

# 买入

## 研发管线推进顺利，蔓迪持续高增长

**三生制药 (1530.HK)**

2023-03-28 星期二

目标价:	<b>11.25 港元</b>
现价:	8.04 港元
预计升幅:	40%

### 重要数据

日期	2023-3-28
收盘价 (港元)	8.04
总股本 (亿股)	24.39
总市值 (亿港元)	196
净资产 (亿元)	144.2
总资产 (亿元)	205.2
52 周高低 (港元)	9.10/4.58
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 年全年业绩稳定增长

2022 年实现收益 68.69 亿人民币, 同比上升 7.32%; 毛利额为 56.72 亿人民币, 同比增长 7.5%, 净利润为 19.15 亿元, 同比上升 16.0%; 正常化归母净利润 21.6 亿元, 同比增长 25.2%, 研发费用为 6.93 亿元。特比澳收入同比上升 10.3% 至 33.97 亿人民币; rhEPO 板块整体收入同比上升 0.9% 至 11.29 亿元, 市占率 44.5% 稳居第一; 益赛普收入 5.12 亿元, 同比下降 35.1%; 赛普丁收入大幅增长 138.1% 至 1.59 亿元; 蔓迪收入大幅增长 48.1% 至 8.91 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; CDMO 业务同比增长 49.6% 至 1.66 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 31 种在研产品。1) 预充式益赛普水针剂、米诺地尔泡沫剂型(蔓迪)、盐酸纳味拉啡口腔崩解片(TPK820)、那曲肝素钙注射液(赛博宁)、两性霉素 B 脂质体(安毕霉)、特比澳的儿童 ITP 适应症、托法替布和碳酸司维拉姆片剂已向国家药监局递交 NDA 并获受理, 预计 2023 年上市; 2) SSS06 长效 EPO 的双周制剂、阿普斯特、盐酸西那卡塞和艾曲泊帕已提交或准备提交 BLA/ANDA, 预计 2024 年上市; 3) 特比澳(TPO) 用于有血小板减少风险的慢性肝功能障碍患者的 Ib/II 期临床试验已完成, 计划年内开始 III 期试验。4) 抗 VEGF 单抗(601A) 已完成了 AMD 及糖尿病黄斑水肿(DME) 的二期试验。BRVO 的 III 期试验已获国家药监局批准, 截至 2023 年 2 月已有 60 位患者入组。5) NuPIAO (EPO, SSS06) 已完成 III 期临床试验的全部患者入组, 抗 IL17A 单抗(608) 的斑块状银屑病患者的 608II 期试验已达到主要终点, 该适应症的 III 期临床正在入组, 预计 2023 年上半年完成所有受试者入组。

### ➤ 再次覆盖给予买入评级, 目标价 11.25 港元

公司持续加大研发投入, 在研产品线丰富。蔓迪泡沫剂型有望上市, 蔓迪将维持高增长, 核心生物药特比澳、益赛普价格未来两年保持平稳, 业绩将会继续保持增长, 预计公司 2023-2025 年收入分别是人民币 77.12 亿元、86.57 亿元、97.91 亿元, EPS 分别为人民币 0.93 元、1.06 元、1.21 元, 给予公司 2023 年 10.5 倍 PE, 对应目标价为 11.25 港元, 较现价有 40% 的上涨空间, 给予“买入”评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	5587.6	6382.0	6862.6	7712.1	8657.3	9790.9
同比增长(%)	5.08%	14.21%	7.53%	12.38%	12.26%	13.09%
净利润	835.79	1,651.25	1,908.00	2,263.49	2,591.56	2,960.18
同比增长(%)	-14.2%	97.6%	15.5%	18.6%	14.5%	14.2%
净利润率(%)	15.0%	25.9%	27.8%	29.3%	29.9%	30.2%
每股盈利(元)	0.33	0.65	0.78	0.93	1.06	1.21
PE@8.04HKD	21.21	11.11	9.33	7.54	6.59	5.77

