物研发领域表现强劲，在研产品种类涵盖肾科、肿瘤、自身免疫等共 30 种在研产品。其中 25 项在中国内地作为创新药物开发。这些在研产品中，15 项为抗体，7 项为其他生物制品，6 项为小分子药物。公司和东阳光药就苯磺酸克立福替尼达成了合作协议。获得克立福替尼特定适应症在中国大陆的独家商业化权利。合作产品 Winlevi 是全球首款上市的针对 12 岁以及上的寻常痤疮患者的外用雄激素受体抑制剂，于 2021 年 11 月获得 FDA 批准上市，国内的桥接试验已经开展，有望于 25 年上市销售，市场空间广阔。司美格鲁肽减重适应症有望于 26 年获批上市。蔓迪泡沫剂型上市，蔓迪系列将维持高增长。创新的生物药包括 SSS06 是用于治疗贫血的第二代 rhEPO 产品、608 是用于治疗自身免疫性疾病及其他炎症性疾病的抗 IL-17A 抗体已递交上市申请。611（一种用于治疗特应性皮炎的抗 IL4R α 抗体）、610（一种用于治疗严重哮喘的抗 IL-5 抗体）有望于 2026、2027 年上市，创新产品的推进，将促进公司持续增长。

➤ 再次覆盖给予买入评级，目标价 9.03 港元

公司持续加大研发投入，在研产品线丰富。特比澳等品种成功续约，蔓迪泡沫剂型上市，蔓迪将维持高增长，业绩将会继续保持增长，预计公司 2024-2026 年收入分别是人民币 87.07 亿元、97.31 亿元、107.1 亿元，EPS 分别为人民币 0.84 元、0.98 元、1.10 元，给予公司 2024 年 10 倍 PE，对应目标价为 9.03 港元，较现价有 48.28% 的上涨空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	6382.0	6862.6	7712.1	8707.3	9730.9	10710.0
同比增长 (%)	14.21%	7.53%	12.38%	12.90%	11.76%	10.06%
净利润	1,651.25	1,908.00	2,263.49	1979.91	2325.09	2606.46
同比增长 (%)	97.6%	15.5%	18.6%	12.53%	17.43%	12.10%
每股盈利 (元)	0.68	0.79	0.66	0.84	0.98	1.10
PE@6.09HKD	10.17	8.55	9.77	7.65	6.53	5.83

数据来源：wind、三生制药年报、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

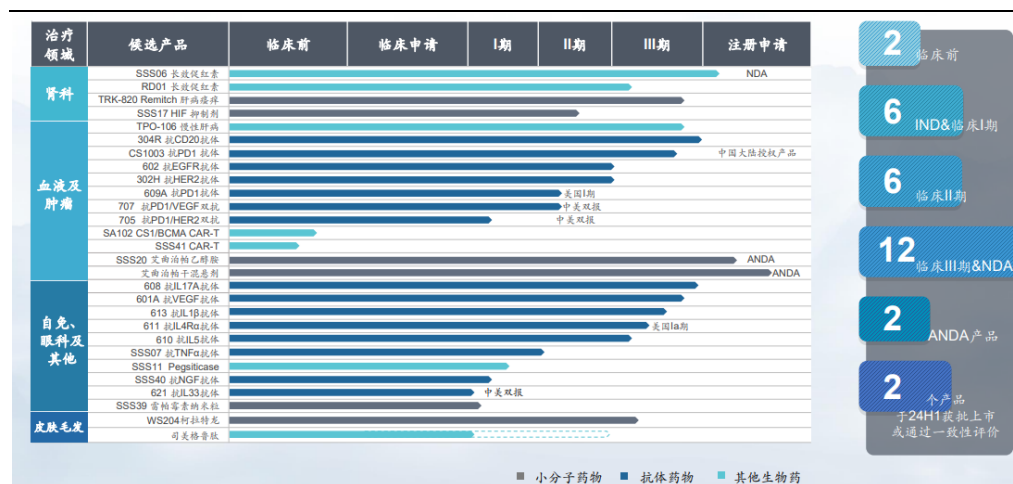
核心品种成功续约

核心品种特比澳成功续约 2024 年医保并新增儿童 ITP 适应症，HER2 单抗-伊尼妥成功续约，盐酸纳呋拉啡口崩片新进入医保目录。核心品种的成功续约，为公司的业绩增长提供了保障。2024 年中期公司实现总营业收入人民币 44.02 亿元，同比增长 16.12%；税前利润为 14.22 亿元，同比增长 19.08%；实现净利润 10.90 亿元，同比增长 11.15%。特比澳销售额 24.8 亿元，同比增长 22.6%。

