

2018 年 12 月 5 日

睿智投資



三生制药(1530 HK)

核心产品保持强劲，糖尿病业务承压

- ❖ **特比澳纳入国家医保目录后实现了强劲增长。**由于新版医保目录全国范围内实施，特比澳在上半年实现了70.7%的强劲销售增长。特比澳销售市场份额从2017年的51%增加到18上半年的63.2%，主要受益于进入国家医保目录。鉴于特比澳2018上半年以销量计市场份额仍约为20%，在医保覆盖条件下，我们预计其在化疗引起血小板减少和免疫性血小板减少市场份额仍有较大增长空间，渗透将提高。我们预计2018财年特比澳将录得60%增速，2017-20财年预计实现约30%的复合年增长率。尽管特比澳竞品，诺华的口服制剂艾曲波帕2018年1月上市，但由于医保没有覆盖患者治疗成本较高以及单一适应症限制，销售微薄，短期内难以对特比澳构成威胁。
- ❖ **益赛普于下半年恢复增长。**2018上半年益赛普同比增长0.6%，而IMS显示销售增长为36.9%。数据差异由于公司在做益赛普产品渠道去库存，将过去3-4个月库存降到2-3个月。根据管理层表述，截至12月初，益赛普渠道库存水平已下降至2-3个月，在下半年恢复了约20%的增长。我们预计益赛普2018财年将实现约10%的增长，在2017-20财年实现约20%的复合年增长率。
- ❖ **GLP-1产品增长低于预期。**长效GLP-1于2018年5月推出，预计2018财年销售额将达到3,000万人民币。然而，短效GLP-1在2018年上半年销售下滑，预计18财年销售额将达到约7,000万元人民币，同比下降，主要由于其竞争对手利拉鲁肽被纳入2017国家医保目录，部分市场被竞品拿走。公司目前努力将GLP-1产品纳入更多省份医保目录及争取2019年后进入国家医保目录，是否进入医保是驱动GLP-1销售增长的关键因素。优泌林在2018年上半年的净销售额为人民币7,790万元（总销售额约为人民币3.5-4亿），预计2018财年将实现个位数增长，这得益于新医保目录从乙类药品升级为甲类药品。目前，胰岛素团队约有400人，GLP-1团队有100-200人。公司将寻求口服糖尿病药物和第三代胰岛素的收购机会，以丰富其糖尿病产品线。
- ❖ **rhEPO保持稳定增长。**上半年，高端促红素益比澳的销售同比小幅下降1.3%，而低端赛博尔同比增长34%。这两款产品合计销售同比增长4%。益比澳将继续承受平均售价压力，预计18财年潜在降价幅度5-10%，而赛博尔将继续在低端市场竞争，扩大低端市场份额。正如我们所看到的，促红素已被列入2018年国家基本药物目录，我们预计未来将有更多销售来自基层医疗市场。
- ❖ **赛普汀预计将于2019年下半年获得批件。**公司已审核所有临床试验数据，并于2018年三季度在药监局重新提交了赛普汀新药申请。据管理层表述，赛普汀目前仍在接受药监局审查，预计将于2019年下半年获批。此外，益赛普预充针预计19年一季度申请生产批件。
- ❖ **催化剂：1）赛普汀提前上市，2）艾塞那肽进医保；风险：1）产品撤回。**

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	2,797	3,734	4,553	5,432	6,487
核心净利润(百万人民币)	645	870	1,167	1,466	1,766
核心EPS(人民币)	0.26	0.34	0.46	0.58	0.70
EPS变动(%)	22.9	34.2	34.0	25.6	20.5
市盈率(x)	41.5	30.9	23.1	18.4	15.3
市帐率(x)	4.1	3.6	3.1	2.7	2.3
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	10.9	12.6	13.6	14.6	15.0
净财务杠杆率(%)	35.2	26.3	8.7	Net cash	Net cash

数据来源：公司及招银国际预测

买入（维持）

目标价	HK\$16.60
（前目标价	HK\$20.70）
潜在升幅	+38.3%
当前股价	HK\$12.06

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	30,677
3个月平均流通(百万)	133.55
52周内高/低(港元)	23.25/10.5
总股本(百万)	2,543.7

