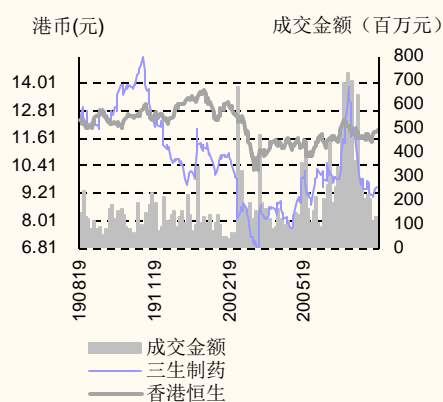


市价(港币): 9.460元

市场数据(港币)

收盘价(元)	9.460
流通港股(百万股)	2,543.55
总市值(百万元)	24,061.98
年内股价最高最低(元)	15.180/6.810
香港恒生指数	25347.34



股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	-4.25	-12.08	-21.17
相对香港恒生	-10.15	-4.15	-19.66

相关报告

- 《公司业绩符合预期，特比澳快速放量-三生制药 2019 年报快报点...》，2020.4.8
- 《公司业绩略超预期，核心品种快速放量-三生制药 2019 半年报点...》，2019.8.22

王麟

分析师 SAC 执业编号: S1130520030001
(8621)60230233

wang_lin@gjzq.com.cn

公司业绩符合预期，新药赛普汀获批上市

公司基本情况 (单位: 百万人民币)

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额(百万)	5,336.63	5,834.63	6,852.71	7,762.41
同比增长	16.0%	9.3%	17.4%	13.3%
母公司股东溢利(百万)	973.72	1,456.94	1,771.77	2,132.89
同比增长	-23.8%	49.6%	21.6%	20.4%
毛利率	82.60%	84.12%	84.70%	85.59%
净利率	18.37%	25.12%	26.01%	27.64%
每股收益	0.38	0.57	0.70	0.84
每股经营现金流	0.74	0.75	0.87	1.02
市盈率(倍)	22.08	14.78	12.15	10.10

来源: 公司年报、国金证券研究所; 注: 货币单位是人民币, 估值已考虑汇率折算。

事件

- 8月17日, 公司发布 2020 半年报, 疫情背景下, 公司整体业绩符合预期, 核心品种特比澳持续放量, 新药赛普汀获批上市。2020H1 收入约 26.95 亿元, 同比增长约 1.90%; 毛利 22.17 亿元, 同比增长 1.5%; 公司归母净利润约 7.03 亿元, 同比增约 118.64%, 正常化归母增速基本持平。

评论

- 疫情影响下, 保持持续盈利能力:** 2020H1 尽管受新冠疫情影响, 公司仍保持盈利能力, 收入同比增长 1.90%, 毛利润额同比增长 1.5%; 归母净利润同比增长约 118.64%, 扣除去年同期国健员工股份激励支付影响及可转债利息费用等影响, 正常化归母略降 0.4%, 基本持平, 业绩整体符合预期。
- 核心品种持续放量, 疫情背景下特比澳 H1 增速较高:** 核心品种特比澳、益赛普、EPO (益比奥+赛博尔) 占收入超 80%, 三个品种分别增速约为 15.2%、2.2%、及 2.3%, 市场占有率分别为 72.8%、54.5%、41.2%。其中特比澳疫情背景下持续增长; 预计益赛普受疫情及竞品修美乐降价进医保影响, 增速下滑, 长期看好整体 TNF α 渗透率提升。
- 公司产品赛普汀获批, 在研管线进展顺利:** 公司上半年研发投入约 2.54 亿元, 剔除去年收购产生的一次性研发费用支出 0.54 亿元, 研发费用同比增长 21.33%。上半年公司自主研发产品赛普汀获批, 为首个获批的国产 Her2 单抗, 用于治疗 Her2 阳性的转移性乳腺癌。赛普汀获批仅 12 天即在全国五省市开出首张处方, 另赛普汀具备今年进入医保谈判资质, 如果医保谈判将以价换量, 快速增长。IL-4 α 单抗获美国临床实验批准; IL-5 单抗临床实验获批并已开始患者入组工作; PD-1 美国一期临床试验完成入组, 并开始中国患者入组; IL-17A 抗体完成一期患者入组, 正计划二期临床试验。其余多项研发项目进展顺利, 预计未来 3 年将提交 10 多个上市申请。