创新研发管线加速推进，多款产品已提交上市申请：

公司在创新药物研发领域表现强劲，在研产品种类涵盖肾科、肿瘤、自身免疫等共 30 种在研产品。其中 25 项在中国内地作为创新药物开发。这些在研产品中，15 项为抗体，7 项为其他生物制品，6 项为小分子药物。公司和东阳光药就苯磺酸克立福替尼（克立福替尼）达成了合作协议。获得克立福替尼特定适应症在中国大陆的独家商业化权利。合作产品 Winlevi 是全球首款上市的针对 12 岁及以上的寻常痤疮患者的外用雄激素受体抑制剂，于 2021 年 11 月获得 FDA 批准上市，国内的桥接试验已经开展，有望于 25 年上市销售，市场空间广阔。司美格鲁肽减重适应症有望于 26 年获批上市。

图 1：公司研发管线布局及进度



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

创新的生物药包括 SSS06 是用于治疗贫血的第二代 rhEPO 产品、608 是用于治疗自身免疫性疾病及其他炎症性疾病的抗 IL-17A 抗体。611（一种用于治疗特应性皮炎的抗 IL4Rα 抗体）、610（一种用于治疗严重哮喘的抗 IL-5 抗体）有望于 2026、2027 年上市，这些创新产品的推进，将促进公司业绩持续增长。Pegsiticase (SSS11) 的 III 期试验已完成，公司正在中国开展 SSS11 的 I 期试

验。NuPIA0 (SSS06)的 III 期试验结果良好，已经递交申请上市。

公司核心产品业绩稳定增长：

公司核心产品包括 rhTPO 产品特比澳、rhEPO 产品益比奥与赛博尔、益赛普、蔓迪。2024 年中期均出现了稳定增长。

1) **特比澳**：24 年中期特比澳的销售额增加至约人民币 2475.9 百万元，同比增长 22.6%。血小板减少是慢性肝病常见的并发症，其程度与肝病的严重程度相关。肝硬化患者中约 78% 发生不同程度的血小板减少。每年 1.3 万新发儿童 ITP 患者 1 以及 35 万+CLDT 患者，临床充分验证安全性及有效性；获《肝病相关血小板减少症临床管理中国专家共识》推荐用于治疗肝病相关血小板减少症（HRT），特比澳为公司自主研发的专利产品，于 2006 年推出后成为全球唯一商业化的 rhTPO 产品。

2) **益比奥&赛博尔**：24 年中期益比奥及赛博尔的销售额增加至约人民币 515.7 百万元，同比增长约 11.3%。稳居 EPO 产品市占率第一。其质量标准达到欧洲药典标准，获得临床充分认可。并且随着围手术期贫血适应症纳入 2023 版医保支付范围，打开千万人群潜在市场。

3) **蔓迪**：24 年中期销售额增加至约人民币 549.8 百万元，同比增长 10.0%。蔓迪用于治疗雄激素性脱发和斑秃。米诺地尔作为科学、有效、安全、便捷的生发用药认可度持续提升，蔓迪荣登 2023 年 OTC 皮肤类化药榜。米诺地尔是全球唯一获得美国食品药品监督管理局（“FDA”）和国家药监局批准上市的用于治疗男女脱发的外用非处方药物。外用米诺地尔通过：1) 促进血管生成，增加局部血液供应并扩张头皮血管，改善微循环；2) 直接刺激毛囊上皮细胞的增殖和分化，延长毛发生长期；及 3) 通过调节钙钾离子平衡等作用，共同促进毛发生长。在《中国人雄激素性脱发诊疗指南》（中国医师协会发布）中，米诺地尔对于 AGA 的防脱发及改善效果、安全性都优于其他种类治疗药物，获得指南最高推荐等级。在《女性雄激素性脱发诊断与治疗中国专家共识（2022 年版）》中，5%米诺地尔在女性雄激素性脱发（FAGA）中亦获得最高推荐等级。蔓迪泡沫剂型上市，蔓迪系列将维持高增长。