数据来源：彭博

股东结构

公司管理层	23.61%
CITICPE	18.60%
JPMorgan	7.06%
流通股	50.73%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	-9.1%	-11.4%
3月	-23.1%	-20.9%
6月	-48.4%	-41.1%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师: Ernst & Young

公司网站: www.3sio.com

- ❖ **下调 FY18/19E 净利润 0.1%/6.1%。**我们将 FY18/19E 收入分别下调 15.1% / 16%，以反映糖尿病业务收入记录方式改变（两票制影响）及增长低于预期。下调 FY18/19E 年净利润 0.1%/6.1%。我们预计 2017-20 财年收入复合年增长率为 20.2%，核心净利润复合年增长率为 26.6%。
- ❖ **维持买入评级，新目标价 16.60 港元。**三生未来 3 年内主要靠其核心产品特比澳和益赛普推动，以及后续新产品上市支撑。GLP-1 产品增长较慢，公司目前全力推进 GLP-1 产品进入各省医保及后续国家医保，我们期望 GLP-1 未来有进一步增长。我们对公司维持买入评级，基于更新的 DCF 模型，得到新目标价 16.60 港元。三生目前估值为 2018/19 财年预测市盈率 23.1x / 18.4x，目标价为 2018/19 财年预测市盈率 31.2x / 25.3x。

图 1: 2017 利润表

	2H16	2H17	按年增长
	百万人民币	百万人民币	
特比澳	493	841	70.7%
益赛普	440	442	0.6%
益比澳	344	339	-1.3%
赛博尔	65	87	34.0%
百泌达	85	78	N/A
优泌林	0	94	N/A
万晟	121	105	-13.5%
其他	159	187	17.9%
收入	1,707	2,174	27.4%
销售成本	(250)	(427)	71.2%
毛利	1,457	1,747	19.9%
其他收入	35	118	231.8%
销售开支	(655)	(823)	25.6%
行政开支	(140)	(134)	-4.2%
其他开支	(149)	(224)	50.4%
经营利润	548	683	24.5%
非经营项目	0	0	N/A
净财务费用	(60)	(73)	22.1%
应占联营公司利润	(5)	(7)	32.7%
税前利润	483	603	24.7%
税项	(94)	(93)	-1.1%
少数股东权益	3	4	N/A
净利润	393	514	30.9%
核心净利润	393	514	30.9%
毛利率	85.4%	80.3%	-5ppt
经营利润率	32.1%	31.4%	-0.7ppt
核心净利率	23.0%	23.7%	+0.6ppt

资料来源：公司，招银国际预测

图 2: 财务预测变化

	2018E			2019E		
	旧	新	改变	旧	新	改变
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币	
特比澳	1,245	1,574	26.4%	1,567	1,985	26.7%
益比澳	711	711	0.0%	718	718	0.0%
赛博尔	202	202	0.0%	251	251	0.0%
益赛普	1,228	1,114	-9.3%	1,481	1,343	-9.3%
糖尿病产品	862	306	-64.5%	1,029	355	-65.5%
万晟	316	316	0.0%	359	359	0.0%
其他	336	329	-2.0%	485	420	-13.4%
收入	5,365	4,553	-15.1%	6,469	5,432	-16.0%
销售成本	(1,130)	(809)	-28.4%	(1,247)	(953)	-23.6%
毛利	4,235	3,744	-11.6%	5,222	4,479	-14.2%
其他收入	68	79	16.0%	80	79	-0.9%
销售及行政开支	(2,353)	(2,029)	-13.8%	(2,839)	(2,396)	-15.6%
其他开支	(457)	(393)	-13.8%	(514)	(438)	-14.8%
经营利润	1,493	1,401	-6.2%	1,948	1,724	-11.5%
净财务费用	(72)	(8)	N/A	(42)	22	-153.5%
应占联营公司利润	(10)	(10)	0.0%	(5)	(5)	0.0%
税项	(226)	(221)	-2.0%	(304)	(279)	-8.4%
少数股东权益	(17)	5	-131.9%	(37)	3	-107.4%
核心净利润	1,168	1,167	-0.1%	1,560	1,466	-6.1%
毛利率	78.9%	82.2%	+3.3ppt	80.7%	82.5%	+1.7ppt
经营利润率	27.8%	30.8%	+2.9ppt	30.1%	31.7%	+1.6ppt
核心净利率	21.8%	25.6%	+3.9ppt	24.1%	27.0%	+2.9ppt

