正常化纯利增长强劲，医保谈判有望带来弹性

——三生制药（1530.HK）2019 半年报点评

海外公司动态

◆**正常化纯利增长强劲。**公司 2019H1 实现收入 26.4 亿人民币(+21.5%)，实现归母净利润 3.2 亿元人民币（-37.5%），不考虑三生国健股权激励计划开支等的正常化纯利为 7.5 亿元人民币(+34.1%)。毛利率增加 2.4pct 到 82.7%， EPS0.13 元人民币，上半年正常化纯利增长符合市场预期。

◆**特比澳销售持续强劲，益赛普有望受益医保目录调整。** 核心品种：1）特比澳 19H1 收入 11.9 亿元（+41.9%），强劲增长与医保拉动销量叠加医院认可度提升有关，Iqvia 显示该产品目前市场份额为 72.5%，预计 19~20 年销售增速有望超过 30%。2）益赛普 19H1 收入 5 亿元(+13.2%)，中国市场份额约为 61.9%，份额基本维持稳定，此外该品种受益 19 版医保目录新增重度斑块银屑病适应症，有望贡献增量，预计 19~20 年益赛普有望保持约 10~15%稳健增长。

◆**促红素产品稳健增长，长效 GLP-1 有望纳入医保目录。**1）促红素产品：益比奥和赛博尔 19H1 收入 4.5 亿元（+5.8%），其中益比奥收入 3.4 亿元（-1%），赛博尔收入 1.2 亿元（+32.3%）。赛博尔产品市场需求强劲并持续增长。2）糖尿病板块：长短效 GLP-1 产品与优泌林合计估测录得个位数增长，糖尿病板块盈利贡献有限，但随着公司糖尿病产品逐渐扩充和 GLP-1 有望通过谈判进入医保，该板块长期有望贡献增量。

◆**伊尼妥有望于 19 年获批上市，在研管线不断丰富。**公司 19H1 研发开支 2.6 亿元（+48.2%，包含收购项目费用 0.5 亿元），研发平台加大投入。研发进度方面，抗 HER2 单抗伊尼妥临床核查结束，补充材料已提交，有望于年底前获批上市；益赛普预充式注射剂完成 III 期临床并于 7 月报产，有望于年底前获批上市；抗 CD20 单抗已启动与美罗华比较的 I 期药代动力学研究。早期品种中抗 PD1 单抗获 FDA 新药临床批件并处于临床爬坡阶段，IL17（下一代自免疫用药）获中国临床批件并即将开始入组。在研产品阵容强大、梯队完善，潜力大。

◆**盈利预测与估值。**公司是生物药龙头企业，现有产品强劲增长，管线布局丰富。考虑到 19 年购股权开支与股权激励开支计入行政费用，下调 19~21 年 EPS 至 0.46/0.69/0.81 元（原为 0.60/0.70/0.82 元），同比分别-9.1%/+50.5%/+17.3%，对应 19~21 年 PE 为 24/16/14x，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**研发进度不及预期，销售不及预期。

业绩预测和估值指标

指标（人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	3,734	4,584	5,638	6,703	7,885
营业收入增长率	33.5%	22.8%	23.0%	18.9%	17.6%
净利润（百万）	935	1,277	1,157	1,741	2,041
净利润增长率	31.1%	36.6%	-9.4%	50.5%	17.2%
EPS（人民币）	0.37	0.50	0.46	0.69	0.81
P/E	30	22	24	16	14

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 8 月 22 日

买入（维持）

当前价：12.32 港元

分析师

林小伟 (执业证书编号：S0930517110003)
021-52523871
linxiaowei@ebscn.com

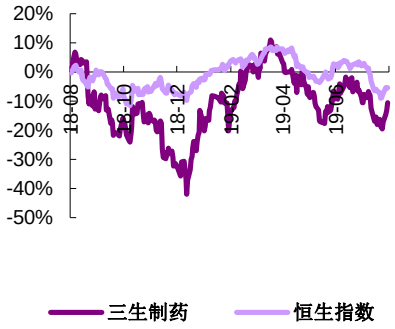
联系人

吴佳青
021-52523697
wujiaqing@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)： 25.35
总市值(亿港元)：328.54
一年最低/最高(港元)：8.21-16.42
近 3 月换手率：21.8%

股价表现(一年)