4) **益赛普**：于报告期，益赛普的销售额（国内及海外）增加至约人民币 328.6 百万元，较去年同期同比增长约 9.5%。益赛普（注射用重组人 II 型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白）是 TNF α 抑制剂产品，自 2017 年起，益赛普被纳入《国家医保目录》乙类药物，用于治疗 RA 和 AS（两者均需遵守特定医疗先决条件），并自 2019 年起用于治疗成人重度斑块状银屑病患者。益赛普是中国内地市场推出的首个 TNF α 抑制剂产品，填补了国内企业在全人源治疗性抗体类药物的空白。与竞争者相比，益赛普的有效性和安全性已在中国市场经过近二十年的验证。2023 年，益赛普在中国内地 TNF α 抑制剂市场的市场份额为 22.7%。在 CMA 发布的权威文件《2018 年中国类风湿关节炎诊疗指南》中，益赛普被纳入“TNF α 抑制剂”通称下作为 RA 的治疗选择之一，并且 TNF α 抑制剂被视为在 RA 治疗中证据较为充分、应用较为广泛的生物制剂。益赛普预充式注射剂的上市为患者提供了便利，并增强了益赛普的整体市场竞争力。

5) **赛普汀**：销售额增加至约人民币 161.7 百万元，同比增长 48.9%。赛普汀（伊尼妥单抗）是中国内地第一个 Fc 段修饰及生产工艺优化的创新抗 HER2 单抗。根据《中华医学会临床肿瘤学会（CSCO）乳腺癌诊疗指南（2022 年版）》，伊尼妥单抗（赛普汀）被列为 HER2 阳性晚期乳腺癌患者的最高级别推荐治疗选择——I 级推荐。根据中国国家卫生健康委员会发布的《乳腺癌诊疗指南（2022 年版）》，伊尼妥单抗（赛普汀）为晚期乳腺癌治疗方案之一。伊尼妥单抗也开展了大量真实世界研究以及临床专家发起的研究，不断获得新的循证证据。伊尼妥单抗（赛普汀）的多份临床研究已经被遴选于 2023 年美国临床肿瘤学会（ASCO）年会发布。凭借出色的疗效和安全性以及越来越多的临床应用，医生及患者对赛普汀的接受度一直稳步上升。此次成功续约医保。

再次覆盖给予买入评级，目标价 9.03 港元：

公司持续加大研发投入，在研产品线丰富。特比澳等品种成功续约，蔓迪泡沫剂型上市，蔓迪将维持高增长，业绩将会继续保持增长，预计公司 2024-2026 年收入分别是人民币 87.07 亿元、97.31 亿元、107.1 亿元，EPS 分别为人民币 0.84 元、0.98 元、1.10 元，给予公司 2024 年 10 倍 PE，对应目标价为 9.03 港元，较现价有 48.28% 的上涨空间，给予“买入”评级。

风险提示：

药品降价风险；

新产品上市进度、研发进度低于预期；

药品销售量的低于预期。

财务报表摘要：

损益表

百万元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	6382.0	6862.6	7712.1	8707.3	9730.9	10710.0
销售成本	-1106.3	-1187.9	-1174.3	-1602.1	-1790.5	-1970.6
毛利	5275.7	5674.7	6370.2	7105.1	7940.4	8739.4
其他收入	330.1	750.0	500.0	370.0	450.0	455.0
分销开支	-2324.02	-2577.60	-2753.22	-3091.09	-3454.47	-3802.05
行政费用	-371.49	-384.31	-516.71	-565.97	-632.51	-696.15
经营盈利	1972.37	2413.79	2757.18	2584.45	2990.25	3330.67
财务开支	-66.53	-101.00	-109.08	-214.42	-216.57	-218.73
应占联营公司利润						
研发费用	-753.87	-693.00	-783.09	-818.63	-843.19	-868.49
其他开支	-184.02	-356.00	-60.00	-415.00	-470.00	-497.00
税前盈利	1868.74	2279.79	2638.10	2360.03	3450.10	3450.10
所得税	-241.19	-366.00	-374.61	-335.12	-392.58	-439.48
少数股东应占利润	-23.67	6.90	-10.00	-45.00	-47.00	-49.00
其他全面收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1651.25	1908.00	2263.49	1979.91	2325.09	2606.46
折旧及摊销	338.00	300.00	300.00	320.00	320.00	320.00
EBITDA	2310.37	2713.79	3057.18	2904.45	3310.25	3650.67
增长						
总收入 (%)	14.22%	7.53%	12.38%	12.90%	11.76%	10.06%
EBITDA (%)	58.47%	17.46%	12.65%	-5.00%	13.97%	10.28%
净利润 (%)	97.57%	15.55%	18.63%	-12.53%	17.43%	12.10%

