

# 买入

# 生物药保持稳定，毛发健康业务持续高增长

## 三生制药 (1530.HK)

2022-09-08 星期四

目标价:	7.72 港元
现价:	5.46 港元
预计升幅:	41.4%

### 重要数据

日期	2022-09-07
收盘价 (港元)	5.46
总股本 (亿股)	24.39
总市值 (亿港元)	133
净资产 (亿元)	144.2
总资产 (亿元)	205.2
52 周高低 (港元)	8.65/4.58
每股净资产 (元)	5.91

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

Decade Sunshine Limited (18.90%)  
 CS Sunshine Investment Limited (18.72%)  
 BlackRock, Inc. (7.42%)

### 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

### 研究部

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

### 2022 年中期核心产品业绩稳定增长:

2022 年中期实现收益 30.91 亿人民币, 同比轻微下降 0.5%; 毛利为 25.65 亿元, 同比下降 0.9%; 同口径正常化后, 归母净利润为 9.94 亿元, 同比上升 6.9%; 研发费用为 2.94 亿元, 同比下降 14.7%, 占营业收入 9.5%。核心产品方面, 特比澳收入同比上升 3.5%至 15.75 亿人民币, 占整体营收的 51%; rhEPO 板块下的益比奥增长 0.6%至 4.07 亿元、赛博尔下降 9.1%至 1.26 亿元; 益赛普收入 2.34 亿元, 同比下降 45.5%; 蔓迪收入大幅增长 42.0%至 3.66 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。

### 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 33 种在研产品, 其中 26 种为国家新药。报告期内: 报告期内: 1) 预充式益赛普水针剂、米诺地尔泡沫剂型、盐酸纳味拉啡口腔崩解片 (TPK820) 已向国家药监局递交 NDA 并获受理; 2) 抗 IL-4R $\alpha$  单抗在美国进行的 Ia 临床试验已完成, 于中国内地的特应性皮炎患者的 II 期研究预计于下半年开始患者入组工作, 该药用于治疗 CRS 的 IND 申请已获受理; 3) 抗 VEGF 单抗 (601A), 已完成 601A AMD 及糖尿病黄斑水肿(DME)的二期试验, BRVO 三期试验已获国家药监局批准并计划于今年下半年开始首例患者入组工作; 4) 公司曾授权合作伙伴 Selecta 使用 pegsiticase 用于开发针对慢性难治性通风的组合疗法 SEL-212, 目前该项目已在美国开展 III 期临床试验; 5) 用于治疗贫血的 NuPIAO (EPO, SSS06)三期试验的首例患者入组已于 2022 年 3 月完成; 6) 已完成 CD20 单抗 304R 的 III 期临床中的数据内部审核以及 304R 与利妥昔单抗在零肿瘤负荷非霍奇金淋巴瘤的安全性及药代动力学相关头对头试验。

### 再次覆盖给予买入评级, 目标价 7.72 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 2022-2024 年收入分别是人民币 70.54 亿元、79.11 亿元、88.65 亿元, EPS 分别为人民币 0.68 元、0.76 元、0.85 元, 给予公司 2022 年 10.0 倍目标 PE, 对应目标价为 7.72 港元, 较现价有 41.4%的上涨空间, 给予“买入”评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	5587.6	6382.0	7054.1	7911.2	8864.6
同比增长(%)	5.1%	14.2%	10.5%	12.15%	12.05%
净利润	835.8	1651.2	1699.8	1864.1	2075.3
同比增长(%)	-14.2%	97.6%	1.1%	11.6%	11.3%
净利润率(%)	15%	25.9%	23.7%	23.6%	23.4%
每股盈利(元)	0.33	0.65	0.68	0.76	0.85
PE@5.46HKD	14.7	7.5	7.1	6.4	5.7

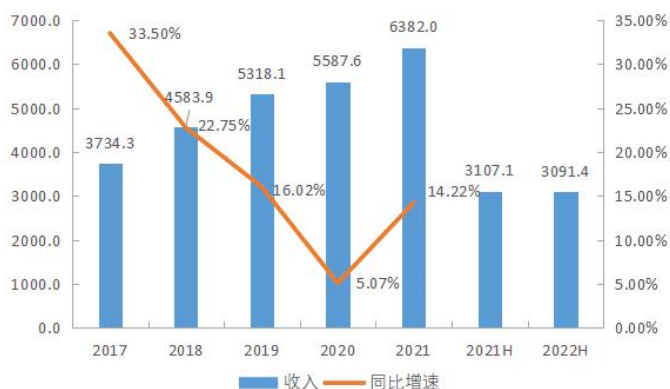
数据来源: wind、三生制药年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 2022 年中期业绩简述:

