

2025 年 02 月 17 日

三生制药 (01530. HK)

投资评级：买入（首次）

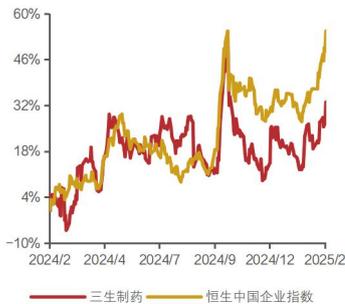
——核心品种稳健增长，创新管线迈入收获期

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 02 月 14 日

收盘价 (港元)	6.73
一年内最高/最低 (港元)	7.85/4.91
总市值 (百万港元)	16,122.21
流通市值 (百万港元)	16,122.21
资产负债率 (%)	29.53

资料来源：聚源数据

投资要点：

国内生物制药领军企业，全面提速创新药布局。三生制药成立于 1993 年，并于 2015 年在香港联交所上市。目前公司已有 40 余种上市产品，覆盖肾科、肿瘤科、自身免疫性疾病、眼科及皮肤科等多种治疗领域，其中核心品种特比澳、蔓迪系列等有望持续稳健增长。公司在研管线丰富，拥有 IL-17、IL-4R 等最具竞争力的自免管线，PD-1/VEGF 双抗等创新管线亦有积极进展，正在核心优势领域全面打造精品管线。

多元化业务结构+成熟上市产品体系，驱动公司核心板块持续稳健增长。1) **制药板块：**特比澳作为公司第一大单品，24H1 实现同比 22.6% 的高速增长，且 2024 年医保谈判成功零降价续约并新增儿童 ITP 适应症，未来有望持续增长。此外，促红素双品牌、益赛普及赛普汀等产品稳步增长。2) **毛发皮肤：**蔓迪（5%米诺地尔）是国内首款获批上市的 OTC 米诺地尔，24H1 销售 5.5 亿元，通过不断开发新系列品种，蔓迪品牌销售有望持续增长。3) **合作项目：**公司 2024 年与众多药企达成创新合作，例如 HER2 ADC、克立福替尼、口服紫杉醇、GLP1 等，有望提供业绩增量。

在研新药管线布局丰富，聚焦优势领域打造高潜力价值产品。1) **707 (PD-1/VEGF 双抗)：**2025 JPM 披露早期临床数据，疗效与安全性展现优效潜力。公司 707 于 25 年 2 月与百利天恒 EGFR × HER3 双抗 ADC 达成联用合作。近期全球 PD-(L)1/VEGF 双抗授权交易活跃，公司 707 进展相对靠前，未来有望实现临床合作或海外授权。2) **SSS06：**新一代长效促红素，用于慢性肾衰竭 (CRF) 贫血的 NDA 已于 2024 年 7 月获受理。3) **608 (IL-17 单抗)：**针对斑块状银屑病的 NDA 已于 2024 年 11 月获受理，有望在 2025-2026 年获批。4) **613 (IL-1β)、611 (IL-4R)、610 (IL-5) 均处于 III 期临床阶段，有望在 2025-2027 年相继提交上市申请。**5) **705 (PD-1/HER2 双抗)、SSS40 (NGF 单抗)、626 (BDCA2 单抗)、627 (TL1A 单抗) 等新药处于临床早期阶段，临床创新价值高，具备较大市场潜力。**

盈利预测与评级：我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 89.40、98.38、109.26 亿元，同比增速分别为 14.4%、10.0%、11.1%。2024-2026 年归母净利润分别为 17.69、20.22、23.04 亿元，同比增速分别为 14.2%、14.3%、13.9%，对应 PE 为 8、7、7 倍。采用可比公司估值法，2024-2026 年可比公司 PE 为 14、14、13 倍，鉴于公司核心品种稳健增长，在研新药布局丰富，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：临床研发失败风险、竞争格局恶化风险、销售不及预期风险

盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6,859	7,816	8,940	9,838	10,926
同比增长率 (%)	7.5%	13.9%	14.4%	10.0%	11.1%
归母净利润 (百万元)	1,915	1,549	1,769	2,022	2,304
同比增长率 (%)	16.0%	-19.1%	14.2%	14.3%	13.9%
每股收益 (元/股)	0.78	0.64	0.74	0.84	0.96
ROE (%)	14.8%	11.0%	11.2%	11.4%	11.5%
市盈率 (P/E)	9.90	10.93	8.48	7.41	6.51

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 89.40、98.38、109.26 亿元，同比增速分别为 14.4%、10.0%、11.1%。2024-2026 年归母净利润分别为 17.69、20.22、23.04 亿元，同比增速分别为 14.2%、14.3%、13.9%，对应 PE 为 8、7、7 倍。采用可比公司估值法，2024-2026 年可比公司 PE 为 14、14、13 倍，鉴于公司核心品种稳健增长，在研新药布局丰富，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

特比澳 2024H1 仍保持同比+22.6%高增长，鉴于 2024 年医保谈判未降价，因此我们预计特比澳 2024E-2026E 的销售收入分别为 50.04、56.04、61.09 亿元。蔓迪作为外用生发药物龙头，泡沫剂于 2023 年 12 月 OTC 获批上市，产品矩阵不断丰富，我们预计蔓迪 2024E-2026E 的销售收入分别为 12.59、14.48、17.08 亿元。

在研新药管线方面，SSS06 长效 rhEPO 的 NDA 已于 2024 年 7 月获受理，有望 2026 年获批。SSGJ-608 (IL-17 单抗) 针对斑块状银屑病的 NDA 已于 2024 年 11 月获受理，有望 2025-2026 年获批。SSGJ-613 (IL-1 β) 针对痛风性关节炎预计 2025 年提交上市申请，有望 2026 年获批。