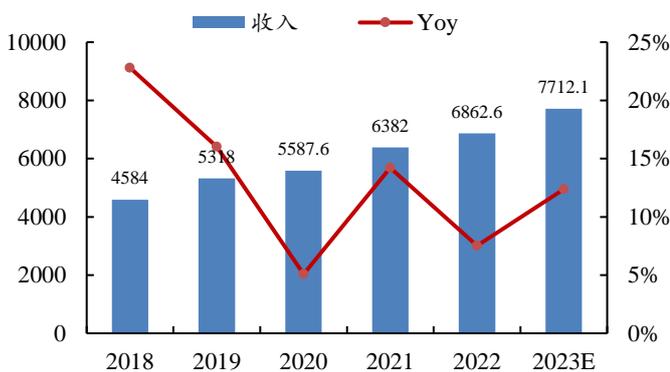
数据来源: wind、三生制药年报、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 2022 年年度业绩简述:

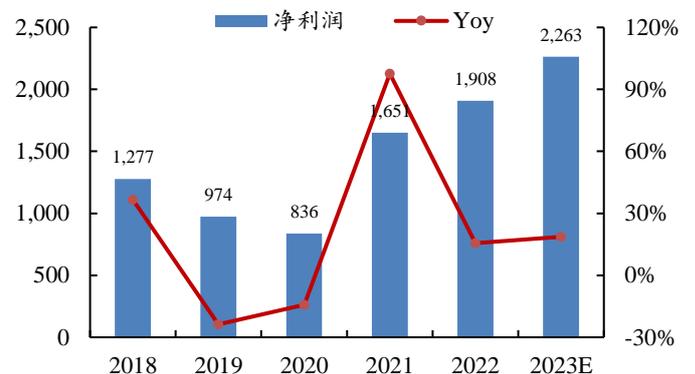
2022 年实现收益 68.69 亿人民币，同比上升 7.32%，2018-2022 年 CAGR=10.6%；毛利额为 56.72 亿人民币，同比增长 7.5%，净利润为 19.15 亿元，同比上升 16.0%，2018-2022 年间归母净利润 CAGR=10.7%；研发费用为 6.93 亿元，同比下降 8.1%，占营业收入 10.1%。

图 1: 2018 至 2023 年收入情况及预测 (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: 2018 至 2023 年净利润情况及预测 (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 年度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。

1) **特比澳** 销售额同比增长 10.3% 至 33.97 亿人民币，约占集团收入总额的 49.5%，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。特比澳销售额占中国的血小板减少症治疗领域市场份额的 64.8%，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，2022 年 11 月已向国家药监局提交新适应症的补充 NDA，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，目前正在开展 III 期临床试验准备工作。特比澳具有快的起效时间和更高的安全性，相比罗普司亭、艾曲泊帕具有差异化的信号通路，激活信号传导的强度更强，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&赛博尔** 双品牌销售总额同比增长 0.9% 至 11.29 亿元，市占率 44.5%，稳居 EPO 产品市占率第一。其中益比奥销售额为 8.32 亿元，赛博尔销售额为 2.86 亿元。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

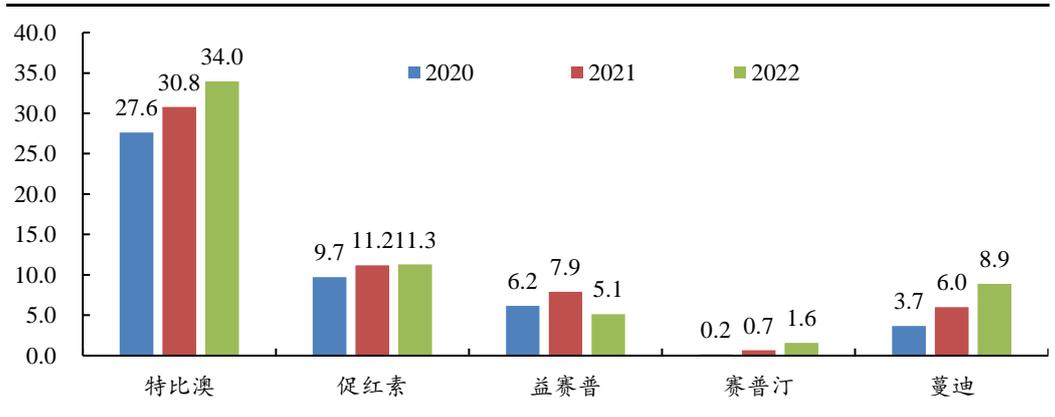
的III期临床试验入组已完成，聚乙二醇长效 rhEPO 计划于今年下半年开启 III 期临床试验。益比澳在国外市场已获得 23 个国家批准，包括巴西、泰国及巴基斯坦。

