

## 买入

## 业绩持续增长，新药研发快速推进

三生制药 (1530.HK)

2021-04-01 星期四

目标价:	<b>9.75 港元</b>
现价:	6.87 港元
预计升幅:	41.9%

## 重要数据

日期	2021-04-01
收盘价 (港元)	6.87
总股本 (亿股)	25.44
总市值 (亿港元)	174.7
净资产 (亿元)	130.93
总资产 (亿元)	176.78
52 周高低 (港元)	14.50/6.73
每股净资产 (元)	5.15

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 主要股东

Decade Sunshine Limited (23.60%)
CS Sunshine Investment Limited (18.59%)
TMF (Cayman) Ltd. (4.31%)
JPMorgan Chase & Co. (1.34%)

## 相关报告

深度报告: 三生制药-20200924

## 研究部

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

## ➤ 核心产品收入稳健，业绩有望继续增长：

尽管 2020 年受到疫情和医保谈判等影响，公司业绩仍然保持稳定增长，2020 年年度实现收益 55.8 亿人民币，同比上升 5.1%；毛利为 45.25 亿元，同比上升 3.0%；同口径正常化后，归母净利润为 14.16 亿元，同比上升 5.3%。目前共有四款核心产品，其中三款产品 2020 年销售额强势增长。特比澳在 2020 年医保谈判影响下，收入同比上升 19% 至 27.63 亿人民币，占整体营收的 49.5%；促红素产品包括益比奥和赛博尔销量回升，收入同比增长 30% 至 9.74 亿元；蔓迪收入大幅增长 47% 至 3.68 亿元，主要原因是市场对脱发及生发需求的增加，以及受多元化及有效的促销活动带动，线上收入同比增长超过 100%；益赛普受政策压价影响，收入下降 46% 至 6.15 亿元，未来将持续下沉覆盖县域医疗机构，今年销售额有望增长 30%。赛普汀作为国内首个获批的 HER2 单抗，2020 年已被成功纳入医保目录，峰值至少 15 亿元。

## ➤ 创新研发管线丰富，研发团队实力深厚：

公司在研产品种类涵盖肾科、肿瘤、自身免疫等共 34 种在研产品，其中 24 种为国家新药。1) 赛普汀获批上市，和化疗联合用于治疗 HER2 阳性的转移性乳腺癌，3 月已进入医保。2) IL-4 抗体 611 获得美国食药监局临床试验批准，中国 IND 已获批，近期将启动 Ib 期临床试验。3) 抗 VEGF 抗体 601A，用于治疗 AMD 及糖尿病视网膜黄斑水肿病变患者的 I 期病人入组完成，近期启动 pmCNV 适应症 II 期临床。4) 抗 IL-5 抗体 610 获临床试验批准，Ia 期临床入组完成。5) 抗 IL-17A 抗体 608，完成 I 期病人入组，II 期临床准备。6) 抗 EGFR 抗体 602 已启动该产品用于结直肠癌患者的 II 期临床。7) 用于多类癌症患者的抗 PD1 抗体 609A 美国 I 期临床入组完成，中国 I 期临床患者入组。8) CD20 单抗 304R 正在进行 III 期临床核查。另外，6 款左右小分子产品推进至 BE 阶段。同时集团与多个公司包括 Numab、Toray、Selecta、GenSight 展开合作，20 年底三生国健与 Verseau 达成合作协议，选取 VSIG-4 和 PSGL-1 两个靶点，开展临床前研究。

## ➤ 再次覆盖给予买入评级，目标价 9.75 港元

公司持续加大研发投入，在研产品线丰富。核心产品长期业绩将会继续保持增长，预计公司 2021-2022 年收入分别是人民币 64.13 亿元、75.09 亿元，EPS 分别为人民币 0.63 元、0.75 元，给予公司 2021 年 13 倍目标 PE，对应目标价为 9.75 港元，较现价有 41.9% 的上涨空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
营业额	4583.9	5318.1	5587.6	6413.2	7508.6
同比增长(%)	22.8%	16.0%	5.1%	14.8%	17.1%
净利润	1277.2	973.7	771.1	1596.9	1920.1
同比增长(%)	38.2%	-23.3%	-21.3%	107.1%	20.2%
净利润率(%)	27.9%	18.4%	13.8%	24.9%	25.6%
每股盈利(元)	0.50	0.38	0.33	0.63	0.75
PE@6.87HKD	11.54	15.18	17.48	9.16	7.69