投资逻辑要点

三生制药历经 30 余年生物制药行业深耕，已建立成熟的上市产品体系，目前公司已有 40 余种上市产品，覆盖肾科、肿瘤科、自身免疫性疾病、眼科及皮肤科等多种治疗领域，多元化业务结构+成熟上市产品体系，驱动公司现有核心品种特比澳、蔓迪系列等产品未来持续稳健增长。此外，公司在研管线丰富，拥有 IL-17、IL-4R 等最具竞争力的自免管线，PD-1/VEGF 双抗等创新管线亦有积极进展，未来有望达成合作授权。目前公司正在核心优势领域打造一系列临床创新价值高、市场潜力大的精品管线。

核心风险提示

临床研发失败风险、竞争格局恶化风险、销售不及预期风险。

内容目录

1. 坚持源头创新，立足全球竞争	6
1.1. 股权架构稳定多元，高管团队经验丰富	6
1.2. 深耕新药研发，管线布局丰富	8
1.3. 业绩稳健增长，财务资源充沛	10
2. 肿瘤/血液：大单品稳健增长，在研管线多点开花	12
2.1. 特比澳：全球唯一商业化 rhTPO，释放长生命周期活力	12
2.2. SSGJ-707：PD-1/VEGF 双抗提供边际增量	17
3. 肾科：益比奥&赛博尔双品牌，管线持续拓展	20
3.1. 益比奥&赛博尔	20
3.2. 积极布局新一代肾病领域新药	22
4. 毛发皮肤：蔓迪-外用生发药物龙头	23
5. 三生国健：聚焦自免，管线布局丰富	26
6. 盈利预测与评级	31
7. 风险提示	33

图表目录

图表 1: 三生制药发展历程.....	6
图表 2: 三生制药股权结构 (截至 2024 年中报)	6
图表 3: 公司高管团队	7
图表 4: 公司在研管线	8
图表 5: 公司近三年合作项目 (部分)	9
图表 6: 2021 年-2024H1 公司总营收/亿元	10
图表 7: 2021 年-2024H1 公司归母净利润/亿元	10
图表 8: 三生制药核心产品收入情况	10
图表 9: 2021 年-2024H1 公司研发费用/亿元	11
图表 10: 2021 年-2024H1 公司销售费用/亿元	11
图表 11: 2021 年-2024H1 公司管理费用/亿元	11
图表 12: 2020 年-2024H1 公司财务资源情况/亿元	11
图表 13: 特比澳适应症进展	12
图表 14: 国内获批上市的促血小板生成药物	12
图表 15: 常见肿瘤药物相关血小板减少 (CTIT) 发生率及其 3/4 级占比举例	13
图表 16: CTIT 治疗原则	13
图表 17: ITP 发病机制图	15
图表 18: 成人原发免疫性血小板减少症 (ITP) 诊治流程图	15
图表 19: ITP 激素治疗进展后的药物竞争格局	16
图表 20: 特比澳历年销售收入/百万元	17
图表 21: 全球 PD(L)1/VEGF 多抗药物研发进展	18
图表 22: 近年来 PD-(L)1/VEGF 双抗交易事件	18
图表 23: SSGJ-707 临床早期数据	19
图表 24: SSGJ-707 针对 1L NSCLC 临床数据对比	19
图表 25: ESAs 药物分类	20
图表 26: 国内已获批 ESAs 类治疗药物	21
图表 27: 促红素 (益比奥&赛博尔) 历年销售收入/亿元	21
图表 28: rESP 与 rhEPO 在血液透析慢性肾衰竭贫血患者中具备相似疗效及安全性 ...	22
图表 29: HIF-PH 抑制剂在肾病领域全球研发进展	22

图表 30: 雄激素性秃发各治疗方法证据及推荐等级、疗效和安全性	23
图表 31: 雄激素性脱发适应症主要用药	24
图表 32: 蔓迪品牌产品矩阵	24
图表 33: 蔓迪历年销售收入/亿元	25
图表 34: 三生国健研发管线	26
图表 35: 608 与其他同靶点药物疗效对比 (第 12 周应答率)	27
图表 36: 斑块状银屑病竞争格局 (III 期及以上)	27
图表 37: 嗜酸性粒细胞性哮喘适应症竞争格局 (III 期及以上)	28
图表 38: 610 在 FEV1 方面表现突出	28
图表 39: 国内 IL-4R α 靶点药物竞争格局 (III 期及以上)	29
图表 40: 611 在特应性皮炎的 II 期试验中疗效优于对照组	29
图表 41: 国内 IL-1 β 靶点药物竞争格局 (IND 及以上)	30
图表 42: 613 用于急性痛风性关节炎的 II 期研究达到了主要终点	30
图表 43: 三生制药营业收入预测	31
图表 44: 可比公司估值表	32

1. 坚持源头创新，立足全球竞争

1.1. 股权架构稳定多元，高管团队经验丰富

三生制药成立于 1993 年，经过三十余年的迅速发展，现已成为一家集研发、生产与销售为一体的中国生物制药领军企业，并于 2015 年在香港联交所上市。目前，公司已有 40 余种上市产品，覆盖肾科、肿瘤科、自身免疫性疾病、眼科及皮肤科等多种治疗领域，拥有抗体药物国家工程研究中心以及生物药和化药双平台的 4 大研发中心，共有 28 种在研产品，4 大生产基地及 4 大 CDMO 基地。