3) **益赛普** 销售额同比下降 35.1% 至 5.12 亿人民币，占集团收入总额的 7.6%，下降主要是由于疫情导致的就诊需求下降、竞争加剧及价格调整的影响。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。2022 年益赛普占国内 TNF $\alpha$  抑制剂市场份额的 27.1%。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) **赛普汀** 2022 年收入 1.59 亿元，同比上涨 138.1%，赛普汀 (伊尼妥单抗) 是我国内地第一个 Fc 段修饰及生产工艺优化的创新抗 HER2 单抗，2020 年获批和化疗联合治疗 HER2 阳性的转移性乳腺癌，同年纳入《国家医保目录》。公司将伊尼妥单抗作为 HER2 阳性晚期乳腺癌的一线治疗方案建立新的证据链，赛普汀在中国内地的销售渠道扩展至 1300 家医院，较 2021 年增加 710 家。

5) **蔓迪** 销售额同比增长 48.1% 至 8.91 亿人民币。蔓迪用于治疗雄激素性脱发和斑秃。蔓迪 2022 年占内地市场份额的 71.7%，其销售覆盖 2000 余家医疗机构、销售渠道覆盖近 10000 家零售药店及天猫、京东等互联网销售平台。2022 年上半年，蔓迪电商收入占蔓迪总收入的 60%。此外，蔓迪泡沫剂的上市申请已获国家药监局受理。中国内地有 2.5 亿脱发人群，而蔓迪渗透率仅为 2%-3%，有巨大市场空间。

**图 3：2022 年公司核心产品收入情况 (人民币亿元)**



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：

报告期内，公司共有在研产品 31 项，26 项于中国内地作为创新药物开发。31 项在研产品中，16 项为抗体，6 项为其他生物制品及 9 项小分子药物。集团拥有 7 项肿瘤科在研产品，13 项在研产品目标为自身免疫疾病 (包括 RA) 及其他疾病，包括顽固性痛风及眼科疾病，9 项肾科在研产品以及 2 项皮肤科在研产品。报告期内：1) 抗 TNF $\alpha$  预充式益赛普水针剂 (301S)、米诺地尔泡沫剂型 (MN709)、盐酸纳呋拉啡 (TRK820) 已提交 NDA 申请并获受理；2) 特比澳

(TPO) 已完成 1b/II 期临床试验, 计划 2023 年年内开始 III 期试验; 3) Pegsiticase (SSS11) 计划在今年年内启动在中国内地的用于有痛风症状病史且高尿酸水平的患者 SSS11 的 Ib 期临床试验; 4) 抗 VEGF 单抗 (601A) 方面, 在 2023 年 2 月份已有超过 60 位病人入组; 5) NuPIAO (EPO,SSS06) 在 2022 年年底已完成 III 期临床试验的全部患者入组; 6) 抗 TNF $\alpha$  单抗 (SSS07) 已重新提交用于 RA 患者的一项 II 期试验的 IND 申请并获批; 7) 抗 IL-1 $\beta$  单抗 (613) 用于急性痛风适应症的已获得 IND 批件, Ib/II 期试验的所有受试者已入组, 预计 2023 年下半年启动急性痛风关节炎的 III 期临床; 8) HIF-117 (SSS17) 治疗贫血病的 II 期临床试验已启动; 9) 抗 IL5 单抗 (610) 在重度嗜酸性粒细胞哮喘适应症的 II 期临床研究正在入组, 预计 2023 年下半年启动该适应症的 III 期临床; 10) 抗 IL4R $\alpha$  单抗 (611) 用于慢性鼻窦炎的 IND 申请已于 2023 年 1 月得到国家药监局受理, 预计 2023 年上半年能获得国家药监局批件并启动临床研究; 12) 抗 IL-33 单抗 (621) 已于 2023 年 1 季度完成中国内地慢性阻塞性肺疾病 (COPD) 患者适应症的 pre-IND 申请, 预计今年下半年获得批件, 同时上半年将完成在美国的计量递进研究的 IND 申请。