资料来源：公司，招银国际预测

图 3: 同业估值

公司	代码	股價 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E
三生製藥	1530	12.06	30,677	30.9	23.1	18.4	3.6	3.1	2.7	25.8	20.7	16.6	12.6	13.6	14.6
複星醫藥	2196	29.50	85,156	35.0	22.1	18.4	4.4	2.3	2.1	31.0	26.6	22.7	13.2	10.6	11.5
石藥集團	1093	16.52	103,057	34.7	28.2	22.1	6.4	5.8	4.9	22.5	18.3	14.0	21.8	21.6	23.3
中國生物製藥	1177	7.23	91,371	39.4	26.7	22.5	9.3	5.3	4.4	22.6	14.3	11.2	25.4	26.8	24.8
麗珠醫藥	1513	29.00	25,294	8.2	16.4	14.4	3.4	1.6	1.5	17.2	11.1	9.4	51.3	9.8	10.5
綠葉製藥	2186	6.70	21,942	17.1	14.7	12.5	2.5	2.2	1.9	11.9	11.8	10.3	14.9	16.5	16.5
復旦張江	950	4.10	3,784	47.4	27.6	21.1	4.1	N/A	N/A	27.1	N/A	N/A	8.8	N/A	N/A
李氏大藥房	1349	6.40	3,789	17.4	13.9	12.5	2.2	1.9	1.7	11.6	N/A	N/A	13.7	14.6	14.2
			平均	28.8	21.6	17.7	4.5	3.2	2.7	21.2	17.2	14.0	20.2	16.2	16.5

资料来源：彭博，招银国际预测

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	2,797.3	3,734.3	4,553.2	5,431.6	6,487.0
益赛普	786.2	1,012.9	1,114.2	1,343.4	1,611.5
特比澳	765.0	974.8	1,574.3	1,985.2	2,434.0
益比澳	772.8	855.3	913.2	969.1	1,033.2
糖尿病产品	-	328.2	306.2	355.1	398.0
其他	473.3	563.1	645.4	778.7	1,010.3
销售成本	(402.3)	(676.2)	(808.8)	(952.6)	(1,117.8)
毛利	2,395.0	3,058.1	3,744.4	4,479.0	5,369.2
其他收益	97.1	70.6	78.5	79.2	79.1
销售费用	(1,017.2)	(1,332.7)	(1,640.7)	(1,938.1)	(2,320.8)
行政费用	(301.2)	(315.1)	(387.9)	(458.3)	(548.7)
研发开支	(243.0)	(257.3)	(354.6)	(398.7)	(490.7)
其他开支	(11.9)	(53.2)	(38.7)	(39.1)	(39.5)
息税前收益	918.8	1,170.4	1,400.9	1,724.1	2,048.6
应占联营公司利润	(12.2)	(14.4)	(10.1)	(5.1)	-
净财务收入 / (支出)	(123.8)	(119.6)	(8.4)	22.4	51.8
非经常性收入	67.2	65.6	-	-	-
税前利润	850.1	1,102.0	1,382.4	1,741.4	2,100.5
所得税	(135.8)	(177.6)	(221.2)	(278.6)	(336.1)
非控制股东权益	(1.7)	11.0	5.5	2.7	1.4
净利润	712.6	935.4	1,166.7	1,465.5	1,765.8
核心净利润	645.4	869.7	1,166.7	1,465.5	1,765.8
息税折旧摊销前收益	1,089.4	1,425.6	1,715.4	2,052.0	2,386.5

资料来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	8,798.1	8,476.8	8,416.0	8,291.7	8,090.4
物业、厂房及设备	1,762.8	1,759.7	1,870.0	1,916.8	1,886.6
无形资产	2,288.5	2,253.5	2,090.3	1,927.1	1,763.9
商誉	4,126.2	3,923.6	3,923.6	3,923.6	3,923.6
其他非流动资产	620.6	540.0	532.1	524.2	516.3
流动资产	2,240.7	5,276.2	5,359.5	6,839.5	8,980.8
现金及现金等值物	677.6	2,398.6	2,561.4	3,778.1	5,612.7
应收贸易款项	926.5	1,783.3	1,756.9	1,962.7	2,203.2
存货	262.4	376.5	323.5	381.0	447.1
可供出售投资	362.2	704.6	704.6	704.6	704.6
其他流动资产	12.0	13.2	13.2	13.2	13.2
流动负债	1,143.6	2,195.8	1,488.5	1,484.2	1,691.7
银行贷款	518.5	1,087.5	439.5	307.6	360.5
应付贸易账款	560.9	970.5	911.1	1,038.7	1,193.3
其他流动负债	64.3	137.9	137.9	137.9	137.9
非流动负债	3,128.8	3,927.5	3,496.1	3,393.4	3,361.4
银行贷款	2,540.7	1,046.8	615.4	512.7	480.7
可换股债	-	-	-	-	-
其他非流动负债	588.2	608.9	608.9	608.9	608.9
净资产总值	6,766.3	7,629.6	8,790.9	10,253.6	12,018.0
少数股东权益	243.8	232.9	227.4	224.6	223.2
股东权益	6,522.5	7,396.8	8,563.5	10,029.0	11,794.8

资料来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	918.8	1,170.4	1,400.9	1,724.1	2,048.6
折旧和摊销	170.6	251.6	310.8	324.3	334.2
营运资金变动	3.5	(563.8)	20.1	(135.7)	(152.0)
税务开支	(122.2)	(177.6)	(221.2)	(278.6)	(336.1)
其他	33.7	291.2	(10.1)	(5.1)	-
经营活动所得现金净额	1,004.3	971.8	1,500.5	1,628.9	1,894.8
资本开支	(116.4)	(125.3)	(250.0)	(200.0)	(132.9)
收购子公司	(4,216.5)	-	-	-	-
可供出售投资变动	281.5	(340.7)	-	-	-
其他	(329.6)	(58.5)	49.6	63.4	93.9
投资活动所得现金净额	(4,381.0)	(524.5)	(200.4)	(136.6)	(39.0)
债务变化	2,542.0	(924.9)	(1,079.4)	(234.6)	21.0
发行新股	-	2,340.0	-	-	-
派息	-	-	-	-	-
利息开支	168.2	(141.4)	(58.0)	(41.0)	(42.1)
融资活动所得现金净额	2,710.2	1,273.8	(1,137.4)	(275.6)	(21.1)
现金净变动	(666.5)	1,721.0	162.8	1,216.7	1,834.7
年初现金及现金等值物	1,299.4	677.6	2,398.6	2,561.4	3,778.1
汇兑差额	44.7	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	677.6	2,398.6	2,561.4	3,778.1	5,612.7

资料来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
益赛普	28.1	27.1	24.5	24.7	24.8
特比澳	27.3	26.1	34.6	36.5	37.5
益比澳	27.6	22.9	20.1	17.8	15.9
糖尿病产品	-	8.8	6.7	6.5	6.1
其他	16.9	15.1	14.2	14.3	15.6
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	85.6	81.9	82.2	82.5	82.8
息税折摊前利润率	38.9	38.2	37.7	37.8	36.8
税前利润率	30.4	29.5	30.4	32.1	32.4
净利润率	25.5	25.0	25.6	27.0	27.2
核心净利润率	23.1	23.3	25.6	27.0	27.2
有效税率	16.0	16.1	16.0	16.0	16.0
增长 (%)					
收入	67.2	33.5	21.9	19.3	19.4
毛利	67.3	27.7	22.4	19.6	19.9
息税折摊前利润	81.5	30.9	20.3	19.6	16.3
经营利润	76.7	27.4	19.7	23.1	18.8
净利润	35.4	31.3	24.7	25.6	20.5
核心净利润	37.6	34.8	34.1	25.6	20.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.0	2.4	3.6	4.6	5.3
平均应收账款周转天数	97.9	87.1	103.1	105.1	94.1
平均应付账款周转天数	45.3	42.3	90.0	116.7	101.2
平均存货周转天数	177.1	180.0	172.4	158.0	135.0
净负债/权益比率 (%)	35.2	26.3	8.7	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	10.9	12.6	13.6	14.6	15.0
资产回报率	6.5	6.8	8.5	9.7	10.3
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.28	0.37	0.46	0.58	0.70
核心每股盈利(人民币)	0.26	0.34	0.46	0.58	0.70
每股股息(港元)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	2.57	2.91	3.37	3.95	4.65

资料来源：公司，招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入 : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 : 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。