

三生製藥(1530 HK)

核心產品保持強勁，糖尿病業務承壓

- ❖ **特比澳納入國家醫保目錄後實現了強勁增長。**由於新版醫保目錄全國範圍內實施，特比澳在上半年實現了70.7%的強勁銷售增長。特比澳銷售市場份額從2017上半年的51%增加到18上半年的63.2%，主要受益於進入國家醫保目錄。鑒於特比澳2018上半年以銷量計市場份額仍約為20%，在醫保覆蓋條件下，我們預計其在化療引起血小板減少和免疫性血小板減少市場份額仍有較大增長空間，滲透將提高。我們預計2018財年特比澳將錄得60%增速，2017-20財年預計實現約30%的複合年增長率。儘管特比澳競品，諾華的口服製劑艾曲波帕2018年1月上市，但由於醫保沒有覆蓋患者治療成本較高以及單一適應症限制，銷售微薄，短期內難以對特比澳構成威脅。
- ❖ **益賽普於下半年恢復增長。**2018上半年益賽普同比增長0.6%，而IMS顯示銷售增長為36.9%。資料差異由於公司在做益賽普產品管道去庫存，將過去3-4個月庫存降到2-3個月。根據管理層表述，截至12月初，益賽普管道庫存水準已下降至2-3個月，在下半年恢復了約20%的增長。我們預計益賽普2018財年將實現約10%的增長，在2017-20財年實現約20%的複合年增長率。
- ❖ **GLP-1 產品增長低於預期。**長效GLP-1於2018年5月推出，預計2018財年銷售額將達到3,000萬人民幣。然而，短效GLP-1在2018年上半年銷售下滑，預計18財年銷售額將達到約7,000萬人民幣，同比下降，主要由於其競爭對手利拉魯肽被納入2017國家醫保目錄，部分市場被競品拿走。公司目前努力將GLP-1產品納入更多省份醫保目錄及爭取2019年後進入國家醫保目錄，是否進入醫保是驅動GLP-1銷售增長的關鍵因素。優泌林在2018年上半年的淨銷售額為人民幣7,790萬元（總銷售額約為人民幣3.5-4億），預計2018財年將實現個位數增長，這得益於新醫保目錄從乙類藥品升級為甲類藥品。目前，胰島素團隊約有400人，GLP-1團隊有100-200人。公司將尋求口服糖尿病藥物和第三代胰島素的收購機會，以豐富其糖尿病產品線。
- ❖ **rhEPO 保持穩定增長。**上半年，高端促紅素益比澳的銷售同比小幅下降1.3%，而低端賽博爾同比增長34%。這兩款產品合計銷售同比增長4%。益比澳將繼續承受平均售價壓力，預計18財年潛在降價幅度5-10%，而賽博爾將繼續在低端市場競爭，擴大低端市場份額。正如我們所看到的，促紅素已被列入2018年國家基本藥物目錄，我們預計未來將有更多銷售來自基層醫療市場。
- ❖ **賽普汀預計將於2019年下半年獲得批件。**公司已審核所有臨床試驗資料，並於2018年三季度在藥監局重新提交了賽普汀新藥申請。據管理層表述，賽普汀目前仍在接受藥監局審查，預計將於2019年下半年獲批。此外，益賽普預充針預計19年一季度申請生產批件。
- ❖ **催化劑：1) 賽普汀提前上市，2) 艾塞那肽進醫保；風險：1) 產品撤回。**

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	2,797	3,734	4,553	5,432	6,487
核心淨利潤(百萬人民幣)	645	870	1,167	1,466	1,766
核心EPS(人民幣)	0.26	0.34	0.46	0.58	0.70
EPS變動(%)	22.9	34.2	34.0	25.6	20.5
市盈率(x)	41.5	30.9	23.1	18.4	15.3
市帳率(x)	4.1	3.6	3.1	2.7	2.3
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率(%)	10.9	12.6	13.6	14.6	15.0
淨財務杠杆率(%)	35.2	26.3	8.7	Net cash	Net cash

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$16.60
(前目標價)	HK\$20.70
潛在升幅	+38.3%
當前股價	HK\$12.06

葛晶晶

電話：(852) 3761 8778
 郵件：amyge@cmbi.com.hk

醫藥行業

市值(百萬港元)	30,677
3個月平均流通(百萬)	133.55
52周內高/低(港元)	23.25/10.5
總股本(百萬)	2,543.7

資料來源：彭博

股東結構

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

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1月	-9.1%	-11.4%
3月	-23.1%	-20.9%
6月	-48.4%	-41.1%