**再次覆盖给予买入评级, 目标价 11.25 港元:**

公司持续加大研发投入, 在研产品线丰富。曼迪泡沫剂型有望上市, 曼迪将维持高速增长, 核心生物药特比澳、益赛普价格未来两年保持平稳, 业绩将会继续保持增长, 预计公司 2023-2025 年收入分别是人民币 77.12 亿元、86.57 亿元、97.91 亿元, EPS 分别为人民币 0.93 元、1.06 元、1.21 元, 给予公司 2023 年 10.5 倍 PE, 对应目标价为 11.25 港元, 较现价有 40% 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								财务分析							
百万元, 财务年度截至12月31日								百万元, 财务年度截至12月31日							
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	5318.1	5587.6	6382.0	6862.6	7712.1	8657.3	9790.9	盈利能力							
销售成本	925.4	1062.9	1106.3	1187.9	1341.9	1506.4	1703.6	毛利率 (%)	82.6%	81.0%	82.7%	82.7%	82.6%	82.6%	82.6%
毛利	4392.7	4524.7	5275.7	5674.7	6370.2	7150.9	8087.3	EBITDA 利率 (%)	31.4%	26.1%	36.2%	39.5%	39.6%	39.8%	39.7%
其他收入	218.1	178.2	330.1	750.0	500.0	500.0	501.0	净利率 (%)	18.3%	15.0%	25.9%	27.8%	29.3%	29.9%	30.2%
分销开支	(1,950.7)	(2,019.7)	(2,324.0)	(2,577.6)	(2,753.2)	(3,073.3)	(3,475.8)	ROE	9.4%	6.4%	11.2%	12.4%	15.9%	16.8%	17.3%
行政费用	(676.0)	(452.8)	(371.5)	(384.3)	(516.7)	(562.7)	(636.4)	ROA	6.6%	4.7%	8.6%	8.7%	11.2%	12.1%	12.8%
经营盈利	1,343.5	1,090.6	1,972.4	2,413.8	2,757.2	3,148.3	3,586.3	营运表现							
财务开支	(109.5)	(81.1)	(66.5)	(101.0)	(109.1)	(117.8)	(127.2)	SG&A/收入 (%)	12.7%	8.1%	5.8%	5.6%	6.7%	6.5%	6.5%
应占联营公司利润								实际税率 (%)	19.9%	21.2%	12.9%	16.1%	14.2%	14.2%	14.2%
研发费用	(526.6)	(590.3)	(753.9)	(693.0)	(783.1)	(806.6)	(830.8)	股息支付率 (%)	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他开支	(114.0)	(549.5)	(184.0)	(356.0)	(60.0)	(60.0)	(59.0)	库存周转天数	180.1	197.1	216.1	215.5	162.2	97.4	58.2
税前盈利	1,223.0	979.1	1,868.7	2,279.8	2,638.1	3,020.5	3,450.1	应付账款天数	(59.1)	(69.8)	(76.0)	(76.7)	(68.5)	(61.7)	(55.1)
所得税	(242.8)	(208.0)	(241.2)	(366.0)	(374.6)	(428.9)	(489.9)	应收账款天数	102.3	102.6	122.8	97.3	82.7	70.3	59.7
少数股东应占利润	6.5	(64.7)	(23.7)	6.9	(10.0)	(10.0)	(10.0)	财务状况							
其他全面收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
净利润	973.7	835.8	1,651.2	1,908.0	2,263.5	2,591.6	2,960.2	收入/总资产	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
折旧及摊销	324.5	367.3	338.0	300.0	300.0	300.0	300.0	总资产/股本	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
EBITDA	1,668.0	1,457.9	2,310.4	2,713.8	3,057.2	3,448.3	3,886.3	现金流量表							
增长								百万元, 财务年度截至12月31日							
总收入 (%)	16.0%	5.1%	14.2%	7.5%	12.4%	12.3%	13.1%	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