资产负债表

百万元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	2868.08	2150.29	3981.70	3211.72	4258.78	5565.64
交易性金融资产	1900.02	4861.05	1100.00	3335.63	3368.98	3402.67
应收账款	2147.48	1829.03	1747.12	2249.91	2272.41	2295.13
存货	690.52	712.16	480.19	785.32	793.17	801.10
其他流动资产	249.41	208.39	229.23	198.12	200.10	202.10
流动资产	7855.52	9760.92	7538.24	9780.69	10893.44	12266.64
固定资产	3440.22	4086.10	4208.68	4334.94	4464.99	4465.99
贷款	7981.66	8141.69	8456.35	8784.12	9125.56	9125.56
非流动资产	11421.88	12227.79	12665.03	13119.06	13590.55	13591.55
总资产	19277.39	21988.71	20203.27	22899.75	24484.00	25858.20
流动负债	1419.99	1793.39	1808.89	2334.47	2469.73	2613.05
应付账款	230.41	249.50	252.00	263.00	257.06	257.06
短期银行贷款	150.19	363.00	384.78	407.87	432.34	432.34
其他短期负债	1039.39	1180.89	1172.11	1663.60	1780.33	1923.66
非流动负债	3134.79	4794.32	4150.48	4151.48	4151.48	4151.48
长期银行贷款	2435.75	4065.48	4065.48	4065.48	4065.48	4065.48
其他负债	699.04	728.84	85.00	86.00	86.00	86.00
总负债	4554.78	6587.71	5959.37	6485.95	6621.21	6764.53
少数股东权益	2430.35	2430.35	263.65	263.65	264.65	265.65
股东权益	14722.62	15401.00	14243.91	16413.80	24484.00	25858.20

财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力						
毛利率 (%)	82.7%	82.7%	82.6%	81.6%	81.6%	81.6%
EBITDA 利率 (%)	36.2%	39.5%	39.6%	33.4%	34.0%	34.1%
净利率 (%)	25.9%	27.8%	29.3%	22.7%	23.9%	24.3%
ROE	11.22%	12.39%	15.89%	12.06%	9.50%	10.08%
ROA	8.57%	8.68%	11.20%	8.65%	9.50%	10.08%
营运表现						
SG&A/收入 (%)	5.82%	5.60%	6.70%	6.50%	6.50%	6.50%
实际税率 (%)	12.91%	16.05%	14.20%	14.20%	11.38%	12.74%
股息支付率 (%)	0.00%	0.00%	-9.94%	-12.49%	-11.70%	-11.48%
库存周转天数	216.11	215.49	162.16	97.36	58.16	59.16
应付账款天数	76.02	76.66	78.33	59.92	52.40	47.61
应收账款天数	122.82	97.28	82.69	94.31	85.24	78.22
财务状况						
净负债/资产负债率	0.24	0.30	0.29	0.28	0.27	0.26
收入/总资产	0.33	0.31	0.38	0.38	0.40	0.41
总资产/股本	1.31	1.43	1.42	1.40	1.00	1.00

现金流量表

百万元，财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1651.25	1908.00	2263.49	1979.91	2325.09	2606.46
折旧与摊销	338.00	300.00	300.00	320.00	320.00	320.00
营运资本变动	-332.04	-200.00	-162.03	-200.00	-200.00	-200.00
其他非现金调整	-78.00	200.00	344.19	200.00	120.00	120.00
营运现金流	1579.21	2208.00	2745.65	2299.91	2565.09	2846.46
资本开支	-1108.98	-1131.16	-704.34	-718.43	-732.80	-747.45
其他投资活动	-177.53	-181.08	-641.02	-667.68	-681.04	-694.66
投资活动现金流	-1286.51	-1312.24	-1345.36	-1386.11	-1413.83	-1442.11
负债变化	-108.76	-110.94	-2.51	-2.56	-2.61	-2.66
股本变化	-408.77	-416.95	0.34	0.35	0.35	0.36
股息	0.00	0.00	224.88	247.37	272.10	299.32
其他融资活动	36.41	37.14	-575.69	-605.19	-403.11	-432.94
融资活动现金流	-481.12	-490.74	-352.98	-360.04	-133.26	-135.93
汇率变动影响	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	7.00
现金变化	-188.42	405.02	459.41	600.56	1047.06	1306.85
期初持有现金	3090.84	2868.08	2151.75	2611.16	3211.72	4258.78
期末持有现金	2868.08	3263.39	2611.16	3211.72	4258.78	5565.64

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>