资料来源：Wind

收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8	41	-1
绝对	0	39	-7

相关研报

业绩符合预期，各业务板块稳步发展……2018-03-28
业绩符合预期，赛普汀完成重新申报……2018-8-21

附录

表 1：公司研发管线

治疗领域	代号/通用名	适应症	研发阶段	分类
肾病	SSS06（NuPIAO）	慢性肾病引起的贫血症	临床 II 期	一类生物药
肾病	SSS12、SSS13		临床前	化药
肾病	HIF-PH 抑制剂	贫血	临床试验申请	一类化学药
肾病	RD001	贫血	临床 I 期	一类生物药
肾病	TRK-820/Remitch		临床试验申请	化药
肿瘤	302H 抗 HER2	转移性乳腺癌	新药注册	一类单抗
肿瘤	304R 抗 CD20	非霍奇金淋巴瘤	新药注册	一类单抗
肿瘤	602 抗 EFGR	转移性结直肠癌	临床 I 期	一类单抗
肿瘤	609A 抗 PD-1 单抗	肿瘤	临床 I 期	一类单抗
肿瘤	SSS24	CRC	临床试验申请	三类化学药
肿瘤	SB8 抗 VEGF		临床试验申请	生物仿制单抗
自身免疫及其他领域	301S（益赛普预充注射剂）	类风关	新药注册	一类单抗
自身免疫及其他领域	贝伐单抗(601a)	老年性黄斑变性	临床 I 期	一类单抗
自身免疫及其他领域	Pegsiticase	痛风	新药临床申请(USP-II)	一类生物药
自身免疫及其他领域	TNF-α 单抗	类风关	临床 I 期	
自身免疫及其他领域	特比澳	儿童 ITP/肝病	临床 I 期	一类生物药
自身免疫及其他领域	608	类风湿性关节炎、银屑病	临床试验申请	一类单抗
自身免疫及其他领域	SSS20	ITP	临床 I 期	三类化学药
自身免疫及其他领域	SSS32		临床 I 期	化药
自身免疫及其他领域	AP506	牛皮癣性关节炎	临床 I 期	三类化学药
代谢	Bydureon dual chamber pen &AI	II 型糖尿病	进口药品申请	进口药
皮肤科	MN709	寻常型痤疮	临床试验申请	三类化学药

资料来源：公司公告，光大证券研究所

万得资讯

附录:

利润表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	3,734	4,584	5,638	6,703	7,885
成本	-676	-877	-1,072	-1,275	-1,500
毛利	3,058	3,707	4,565	5,428	6,385
销售费用	-1,333	-1,691	-2,069	-2,446	-2,862
行政开支	-315	-317	-716	-436	-513
其他开支	-348	-486	-648	-757	-875
经营利润	1,258	1,642	1,540	2,177	2,504
财务成本	-141	-138	-104	-83	-66
税前利润	1,102	1,496	1,428	2,085	2,430
所得税	-178	-218	-271	-344	-389
期内全面收益	924	1,278	1,157	1,742	2,041
少数股东权益	-11	0	0	0	0
净利润	935	1,277	1,157	1,741	2,041
每股收益(人民币)	0.37	0.50	0.46	0.69	0.81
收入增长(%)	33.5%	22.8%	23.0%	18.9%	17.6%
净利润增长(%)	31.1%	36.6%	-9.4%	50.5%	17.2%
每股收益增长(%)	31.6%	36.1%	-9.1%	50.5%	17.2%

资产负债表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
非流动资产合计:	8,477	9,402	9,313	9,252	9,216
预付土地租赁项	307	326	326	326	326
固定资产	1,760	1,792	1,991	2,178	2,353
商誉	3,924	4,089	4,089	4,089	4,089
无形资产	2,254	2,299	2,010	1,763	1,551
其他非流动资产	233	896	896	896	896
流动资产合计:	5,276	4,438	5,604	7,030	9,255
现金及等价物	2,399	1,793	1,495	2,552	4,267
存货	377	385	579	546	753
应收账款及应收票据	1,324	1,484	1,702	2,086	2,370
按金,预付款项及其它	459	694	708	722	736
其他流动资产	13	82	1,120	1,124	1,128
总资产合计	**13, 753**	**13, 840**	**14, 917**	**16, 282**	**18, 471**
流动负债合计:	2,196	1,656	1,625	1,348	1,597
短期借贷及长期借贷	1,088	570	319	319	319
应付账款及票据	275	113	416	213	527
应计费用,按金及其他	696	846	761	685	617
应交税费	111	91	92	93	93
其他流动负债	27	36	38	40	42
非流动负债合计	3,928	3,277	3,277	3,177	3,077
递延收入-非流动负债	310	275	275	275	275
其他非流动负债	18	6	6	6	6
递延税项负债-非流动	280	271	271	271	271
总负债	**6, 123**	**4, 932**	**4, 902**	**4, 525**	**4, 674**
权益合计:	7,630	8,907	10,015	11,757	13,798
股东权益合计(不含少	7,397	8,614	9,771	11,513	13,554
股本溢价	4,373	4,376	4,376	4,376	4,376
储备	3,024	4,279	5,436	7,177	9,218
少数股东权益	233	293	244	244	244

现金流量表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,074	1,983	1,454	1,582	2,249
加：折旧与摊销	561	497	506	486	470
营运资本变动	-830	209	-209	-645	-262

经营活动产生的现金流量	1,074	1,983	1,454	1,582	2,249
资本性支出	-246	-371	-378	-386	-393
投资增加	-463	-38	-39	-40	-41
其他投资活动产生的现金	66	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	-643	-409	-417	-425	-434
筹资活动产生的现金流量	1,318	-3,615	100	-100	-100
现金流变动	1,721	-2,041	1,137	1,057	1,715
现金的期初余额	678	2,399	358	1,495	2,552
期末现金及现金等价物余	2,399	358	1,495	2,552	4,267

资料来源：光大证券研究所预测、公司资料

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