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

### 2020 年年度业绩简述:

公司 2020 年年度实现收益 55.8 亿人民币，同比上升 5.1%；毛利为 45.25 亿元，同比上升 3.0%；同口径正常化后，归母净利润为 14.16 亿元，同比上升 5.3%；研发费用为 5.90 亿元，同比增长 12.1%，占营业收入 10.6%；公司 EPS 录得 0.33 元。

图 1: 2020 年收入同比增长 5.1% 至 55.8 亿元



图 2: 公司 2020 年归母净利润同比下降 5.3% 至 14.16 亿元



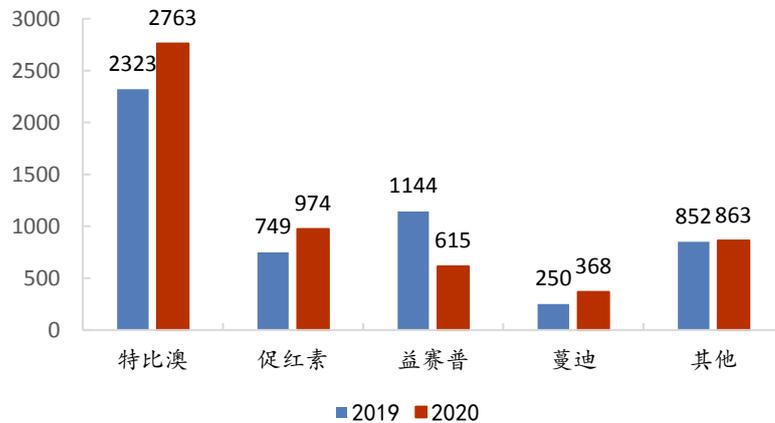
资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

### 2020 年公司核心产品业绩保持稳健增长:

尽管 2020 年受到疫情和医保谈判等影响，公司业绩仍然保持稳定增长，目前共有四款核心产品，其中三款产品 2020 年销售额强势增长。特比澳为目前公司收入占比最大的产品，是中国唯一获准上市的充足人血小板生成素产品，2020 年医保谈判影响下，收入同比上升 19% 至 27.63 亿人民币，占整体营收的 49.5%；促红素产品包括益比奥和赛博尔销量回升，收入同比增长 30% 至 9.74 亿元；蔓迪是唯一一种受到《中国雄激素性秃发诊疗指南》推荐的外用药物，收入大幅增长 47% 至 3.68 亿元，主要原因是市场对脱发及生发需求的增加，以及受多元化及有效的促销活动带动，线上收入同比增长 100% 左右；益赛普受政策压价影响，收入下降 46% 至 6.15 亿元，未来将持续下沉覆盖县城医疗机构。另外，赛普汀作为国内首个获批的 HER2 单抗，2020 年已被成功纳入医保目录，未来将迅速放量增长。

图 3：2020 年公司核心产品收入情况



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**创新研发管线丰富，研发团队实力深厚：**

公司在研产品种类涵盖肾科、肿瘤、自身免疫及其他、皮肤疾病四个种类共 34 种在研产品，其中 24 种为国家新药。2020 年部分在研产品已取得重大进展。1) 赛普汀获批上市，和化疗联合用于治疗 HER2 阳性的转移性乳腺癌，3 月已进入医保。2) IL-4 抗体 611 用于治疗特异性皮炎（湿疹）患者，获得美国食药监局临床试验批准，中国 IND 已获批，近期将启动 Ib 期临床试验。3) 抗 VEGF 抗体 601A，用于治疗 AMD 及糖尿病视网膜黄斑水肿病变患者的 I 期病人入组完成，近期启动 pmCNV 适应症 II 期临床。4) 抗 IL-5 抗体 610 获临床试验批准，Ia 期临床入组完成。5) 抗 IL-17A 抗体 608，完成 I 期病人入组，II 期临床准备。6) 抗 EGFR 抗体 602 已启动该产品用于结直肠癌患者的 II 期临床。7) 用于多类癌症患者的抗 PD1 抗体 609A 美国 I 期临床入组完成，中国 I 期临床患者入组。8) SSS11 于贫血患者的多次 I 期临床已经完成，随机 II 期临床的患者已经招募完成。9) CD20 单抗 304R 正在进行 III 期临床核查。另外，6 款左右小分子产品推进至 BE 阶段。同时集团与多个公司包括 Numab、Toray、Selecta、GenSight 展开合作，20 年底三生国健与 Verseau 达成合作协议，选取 VSIG-4 和 PSGL-1 两个靶点，开展临床前研究。

