

## 三生国健(688336)

### 业绩符合预期，自免炎症产品稳步推进

#### 事件：

公司发布2023年年报，2023年实现收入10.14亿，同比增长22.84%，实现归母净利2.95亿，同比增长497.63%，实现扣非归母净利2.07亿，同比大幅增长，业绩符合预期。公司拟每10股派0.5元。

#### ► 主营业务增长稳健

公司核心产品稳健增长。2023年公司自身免疫病药物实现收入5.72亿元，益赛普的国内收入增长10.50%，主要是加大科室覆盖，以及2023年Q1预充针剂型上市所致；赛普汀实现收入2.26亿，同比增长41.80%，询证医学证据积累后产品认同度提升；抗排异药物健尼哌实现收入0.44亿，同比增长59.38%；CDMO业务实现收入0.64亿，有所回调；实现授权许可收入0.99亿。

#### ► 自免炎症产品稳步推进

公司多个自免和炎症产品稳步推进。IL-17A单抗于2023Q4在中重度斑块状银屑病的III期临床中达到主要终点，公司预计于2024年完成该适应症的NDA申请；IL-4Rα单抗在2023Q3在中重度特应性皮炎的II期临床研究达到主要终点，Q4启动COPD的II期临床，公司预计2024年该产品完成皮炎的III期临床患者入组；IL-5单抗2024年启动哮喘的III期临床入组；IL-1β单抗计划2024年完成急性痛风性关节炎患者的III期临床患者入组。

#### ► 盈利预测、估值与评级

由于授权收入陆续确认，我们上调收入预测，预计公司2024-2026年营业收入分别为11.88/12.05/14.20亿，同比增速分别为17.20%/1.38%/17.90%，归母净利润分别为2.96/2.53/2.90亿，同比增速分别为0.58%/-14.76%/14.98%，EPS分别为0.48/0.41/0.47元/股。鉴于公司IL-4Rα拓展COPD、布局IL-33等潜力靶点，DCF绝对估值法测得在研管线价值162亿，可比公司2024年平均估值33倍（对应存量业务估值28亿），叠加待确认授权收入合计193.23亿，分部估值法我们给予公司目标价31.32元，维持“买入”评级。

**风险提示：**阿达木生物类似药集采；自免药物研发/销售不及预期；自免类药物竞争格局恶化的风险

行业：医药生物/生物制品  
投资评级：买入（维持）  
当前价格：24.30元  
目标价格：31.32元

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	616.79/92.74
流通A股市值(百万元)	2,253.62
每股净资产(元)	7.94
资产负债率(%)	8.04
一年内最高/最低(元)	26.78/14.92

#### 股价相对走势



#### 作者

分析师：夏禹  
执业证书编号：S0590518070004  
邮箱：yuxia@glsc.com.cn  
分析师：郑薇  
执业证书编号：S0590521070002  
邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	825	1014	1188	1205	1420
增长率(%)	-11.12%	22.84%	17.20%	1.38%	17.90%
EBITDA(百万元)	129	368	533	506	600
归母净利润(百万元)	49	295	296	253	290
增长率(%)	172.99%	497.63%	0.58%	-14.76%	14.98%
EPS(元/股)	0.08	0.48	0.48	0.41	0.47
市盈率(P/E)	304.0	50.9	50.6	59.3	51.6
市净率(P/B)	3.3	3.1	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	46.8	35.8	26.4	27.0	22.6

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年03月21日收盘价

#### 相关报告

1、《三生国健(688336)：业绩超预期，自免管线值得期待》2023.10.19  
2、《三生国健(688336)：业绩符合预期，生物药增长强劲》2023.08.24