截至 2022 年 6 月 30 日, 公司实现收益 30.91 亿人民币, 同比轻微下降 0.5%; 毛利为 25.65 亿元, 同比下降 0.9%; 同口径正常化后, 归母净利润为 9.94 亿元, 同比上升 6.9%; 研发费用为 2.94 亿元, 同比下降 14.7%, 占营业收入 9.5%; 公司 EPS 录得 0.39 元, 同比增长 11.4%。

图 1: 2017 至 2021 年收入情况 (人民币百万元)



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

图 2: 2017 至 2021 年净利润情况 (人民币百万元)



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

### 2022 年中期公司核心产品业绩保持稳定:

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。

1) 特比澳销售额同比增长 3.5% 至 15.75 亿人民币, 约占集团收入总额的 51%, 特比澳是目前全球唯一商业化的 rhTPO 产品, 其在纳入 2021 年《国家医保目录》后, 覆盖医院持续增加, 患者支付压力减少。特比澳销售量占中国的血小板减少症治疗领域市场份额的 27.0%, 销售额占 66.0%, 该药在包括菲律宾、泰国等在内的 9 个国家获批上市, 正在亚洲、非洲、南美洲等国家进行注册。特比澳应用于儿童 ITP 适应症的 III 期临床试验已于 2022 年 5 月达到预设的主要终点, 应用于有血小板减少风险的肝功能障碍患者的 Ib/II 期临床试验已完成, 公司正计划提交其三期临床试验申请。随着适应症的增加以及 rhTPO 逐渐成为升血小板的首选推荐药物, 特比澳的营业额将持续增加。

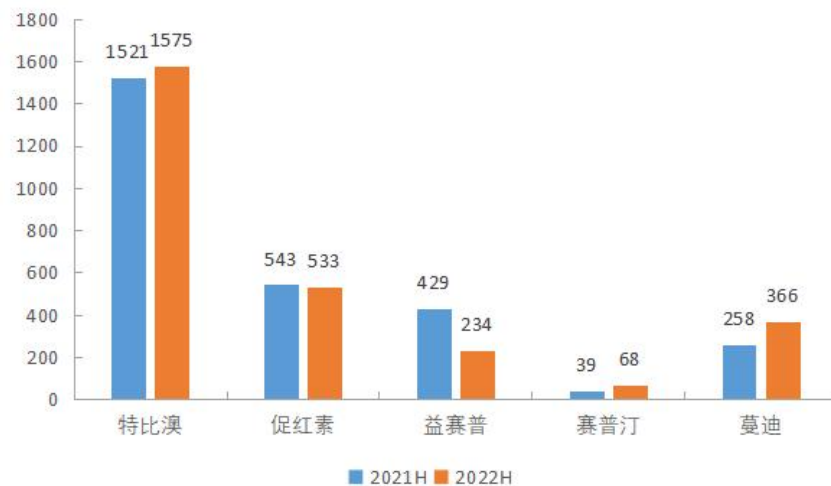
2) 益比奥同比增长 0.6% 至 4.07 亿元, 赛博尔同比下降 9.1% 至 1.26 亿元, 两款产品总销售额占集团收入总额的 17.2%, 销售额的减少主要由于出厂价的下降。益比奥目前获批用于治疗慢性肾病引起的贫血症、化疗引起的贫血症、外科围手术期的红细胞动员, 于 2000 年纳入《国家医保目录》乙类药, 其覆盖基层医疗机构数目持续增加, 目前正在进行针对贫血的第 2 代长效 rhEPO—NuPIAO 的 III 期临床试验正在进行, 对于聚乙二醇长效 rhEPO, 公司计划于今年下半年提交 III 期临床试验申请。

3) 益赛普销售额同比下降 45.5% 至 2.34 亿人民币, 占集团收入总额的 7.6%, 下

降主要是由于 COVID-19 疫情及竞争加剧的严重影响。益赛普是肿瘤坏死因子 (TNF)  $\alpha$  抑制剂产品, 目前获批的适应症为 RA、强制性脊柱炎和银屑病, 于 2017 年纳入《国家医保目录》乙类药, 用于治疗 RA 和 AS, 是国内第一款上市的 TNF $\alpha$  抑制剂。在 2022 年上半年, 益赛普占国内 TNF $\alpha$  抑制剂市场份额的 28.2%。数据显示, 中国生物制剂 DMARDS 用于治疗 RA 的使用率为 8.3%, 相比北美地区的 50.7%, 仍存在较大的增长空间, 益赛普仍有广阔的增长前景。另外, 公司在 2021 年 7 月向国家药监局提交预充式益赛普水针剂的新药申请并获受理。