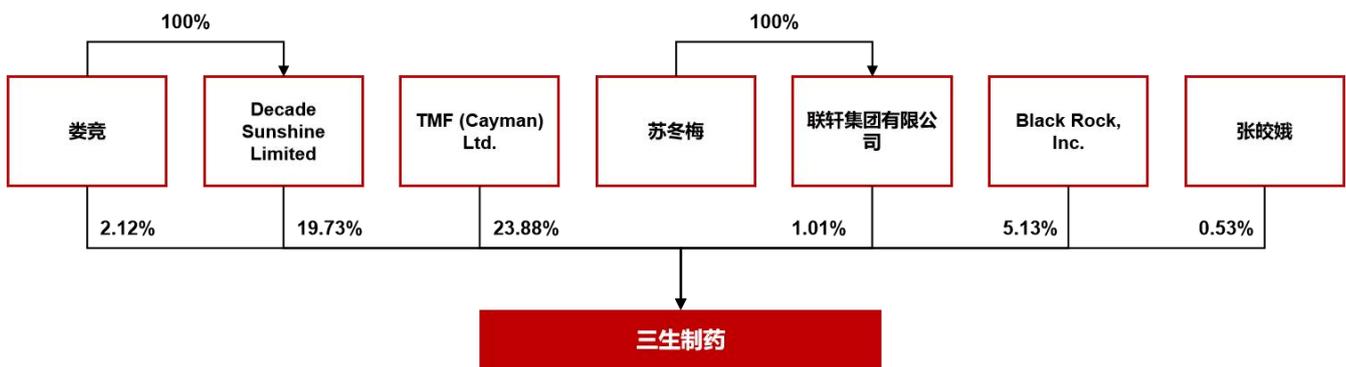
图表 1：三生制药发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

公司股权架构稳定。截至 2024 年 6 月 30 日，TMF (Cayman) Ltd. 持股比例 23.88%，公司董事长、总裁及首席执行官娄竞先生，通过直接持有 (2.12%) 和实控 Decade Sunshine Limited (19.73%)，合计控制公司 21.85% 股份。Black Rock, Inc. 持有公司 5.13% 股份。目前拥有多家境内外子公司，包括沈阳三生制药有限责任公司、三生国健药业 (上海) 股份有限公司 (2020 年 7 月在科创板挂牌上市)、浙江三生蔓迪药业有限公司等。

图表 2：三生制药股权结构 (截至 2024 年中报)



资料来源：iFinD，华源证券研究所

公司高管团队深耕行业多年，经验丰富。娄竞博士现任公司董事长、首席执行官兼总裁，负责公司战略发展及规划、整体运营管理以及主要决策制定，于 1994 年 2 月自美国 Fordham University 取得分子生物学博士学位，后于美国国家健康研究院进行博士后研究，并于 1995 年 9 月加入沈阳三生担任研发主管。

图表 3：公司高管团队

姓名	职务	个人履历
娄竞	首席执行官, 总裁	公司首席执行官兼总裁。于 2006 年 9 月 5 日获委任为董事, 并于 2014 年 11 月 27 日调任为执行董事。于 2012 年 4 月 1 日获委任为董事会主席。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。彼为公司的联合创始人, 并于 1995 年 9 月加入沈阳三生担任研发主管。
陈永富	副总裁	自 2003 年-2016 年历任沈阳三生审计经理、财务经理、财务总监和副总经理; 2011 年至今历任三生制药财务部总监、副总裁; 2018 年 8 月至今任三生国健药业(上海)股份有限公司董事。
苏冬梅	高级副总裁	自 2007 年 8 月至 2013 年 6 月担任沈阳三生的董事。于 2012 年 6 月 11 日获委任为三生制药董事并于 2014 年 11 月 27 日调任为三生制药执行董事。2016 年至今, 苏冬梅博士重新获委任为沈阳三生董事并兼任总经理。
何翔	首席财务官	自 2023 年 7 月担任公司首席财务官。他曾服务于花旗集团和摩根大通的投资银行部, 在北京、上海、纽约及香港办公室 15 年。在摩根大通期间曾担任中国企业融资主管和金融机构主管等。何先生于 2008 年毕业于北京大学光华管理学院, 获金融学硕士学位。
刘彦丽	三生国健副总经理及董事会秘书	自 2019 年 6 月起担任三生国健的副总经理及董事会秘书, 彼亦于 2022 年 9 月起担任董事。彼自 2016 年 4 月至 2019 年 10 月担任公司联席公司秘书, 负责监督公司的资本市场、企业管治、法律及公共关系事务。刘女士自 2014 年 11 月起担任香港三生的董事。刘女士最初于 2007 年 1 月加入沈阳三生。刘女士分别于 2004 年 7 月及 2006 年 12 月取得诺丁汉大学的生物化学学士学位及化学与企业领导力硕士学位。
徐勇	赛保尔生物的总经理兼董事	自 2015 年起担任赛保尔生物的总经理兼董事。彼亦是广东三生及泽威的董事。自 2006 年 3 月至 2012 年 12 月, 彼曾任辽宁诺康医药股份有限公司副总经理。此前, 彼于 2002 年 1 月至 2006 年 3 月曾任北京中关村创业科技发展有限公司副总经理。于 1995 年 6 月至 2001 年 12 月, 彼先后担任河北省政府办公厅综合二处副处长及处长。徐先生于 1988 年 8 月取得浙江大学精密机械学学士学位。
靳征	沈阳三生总经理	自 2021 年起担任沈阳三生总经理。自 2019 年 8 月至 2021 年 11 月, 曾任沈阳三生常务副总经理兼研发总监。此前, 于 2010 年 3 月至 2013 年 3 月曾任沈阳三生项目经理。2013 年 3 月至 2015 年 3 月曾任沈阳三生研发经理。2015 年 3 月至 2019 年 7 月曾任沈阳三生研发总监。于 2004 年 7 月取得上海交通大学生物工程专业学士学位。2005 年 9 月取得英国诺丁汉大学应用生物技术硕士学位。2010 年 7 月取得英国诺丁汉大学药学专业博士学位。
于桢	三生蔓迪总经理及执行董事	自 2021 年起担任三生蔓迪总经理及执行董事。彼亦是杭州蔓迪大药房有限公司及杭州蔓迪华发诊所有限公司的总经理兼执行董事。彼于 2017 年 8 月至 2020 年 6 月曾任三生国健药业北区销售总监。此前, 彼于 2007 年 7 月至 2017 年 7 月, 先后供职于辉瑞、拜耳、罗氏、杨森多家外资药企。于先生于 2007 年 7 月取得西北大学生物化学与分子生物学硕士学位。