图 4：2020 年公司研发管线布局与进展情况



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 再次覆盖给予买入评级,目标价 9.75 港元:

公司持续加大研发投入，在研产品线丰富。核心产品长期业绩将会继续保持增长，预计公司 2021-2022 年收入分别是人民币 64.13 亿元、75.09 亿元，EPS 分别为人民币 0.63 元、0.75 元，给予公司 2021 年 13 倍目标 PE，对应目标价为 9.75 港元，较现价有 41.9% 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

	2016A	2017A	2018E	2019A	2020A	2021E	2022E
收入	2,797.3	3,734.3	4583.9	5318.1	5587.6	6413.2	7508.6
销售成本	402.3	676.2	877.3	925.4	1062.9	1212.1	1404.1
毛利	2,395.0	3,058.1	3706.6	4392.7	4524.7	5201.1	6104.5
其他收入	215.6	195.8	429.8	218.1	178.2	180.0	190.0
分销开支	(1,017.2)	(1,332.7)	(1,691.2)	(1,950.7)	(2,019.7)	(2,302.3)	(2,680.6)
行政费用	(301.2)	(315.1)	(316.8)	(676.0)	(452.8)	(429.7)	(503.1)
经营盈利	1,010.0	1,257.8	1,642.1	1,343.5	1,090.6	1,932.0	2,297.0
财务开支	(147.7)	(141.4)	(138.4)	(109.5)	(81.1)	(82.7)	(89.3)
应占联营公司利润							
研发费用	(282.2)	(348.3)	(486.4)	(526.6)	(590.3)	(667.1)	(753.8)
其他开支				(114.0)	(549.5)	(50.0)	(60.0)
税前盈利	850.1	1,102.0	1,495.5	1,223.0	979.1	1,836.1	2,195.2
所得税	(135.8)	(177.6)	(218.3)	(242.8)	(208.0)	(239.2)	(275.1)
少数股东应占利润	1.7	(11.0)	0.1	6.5	(64.7)	3.2	0.0
其他全面收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	712.6	935.4	1,277.2	973.7	835.8	1,596.9	1,920.1
折旧及摊销	164.1	247.3	315.2	324.5	330.9	337.6	344.3
EBITDA	1,174.0	1,505.1	1,957.4	1,668.0	1,421.5	2,269.6	2,641.4
增长							
总收入 (%)	67.2%	33.5%	22.7%	16.0%	5.1%	14.8%	17.1%
EBITDA (%)	70.6%	28.2%	30.0%	-14.8%	-14.8%	59.7%	16.4%
净利润 (%)	35.4%	31.3%	36.5%	-23.8%	-14.2%	91.1%	20.2%

**资产负债表**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018E	2019A	2020A	2021E	2022E
现金	674.4	2396.4	1791.1	2082.1	3090.8	2762.8	3260.7
其他短期投资	364.8	705.9	68.2	472.2	1272.9	1100.0	1100.0
应收账款	926.5	1783.3	2177.9	1490.6	1570.9	1532.5	1525.2
存货	262.4	376.5	384.6	528.5	619.5	325.6	228.7
其他流动资产	12.6	14.1	15.8	22.8	0.0	0.0	0.0
流动资产	2240.7	5276.2	4437.5	4596.2	6554.1	5720.9	6114.5
固定资产	1762.8	1759.7	1792.0	1988.8	2621.4	2700.0	2781.0
贷款	7035.3	6717.1	7610.2	8224.3	8376.9	8713.1	9063.9
非流动资产	8798.1	8476.8	9402.1	10213.1	10998.3	11413.1	11844.9
总资产	11038.8	13753.0	13839.7	14809.3	17552.4	17134.0	17959.5
流动负债	1143.6	2195.8	1655.5	1611.7	1450.9	1389.6	1430.6
应付账款	58.8	274.6	112.9	149.8	203.3	205.3	207.4
短期银行贷款	518.5	1087.5	570.3	484.0	360.2	381.8	404.7
其他短期负债	566.4	833.8	972.3	978.0	887.5	802.5	818.5
非流动负债	3128.8	3927.5	3276.7	2838.3	3133.9	2667.5	2797.7
长期银行贷款	2540.7	3318.7	2724.3	2318.0	2461.4	2584.5	2713.7
其他负债	588.2	608.9	552.4	520.2	672.5	83.0	84.0
总负债	4272.5	6123.3	4932.3	4450.0	4584.9	4057.1	4228.3
少数股东权益	243.8	232.9	292.9	734.3	2404.0	235.7	263.7
股东权益	6766.3	7629.7	8907.4	10359.3	12967.5	13077.0	13731.1