估值与盈利预测

- 考虑到公司业绩稳定增长, 在研管线进展顺利, 赛普汀未来存在医保谈判放量预期, 给予 2020-2022 三年 EPS 分别为 0.57/0.70/0.84 元, PE 分别为 14.8/12.2/10.1 倍。

风险提示

- 赛普汀上市后销售放量不达预期; 益比奥及益赛普销售竞争激烈, 增速不达预期; 研发管线进展不达预期。

图表 1: 三生制药在研管线 pipeline 梳理

治疗领域	注册类别	产品名称	靶点	适应症	Research	Preclinical	Phase I	Phase II	Phase III	NDA Submission	备注
三生制药	生物药1类	NuPIAO	n.a.	慢性肾病引起的贫血症	█	█	█	█	█	█	II/III期大临床
	化药3类	海来替尼	n.a.	高胆血症、高脂血症	█	█	█	█	█	█	
	化药1类	HIF-PH抑制剂	HIF-PH	贫血	█	█	█	█	█	█	
	小分子药	SS512			█	█	█	█	█	█	BE2020
	小分子药	SS513			█	█	█	█	█	█	BE2020
	小分子药	TRK-820/Remitch	k-opioid		█	█	█	█	█	█	
肿瘤	生物药1类	伊尼妥单抗	HER-2	转移性乳腺癌	█	█	█	█	█	█	
	生物药1类	利妥昔单抗	CD20	非霍奇金淋巴瘤	█	█	█	█	█	█	
	生物药1类	西妥昔单抗	EGFR	转移性结直肠癌	█	█	█	█	█	█	
	生物药1类	PD-1	PD-1	实体瘤	█	█	█	█	█	█	
	单抗类制剂	贝伐单抗	VEGF	NSCLC	█	█	█	█	█	█	
	抗体药	705 BsAb1	BsAb1	多种肿瘤	█	█	█	█	█	█	
	抗体药	704 BsAb2	BsAb2	多种肿瘤	█	█	█	█	█	█	
	抗体药	706 BsAb3	BsAb3	多种肿瘤	█	█	█	█	█	█	
	抗体药	707 BsAb4	BsAb4	多种肿瘤	█	█	█	█	█	█	
	抗体药	61x 抗PSGL-1抗体	PSGL-1	多种肿瘤	█	█	█	█	█	█	
	生物药1类	益赛普注射液	TNF-α	RA/AS/银屑病	█	█	█	█	█	█	
	生物药1类	TNF-α抑制剂	TNF-α	RA	█	█	█	█	█	█	
	生物药1类	贝伐单抗	VEGFR	AMD	█	█	█	█	█	█	
	生物药1类	608	IL-17A	银屑病、RA	█	█	█	█	█	█	
自身免疫	生物药1类	Pegsiticase	Uricase-PEG 20	顽固性痛风	█	█	█	█	█	█	
	生物药1类	TPIAO	n.a.	血小板减少的慢性肝病患者在围手术期应用	█	█	█	█	█	█	
	生物药1类		n.a.	小儿LTP	█	█	█	█	█	█	
	抗体药	613	IL1b	多种自身免疫性疾病	█	█	█	█	█	█	
		SB0x	XX	骨科疾病	█	█	█	█	█	█	
		SS511	Uric Acid	高尿酸血症、顽固性痛风	█	█	█	█	█	█	
		SS506	EopR	肾性贫血	█	█	█	█	█	█	
		RD01	EopR	肾性贫血	█	█	█	█	█	█	
	小分子药	SS520			█	█	█	█	█	█	BE2020
	小分子药	SS532			█	█	█	█	█	█	BE2020
皮肤科	化药3类	AP506	n.a.	银屑病关节炎	█	█	█	█	█	█	
	小分子药	MN709			█	█	█	█	█	█	
	生物药1类	IL-4	IL-4R	特应性皮炎、哮喘	█	█	█	█	█	█	
呼吸	生物药1类	IL-4	IL-4R	特应性皮炎、哮喘	█	█	█	█	█	█	美国
	生物药1类	IL-5	IL-5	COPD	█	█	█	█	█	█	
代谢	进口药	Bydureon single dose tray	GLP-1	II型糖尿病	█	█	█	█	█	█	
	进口药	Bydureon dual chamber pen	GLP-1	II型糖尿病	█	█	█	█	█	█	
	小分子药	SS526			█	█	█	█	█	█	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：三生制药公司财务模型（单位：百万人民币）