資料來源：彭博

股價表現



審計師：Ernst & Young

公司網站：www.3sio.com

- ❖ 下調 FY18 / 19E 淨利潤 0.1% / 6.1%。我們將 FY18/19E 收入分別下調 15.1% / 16%，以反映糖尿病業務收入記錄方式改變（兩票制影響）及增長低於預期。下調 FY18/19E 年淨利潤 0.1% / 6.1%。我們預計 2017-20 財年收入複合年增長率為 20.2%，核心淨利潤複合年增長率為 26.6%。
- ❖ 維持買入評級，新目標價 16.60 港元。三生未來 3 年內主要靠其核心產品特比澳和益賽普推動，以及後續新產品上市支撐。GLP-1 產品增長較慢，公司目前全力推進 GLP-1 產品進入各省醫保及後續國家醫保，我們期望 GLP-1 未來有進一步增長。我們對公司維持買入評級，基於更新的 DCF 模型，得到新目標價 16.60 港元。三生目前估值為 2018/19 財年預測市盈率 23.1x / 18.4x，目標價為 2018/19 財年預測市盈率 31.2x / 25.3x。

圖 1: 2017 利潤表

	1H17	1H18	按年增長
	百萬人民幣	百萬人民幣	
特比澳	493	841	70.7%
益賽普	440	442	0.6%
益比澳	344	339	-1.3%
賽博爾	65	87	34.0%
百泌達	85	78	N/A
優泌林	0	94	N/A
萬晟	121	105	-13.5%
其他	159	187	17.9%
收入	1,707	2,174	27.4%
銷售成本	(250)	(427)	71.2%
毛利	1,457	1,747	19.9%
其他收入	35	118	231.8%
銷售開支	(655)	(823)	25.6%
行政開支	(140)	(134)	-4.2%
其他開支	(149)	(224)	50.4%
經營利潤	548	683	24.5%
非經營項目	0	0	N/A
淨財務費用	(60)	(73)	22.1%
應佔聯營公司利潤	(5)	(7)	32.7%
稅前利潤	483	603	24.7%
稅項	(94)	(93)	-1.1%
少數股東權益	3	4	N/A
淨利潤	393	514	30.9%
核心淨利潤	393	514	30.9%
毛利率	85.4%	80.3%	-5ppt
經營利潤率	32.1%	31.4%	-0.7ppt
核心淨利率	23.0%	23.7%	+0.6ppt

資料來源：公司，招銀國際預測

圖 2: 財務預測變化

	2018E			2019E		
	舊	新	改變	舊	新	改變
	百萬人民幣	百萬人民幣		百萬人民幣	百萬人民幣	
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%
賽博爾	202	202	0.0%	251	251	0.0%
益賽普	1,228	1,114	-9.3%	1,481	1,343	-9.3%
糖尿產品	862	306	-64.5%	1,029	355	-65.5%
萬晟	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%
銷售成本	(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%
銷售及行政開支	(2,353)	(2,029)	-13.8%	(2,839)	(2,396)	-15.6%
其他開支	(457)	(393)	-13.8%	(514)	(438)	-14.8%
經營利潤	1,493	1,401	-6.2%	1,948	1,724	-11.5%
淨財務費用	(72)	(8)	N/A	(42)	22	-153.5%
應佔聯營公司利潤	(10)	(10)	0.0%	(5)	(5)	0.0%
稅項	(226)	(221)	-2.0%	(304)	(279)	-8.4%
少數股東權益	(17)	5	-131.9%	(37)	3	-107.4%
核心淨利潤	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
經營利潤率	27.8%	30.8%	+2.9ppt	30.1%	31.7%	+1.6ppt
核心淨利率	21.8%	25.6%	+3.9ppt	24.1%	27.0%	+2.9ppt

資料來源：公司，招銀國際預測

圖 3: 同業估值

公司	代碼	股價 HK\$	市值 HK\$m	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
復星醫藥	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

資料來源：彭博，招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	2,797.3	3,734.3	4,553.2	5,431.6	6,487.0
益賽普	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
糖尿病產品	-	328.2	306.2	355.1	398.0
其他	473.3	563.1	645.4	778.7	1,010.3
銷售成本	(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
銷售費用	(1,017.2)	(1,332.7)	(1,640.7)	(1,938.1)	(2,320.8)
行政費用	(301.2)	(315.1)	(387.9)	(458.3)	(548.7)
研發開支	(243.0)	(257.3)	(354.6)	(398.7)	(490.7)
其他開支	(11.9)	(53.2)	(38.7)	(39.1)	(39.5)
息稅前收益	918.8	1,170.4	1,400.9	1,724.1	2,048.6
應佔聯營公司利潤	(12.2)	(14.4)	(10.1)	(5.1)	-
淨財務收入 / (支出)	(123.8)	(119.6)	(8.4)	22.4	51.8
非經常性收入	67.2	65.6	-	-	-
稅前利潤	850.1	1,102.0	1,382.4	1,741.4	2,100.5
所得稅	(135.8)	(177.6)	(221.2)	(278.6)	(336.1)
非控制股東權益	(1.7)	11.0	5.5	2.7	1.4
淨利潤	712.6	935.4	1,166.7	1,465.5	1,765.8
核心淨利潤	645.4	869.7	1,166.7	1,465.5	1,765.8
息稅折攤前收益	1,089.4	1,425.6	1,715.4	2,052.0	2,386.5