EBITDA (%)	-18.2%	-12.6%	58.5%	17.5%	12.7%	12.8%	12.7%	净利润	973.7	835.8	1651.2	1908.0	2263.5	2591.6	2960.2
净利润 (%)	-23.3%	-14.2%	97.6%	15.5%	18.6%	14.5%	14.2%	折旧与摊销	324.5	367.3	338.0	300.0	300.0	300.0	300.0
资产负债表								营运资本变动	344.5	(301.9)	(332.0)	(200.0)	(200.0)	(200.0)	(200.0)
百万元, 财务年度截至12月31日								其他非现金调整	244.7	443.3	(78.0)	200.0	200.0	200.0	200.0
2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		营运现金流	1887.4	1344.6	1579.2	2208.0	2563.5	2891.6	3260.2
现金	2082.1	3090.1	2868.1	2150.3	3981.7	4982.2	6312.6	资本开支	(486.3)	(981.5)	(1109.0)	(1131.2)	(1153.8)	(1176.9)	(1200.4)
其他短期投资	472.2	1272.9	1900.0	4861.1	1100.0	1100.0	1101.0	其他投资活动	(647.5)	(888.0)	(177.5)	(181.1)	(184.7)	(188.4)	(192.2)
应收账款	1490.6	1570.9	2147.5	1829.0	1747.1	1667.1	1602.5	投资活动现金流	(1133.7)	(1869.5)	(1286.5)	(1312.2)	(1338.5)	(1365.3)	(1392.6)
存货	528.5	619.5	690.5	712.2	480.2	323.4	219.5	负债变化	(515.1)	27.3	(108.8)	(110.9)	(113.2)	(115.4)	(117.7)
其他流动资产	22.8	126.5	249.4	208.4	229.2	252.2	277.4	股本变化	(31.0)	(10.1)	(408.8)	(416.9)	(425.3)	(433.8)	(442.5)
流动资产	4596.2	6679.9	7855.5	9760.9	7538.2	8324.9	9513.0	股息	(16.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1988.8	2621.4	3440.2	4086.1	4208.7	4334.9	4465.0	其他融资活动	108.1	1533.5	36.4	37.1	37.9	38.6	39.4
贷款	8224.3	8376.9	7981.7	8141.7	8456.3	8784.1	9125.6	融资活动现金流	(454.4)	1550.7	(481.1)	(490.7)	(500.6)	(510.6)	(520.8)
非流动资产	10213.1	10998.3	11421.9	12227.8	12665.0	13119.1	13590.6	汇率变动影响	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0
总资产	14809.3	17678.2	19277.4	21988.7	20203.3	21443.9	23103.5	现金变化	290.2	1025.8	(188.4)	405.0	724.4	1015.7	1346.8
流动负债	1611.7	1450.9	1420.0	1793.4	1808.9	1834.2	1867.7	期初持有现金	1792.6	2082.9	3090.8	2868.1	3263.4	3981.7	4982.2
应付账款	149.8	203.3	230.4	249.5	252.0	254.5	257.1	期末持有现金	2082.9	3090.8	2868.1	3263.4	3981.7	4982.2	6312.6
短期银行贷款	484.0	360.2	150.2	363.0	384.8	407.9	432.3								
其他短期负债	978.0	887.5	1039.4	1180.9	1172.1	1171.8	1178.3								
非流动负债	2838.3	3133.9	3134.8	4794.3	4150.5	4151.5	4151.5								
长期银行贷款	2318.0	2461.4	2435.7	4065.5	4065.5	4065.5	4065.5								
其他负债	520.2	672.5	699.0	728.8	85.0	86.0	86.0								
总负债	4450.0	4584.9	4554.8	6587.7	5959.4	5985.7	6019.1								
少数股东权益	734.3	2404.0	2430.3	2430.3	263.7	263.7	264.7								
股东权益	10359.3	13093.3	14722.6	15401.0	14243.9	15458.2	17084.4								

# 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>