资料来源：公司 2023 年度报告，华源证券研究所

1.2. 深耕新药研发，管线布局丰富

优势领域纵深布局，管线梯度配置，可持续创新。2025年1月，公司在JPM披露最新在研管线进展，在肾科、血液/肿瘤、自身免疫/眼科、皮肤毛发等优势领域积极布局。

图表 4：公司在研管线

治疗领域	产品名称	中国临床阶段	美国临床阶段
肾科	SSS06 长效促红素	NDA	-
	RD01 长效促红素	III期	-
	TRK-820 Remitch 肝病瘙痒	III期	-
	SSS17 HIF 抑制剂	II期	-
血液及肿瘤	TPO-106 慢性肝病	NDA	-
	304R 抗 CD20 抗体	III期	-
	CS1003 抗 PD1 抗体	III期 (授权产品)	-
	602 抗 EGFR 抗体	III期	-
	302H 抗 HER2 抗体	III期	-
	609A 抗 PD1 抗体	II期	I期
	707 抗 PD1/VEGF 双抗	II期	IND
	705 抗 PD1/HER2 双抗	I期	IND
	SA102 CS1/BCMA CAR-T	临床前	-
	SSS41 CAR-T	临床前	-
自免、眼科及其他	SSS20 艾曲泊帕乙醇胺	ANDA	-
	608 抗 IL17A 抗体	NDA	-
	601A 抗 VEGF 抗体	III期	-
	613 抗 IL1 β 抗体	III期	-
	611 抗 IL4R α 抗体	III期	I期
	610 抗 IL5 抗体	III期	-
	SSS07 抗 TNF α 抗体	II期	-
	SSS11 Pegsiticase	I期	-
	SSS40 抗 NGF 抗体	I期	-
	621 抗 IL33 抗体	I期	IND
皮肤毛发	626 抗 BDCA2 抗体	I期	IND
	SSS39 雷帕霉素纳米粒	I期	-
	WS204 柯拉特龙	III期	-
	司美格鲁肽	III期	-

资料来源：公司 2025 JPM 演示材料，华源证券研究所

公司合作项目持续推进，有望在未来提供新增量。公司 2024 年引进众多创新品种，例如百利天恒的 EGFR \times HER3 双抗 ADC、映恩生物的 HER2 ADC、东阳光药的 FLT3 小分子抑制剂克立福替尼、海和药物的口服紫杉醇、翰宇药业的司美格鲁肽等，利用公司强劲的渠道实力，合作商业化销售高潜力产品，有望在未来提供多元化的业绩增量。

1) 百利天恒-EGFR \times HER3 双抗 ADC: 2025 年 2 月，三生制药与百利天恒达成战略合作协议，双方将共同推进 707 和 BL-B01D1 联合用药，在中国大陆地区用于实体瘤的治疗，探索双抗+双抗 ADC 在肿瘤治疗上的未被发掘的潜在价值。BL-B01D1 是百利天恒自主研发的全球首创也是唯一进入临床阶段的靶向 EGFR \times HER3 的双抗 ADC，正在中国和美国进行约 30 项针对多种肿瘤类型的临床试验。

2) 映恩生物-HER2 ADC 合作: 2025 年 1 月，三生制药与映恩生物就 HER2 ADC 药物 DB-1303 达成合作协议，**三生制药将获得 DB-1303 多个适应症在中国内地、香港和澳门的商业化合作权利。**映恩生物将获得 2500 万美元不可退回首付款，未来映恩生物有资格获得

至高 4200 万美元的研发里程碑、以及潜在额外的销售里程碑付款。DB-1303 作为映恩生物 DITAC 技术平台开发的第三代 HER2 ADC 产品,已获得 FDA 及 NMPA 授予的突破性疗法认定,有潜力成为 HER2 表达晚期实体瘤患者的创新治疗选择。

3) 东阳光药-苯磺酸克立福替尼合作: 2024 年 11 月,三生制药与东阳光药就 FLT3 抑制剂克立福替尼达成合作协议, **三生制药将获得克立福替尼在中国大陆关于特定适应症的独家商业化权利。**东阳光药在协议有效期内将获得人民币 6000 万元首付款,以及有望获得研发注册及商业里程碑付款。克立福替尼是第二代高选择性 FLT3 口服小分子抑制剂,展现出更强的 FLT3 抑制活性,更低的脱靶风险与更优的安全性,拟定适应症为 FLT3-ITD 突变的急性髓性白血病 (AML)。

4) 海和药物-紫杉醇口服溶液合作: 2024 年 10 月,三生制药与海和药物子公司诺迈西医药就紫杉醇口服溶液达成合作协议, **三生制药将获得紫杉醇口服溶液在中国大陆及中国香港地区的独家商业化权利。**诺迈西医药将获得首付款、研发及销售里程碑付款。紫杉醇类药物在实体瘤治疗中应用广泛,紫杉醇口服溶液作为中国首个上市的口服剂型紫杉醇类药物,将显著延长胃癌患者生存时间,让患者更方便更安全地使用。

5) 翰宇药业-司美格鲁肽注射液合作: 2024 年 5 月,三生曼迪与翰宇药业就司美格鲁肽注射液产品达成合作, **双方将围绕该产品药物开发、临床研究、注册申报、大健康渠道、以及品牌打造等环节进行协同,共同开拓其商业版图。双方将聚焦用于减肥的司美格鲁肽注射液在减重适应症,构建广泛的业务合作关系。**三生曼迪将向翰宇药业支付最高人民币 2.7 亿元里程碑付款,此外三生曼迪还将向翰宇药业支付独家采购价以及约两位数以毛利为基础计算的销售提成。三生曼迪在大健康领域线上线下的渠道实力与翰宇药业多肽药物研发经验形成强强联合之势,为国内广大具有体重管理需求的人群提供有效解决方案。

图表 5: 公司近三年合作项目 (部分)

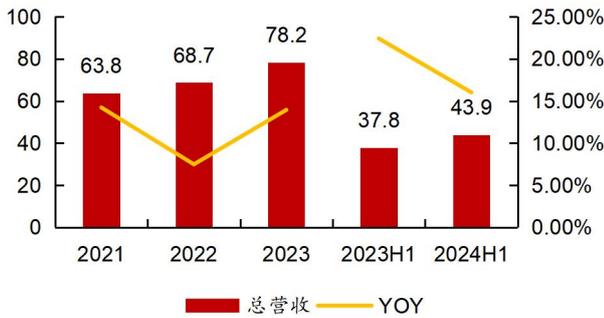
交易时间	转让方	受让方	交易类型	项目(交易时)	总金额 (百万)	首付款 (百万)	里程碑 (百万)
2025/2/14	百利天恒	三生制药	合作	BL-B01D1(III 期临床)			
2025/1/13	映恩生物	三生制药	许可	DB-1303(III 期临床)	67 USD	25 USD	42 USD
2024/11/25	东阳光药	三生制药	合作	克立福替尼(III 期临床)		60 CNY	
2024/11/15	恩凯赛药	三生制药	合作	NK 细胞技术			
2024/10/24	诺迈西	三生制药	许可	Liporaxel (口服紫杉醇)(批准上市)			
2024/5/28	翰宇药业	三生制药	合作	HY310(I 期临床)			270 CNY
2023/12/15	思安医疗	三生制药	许可;期权	其他产品优先选择权; SA102(I 期临床)			
2023/11/1	基石药业	三生制药	合作;许可	nofazinlimab(III 期临床)		60 CNY	
2023/4/26	三生国健	三生制药	许可;合作	SSGJ-707(I 期临床); SSGJ-601(III 期临床); SSGJ-705(I 期临床); SSGJ-609(II 期临床); SSGJ-304(申请上市); SSGJ-602(II 期临床)		450 CNY	
2022/7/28	Cosmo	三生制药	许可	柯拉特龙(批准上市)	70 USD	6.5 USD	63.5 USD

资料来源: 医药魔方, 公司公告, 华源证券研究所

1.3. 业绩稳健增长，财务资源充沛

2024 上半年三生制药营业收入约 43.89 亿元，比去年同期增长 16.0%；毛利约 37.97 亿元，比去年同期增长 18.6%；经调整的经营性归母净利润约 11.12 亿元，比去年同期增长 1.5%；经调整 EBITDA 约 16.64 亿元，比去年同期增长 17.0%。

图表 6：2021 年-2024H1 公司总营收/亿元



资料来源：iFinD, 华源证券研究所

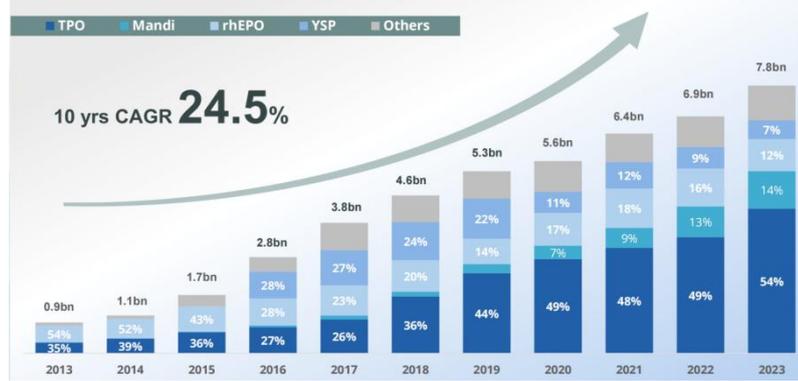
图表 7：2021 年-2024H1 公司归母净利润/亿元



资料来源：iFinD, 华源证券研究所

按核心产品拆分来看，收入均呈现增长态势。特比澳 2024 年上半年销售收入约 24.8 亿元，同比增长 22.6%；益比奥 2024 年上半年销售收入约 5.2 亿元，同比增长 11.3%；益赛普 2024 年上半年销售收入 3.3 亿元，同比增长 9.5%；赛普汀 2024 年上半年销售收入 1.6 亿元，同比增长 48.9%；蔓迪 2024 年上半年销售收入约 5.5 亿元，同比增长 10.0%。

图表 8：三生制药核心产品收入情况

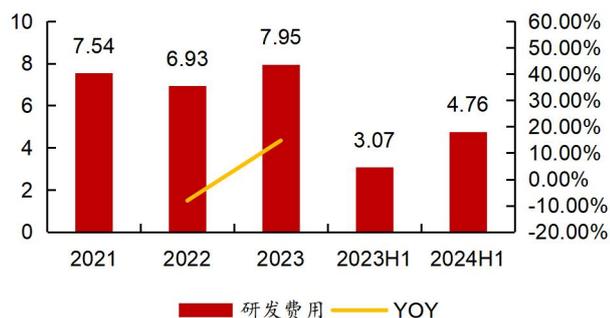


资料来源：公司财报，公司 2025 年 JPM 演示材料，华源证券研究所

2024 上半年公司的研发费用为 4.76 亿元（同比+55.3%），研发费用率 10.8%（同比+2.7pct）；销售费用为 15.94 亿元（同比+15.9%），销售费用率 36.3%（同比持平）；管理费用为 2.01 亿元（-6.1%），管理费用率 4.6%（-1.1pct）。研发费用率提升主要系司美格鲁肽 BD 交易和双抗等早期管线推进。

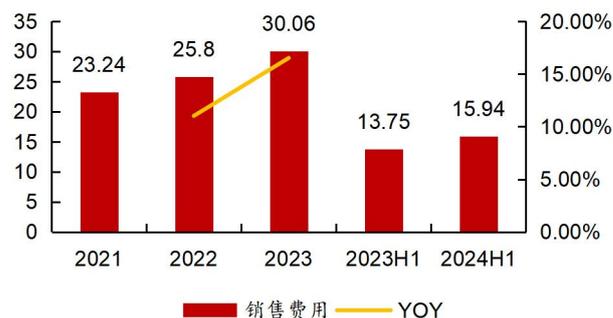
据 2024 年半年度财报显示，三生制药共发放股息和回购合计 8.6 亿港元，合计占 2023 年度经营溢利超过 40%，其中股息分派 6.0 亿港元，股息率 4.1%。此外，公司财务资源充沛，2024 年上半年的财务资源约 79 亿元。

图表 9：2021 年-2024H1 公司研发费用/亿元



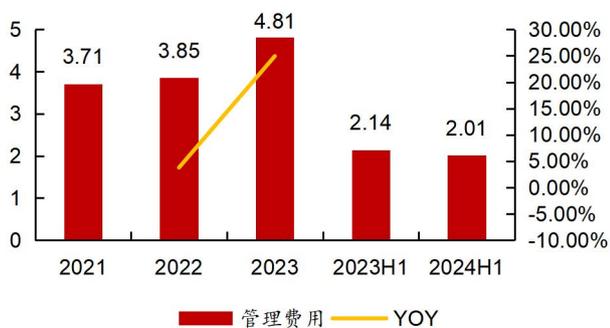
资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 10：2021 年-2024H1 公司销售费用/亿元



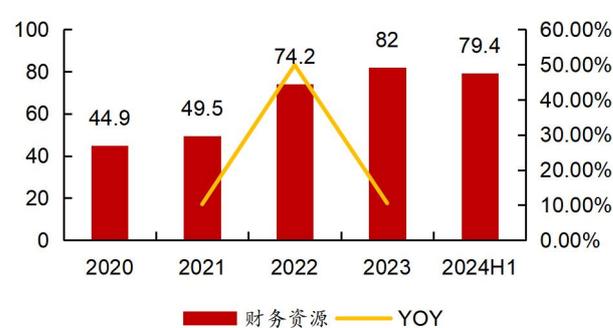
资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 11：2021 年-2024H1 公司管理费用/亿元



资料来源：iFinD，华源证券研究所

图表 12：2020 年-2024H1 公司财务资源情况/亿元



资料来源：公司 2024 半年度业绩公告，华源证券研究所

2. 肿瘤/血液：大单品稳健增长，在研管线多点开花

2.1. 特比澳：全球唯一商业化 rhTPO，释放长生命周期活力

特比澳是由三生制药自主研制的重组人血小板生成素（Recombinant Human Thrombopoietin, rhTPO）注射液，是全球唯一一款商业化的重组人血小板生成素产品。2005年首次获批上市用于实体瘤化疗后血小板减少症（CIT）的治疗。2010年，获批用于原发免疫性血小板减少症（ITP）患者治疗。2024年4月，获批用于治疗儿童或青少年的持续性或慢性ITP。此外，特比澳治疗慢性肝病相关血小板减少症的上市申请已于2024年8月获受理。

图表 13：特比澳适应症进展

药品名称	适应症	进展	阶段时间	医保情况
重组人血小板生成素	成人实体瘤化疗后血小板减少症（CIT）	获批上市	2005年获批	是
	成人原发免疫性血小板减少症（ITP）	获批上市	2010年获批	是
	儿童或青少年原发免疫性血小板减少症（ITP）	获批上市	2024年4月获批	2024新增
	慢性肝病相关血小板减少症	NDA	2024年8月受理	/

资料来源：公司官网，医药魔方，华源证券研究所

目前，在我国获批上市的促血小板生成药物包括重组人血小板生成素（rhTPO）、重组人白介素-11（rhIL-11）、罗普司亭（Romiplostim）、艾曲泊帕（Eltrombopag）、芦曲泊帕（lusutrombopag）、海曲泊帕（Hetrombopag）、阿伐曲泊帕（Avatrombopag）以及IL-11类药物。

图表 14：国内获批上市的促血小板生成药物

药品名称	作用机制	研发机构	疾病	中国研发阶段
重组人血小板生成素	rhTPO	三生制药	化疗引起的血小板减少	批准上市
			成人免疫性血小板减少症	批准上市
			儿童或青少年免疫性血小板减少症	批准上市
阿伐曲泊帕	TPO-RA	复星医药	慢性肝病合并血小板减少症	批准上市
			免疫性血小板减少症	批准上市
芦曲泊帕	TPO-RA	亿腾医药	慢性肝病合并血小板减少症	批准上市
罗普司亭	TPO-RA	Amgen	免疫性血小板减少症	批准上市
艾曲泊帕	TPO-RA	GSK	成人免疫性血小板减少症	批准上市
			再生障碍性贫血	批准上市
			6-11岁儿童免疫性血小板减少症	批准上市
海曲泊帕	TPO-RA	恒瑞医药	再生障碍性贫血	批准上市
			成人免疫性血小板减少症	批准上市
重组人白介素-11衍生物	重组IL-11	东阿阿胶	化疗引起的血小板减少	批准上市

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

CTIT 适应症市场空间大，特比澳地位显著

肿瘤药物相关血小板减少（cancer treatment-induced thrombocytopenia, CTIT）是指抗肿瘤治疗药物导致的外周血中血小板计数低于 $100 \times 10^9/L$ ，包括化疗药物相关血小板减少（CIT）、免疫治疗相关血小板减少症（ICIIT）和靶向治疗药物相关血小板减少（TTIT）。

CTIT 发病率高，差异大，市场空间庞大。根据国家癌症中心发布的《2022 年中国恶性肿瘤流行情况分析》显示，中国 2022 年新发癌症病例约为 482.5 万例。根据《中国肿瘤药物相关血小板减少诊疗专家共识（2023 版）》，**中国 CTIT 在抗肿瘤治疗患者中的发生率高达 21.8%**。此外，CTIT 出现的时间和血小板降低幅度与所使用的化疗药物、剂量、是否联合用药以及患者的个体差异和化疗次数有关，差异较大。

图表 15：常见肿瘤药物相关血小板减少（CTIT）发生率及其 3/4 级占比举例

药物分类	方案药物名称	肿瘤	发生率(%)	3/4 级
靶向药	替伊莫单抗	NHL		61%~100%
	尼拉帕利	卵巢癌	66	39%
	硼替佐米	骨髓瘤	43	31%
ADC 类药物	恩美曲妥珠单抗	乳腺癌	28	12.9%
化疗药物	ICE	NHL		29.4%, 35%
	CODOX-M/IVAC	Burkitt 淋巴瘤	71	68%
	拓扑替康	SCLC		38.6%
	拓扑替康+顺铂	SCLC		38%~50%
	吉西他滨+顺铂/卡铂	NSCLC, CUP, SCLC	68	21.2%~56%
	替莫唑胺	脑胶质瘤	21.5	11%
	吉西他滨+奥沙利铂	胰腺癌		11%
	MAID	肉瘤		34%~79%
	培美曲塞+卡铂	NSCLC	23.3	24%
	依托泊苷+顺铂	SCLC		20%
	吉西他滨	胰腺癌		13%
奥沙利铂+S-1	胃癌		13%	

资料来源：《中国肿瘤药物相关血小板减少诊疗专家共识（2023 版）》冯继锋等，华源证券研究所

特比澳地位显著，指南 I 级推荐。CSCO 在《肿瘤治疗所致血小板减少症诊疗指南(2024)》中明确指出，CTIT 的治疗包括输注血小板和给予促血小板生长因子。输注血小板是严重血小板减少症患者的最快最有效的治疗方法之一，但血小板输注常因血小板来源紧张而受到限制，临床上常用的促血小板生长因子有重组人血小板生成素（rhTPO）、重组人白介素-11（rhIL-11）、TPO 受体激动剂罗普司亭、艾曲泊帕、阿伐曲泊帕、海曲泊帕等。

图表 16：CTIT 治疗原则

分组	分层	I 级推荐	II 级推荐	III 级推荐
CTIT 有出血		输注血小板或输注血小板+rhTPO 或 rhIL-11 (1A 类)	海曲泊帕 (2A 类); 海曲泊帕+rhTPO 或 rhIL-11 (2B 类)	阿伐曲泊帕、艾曲泊帕、芦曲波帕、罗普司亭 (2B 类)
	血小板计数 $\leq 10 \times 10^9/L$	输注血小板或输注血小板+rhTPO 或 rhIL-11 (1A 类)	海曲泊帕 (2A 类); 海曲泊帕+rhTPO 或 rhIL-11 (2B 类)	阿伐曲泊帕、艾曲泊帕、芦曲波帕、罗普司亭 (2B 类)
CTIT 无出血	$10 \times 10^9/L < \text{血小板计数} < 75 \times 10^9/L$	rhTPO 或 rhIL-11 (1A 类)	海曲泊帕 (2A 类); 海曲泊帕+rhTPO 或 rhIL-11 (2B 类)	阿伐曲泊帕、艾曲泊帕、芦曲波帕、罗普司亭 (2B 类); 咖啡酸片 (3 类)
	$75 \times 10^9/L \leq \text{血小板计数} < 100 \times 10^9/L$	密切观察血小板及出血情况 (1A 类)，可根据临床情况进行干预		

资料来源：《肿瘤治疗所致血小板减少症诊疗指南（2024）》CSCO，华源证券研究所

rhTPO 是目前国内外最常用的一类促血小板生长因子。在一项纳入了 311 例受试者的多中心 III 期临床试验中，92 例接受化疗后血小板治疗的实体肿瘤患者采用随机交叉自身对照方法，治疗周期于化疗结束后 6~24h 皮下注射 rhTPO 300 U/kg，每日 1 次，疗程 7~14 d，对照周期化疗不注射 rhTPO 作为自身对照。治疗周期与对照周期化疗后血小板下降的最低值分别为 $(66 \pm 41) \times 10^9/L$ 和 $(55 \pm 27) \times 10^9/L$ ($P < 0.001$)，化疗后血小板计数恢复后的最高值分别为 $(266 \pm 126) \times 10^9/L$ 和 $(146 \pm 56) \times 10^9/L$ ($P < 0.001$)，化疗后血小板恢复至 $\geq 75 \times 10^9/L$ 的中位时间分别为 11 d 和 16 d ($P < 0.001$)。因此，rhTPO 可以减轻化疗后血小板计数下降的程度，缩短血小板减少的持续时间，减少血小板输注次数。rhTPO 对化疗后血红蛋白、红细胞计数和白细胞计数的恢复无影响，并且对血小板功能和肝肾功能均无显著影响。