**财务分析**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018E	2019A	2020A	2021E	2022E
盈利能力							
毛利率 (%)	85.6%	81.9%	80.9%	82.6%	81.0%	81.1%	81.3%
EBITDA 利率 (%)	42.0%	40.3%	42.7%	31.4%	25.4%	35.4%	35.2%
净利率 (%)	25.5%	25.0%	27.9%	18.3%	15.0%	24.9%	25.6%
ROE	10.5%	12.3%	14.3%	9.4%	6.4%	12.2%	14.0%
ROA	6.5%	6.8%	9.2%	6.6%	4.8%	9.3%	10.7%
营运表现							
SG&A/收入 (%)	10.8%	8.4%	6.9%	12.7%	8.1%	6.7%	6.7%
实际税率 (%)	16.0%	16.1%	14.6%	19.9%	21.2%	13.0%	12.5%
股息支付率(%含优先)	0.0%	0.0%	11.8%	1.7%	2.3%	1.5%	1.5%
库存周转天数	(180.0)	(172.4)	(158.3)	(180.1)	(197.1)	(142.3)	(72.0)
应付账款天数	(53.3)	(148.2)	(47.0)	(59.1)	(69.8)	(61.8)	(53.9)
应收账款天数	120.9	174.3	173.4	102.3	102.6	87.2	74.1

**财务状况**

净负债/总资产	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
收入/总资产	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
总资产/股本	1.6	1.8	1.6	1.4	1.4	1.3	1.3

**现金流量表**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018E	2019A	2020A	2021E	2022E
净利润	712.6	935.4	1277.2	973.7	835.8	1596.9	1920.1
折旧与摊销	164.1	247.3	315.2	324.5	330.9	337.6	344.3
营运资本变动	3.5	(246.0)	(243.1)	344.5	(253.0)	326.4	203.7
其他非现金调整	124.2	137.4	(199.0)	244.7	29.4	3.5	0.4
营运现金流	1004.3	1074.1	1150.3	1887.4	943.1	2264.3	2468.5
资本开支	(466.0)	(259.2)	(462.4)	(486.3)	(496.0)	(505.9)	(516.0)
其他投资活动	(3915.0)	(384.0)	56.5	(647.5)	103.7	(102.6)	(357.2)
投资活动现金流	(4381.0)	(643.2)	(405.9)	(1133.7)	(392.3)	(608.5)	(873.2)
负债变化	2817.6	1487.0	(1188.9)	(515.1)	(712.2)	(934.3)	(1184.5)
股本变化	0.0	0.0	(40.6)	(31.0)	2.0	3.0	4.0
股息	0.0	0.0	(150.8)	(16.3)	(19.6)	(23.5)	(28.2)
其他融资活动	(107.4)	(169.3)	(9.4)	108.1	109.2	110.3	111.4
融资活动现金流	2710.2	1317.7	(1389.7)	(454.4)	(620.7)	(844.6)	(1097.3)
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0
现金变化	(666.5)	1748.6	(645.3)	290.2	(69.8)	811.2	497.9
期初持有现金	1183.0	516.5	2265.1	1619.8	1910.0	1840.2	2651.4
期末持有现金	516.5	2265.1	1619.8	1910.0	1840.2	2651.4	3149.3

# 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>