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1091	933	1249	1665	1935	营业收入	825	1014	1188	1205	1420
应收账款+票据	149	133	233	237	279	营业成本	201	224	226	253	304
预付账款	24	37	37	38	44	营业税金及附加	6	9	8	9	10
存货	227	195	226	253	304	营业费用	250	252	280	283	334
其他	1495	952	749	751	777	管理费用	396	345	392	434	511
<b>流动资产合计</b>	<b>2986</b>	<b>2250</b>	<b>2494</b>	<b>2943</b>	<b>3340</b>	财务费用	-22	-39	-21	-29	-36
长期股权投资	103	88	88	88	88	资产减值损失	-4	1	-1	-1	-2
固定资产	709	874	834	776	699	公允价值变动收益	35	19	0	0	0
在建工程	717	688	573	459	344	投资净收益	-15	-16	0	0	0
无形资产	196	240	368	355	474	其他	27	92	32	32	31
其他非流动资产	387	1165	1157	1150	1143	<b>营业利润</b>	<b>37</b>	<b>318</b>	<b>333</b>	<b>285</b>	<b>327</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2112</b>	<b>3055</b>	<b>3021</b>	<b>2827</b>	<b>2748</b>	营业外净收益	-8	-8	-8	-8	-8
<b>资产总计</b>	<b>5098</b>	<b>5305</b>	<b>5515</b>	<b>5771</b>	<b>6088</b>	<b>利润总额</b>	<b>29</b>	<b>311</b>	<b>325</b>	<b>277</b>	<b>318</b>
短期借款	150	50	0	0	0	所得税	-16	27	29	24	28
应付账款+票据	16	22	19	21	26	<b>净利润</b>	<b>45</b>	<b>283</b>	<b>296</b>	<b>253</b>	<b>290</b>
其他	209	236	232	258	310	少数股东损益	-4	-11	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>375</b>	<b>308</b>	<b>251</b>	<b>280</b>	<b>336</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>49</b>	<b>295</b>	<b>296</b>	<b>253</b>	<b>290</b>
长期带息负债	0	0	0	0	0						
长期应付款	0	0	0	0	0	财务比率					
其他	124	118	118	118	118		2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>非流动负债合计</b>	<b>124</b>	<b>118</b>	<b>118</b>	<b>118</b>	<b>118</b>	<b>成长能力</b>					
<b>负债合计</b>	<b>499</b>	<b>426</b>	<b>370</b>	<b>398</b>	<b>454</b>	营业收入	-11.12%	22.84%	17.20%	1.38%	17.90%
少数股东权益	-6	-18	-18	-18	-18	EBIT	109.15%	3788.40%	11.96%	-18.53%	13.98%
股本	617	617	617	617	617	EBITDA	118.93%	184.17%	44.85%	-4.93%	18.46%
资本公积	2309	2303	2303	2303	2303	归属于母公司净利润	172.99%	497.63%	0.58%	-14.76%	14.98%
留存收益	1680	1977	2243	2471	2732	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>4600</b>	<b>4879</b>	<b>5145</b>	<b>5373</b>	<b>5634</b>	毛利率	75.63%	77.90%	80.99%	78.99%	78.60%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5098</b>	<b>5305</b>	<b>5515</b>	<b>5771</b>	<b>6088</b>	净利率	5.50%	27.94%	24.93%	20.97%	20.45%
						ROE	1.07%	6.02%	5.74%	4.69%	5.14%
						ROIC	-1.06%	6.56%	6.82%	5.54%	6.56%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	9.79%	8.04%	6.70%	6.90%	7.46%
净利润	45	283	296	253	290	流动比率	8.0	7.3	9.9	10.5	10.0
折旧摊销	122	96	229	259	317	速动比率	7.3	5.4	8.3	9.0	8.4
财务费用	-22	-39	-21	-29	-36	<b>营运能力</b>					
存货减少(增加为“-”)	-17	32	-31	-27	-51	应收账款周转率	5.7	7.8	5.2	5.2	5.2
营运资金变动	95	111	64	-4	-70	存货周转率	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0
其它	10	-67	33	29	53	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>233</b>	<b>416</b>	<b>571</b>	<b>480</b>	<b>504</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	-232	-241	-194	-65	-238	每股收益	0.1	0.5	0.5	0.4	0.5
长期投资	-726	-366	0	0	0	每股经营现金流	0.4	0.7	0.9	0.8	0.8
其他	41	128	-2	-2	-2	每股净资产	7.5	7.9	8.4	8.7	9.2
<b>投资活动现金流</b>	<b>-917</b>	<b>-479</b>	<b>-196</b>	<b>-67</b>	<b>-240</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	150	-100	-50	0	0	市盈率	304.0	50.9	50.6	59.3	51.6
股权融资	1	0	0	0	0	市净率	3.3	3.1	2.9	2.8	2.7
其他	0	-1	-9	4	7	EV/EBITDA	46.8	35.8	26.4	27.0	22.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>151</b>	<b>-101</b>	<b>-59</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	EV/EBIT	866.6	48.5	46.2	55.1	48.0
<b>现金净增加额</b>	<b>-531</b>	<b>-162</b>	<b>316</b>	<b>416</b>	<b>271</b>						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 03 月 21 日收盘价

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