資料來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	8,798.1	8,476.8	8,416.0	8,291.7	8,090.4
物業、廠房及設備	1,762.8	1,759.7	1,870.0	1,916.8	1,886.6
無形資產	2,288.5	2,253.5	2,090.3	1,927.1	1,763.9
商譽	4,126.2	3,923.6	3,923.6	3,923.6	3,923.6
其他非流動資產	620.6	540.0	532.1	524.2	516.3
流動資產	2,240.7	5,276.2	5,359.5	6,839.5	8,980.8
現金及現金等值物	677.6	2,398.6	2,561.4	3,778.1	5,612.7
應收貿易款項	926.5	1,783.3	1,756.9	1,962.7	2,203.2
存貨	262.4	376.5	323.5	381.0	447.1
可供出售投資	362.2	704.6	704.6	704.6	704.6
其他流動資產	12.0	13.2	13.2	13.2	13.2
流動負債	1,143.6	2,195.8	1,488.5	1,484.2	1,691.7
銀行貸款	518.5	1,087.5	439.5	307.6	360.5
應付貿易賬款	560.9	970.5	911.1	1,038.7	1,193.3
其他流動負債	64.3	137.9	137.9	137.9	137.9
非流動負債	3,128.8	3,927.5	3,496.1	3,393.4	3,361.4
銀行貸款	2,540.7	1,046.8	615.4	512.7	480.7
可換股債	-	-	-	-	-
其他非流動負債	588.2	608.9	608.9	608.9	608.9
淨資產總值	6,766.3	7,629.6	8,790.9	10,253.6	12,018.0
少數股東權益	243.8	232.9	227.4	224.6	223.2
股東權益	6,522.5	7,396.8	8,563.5	10,029.0	11,794.8

資料來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日 (百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	918.8	1,170.4	1,400.9	1,724.1	2,048.6
折攤和攤銷	170.6	251.6	310.8	324.3	334.2
營運資金變動	3.5	(563.8)	20.1	(135.7)	(152.0)
稅務開支	(122.2)	(177.6)	(221.2)	(278.6)	(336.1)
其他	33.7	291.2	(10.1)	(5.1)	-
經營活動所得現金淨額	1,004.3	971.8	1,500.5	1,628.9	1,894.8
資本開支	(116.4)	(125.3)	(250.0)	(200.0)	(132.9)
收購子公司	(4,216.5)	-	-	-	-
可供出售投資變動	281.5	(340.7)	-	-	-
其他	(329.6)	(58.5)	49.6	63.4	93.9
投資活動所得現金淨額	(4,381.0)	(524.5)	(200.4)	(136.6)	(39.0)
債務變化	2,542.0	(924.9)	(1,079.4)	(234.6)	21.0
發行新股	-	2,340.0	-	-	-
派息	-	-	-	-	-
利息開支	168.2	(141.4)	(58.0)	(41.0)	(42.1)
融資活動所得現金淨額	2,710.2	1,273.8	(1,137.4)	(275.6)	(21.1)
現金淨變動	(666.5)	1,721.0	162.8	1,216.7	1,834.7
年初現金及現金等值物	1,299.4	677.6	2,398.6	2,561.4	3,778.1
匯兌差額	44.7	-	-	-	-
年末現金及現金等值物	677.6	2,398.6	2,561.4	3,778.1	5,612.7

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
益賽普	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
糖尿病產品	-	8.8	6.7	6.5	6.1
其他	16.9	15.1	14.2	14.3	15.6
總額	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
息稅折攤前利潤率	38.9	38.2	37.7	37.8	36.8
稅前利率	30.4	29.5	30.4	32.1	32.4
淨利潤率	25.5	25.0	25.6	27.0	27.2
核心淨利潤率	23.1	23.3	25.6	27.0	27.2
有效稅率	16.0	16.1	16.0	16.0	16.0
增長 (%)					
收入	67.2	33.5	21.9	19.3	19.4
毛利	67.3	27.7	22.4	19.6	19.9
息稅折攤前利潤	81.5	30.9	20.3	19.6	16.3
經營利潤	76.7	27.4	19.7	23.1	18.8
淨利潤	35.4	31.3	24.7	25.6	20.5
核心淨利潤	37.6	34.8	34.1	25.6	20.5
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.0	2.4	3.6	4.6	5.3
平均應收賬款周轉天數	97.9	87.1	103.1	105.1	94.1
平均應付帳款周轉天數	45.3	42.3	90.0	116.7	101.2
平均存貨周轉天數	177.1	180.0	172.4	158.0	135.0
淨負債 / 權益比率 (%)	35.2	26.3	8.7	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	10.9	12.6	13.6	14.6	15.0
資產回報率	6.5	6.8	8.5	9.7	10.3
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.28	0.37	0.46	0.58	0.70
核心每股盈利(人民幣)	0.26	0.34	0.46	0.58	0.70
每股股息(港元)	-	-	-	-	-
每股帳面值(人民幣)	2.57	2.91	3.37	3.95	4.65

資料來源：公司，招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。