附录：公司财务预测表

资产负债表	2019	2020	2021	2022
流动资产	4,596	5,571	6,760	8,390
现金	2,082	2,766	3,574	4,890
应收账款	1,018	1,167	1,371	1,552
存货	528	618	699	746
其他	967	1,021	1,116	1,202
非流动资产	10,213	10,320	10,421	10,515
固定资产	1,989	2,022	2,052	2,080
无形资产	6,321	6,395	6,465	6,532
租金按金				
使用权资产				
其他	1,904	1,904	1,904	1,904
资产总计	14,809	15,891	17,181	18,905
流动负债	1,612	1,227	1,435	1,614
短期借款	484	0	0	0
应付账款	150	154	175	186
其他	978	1,073	1,260	1,428
非流动负债	2,838	2,838	2,138	1,538
长期借款	2,318	2,318	1,618	1,018
租赁负债				
其他	520	520	520	520
负债合计	4,450	4,066	3,573	3,152
少数股东权益	734	743	754	767
股本	0	0	0	0
留存收益和资本公积	9,625	11,082	12,854	14,986
归属母公司股东权益	9,625	11,082	12,854	14,987
负债和股东权益	14,809	15,891	17,181	18,905

现金流量表	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流	1,887	1,914	2,222	2,592
净利润	974	1,457	1,772	2,133
折旧摊销	324	493	499	505
少数股东权益	7	9	11	13
营运资金变动及其他	583	-45	-60	-59
投资活动现金流	-1,134	-600	-600	-600
资本支出	-486	-600	-600	-600
其他投资	-647	0	0	0
筹资活动现金流	-454	-630	-813	-676
借款增加	-493	-484	-700	-600
普通股增加	-31	0	0	0
已付股利	-16	-146	-113	-76
其他	86	0	0	0
现金净增加额	290	683	809	1,316

利润表	2019	2020	2021	2022
营业总收入	5,337	5,835	6,853	7,762
营业成本	925	926	1,048	1,118
销售费用	1,951	2,042	2,398	2,694
管理费用	676	350	411	466
财务费用	26	103	50	-9
营业利润	1,227	1,933	2,275	2,670
利润总额	1,223	1,830	2,225	2,679
所得税	243	364	443	533
净利润	980	1,466	1,782	2,146
少数股东损益	7	9	11	13
归属母公司净利润	974	1,457	1,772	2,133
EBITDA	1,552	2,426	2,775	3,175
EPS (元)	0.38	0.57	0.70	0.84

主要财务比率	2019	2020	2021	2022
成长能力				
营业收入	15.97%	9.33%	17.45%	13.28%
营业利润	-4.57%	57.49%	17.73%	17.34%
归属母公司净利润	-23.76%	49.63%	21.61%	20.38%
获利能力				
毛利率	82.60%	84.12%	84.70%	85.59%
净利率	18.37%	25.12%	26.01%	27.64%
ROE	10.12%	13.15%	13.78%	14.23%
ROIC	0.07	0.11	0.12	0.13
偿债能力				
资产负债率	30.05%	25.59%	20.80%	16.67%
净负债比率	0.07	-0.04	-0.14	-0.25
流动比率	2.85	4.54	4.71	5.20
速动比率	2.51	4.02	4.20	4.72
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.37	0.40	0.41
应收账款周转率	5.22	5.00	5.00	5.00
应付账款周转率	6.18	6.00	6.00	6.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.57	0.70	0.84
每股经营现金	0.74	0.75	0.87	1.02
每股净资产	4.07	4.65	5.35	6.19
估值比率				
P/E	22.08	14.78	12.15	10.10
P/B	2.08	1.82	1.58	1.37
EV/EBITDA	15.51	9.92	8.67	7.58

来源：公司公告，国金证券研究所

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;
中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;
减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH