

买入

赛普汀有望快速放量，业绩持续增长

三生制药 (1530.HK)

2020-9-24 星期四

投资要点

 目标价: **11.28 港元**

现价: 8.48 港元

预计升幅: 33.02%

重要数据

日期	2020-9-23
收盘价 (港元)	8.48
总股本 (百万股)	2,544
总市值 (百万港元)	21,600
净资产 (百万元)	11,494
总资产 (百万元)	17,603
52 周高低 (港元)	6.66/15.22
每股净资产 (元)	4.21

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%)

研究部

姓名: 林兴秋

SFC: BLM040

电话: 0755-21519193

Email:linxq@gyzq.com.hk

公司重磅新产品有望快速放量:

公司重磅品种赛普汀于今年 6 月获批上市, 有望为公司营收贡献新增量。HER2 阳性乳腺癌患者约 50 万人, 中国市场的空间在百亿以上, 作为国内首个获批的 HER2 单抗, 未来 2 年只有公司、罗氏、复宏汉霖 3 家, 竞争格局良好, 预计该峰值有望突破 15 亿元, 成为公司重要增量贡献。今年 11 月如果以较好的价格进入医保, 将迅速放量增长。

公司研究团队实力深厚, 在研项目储备丰富:

公司在研产品种类涵盖肾科、肿瘤、自身免疫及其他、代谢和皮肤疾病五个种类共 31 种在研产品, 其中 21 种为国家新药。IL-4 抗体已经获得 FDA 批准并已经临床入组, 也获得 NMPA 批准临床试验, IL-5 抗体在中国开始临床入组, PD-1 单抗美国一期临床试验完成患者入组并开始中国临床入组, 其他如抗 CD20 单抗、IL-17 及眼用 VEGF 是公司在研产品中具有销售增长潜力的产品。益普赛预充式注射剂能够提高患者使用公司益普赛系列产品的依存度, 提高公司该类产品的市占率。

现有主要重点产品有望保持增长:

公司重点产品包括特比澳、益普赛及重组人促红素产品益比奥及赛博尔, 均为中国内地市场下各生物制药领域的领先产品, 特比澳过去 5 年复合增长 40%, 未来还保持快速增长, 益普赛价格有压力, 但通过拓展适应症, 提升渗透率贡献利润, 益比奥随着未来血透的渗透率上升获得较快增长。蔓迪近三年销售复合增长 65%, 预期 3 年后可达 10 亿。

首次覆盖, 给予买入评级, 目标价 11.28 港元:

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.60、0.70、0.85 元, 给予公司 2021 年 14.5 倍目标 PE, 对应目标价为 11.28 港元, 较现价有 33.02% 的上涨空间, 给予“买入”评级。

百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	4,583.87	5,318.09	5,964.41	6,932.37	8,024.02
同比增长	22.75%	16.02%	12.15%	16.23%	16.13%
净利润	1,277.25	980.24	1,536.03	1,782.26	2,172.53
同比增长	38.17%	-23.25%	56.70%	16.03%	21.90%
净利润率	27.86%	18.43%	25.75%	25.71%	26.99%
每股盈利	0.50	0.38	0.60	0.70	0.85
PE@8.48HKD	15.26	20.08	12.72	10.90	8.98

数据来源: wind、三生制药年报、国元证券经纪 (香港) 整理

目录

1.三生制药：国内领先的生物制药研发公司.....	5
1.1 公司简介.....	5
1.2 股权结构.....	5
1.3 公司主营业务.....	6
2. 医药行业发展趋势.....	8
2.1 国家政策利好生物制剂及创新药发展.....	8
2.3 仿制药市场竞争激烈.....	10
3.公司重点产品介绍.....	11
3.1 赛普汀.....	11
3.2 特比澳.....	12
3.3 益赛普.....	14
3.4 重组人促红素（益比奥/赛博尔）.....	15
3.5 蔓迪.....	16
4.公司生物药品研究实力深厚，研发管线储备丰富.....	17
4.1 持续推进在研药物.....	17
4.2 公司研发基础深厚，未来发展战略明晰.....	18
4.3 持续推进战略合作伙伴关系，加强国际研发合作.....	19
5.公司管理层研发及管理经验丰富.....	20
6.财务分析.....	20
7.盈利预测与投资建议.....	24
7.1 关键假设.....	24
7.2 行业估值及目标价.....	25
风险提示.....	26

图目录

图 1：公司股权结构	6
图 2：公司 2015-1H 2020 年重点产品营业收入（百万元）	7
图 3：公司现有在研产品及在研进度	8
图 4：2013-2019 CDE 受理数量	10
图 5：2013-2019 CDE 受理生物制品数量	10
图 6：公司 2015-1H 2020 各重点产品营收（百万元）	11
图 7：公司 2015-1H 2020 特比澳以销量及以销售额计的市场份额比例（%）	13
图 8：公司 2015-1H 2020 特比澳营收（百万元）及同比增速	14
图 9：公司 2015-1H 2020 年益赛普营收（百万元）及同比增速	15
图 10：公司 2015-1H 2020 年益比奥/赛博尔营收（百万元）及同比增速	16
图 11：公司 2015-1H 2020 年蔓迪营业收入（百万元）及同比增速	17
图 12：公司 2019 年至 2020 上半年研发业绩亮点	18
图 13：公司 2015-2019 年研发费用（百万元）及同比增速	19
图 14：三生制药国际合作研发公司与合作研发项目	20
图 15：公司 2015-1H 2020 营收变化（百万元）及增速	21
图 16：公司 2015-1H 2020 净利润变化（百万元）及增速	22
图 17：公司 2015-2019 年毛利率、净利率变化情况	22
图 18：公司 2015-2019 年销售费用率、行政费用率、财务费用率变化情况	23
图 19：公司 2015-2019 年 ROA、ROE 变化情况	24
图 20：公司近五年 PE-BAND 变化情况	26

表目录

表 1：公司发展历程	5
表 2：创新药支持政策	9
表 3：生物制剂支持政策	9
表 4：公司收入预测	25
表 5：行业可比公司估值（截至 2020 年 9 月 23 日）	26

1.三生制药：国内领先的生物制药研发公司

1.1 公司简介

三生制药是中国市场上迅速发展的生物制药公司，是中国生物制药行业的先锋，在研发、生产及营销生物技术产品方面拥有丰富的经验。公司拥有丰富的在研和已上市的生物制药产品、生产制造工艺生产线和专业的学术推广团队。公司核心产品包括特比澳、益赛普及重组人促红素产品益比奥及赛博尔，四种产品均为中国内地市场下各生物制药领域的领先产品。

三生制药集团拥有 380 余位科学家组成的专业的研发团队、抗体药物国家工程研究中心与生物药和化药双平台的 4 大综合性研发中心。公司积极布局包括单克隆抗体产品、双特异性抗体、抗体融合蛋白及细胞疗法等创新疗法研发。公司在致力于内部研发的同时，也积极寻求如阿斯利康、礼来等国际合作伙伴，在研究开发和产品销售等领域达成合作。目前公司拥有 31 种在研产品系列，其中 21 种作为国家新药（包括注册分类 1 类和生物药 2 类）。

根据 IQVIA 数据，按销售额计，公司 2019 年在国内医药公司销售市场位于第 25 位。公司拥有专业的商业推广平台，由 1929 名专业的医药信息沟通人员负责，进行专业合规的学术推广。公司一体化的合规、市场准入、商务运营、市场营销、销售团队效率和财务团队为产品的销售推广奠定了坚实的基础。

表 1：公司发展历程

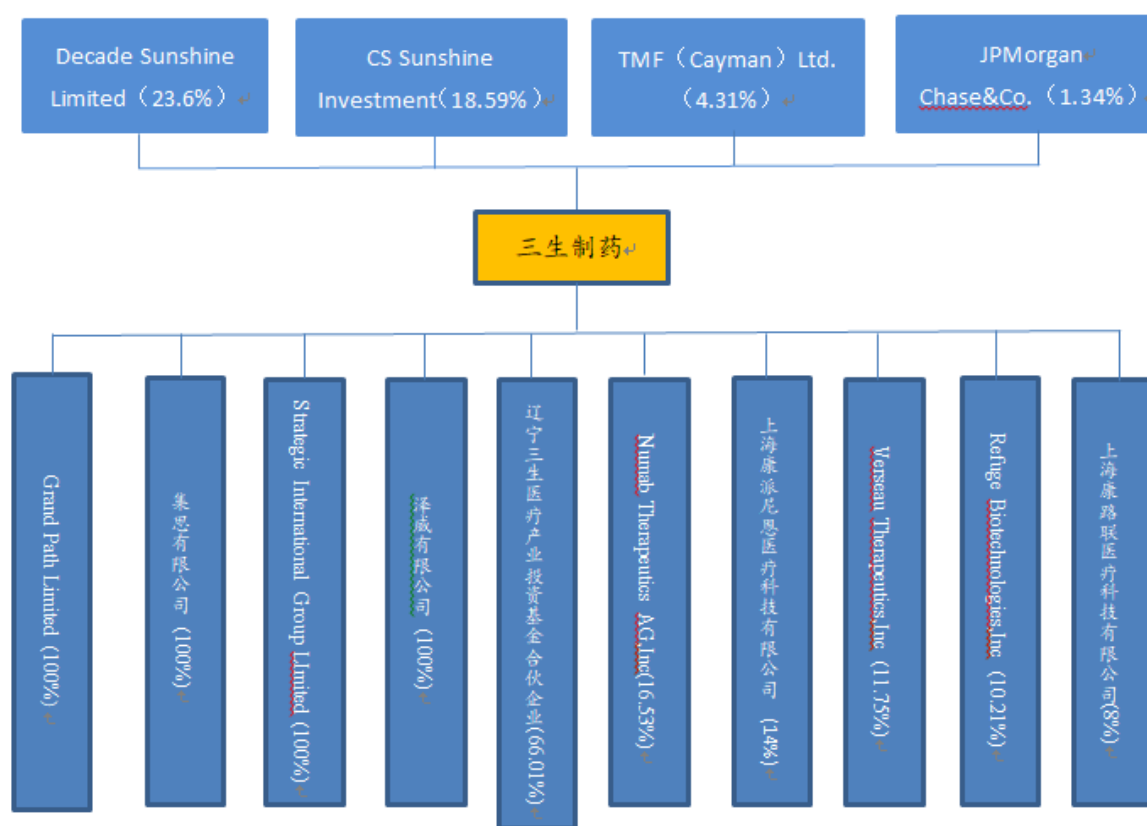
时间	大事记
1995 年	沈阳三生制药有限责任公司成立。
1998 年	国内首批上市的 rhEPO 产品益比奥上市。
2005 年	联合创始人姜竞博士领导研发的国家一类新药特比澳上市，是全球唯一商业化的促血小板生长因子。
2006 年	获得为期五年的蔗糖铁注射液的独家经销权。
2007 年	在纳斯达克上市。
2013 年	由管理层和中信产业基金牵头的买方团完成私有化，从纳斯达克退市。
2014 年	收购赛保尔生物生物制药公司；收购一家位于意大利合约药品生产商 Sirton；与中信国健订立一份战略合作协议，并收购中信国健 6.96% 的股权。
2016 年	与阿斯利康订立独家许可协议，获得 Byetta 和 Bydureon 在中国的 20 年的商业化权利；增持国健股份至 97.8%；三生制药被纳入 MSCI 中国指数。
2020 年	赛普汀产品上市；附属公司三生国健在科创板上市。

资料来源：三生制药官网、国元证券经纪（香港）整理

1.2 公司股权结构

从公司股权来看股权结构清晰，Decade Sunshine Limited 公司持有公司 23.6%股份，2020 年 3 月 Decade Sunshine Limited 就保证金贷款下未偿还款项进行再融资，以向 Hillhouse Capital Advisors, Ltd. 旗下一个投资基金质押 Decade Sunshine Limited 持有公司 5%股份来解决未偿还债务，并于 20 年 3 月 31 日已经完成股权交付；CS Sunshine Investment Limited 持有公司 18.59%股份；此外 TMF (Cayman) Ltd、JPMorgan Chase & Co. 公司分别持有公司 4.31%、1.34%股份。同时，公司通过全资控股及联营方式持有多家公司，全面涉及公司产品研发、生产与销售。

图 1：公司股权结构



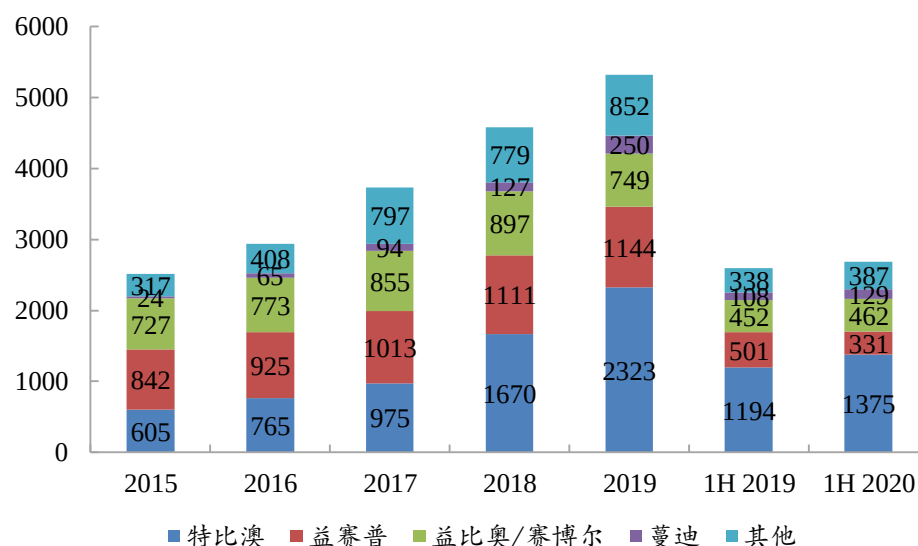
资料来源：三生制药年报、国元证券经纪（香港）整理

1.3 公司主营业务

公司核心产品包括特比澳、益赛普、重组人促红素产品（益比奥及赛博尔）及赛普汀。2020 年 6 月公司新获批上市的赛普汀是治疗转移性乳腺癌的首个国内企业自主研发的抗 HER2 抗体，现正处于该类产品的国产替代进口的红利期，将为公司营收带来新的快速增长点。其余四种重点产品均为其所属细分市场的销量领先产品。特比澳是当今全球唯一商业化的重组人血小板生成素产品。据 IQVIA2 统计，2019 年特比澳在中国内地血小板减少症治疗市场的份额为 73.2%。益赛普为肿瘤坏死因子

α 抑制剂产品，按销售额计算，占中国内地市场份额的 60.9%。两种重组人促红素产品共占 rhEPO 市场份额的 41.6%。

图 2：公司 2015-1H 2020 年重点产品营业收入（百万元）



资料来源：三生制药年报、国元证券经纪（香港）整理

从研发管线来看，公司的生物药物研发布局范围广阔，治疗领域涵盖了肾科、肿瘤科、免疫科、代谢疾病及皮肤疾病。在研药品中 6 项为肾科在研产品；10 项为肿瘤科在研产品；12 项在研产品为自身免疫疾病(包括类风湿性关节炎)、顽固性痛风及眼科疾病(如老年性黄斑变性)；2 项为代谢类在研产品；1 项为皮肤科在研产品。

公司的 31 项在研产品中，其中共 21 项为国家新药(包括注册分类 1 类和生物药 2 类)。按在研药品结构类型来看，31 项在研产品中 22 项为生物药，其他 9 项为小分子药物。研发管线中，益赛普预充式注射剂、抗 CD20 单抗、IL17 及眼用 VEGF 是公司在研产品中具有销售爆发点的产品。益普赛预充式注射剂能够起到补充公司现有的益赛普药物的作用，提高患者使用公司益赛普系列产品的依存度，提高公司该类产品的市占率。抗 CD20 单抗是重要的肿瘤治疗靶点，现阶段公司的抗 CD20 单抗在研药品已经完成三期临床。

图 3：公司现有在研产品及在研进度



资料来源：三生制药年报、国元证券经纪（香港）整理

2. 医药行业发展趋势

2.1 国家政策利好生物制剂及创新药发展

我国近年出台诸多政策，引起医药行业较大波动。专利保护、优先审评等政策加速了创新药上市的进程。2015年《关于药品注册审评审批若干政策的公告》、2017年《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》、2018年《中华人民共和国药品管理法（修正草案）》等政策的推进加速了创新药产业的发展。国家食品药品监督管理局在2017年发布的《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》将具有明显临床价值的药品注册申请纳入了优先审评审批范围。这些药品包括未在中国境内外上市销售的创新药；使用先进制剂技术、创新治疗手段、具有明显治疗优势的药品等七类药品申请。公司现有在研项目31个，其中21种为国家新药。预计公司的在研项目能够受惠于政策对创新药的倾斜，未来在研项目的审批进程能够加快，公司对于研发的投入能以更短的周期回流。

表 2：创新药支持政策

发布时间	发布主体	政策	主要内容
2015	CFDA	《关于药品注册审评审批若干政策的公告》	解决药品注册申请积压问题，提高药品审评审批质量和效率。优化临床试验申请的审评审批等。
2017	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	改革临床试验管理，支持临床试验机构和人员开展临床试验，加快上市审评审批，促进药品创新和仿制药发展等。
2017	国家药品监督管理局	《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	七种具有明显临床价值的药品注册申请，可列入优先审评审批范围。
2018	国家药品监督管理局、国务院	《中华人民共和国药品管理法（修正草案）》	改革完善药品审评审批制度，鼓励药品创新，加强事中事后监管等。

资料来源：CDE、国元证券经纪（香港）整理

2017 年国家药品监督管理局的《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》中指出，治疗恶性肿瘤疾病且具有明显临床优势的药品注册申请可以被纳入优先审评审批范围。2018 年《科技部关于加强和促进食品药品科技创新工作的指导意见》中指出要加快加强生物安全等重大技术创新平台和生物医药产业园区的服务产业建设。该政策有利于公司的创新平台和创新产业中心的建设。

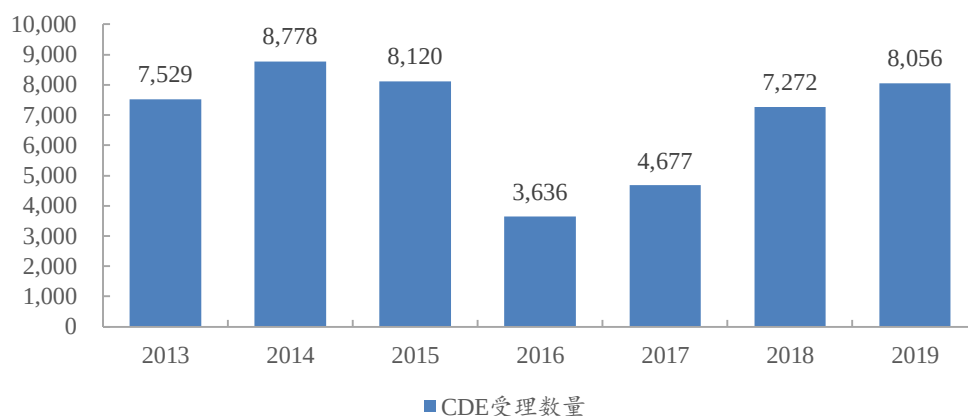
表 3：生物制剂支持政策

发布时间	发布主体	政策	主要内容
2017	国家药品监督管理局	《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	针对恶性肿瘤等适应症的药物可列入优先审评审批范围。
2018	国家药品监督管理局	《关于加强和促进食品药品科技创新工作的指导意见》	在深化改革中切实加强食品药品监管科技工作，以创新引领监管水平提升，进而促进食品药品行业的创新发展。

资料来源：CDE、国元证券经纪（香港）整理

同时，CDE（药品审评中心）受理申报的数量也不断增长，自 2016 年至 2018 年增长迅速，与此同时，审批时间大幅缩短。2019 年 CDE 共承办新的药品注册申请以受理号共计 8056 个（复审除外），同比增长 10.78%。

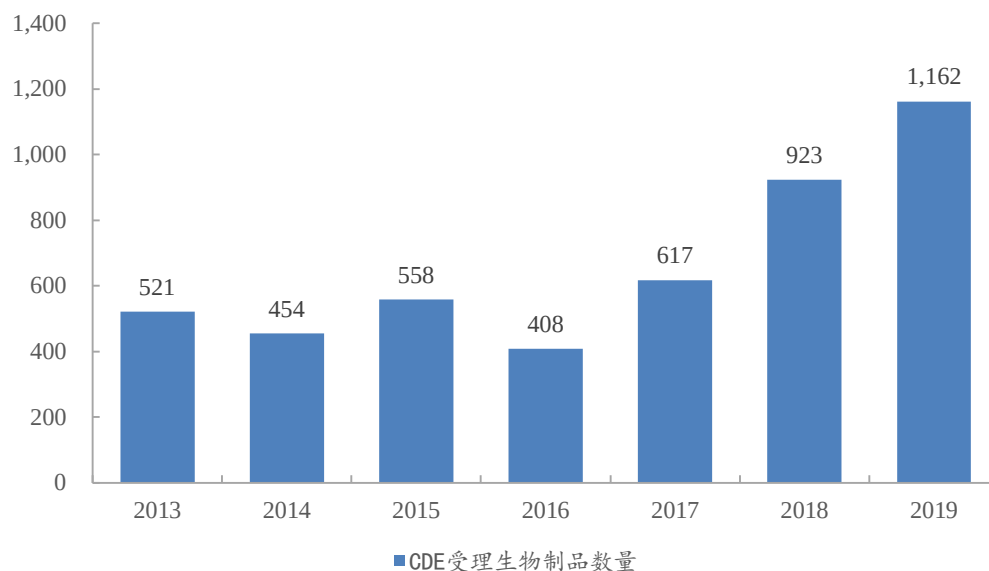
图 4：2013-2019 CDE 受理数量



资料来源：CDE、国元证券经纪（香港）整理

其中，CDE 受理生物制剂的申报的数量也随着整体药品受审数量增长而不断增长，自 2016 年至 2019 年增长迅速。2019 年 CDE 共承办新的生物制剂注册申请以受理号共计 1162 个，同比增长 25.89%。

图 5：2013-2019 CDE 受理生物制品数量



资料来源：CDE、国元证券经纪（香港）整理

2.3 仿制药市场竞争激烈，创新药是发展方向

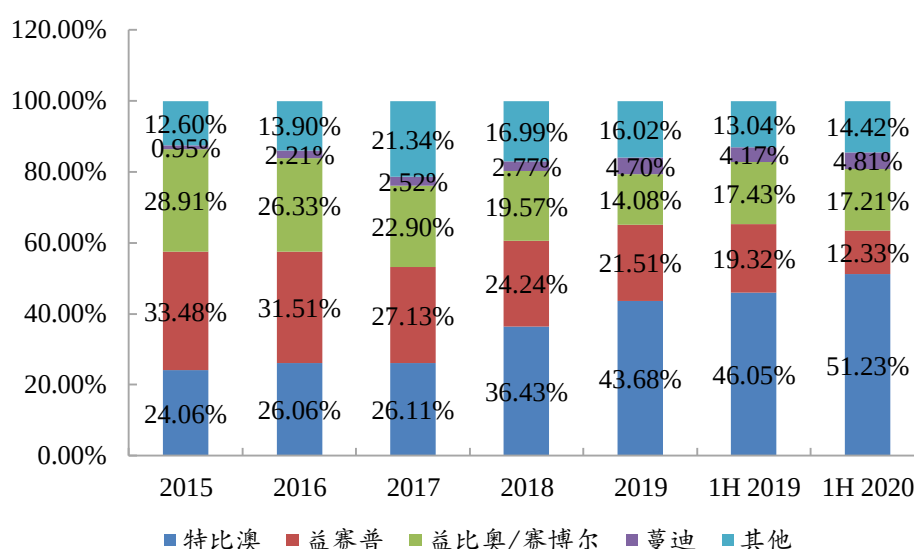
近年“4+7 带量采购”及“一致性评价”等政策的出台推动了我国创新药产业的发展，促使仿制药药企转型。2018 年 9 月 11 日，第一批带量采购清单公布，33 个药

品参加试点采购，11个城市参与，招标主要考虑因素为价格因素。同年12月6日，“4+7带量采购”中31个药品中标率达81%，中标药品价格总体平均降幅52%，单个药品降幅达到了96%。2019年9月，《国家组织药品集中采购和使用试点全国扩围产生拟选中结果》披露，25个“4+7”试点药品扩围采购全部成功，价格都低于“4+7”试点中选价格水平。2020年1月，第二批带量采购已经拉开帷幕。药品价格虚高因子消除，回归合理水平以后，有利于推进医药企业的药品质量提升和研发创新。随着带量采购政策的推进，我国仿制药行业的利润空间不断压缩，具有创新能力的药企能够顺应政策的趋势，以创新成果获得更有前景的市场及更大的市场份额。

3. 公司重点产品介绍

特比奥产品在公司主营收入占比中自2017年以来稳步上升，益赛普产品营收自纳入公司报表后营收占比有小幅波动，但占比稳定在24%的位置附近。重组人促红素产品近五年在公司整体营收占比中下跌幅度较为明显，从2016年27.64%下降至2019年14.08%。蔓迪销售体量小，但近五年的占比增速较快。2020年6月，公司的重磅产品赛普汀上市，未来将成为公司新的销售收入盈利增长点。较2019年中季报来看，2020年产品几乎未受到疫情影响，特比奥继续发挥主要产品优势为企业贡献51%营收。

图 6：公司 2015-1H 2020 各重点产品营收（百万元）



资料来源：三生制药年报、国元证券经纪（香港）整理

3.1 赛普汀

赛普汀（伊尼妥单抗）由三生制药的附属公司三生国健研发，于2020年6月19日通过药监局的上市审批，是国内企业开发的治疗HER2阳性转移性乳腺癌的首个面市的抗HER2抗体。赛普汀是首款国内药企研发的HER2单抗药品，三生制药的赛普汀上市将能够打破进口商品赫赛汀在国内的垄断局面。

根据统计，乳腺癌是我国女性癌症发病率中排名首位的疾病，每年新增患者数量约为20万，在2021年预计患者数达到250万人。其中Her2阳性乳腺癌占全部乳腺癌患者的20%-25%，患者群体约达到50万。现国内仅有原研厂商罗氏旗下的泰克公司的药品曲妥珠单抗（赫赛汀）在市面销售，在单只7000-8000人民币，14只为一个疗程的治疗费用下，其销售增速仍能保持在60%水平。赛普汀以1580人民币的上市定价将能够以价格低廉的优势替代原研药品在国内市场的份额，获得在转移性乳腺癌抗HER2抗体的市场。此外，2019年美国ASCO会议公布了一项对Fc段改构后的抗HER2单抗具有更强的ADCC效应，与含曲妥珠单抗的治疗相比，该单抗可降低转移性乳腺癌患者24%的疾病进展风险。赛普汀作为中国首个Fc段修饰和生产工艺优化，具有更强ADCC效应的创新抗HER2单抗，赛普汀也有望从疗效的角度为患者带来更强的治疗效果。

根据弗若斯特沙利文报告估计，抗HER2单抗药物市场未来将快速发展，其2018年至2023年的复合年增长率约23.9%，并在2023年能够达到约94亿元的市场规模，2030年约能达到136亿元的市场规模。公司赛普汀未来的销售收入及增速可观，若产品能达到10%的渗透率，该款产品未来的销售峰值将达到20-30亿人民币。

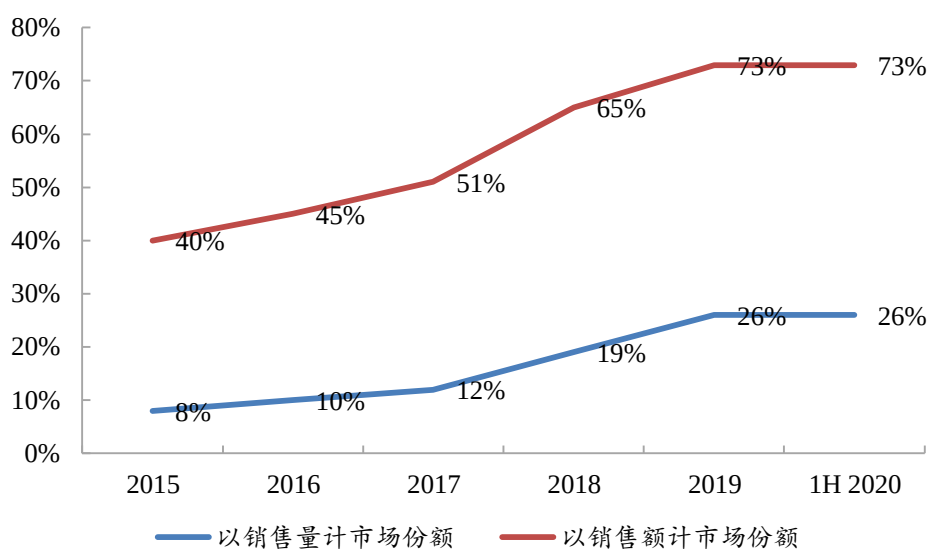
3.2 特比澳

公司的产品特比澳（TPO）是一种重组人血小板生成素产品，用于治疗多种血小板减少症，与其他疗法相比，具有使血小板快速恢复及副作用较少的优点。特比澳是全球首家开发并商业化重组人血小板生成素（rhTPO）的产品，是中国唯一获准上市的重组人血小板生成素产品。2005年，特比澳获批第一种适应症CIT（治疗化疗引起的血小板减少症），随后有“限工伤保险”限制地列入国家医保目录乙类。同时，特比澳在海南、黑龙江、吉林、辽宁、陕西、上海和西藏省7省被列入没有工伤限制的省级医保目录。2010年，特比澳获批准第二项适应症ITP（治疗免疫性血小板减少症）。

目前，特比澳的第三种适应症儿童ITP已经进入三期临床阶段，预计2021年将会完成三期临床并提交上市注册申请。ITP是儿童最常见的出血性疾病，发病机制与免疫异常有关。若特比澳第三种适应症获批，特比澳的销售将会有新的增长点。此

外，以销售额计算，特比澳 2019 年占 73% 的市场份额，但从销量的角度来看，特比澳仅占市场份额的 26%。同时，根据公司 2020 年中期业绩报告，特比澳产品两种计量方式计算的市场份额继续保持 2019 年水平。两项比例之间仍有巨大的空缺，随着未来国内人均治疗支付金额的增加和产品进一步下沉，特比澳未来市场销量将有持续放量的潜力，我们预计特比澳未来的市场销售增速将稳定在 20%-30%。

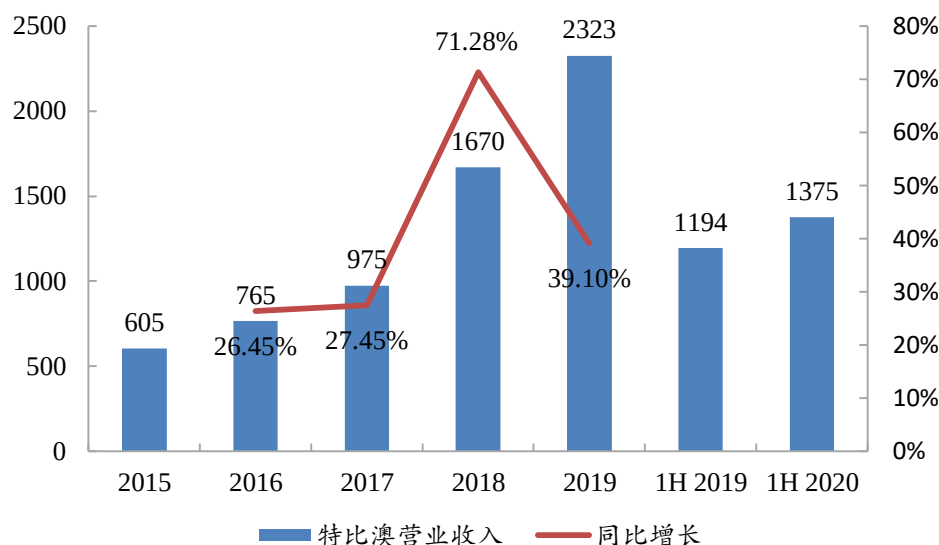
图 7：公司 2015-1H 2020 特比澳以销量及以销售额计的市场份额比例（%）



资料来源：三生制药业绩报告、国元证券经纪（香港）整理

公司特比澳产品在 2015 年至 2019 年的营业收入分别为 6.05 亿元、7.65 亿元、9.75 亿元、16.70 亿元、23.23 亿元。2016 年至 2019 年的年度营收同比增速分别为 26.45%、27.45%、71.28%、39.10%，近四年该产品的营收增速基本稳定在高位，2018 年产品的营收增速达到峰值 71.28%，近四年复合增速超过 40%。对比同期中期业绩，2020 年中期特比澳产品未受疫情影响，营业收入继续提升，实现 13.75 亿元，同比增长 15.16%，展现了优质现金牛产品特征。

图 8：公司 2015-1H 2020 特比澳营收（百万元）及同比增速



资料来源：三生制药年报、国元证券经纪（香港）整理

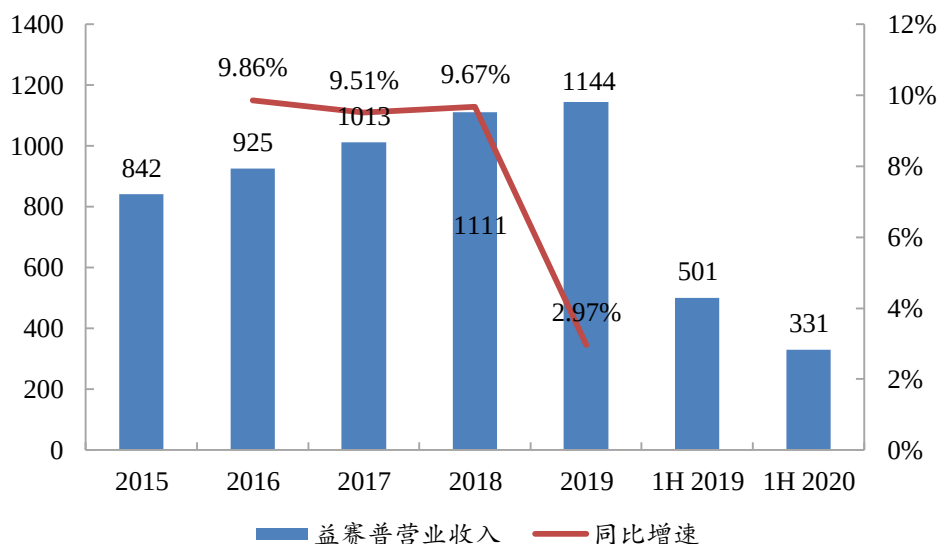
3.3 益赛普

益赛普是肿瘤坏死因子 α 抑制剂产品，是国内市场首款推出的依那西普产品。2005 年益赛普以适应症为类风湿性关节炎的生物制剂产品在国内上市，2007 年其适应症扩大至强直性脊柱炎及银屑病。目前，益赛普于类风湿性关节炎及强直性脊柱炎适应症在国内市场的渗透率仅约 5% 至 9%，且益赛普的销售额来自销售团队覆盖的医院中仅约 8% 的医院。未来益赛普销量将能够持续放量，我们考虑的原因有二。一是按销售额计，益赛普在中国抗肿瘤坏死因子领域的市场中占 60.9%，且销售额增速 65.9% 高于同类竞品强克（57.6%）及安佰诺（48.3%）。高位的销售额市占率和较低的市场渗透率不匹配，我们预计益赛普的市场渗透率将逐渐增加。第二，目前公司完成了预充式益赛普水针剂的三期临床试验，已于 2019 年 7 月申请生产批件，预计 2021 年初获得上市资格。益赛普水针剂是中国内地第一个自主研发的预充式融合蛋白注射液，是国内肿瘤坏死因子 α 抑制剂产品中唯一的预充式剂型。预充式益赛普水针剂将增加患者使用益赛普的便利及药物的依从性，有助于益赛普药物销售的进一步增长。

益赛普在 2015 至 2019 年销售额呈现稳步上升的态势，2019 年益赛普的销售增速承压。2015/2016/2017/2018/2019 年益赛普的销售额分别为 8.42 亿元、9.25 亿元、10.13 亿元、11.11 亿元、11.44 亿元，2016/2017/2018/2019 年益赛普的销售增速分别为 9.86%、9.51%、9.67%、2.97%。2019 年益赛普营收增速承压的原因主要是其竞品进入医保而降价。艾伯维的阿达木单抗修美乐从 3160 元进一步降价至 1290 元；百奥泰的生物类似药获批上市后中标价为 1160 元。2020 年中期，益赛普受到疫情影响

响较大与降价压力，销售收入同期下降 33.9%，但总体来看产品依旧占据市场主导地位，后期随着疫情恢复，产品继续下沉覆盖更广泛，以及口服类产品布局，将会使产品销量进一步恢复进而继续增长。

图 9：公司 2015-1H 2020 年益赛普营收（百万元）及同比增速



资料来源：三生制药年报、国元证券经纪（香港）整理

3.4 重组人促红素（益比奥/赛博尔）

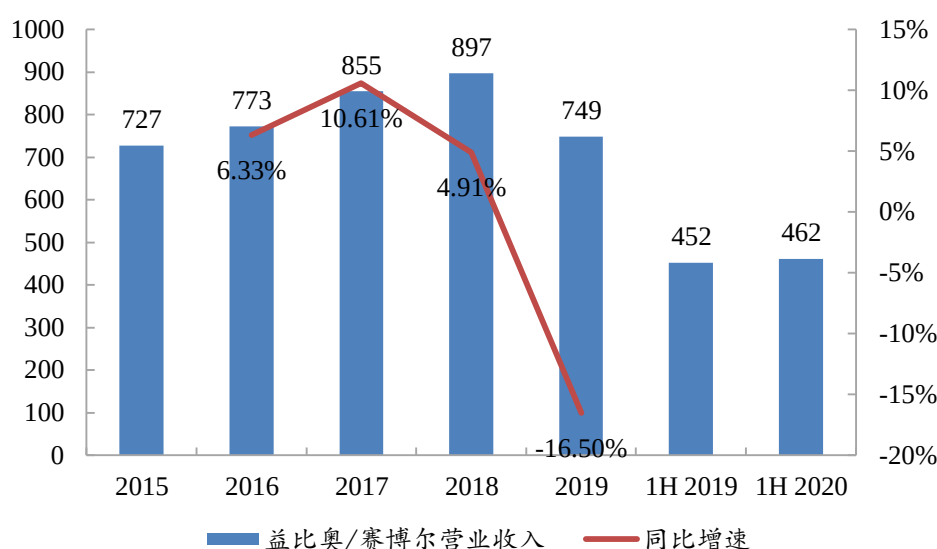
益比奥是唯一一种获得国家药监局批准用于非骨髓恶性肿瘤化疗引起的贫血症、治疗化疗引起的贫血症及外科围手术期的红细胞动员三种适应症的 rhEPO（重组人促红细胞生成素）产品，其中 CKD 引起的贫血适应症在 2019 年被医保覆盖。就其销量和销售额而言，益比奥自 2002 年起一直于中国 rhEPO 市场占支配性领导地位。据 IQVIA 估算，公司的两种重组人促红素产品共占 rhEPO 市场份额的 41.6%。从未来公司重组人促红素产品的发展来看，现阶段中国内地的约 20% 的透析渗透率远低于其他发达国家 90% 的渗透率，中国未来接受透析治疗的四期及五期 CKD 患者的渗透率将会提高；此外，益比奥的两种新增适应症，CIA 肿瘤科适应症及外科围手术期的红细胞动员的治疗，将会成为益比奥未来的销售新增长点。

在重组人促红细胞生成素在研药品方面，公司目前已开启治疗贫血的第二代 rhEPO 产品 NuPIAO (SSS06) 进行二期临床试验的患者入组工作，同时也开启了用于治疗贫血的聚乙二醇长效 rhEPO RD001 二期试验。

公司 2015 年至 2019 年重组人促红素的营业收入分别为 7.27 亿元、7.73 亿元、8.55 亿元、8.97 亿元、7.49 亿元，营收增速分别为 6.33%、10.61%、4.91%、-16.50%。公司 2019 年重组人促红素营收下降的主要原因是公司 2018 年招标中多个省份的价

格下降了 10% 以上，且药品规格有所更换。对比中期业绩，2020 年中期公司上产品保持同期增长态势，同时继续保持行业领先地位。随着未来两到三年中标价格趋于稳定，中标降价风险将会解除，且随着医保 2019 年新增了对益比奥产品“非骨髓恶性肿瘤化疗引起的贫血”适应症的覆盖，未来产品的销量将会持续增加，营收增速将会回升。从长远来看，未来随着国内血液透析的渗透率的提高，公司重组人促红素的市场渗透率的将会进一步。此外，公司认为患者对新增两种适应症的使用仍处于增长初期其他两种适应症。

图 10：公司 2015-1H 2020 年益比奥/赛博尔营收（百万元）及同比增速



资料来源：三生制药年报、国元证券经纪（香港）整理

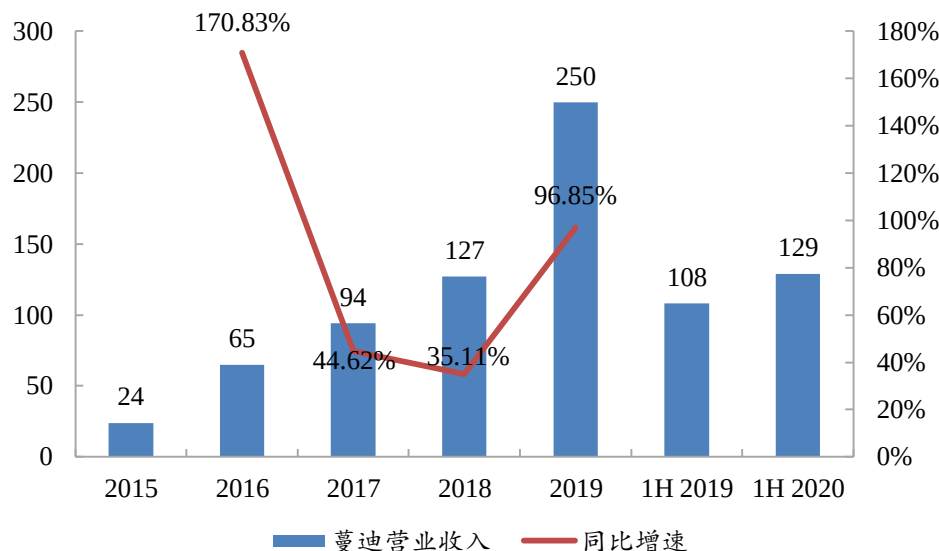
3.5 蔓迪

蔓迪适应症为雄性激素过多引起的脱发，针对毛囊内含有抑制毛发生长的硫酸转移酶进行治疗，治疗有效率一般在 50-70% 之间。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。据《中国脱发人群调查》数据显示，我国脱发人群 2 亿，男性脱发人数达 1.3 亿，并且发病率以每年至少 15% 的速度增长。成年男性中平均 4 个人就有一个脱发者，主要以 20-40 岁男性为主，30 岁左右男性脱发速度最快。蔓迪使用频率一日一次，使用疗程为四个月，一个疗程的用药费用约为 150 元，价格吸引力高。若蔓迪能覆盖 8% 的市场，未来销售规模能够达到 18 亿元。

其中公司的蔓迪产品 2015-2019 年营业收入分别为 0.24 亿、0.65 亿、0.94 亿、1.27 亿、2.50 亿，同比增速分别为 170.83%、44.62%、35.11%、96.85%。蔓迪产品体积小，但增速较快，2015 年至 2019 年的年复合增长率达到 65%，未来该产品的销量

增速预计将会稳定在高位，销售收入持续放量。

图 11：公司 2015-1H 2020 年蔓迪营业收入（百万元）及同比增速



资料来源：三生制药年报、国元证券经纪（香港）整理

4. 公司生物药品研究实力深厚，研发管线储备丰富

4.1 持续推进在研药物

2019 年三生制药的重点研发项目均取得较好的进展。其中赛普汀(伊尼妥单抗)由附属公司三生国健研发，于 2020 年 6 月 19 日通过药监局的上市审批，是国内企业开发的治疗 HER2 阳性转移性乳腺癌的首个面市的抗 HER2 抗体。Xenopax(健尼哌)是附属公司三生国健自主研发的重组抗 CD25 人源化单克隆抗体注射液，已在 2019 年 10 月获得了 GMP 证书并开展了市场销售。健尼哌是中国内地首个获批上市的，由国内企业开发的人源化治疗性抗体，用于预防肾移植引起的急性排异反应，可与常规免疫抑制方案联用，能显著提高移植器官存活率，改善患者生存质量。益赛普预充式注射剂已经完成了三期临床试验，进入最终上市审批阶段，如获审批，将对现有的益赛普产品有良好的补充，继续巩固三生制药在快速发展的肿瘤坏死因子 α 抑制剂市场的领导地位。

公司也在 2019 年获得了五个新药临床(IND)的试验批件，包括 608(一种用于治疗银屑病的抗白介素(IL)-17A 注射液)、TRK-820(REMITCH, Toray Industries, Inc 授权的用于治疗血液透析患者瘙痒症的一种新药)、SSS17(一种口服治疗慢性肾病(CKD)

患者对小分子缺氧诱导因子脯氨酸羟化酶(HIF-PH)抑制剂)、601A 以及 609A(一种人源化抗程序性细胞死亡蛋白(PD1)抗体),可用于治疗多类癌症。609A 的一期试验目前在美国及中国同时进行。

图 12: 公司 2019 年至 2020 上半年研发业绩亮点

序号	产品名称	研发进度
1	302H(赛普汀)	2020年6月19日成功获批
2	301S(益赛普预充针)	完成NDA申请
3	健尼哌(抗CD20抗体)	获得GMP证书, 开始市场销售
4	609A(抗PD1抗体)	分别获得FDA、NMPA临床试验批准
5	608(抗IL17抗体)	获得NMPA临床试验批准
6	Remitch(TRK-820)	获得NMPA临床试验批准
7	SSS17(HIF-PH)	获得NMPA临床试验批准
8	610(IL-5单抗)	2020年6月23日完成首例患者入组
9	611(IL-4单抗)	2020年6月28日获得FDA临床试验批准, 获NMPA受理

资料来源: 三生制药年报、国元证券经纪(香港)整理

4.2 公司研发基础深厚, 未来发展战略明晰

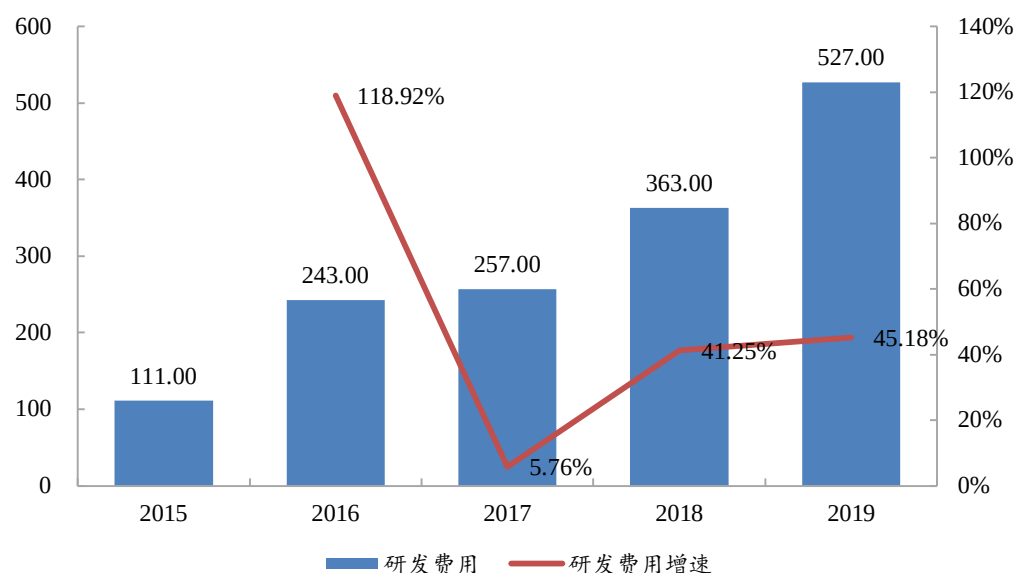
公司在上海、深圳、杭州和沈阳四个城市均建设有生物药和化学药的研发中心。公司的研发平台包括两个基于蛋白质的生物制药平台(一个哺乳动物表达系统的细胞平台及一个细菌细胞表达系统的平台)及一个化学平台。哺乳动物细胞表达系统平台用以研发哺乳动物细胞表达的生物制药产品, 代表产品如公司的核心产品益比奥和特比澳。此外, 公司也利用该平台开发单克隆抗体药品。细菌细胞表达系统平台是用以开发以细菌细胞表达的生物制药产品, 代表产品如公司早期产品因特芬及英路因。

目前, 公司已经覆盖了肿瘤重要的成熟靶点 HER2、CD20、EGFR、PD1、VEGF 和 PSG-1。未来公司将继续将资金和研究资源集中投入于肿瘤科、自身免疫疾病、肾科及其他核心治疗领域。从具体研究品种来看, 公司聚焦于研发新型的下一代生物疗法, 包括编程 CAR-T 细胞疗法, 免疫检查点抑制剂, 巨噬细胞检查点调节剂, 双特异性抗体及其他新型抗体分子, 抗新靶点抗体, 以及综合抗体产品线的联合疗法。

公司 2015-2019 年研发费用有逐年增加的态势, 且近年研发费用支出的增速基本保持在 40%以上的高位。公司 2015-2019 年研发费用率分别为 6.63%、8.69%、6.88%、

7.92%、9.91%，公司较高的研发费用率以及高速增长的研发费用支出表明公司对研发项目的重视。

图 13：公司 2015-2019 年研发费用（百万元）及同比增速



资料来源：三生制药年报、国元证券经纪（香港）整理

4.3 持续推进战略合作伙伴关系，加强国际研发合作

三生制药持续寻求国际知名及有创新前景的公司开展研发合作，以加快开发国内医疗需求中远未得到满足的创新产品。在研发合作中，公司与 Verseau 合作开发用于肿瘤治疗的全新巨噬细胞检查点调节剂(MCM)，并已选定一种人源化 PSGL-1 靶点抗体 VTX-0811 为由 Verseau 的专有平台产生的首个合作项目；与瑞士的 Numab 合作开发多种双特异性或多特异性抗体，相对于传统的免疫肿瘤疗法，这些抗体有望开启全新的治疗模式，具有更高的利益风险比；与三星 Bioepis 合作研发生物仿制药，包括 SB8(一种用于治疗转移性结直肠癌和非小细胞肺癌的抗血管内皮细胞生长因子(VEGF)在研生物仿制药)；与台湾微脂体股份有限公司(TLC)合作开发抗肿瘤及抗感染的创新微脂体产品；与 GenSight 开发眼科疾病的创新基因疗法；与 Sensorion 携手开发内耳疾病创新疗法。三生制药亦投资了 MPM 肿瘤创新基金(INV)及同意向 Dana-Farber 癌症研究所的 Dana-Farber 创新研究基金(IRF)捐款。INV-IRF 的部分合作涉及 Dana-Farber 若干已认定可进行商业化的技术的许可的优先购买权。

在产品获得中，公司与阿斯利康合作，获得了其针对糖尿病治疗的 GLP-1 系列产品在中国的独家商业推广许可；与礼来合作，获得了其胰岛素系列产品的分销和推广的独家许可；与 Toray 合作，获得了 Toray 授权的盐酸纳呋拉啡口腔崩解片产品

(TRK-820, 用于治疗血液透析患者瘙痒症, 以“REMITCH”的名称于2009年在日本获批上市, 现临床试验申请已获得国家药监局的IND批件)。

图 14: 三生制药国际合作研发公司与合作研发项目

成熟产品和技术平台	创新产品和技术平台
 GLP-1系列产品在中国的独家商业推广许可	 编程CAR-T细胞治疗方法的合作研究和商业推广
 胰岛素系列产品分销和推广的独家许可	 巨噬细胞检查点调节剂的开发和商业推广
 NanoX™ 技术的脂质体产品在中国大陆的商业推广	 两项眼科相关疾病产品的潜在许可或开发的优先选择权
 在中国开发和商业推广Remitch的独家权利	 肿瘤领域的双特异和多特异抗体产品开发和商业推广
 多项生物类似药的临床开发和商业推广合作	 投资于早期癌症药物研究和开发
	 四种内耳疾病相关在研产品的潜在许可优先购买权

资料来源: 三生制药年报、国元证券经纪(香港)整理

5. 公司管理层研发及管理经验丰富

公司管理团队研发经验丰富, 富有战略眼光。娄竞博士是公司的首席执行官兼总裁, 主要负责公司的战略发展及规划、整体运营管理以及主要决策制定工作。娄竞博士是益比奥及特比澳的领导科学家及主要研究员, 曾为公司药品研发工作作出了巨大贡献。娄竞博士是公司的联合创始人, 于2006年获任公司董事, 2014年调任为执行董事。2012年获任为公司董事会主席。苏冬梅博士负责公司的战略方向。苏女士于1993年加入沈阳三生担任研发部科学家, 于1997年至2006年担任研发部主管, 后于2006年之2008年担任沈阳三生的首席技术官, 负责研发及制造工艺工程。朱楨平博士研发经历同样深厚, 曾于ImClone Systems担任抗体技术和免疫学副总裁12年, 领导团队负责了多个FDA批准上市的新型抗肿瘤抗体的发现和早期研发; 2009-2010年间任Novartis副总裁、蛋白质科学与药物设计全球总管, 负责探索、设计和遴选治疗各种人类疾病的新型生物制剂; 2010年至2016年任KadmonCorporation全球生物制药研发执行副总裁及Kadmon China总裁; 2017年至2019年间担任公司的药物研发总裁及首席科学官, 因三生国健科创板上市规划, 朱楨平博士辞任三生制药职位, 赴三生国健公司任药物研发总裁。

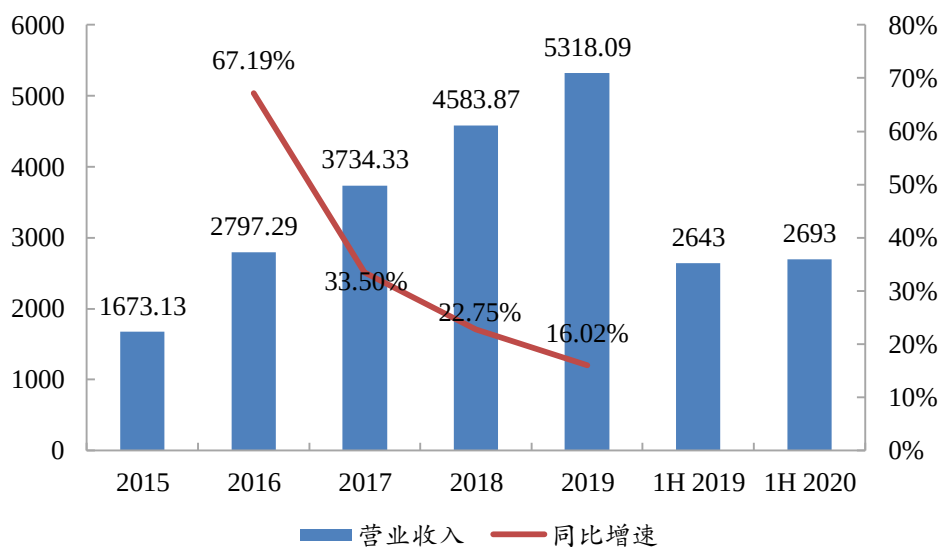
6. 财务分析

公司2015年至2019年营业收入不断增加, 但营收增速逐年放缓。

2015/2016/2017/2018/2019年公司收入分别为16.73亿、27.97亿、37.34亿、45.84

亿、53.18 亿元，2016/2017/2018/2019 年营收增速分别为 67.19%/33.50%/22.75%/16.02%。2020 年中期业绩，公司营收未受疫情影响，继续保持增长态势，创收 2.69 亿元，并实现 2%增幅。

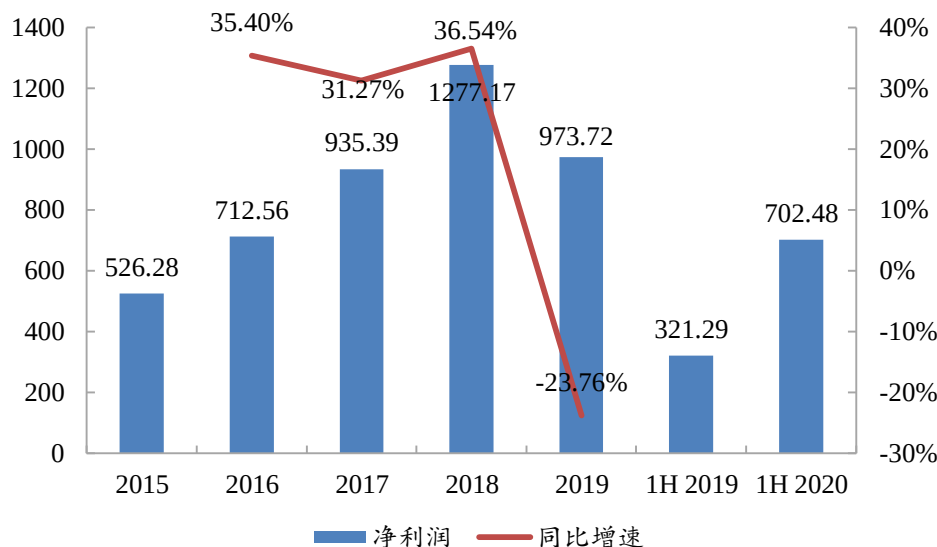
图 15：公司 2015-1H 2020 营收变化（百万元）及增速



资料来源:公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司 2015 年至 2018 年净利润逐年增加，2019 年净利润有所回调，增速呈现负值。2015/2016/2017/2018/2019 年净利润分别为 5.26 亿元、7.14 亿元、9.24 亿元、12.77 亿元、9.80 亿元，2016/2017/2018/2019 年净利润增速分别为 35.72%、29.42%、38.17%、-23.25%。公司 2019 年净利润绝对值及增速明显下降的主要原因是公司 2019 年的行政费用支出较去年同期增加了 113.92%，以及公司在联营公司的股权投资收益下降导致。2020 年中季报，公司逆势而上，实现净利润 7.02 亿元，同比增幅 119%，进一步展现企业实力，依托现金牛产品及创新实力，向投资者交出满意答卷。

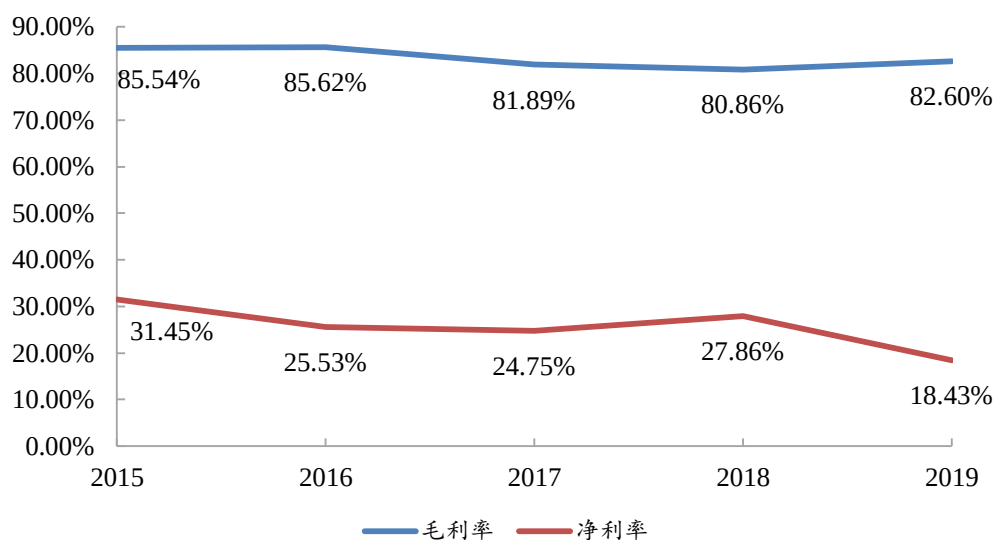
图 16: 公司 2015-1H 2020 净利润变化（百万元）及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司 2015 年至 2019 年毛利率分别为 85.54%/85.62%/81.89%/80.86%/82.60%，净利率分别为 31.45%/25.53%/24.75%/27.86%/18.43%。公司 2015 年至 2019 年毛利率基本稳定于 82% 附近，净利率在 2015 年至 2018 年间略呈下降趋势，2019 年较去年同期下降 9.43%。公司 2019 年净利润下降较为明显是公司 2019 年净利率下降的主要原因。

图 17: 公司 2015-2019 年毛利率、净利率变化情况

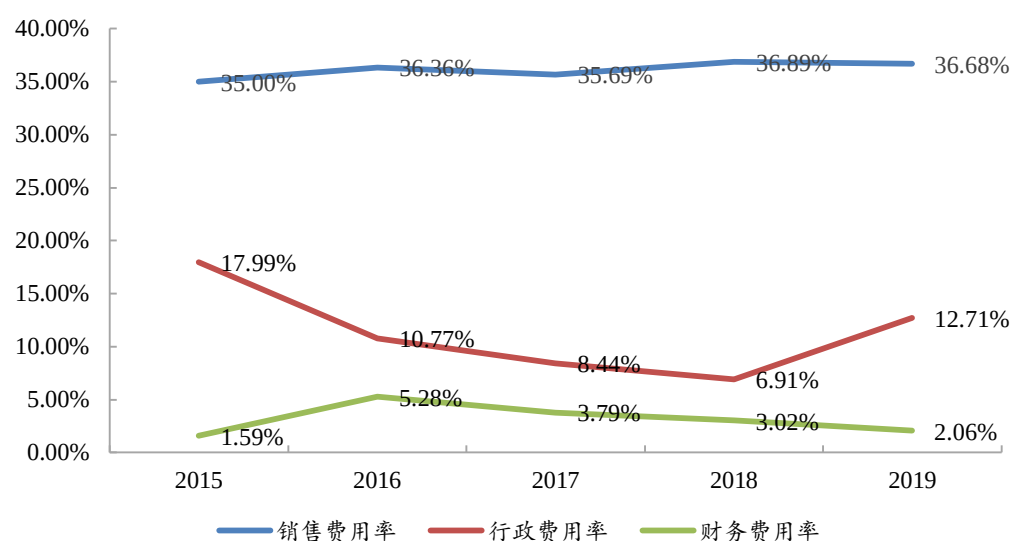


资料来源：三生制药年报、国元证券经纪（香港）整理

公司 2016 年至 2019 年销售费用率分别为 35%、36.36%、35.69%、36.89%、36.68%；

行政费用率分别为 17.99%、10.77%、8.44%、6.91%、12.71%；财务费用率分别为 1.59%、5.28%、3.79%、3.02%、2.06%。公司销售费用率常年稳定在 35%至 36%附近。近年来公司财务费用控制端较好，基本保持了比率逐年下降的趋势。但公司 2019 年行政费用率偏高，公司在 2019 年的行政费用的非正常支出也是公司 2019 年净利润下滑的重要原因。

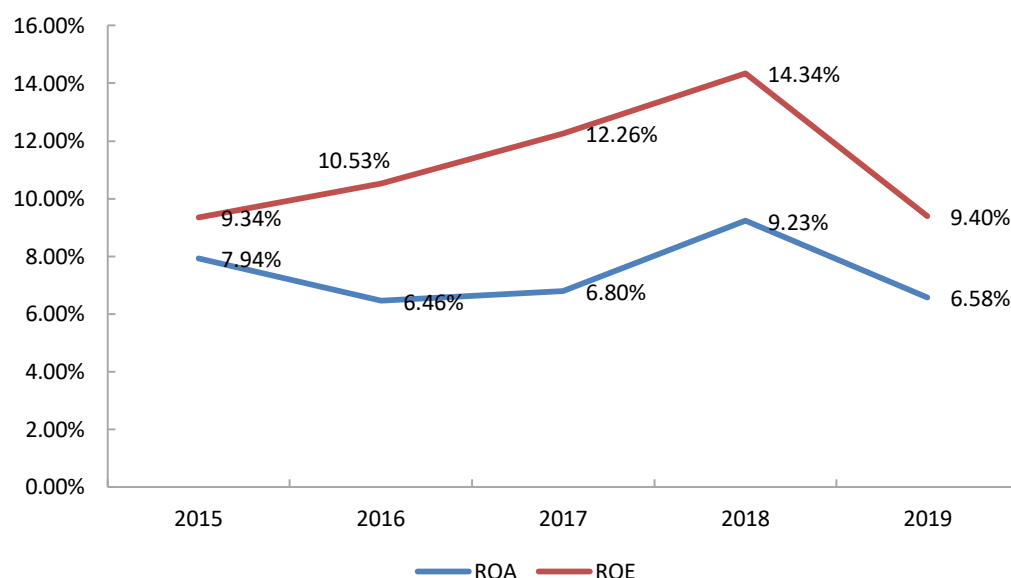
图 18：公司 2015-2019 年销售费用率、行政费用率、财务费用率变化情况



资料来源：三生制药年报、国元证券经纪（香港）整理

公司 2015 年至 2019 年 ROA 分别为-1.86%、1.51%、11.16%、9.62%，ROE 分别为-5.20%、0.58%、4.68%、4.09%。受 2019 年净利润下降约 24%的影响，公司 2019 年 ROA 和 ROE 均较同期出现一定程度的下降，其中 ROA 下降了约 5%，ROE 下降了 3%。

图 19：公司 2015-2019 年 ROA、ROE 变化情况



资料来源：三生制药年报、国元证券经纪（香港）整理

7. 盈利预测与投资建议

7.1 关键假设

我们预测公司 2020-2022 年收入分别为 5964/6932/8050 百万元，分别同比增长 12.15%/16.23%/16.13%，其中：

- 特比澳：预计 2020-2022 年增速为 21.00%、18.00%、15.00%；
- 益赛普：预计 2020-2022 年增速为 -12.00%、-5.00%、8.02%；
- 益比奥/赛博尔：预计 2020-2022 年增速为 13.00%、8.32%、6.80%；
- 蔓迪：预计 2020-2022 年增速为 65.32%、31.23%、30.35%；
- 赛普汀：预计 2021-2022 年增速为 191.59%、57.99%；
- 其他产品：预计 2020-2022 年增速为 -14.25%、1.77%、6.99%。

表 4：公司收入预测

单位：人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	4584.00	5318.00	5964.41	6932.37	8050.24
同比增长 (%)	22.76%	16.01%	12.16%	16.23%	16.13%
特比澳	1670.00	2323.00	2810.83	3316.78	3814.30
同比增长 (%)	71.28%	39.10%	21.00%	18.00%	15.00%
益赛普	1111.00	1144.00	1006.72	956.38	1033.09
同比增长 (%)	9.67%	2.97%	-12.00%	-5.00%	8.02%
益比奥/赛博尔	897.00	749.00	846.37	916.79	979.13
同比增长 (%)	4.91%	-16.50%	13.00%	8.32%	6.80%
蔓迪	127.00	250.00	413.30	542.37	706.98
同比增长 (%)	35.11%	96.85%	65.32%	31.23%	30.35%
赛普汀	--	--	156.56	456.51	721.23
同比增长 (%)	--	--	--	191.59%	57.99%
其他产品	779.00	852.00	730.63	743.54	795.51
同比增长 (%)	-2.26%	9.37%	-14.25%	1.77%	6.99%

资料来源：三生制药年报、国元证券经纪（香港）整理

基于收入预测,我们预测公司 2020-2022 年归属股东净利润为人民币 1536/1785/2173 百万元, 同比增长 58%/16%/22%。

7.2 行业估值及目标价

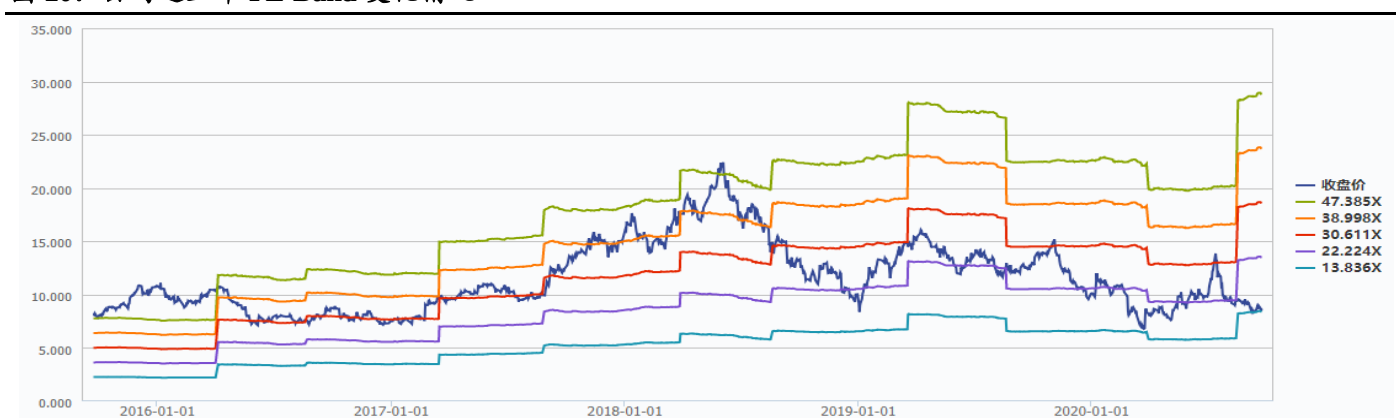
我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.60、0.70、0.85 元, 公司目前的 PE 14.88 倍。公司新品种赛普汀上市, 附属公司三生国健科创板上市, 业绩和股价有望持续增长, 我们给予公司 2021 年 14.5 倍目标 PE, 对应目标价为 11.28 港元, 较现价有 33.02% 的上涨空间, 给予公司“买入”评级。

表 5：行业可比公司估值（截至 2020 年 9 月 23 日）

代码	证券简称	市值(十亿)	TTM	市盈率 PE		市净率 PB(MRQ)	企业价值 /EBITDA(倍)
				20E	21E		
1530.HK	三生制药	19.37	14.88	13.06	11.27	1.89	15.31
	港股平均	148.81	64.12	-509.39	3.99	8.61	2.03
4332.HK	AMGEN-T	957.66	19.15	19.65	17.98	13.12	14.71
2269.HK	药明生物	228.16	182.77	161.74	117.76	17.43	197.18
6160.HK	百济神州	165.26	--	-20.14	-30.56	9.58	-25.51
6185.HK	康希诺生物-B	39.51	--	-4,709.56	47.95	29.87	--
2696.HK	复宏汉霖-B	23.89	--	-36.07	-77.77	6.71	-31.82
9926.HK	康方生物-B	19.78	--	-22.14	-43.6	5.69	-74.74
1477.HK	欧康维视生物-B	13.3	--	--	--	-3.8	-84.32
9969.HK	诺诚健华-B	12.94	--	-23.81	-25.91	3.99	-32.77
6826.HK	昊海生物科技	8.22	39.69	32.76	18.77	1.62	40.23

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

图 20：公司近五年 PE-Band 变化情况



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

风险提示

- 1) 新产品研发进度低于预期；
- 2) 药品价格的下降超预期；
- 3) 药品销售量低于预期。

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	2020E	2021E	2022E
收入	2,797.3	3,734.3	4583.9	5318.1	5964.4	6932.4	8050.2
销售成本	402.3	676.2	877.3	925.4	1067.6	1303.3	1513.4
毛利	2,395.0	3,058.1	3706.6	4392.7	4896.8	5629.1	6536.8
其他收入	215.6	195.8	429.8	218.1	10.0	0.0	11.0
分拆开支	(1,017.2)	(1,332.7)	(1,691.2)	(1,950.7)	(2,134.7)	(2,499.1)	(2,898.1)
行政费用	(301.2)	(315.1)	(316.8)	(676.0)	(298.2)	(325.8)	(378.4)
经营盈利	1,010.0	1,257.8	1,642.1	1,343.5	1,963.9	2,278.8	2,730.3
财务开支	(147.7)	(141.4)	(138.4)	(109.5)	(129.2)	(152.4)	(164.6)
应占联营公司利润							
研发及其他	(282.2)	(348.3)	(486.4)	(640.6)	(510.0)	(525.3)	(541.1)
税前盈利	850.1	1,102.0	1,495.5	1,223.0	1,819.4	2,113.2	2,553.1
所得税	(135.8)	(177.6)	(218.3)	(242.8)	(283.3)	(330.9)	(380.6)
少数股东应占利润	1.7	(11.0)	0.1	6.5	0.0	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	1,536.0	1,782.3	2,172.5
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	2,294.8	2,616.4	3,074.6
增长							
总收入 (%)	67.2%	33.5%	22.7%	16.0%	12.2%	16.2%	16.1%
EBITDA (%)	70.6%	28.2%	30.0%	-14.8%	37.6%	14.0%	17.5%
净利润 (%)	35.4%	31.3%	36.5%	-23.8%	57.7%	16.0%	21.9%

资产负债表

百万元，财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E
现金	674.4	2396.4	1791.1	2082.1	2713.3	3713.1	4463.5
其他短期投资	364.8	705.9	68.2	472.2	36.8	41.2	46.2
应收账款	926.5	1783.3	2177.9	1490.6	1421.0	1403.9	1385.7
存货	262.4	376.5	384.6	528.5	600.7	325.6	226.9
其他流动资产	12.6	14.1	15.8	22.8	25.1	27.6	30.3
流动资产	2240.7	5276.2	4437.5	4596.2	4796.8	5511.4	6152.5
固定资产	1762.8	1759.7	1792.0	1988.8	2048.5	2109.9	2173.2
贷款	7035.3	6717.1	7610.2	8224.3	8153.0	8489.2	8839.9
非流动资产	8798.1	8476.8	9402.1	10213.1	10201.5	10599.1	11013.2
总资产	11038.8	13753.0	13839.7	14809.3	14998.3	16110.5	17165.7
流动负债	1143.6	2195.8	1655.5	1611.7	1643.7	1683.5	1728.3
应付账款	58.8	274.6	112.9	149.8	151.3	152.8	154.3
短期银行贷款	518.5	1087.5	570.3	484.0	513.0	543.8	576.4
其他短期负债	566.4	833.8	972.3	978.0	979.4	987.0	997.6
非流动负债	3128.8	3927.5	3276.7	2838.3	2515.9	2638.6	2767.4
长期银行贷款	2540.7	3318.7	2724.3	2318.0	2433.9	2555.6	2683.4
其他负债	588.2	608.9	552.4	520.2	82.0	83.0	84.0
总负债	4272.5	6123.3	4932.3	4450.0	4159.6	4322.2	4495.8
少数股东权益	243.8	232.9	292.9	734.3	233.7	235.7	263.7
股东权益	6766.3	7629.7	8907.4	10359.3	10838.7	11788.3	12669.9

财务分析

百万元，财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力							
毛利率 (%)	85.6%	81.9%	80.9%	82.6%	82.1%	81.2%	81.2%
EBITDA 利率 (%)	42.0%	40.3%	42.7%	31.4%	38.5%	37.7%	38.2%
净利率 (%)	25.5%	25.0%	27.9%	18.3%	25.8%	25.7%	27.0%
ROE	10.5%	12.3%	14.3%	9.4%	14.2%	15.1%	17.1%
ROA	6.5%	6.8%	9.2%	6.6%	10.2%	11.1%	12.7%
营运表现							
SG&A/收入 (%)	10.8%	8.4%	6.9%	12.7%	5.0%	4.7%	4.7%
实际税率 (%)	16.0%	16.1%	14.6%	19.9%	15.6%	15.7%	14.9%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	11.8%	1.7%	1.3%	1.3%	1.3%
库存周转天数	(180.0)	(172.4)	(158.3)	(180.1)	(193.0)	(129.7)	(66.6)
应付账款天数	(53.3)	(148.2)	(47.0)	(59.1)	(51.7)	(42.8)	(37.2)
应收账款天数	120.9	174.3	173.4	102.3	87.0	73.9	62.8
财务状况							
净负债/资产回报率	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
收入/总资产	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
总资产/股本	1.6	1.8	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4

现金流量表

百万元，财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	712.6	935.4	1277.2	973.7	1536.0	1782.3	2172.5
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	1643.3	2449.7	2720.9
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	630.4	996.6	750.4
期初持有现金	1183.0	516.5	2265.1	1619.8	1910.0	2540.4	3537.0
期末持有现金	516.5	2265.1	1619.8	1910.0	2540.4	3537.0	4287.4

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>