4) 蔓迪销售额同比增长 42.0% 至 3.66 亿人民币, 包括蔓迪在内的脱发领域总体销售同比增 40.6% 至 3.74 亿人民币, 占集团收入总额的 12.1%。蔓迪用于治疗雄激素性脱发和斑秃。蔓迪于 2022 年上半年占内地市场份额的 71.9%, 其销售覆盖 2000 余家医疗机构、销售渠道覆盖近 90000 家零售药店及天猫、京东等互联网销售平台。2022 年上半年, 蔓迪电商收入占总收入的 53%。此外, 蔓迪泡沫剂的上市申请已获国家药监局受理。

**图 3: 2022 年中期公司核心产品收入情况 (人民币百万元)**



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, 多款产品已提交上市申请:

截至 2022 年 6 月 30 日, 公司在研产品 33 项, 其中 18 项为单抗或双特异性抗体, 7 项为其他生物制品及 8 项为小分子药物。主要领域为肿瘤、自身免疫疾病、肾科等。报告期内: 1) 预充式益赛普水针剂、米诺地尔泡沫剂型、盐酸纳呋拉啡口腔崩解片 (TPK820) 已向国家药监局递交 NDA 并获受理, 其中盐酸纳呋拉啡是与日本东丽合作产品, 用于改善血液透析患者的瘙痒症, 目前国内针对皮肤瘙痒的主要药物是抗组胺药, 但针对血液透析患者的瘙痒效果不佳, TPK820 有望成为国内第一款针对此适应症的药物; 2) 抗 IL-4R  $\alpha$  单抗在美国进行的 Ia 临床试验已完成, 于中国内地的特应性皮炎患者的 II 期研究预计将于今年下半年开始患者入组工作, 该药用于治疗 CRS 的 IND 申请已于 2022 年 6 月获得受理; 3) 抗 VEGF 单抗 (601A), 已完成 601A AMD 及糖尿病黄斑水肿 (DME) 的二期试验, BRVO 三期试验已获国家药监局批准并计划于今年下半年开始首例患者入组工作; 4) 公司曾授权合作伙伴 Selecta 使用 pegsiticase 用于开发针对慢性难治性通风的组合法

SEL-212, 目前该项目已在美国开展 III 期临床试验; 5) 用于治疗贫血的 NuPIAO (EPO, SSS06)三期试验的首例患者入组已于 2022 年 3 月完成; 6) 特比澳应用于儿童 ITP 适应症的 III 期临床试验已于 2022 年 5 月达到预设的主要终点, 应用于有血小板减少风险的肝功能障碍患者的 Ib/II 期临床试验已完成, 公司正计划提交其 III 期临床试验申请。7) 已完成 CD20 单抗 304R 的 III 期临床中的数据内部审核以及 304R 与利妥昔单抗在零肿瘤负荷非霍奇金淋巴瘤的安全性及药代动力学相关头对头试验。8) 公司的 CDMO 业务于 2021 年开始独立运营, 业务涉及单抗、双抗、中和抗体、疫苗、mRNA 产品的生产, 能够满足生物制药从早期临床到大规模商业化生产需求。目前旗下德生生物正在规划建设 19.9 万升的原液生产线, 每年产能预计可达 1 亿剂, 首期 7.6 万升产能预计于 2022 年陆续投产。

**再次覆盖给予买入评级,目标价 7.72 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 2022-2024 年收入分别是人民币 70.54 亿元、79.11 亿元、88.65 亿元, EPS 分别为人民币 0.68 元、0.76 元、0.85 元, 给予公司 2022 年 10.0 倍目标 PE, 对应目标价为 7.72 港元, 较现价有 41.4% 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

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	5318.1	5587.6	6382.0	7054.1	7911.2	8864.6
销售成本	925.4	1062.9	1106.3	1269.7	1424.0	1595.6
毛利	4392.7	4524.7	5275.7	5784.4	6487.2	7269.0
其他收入	218.1	178.2	330.1	150.0	150.0	150.0
分销开支	(1,950.7)	(2,019.7)	(2,324.0)	(2,518.3)	(2,824.3)	(3,164.7)
行政费用	(676.0)	(452.8)	(371.5)	(472.6)	(530.0)	(593.9)
经营盈利	1,343.5	1,090.6	1,972.4	2,031.6	2,260.2	2,512.6
财务开支	(109.5)	(81.1)	(66.5)	(71.8)	(77.6)	(83.8)
应占联营公司利润						
研发费用	(526.6)	(590.3)	(753.9)	(851.9)	(962.6)	(1,087.8)
其他开支	(114.0)	(549.5)	(184.0)	(60.0)	(60.0)	(60.0)
税前盈利	1,223.0	979.1	1,868.7	1,947.1	2,172.6	2,418.8
所得税	(242.8)	(208.0)	(241.2)	(277.4)	(308.5)	(343.5)
少数股东应占利润	6.5	(64.7)	(23.7)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
其他全面收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	973.7	835.8	1,651.2	1,669.8	1,864.1	2,075.3
折旧及摊销	324.5	367.3	300.0	300.0	300.0	300.0
EBITDA	1,668.0	1,457.9	2,272.4	2,331.6	2,560.2	2,812.6
增长						
总收入 (%)	16.0%	5.1%	14.2%	10.5%	12.1%	12.1%
EBITDA (%)	-18.2%	-12.6%	55.9%	2.6%	9.8%	9.9%
净利润 (%)	-23.3%	-14.2%	97.6%	1.1%	11.6%	11.3%

**资产负债表**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	2082.1	3090.1	2803.3	4009.1	5203.3	6367.8
其他短期投资	472.2	1272.9	1900.0	1100.0	1100.0	1100.0
应收账款	1490.6	1570.9	2147.5	2017.6	1923.3	1831.8
存货	528.5	619.5	690.5	457.9	308.2	207.2
其他流动资产	22.8	126.5	249.4	274.3	301.8	332.0
流动资产	4596.2	6679.9	7790.7	7859.0	8836.5	9838.8
固定资产	1988.8	2621.4	3440.2	3543.4	3649.7	3759.2
贷款	8224.3	8376.9	7981.7	8289.0	8608.9	8942.0
非流动资产	10213.1	10998.3	11421.9	11832.4	12258.6	12701.3
总资产	14809.3	17678.2	19212.6	19691.4	21095.2	22540.0
流动负债	1611.7	1450.9	1420.0	1429.9	1447.1	1469.2
应付帐款	149.8	203.3	230.4	232.7	235.0	237.4
短期银行贷款	484.0	360.2	150.2	159.2	168.8	178.9
其他短期负债	978.0	887.5	1039.4	1038.0	1043.3	1052.9
非流动负债	2838.3	3133.9	3134.8	2641.5	2770.4	2905.7
长期银行贷款	2318.0	2461.4	2435.7	2557.5	2685.4	2819.7
其他负债	520.2	672.5	699.0	84.0	85.0	86.0
总负债	4450.0	4584.9	4554.8	4071.4	4217.5	4374.9
少数股东权益	734.3	2404.0	2430.3	263.7	263.7	263.7
股东权益	10359.3	13093.3	14657.8	15620.0	16877.7	18165.2

**财务分析**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力						
毛利率 (%)	82.6%	81.0%	82.7%	82.0%	82.0%	82.0%
EBITDA 利率 (%)	31.4%	26.1%	35.6%	33.1%	32.4%	31.7%
净利率 (%)	18.3%	15.0%	25.9%	23.7%	23.6%	23.4%
ROE	9.4%	6.4%	11.3%	10.7%	11.0%	11.4%
ROA	6.6%	4.7%	8.6%	8.5%	8.8%	9.2%
营运表现						
SG&A/收入 (%)	12.7%	8.1%	5.8%	6.7%	6.7%	6.7%
实际税率 (%)	19.9%	21.2%	12.9%	14.2%	14.2%	14.2%
股息支付率 (%)	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
库存周转天数	180.1	197.1	216.1	165.1	98.2	58.9
应付账款天数	(59.1)	(69.8)	(76.0)	(66.9)	(60.2)	(54.3)
应收账款天数	102.3	102.6	122.8	104.4	88.7	75.4
财务状况						
净负债/资产负债率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
收入/总资产	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
总资产/股本	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2

**现金流量表**

百万元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	973.7	835.8	1651.2	1669.8	1864.1	2075.3
折旧与摊销	324.5	367.3	300.0	300.0	300.0	300.0
营运资本变动	344.5	(301.9)	(200.0)	(200.0)	(200.0)	(200.0)
其他非现金调整	244.7	443.3	200.0	200.0	200.0	200.0
营运现金流	1887.4	1344.6	1951.2	1969.8	2164.1	2375.3
资本开支	(486.3)	(981.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他投资活动	(647.5)	(888.0)	(2056.4)	(2262.1)	(2488.3)	(2737.1)
投资活动现金流	(1133.7)	(1869.5)	(2056.4)	(2262.1)	(2488.3)	(2737.1)
负债变化	(515.1)	27.3	0.0	0.0	0.0	0.0
股本变化	(31.0)	(10.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(16.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他融资活动	108.1	1533.5	(188.3)	1500.0	1515.0	1530.2
融资活动现金流	(454.4)	1550.7	(188.3)	1500.0	1515.0	1530.2
汇率变动影响	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0
现金变化	290.2	1025.8	(293.5)	1207.7	1190.8	1168.4
期初持有现金	1792.6	2082.9	3090.8	2803.3	4009.1	5203.3
期末持有现金	2082.9	3090.8	2803.3	4009.1	5203.3	6367.8

# 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

## 免责声明

### 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>