目前国内仅 rhTPO 和 rhIL-11 获批用于治疗肿瘤相关的小血小板减少症，TPO-RAs 虽纳入指南推荐，但尚未获批 CIT 适应症。因此，特比澳上市时间久，医保覆盖充分，循证医学证据充足，在 CIT 治疗领域地位显著。

ITP 患者人数多，众多新兴靶点布局后线治疗

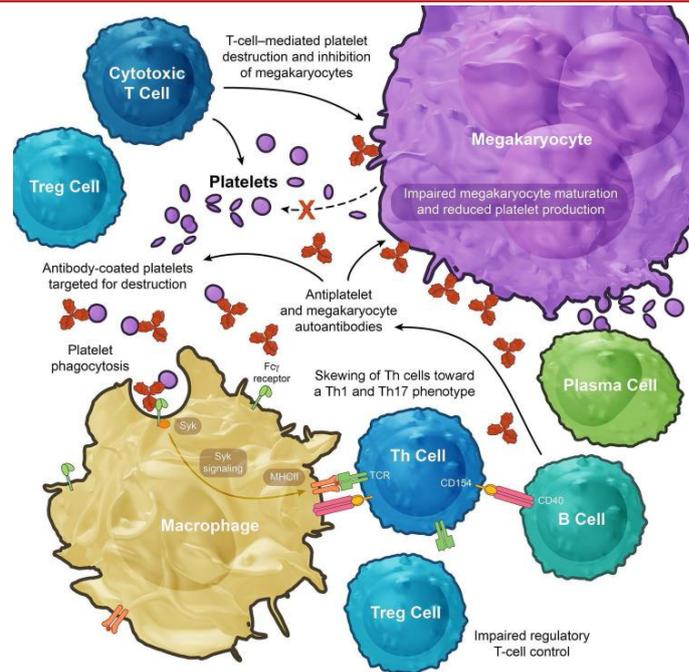
定义：原发免疫性血小板减少症 (primary immune thrombocytopenia, ITP) 是一种获得性自身免疫性出血性疾病，以无明确诱因的孤立性外周血血小板计数减少为主要特点。

发病机制：ITP 主要发病机制是血小板自身抗原免疫耐受性丢失，导致体液和细胞免疫异常活化，共同介导血小板破坏加速及巨核细胞产生血小板不足。

临床表现：ITP 临床表现变化较大，无症状血小板减少、皮肤黏膜出血、严重内脏出血、致命性颅内出血均可发生。老年患者致命性出血发生风险明显高于年轻患者。部分患者有乏力、焦虑表现。

分期：依据病程长短，ITP 分为以下三期。(1) 新诊断的 ITP：确诊后 3 个月以内的患者；(2) 持续性 ITP：确诊后 3~12 个月血小板持续减少的患者，包括未自发缓解和停止治疗后不能维持完全缓解的患者；(3) 慢性 ITP：血小板持续减少超过 12 个月的患者。

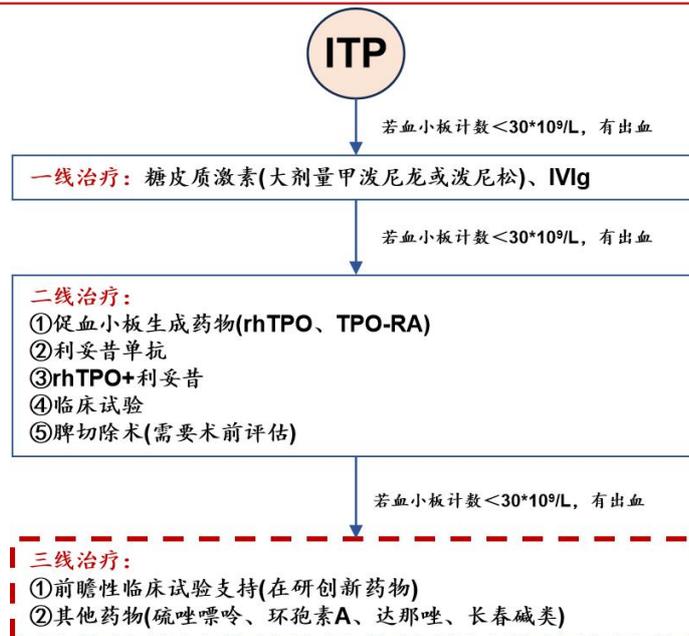
图表 17: ITP 发病机制图



资料来源:《A Review of Romiplostim Mechanism of Action and Clinical Applicability》 James B Bussell et al., 华源证券研究所

ITP 患者人数多, 促血小板生成药物是当前标准二线治疗药物。成人原发免疫性血小板减少症的发病率估计为每年每 10 万成人中有 3.3 名, 患病率为每 10 万成人中有 9.5 名。根据上述患病率数据, 中国估计约有 110,000 名原发免疫性血小板减少症患者。根据《成人原发免疫性血小板减少症诊断与治疗中国指南(2020 年版)》, 目前一线推荐糖皮质激素或 IVIg, 二线推荐促血小板生成药物或 rhTPO 联合利妥昔单抗, 三线尚无较好的有效疗法。

图表 18: 成人原发免疫性血小板减少症 (ITP) 诊治流程图



资料来源:《成人原发免疫性血小板减少症诊断与治疗中国指南(2020 年版)》中华医学会血液学分会血栓与止血学组, 华源证券研究所

目前，ITP 二线及后线治疗仍以 TPO 为主流疗法，此外，亦涌现众多新兴靶点，例如 Syk、FcRn、BTK、CD38 等。

图表 19：ITP 激素治疗进展后的药物竞争格局

靶点	药物名称	研发机构	国内进展	美国进展
TPO	海曲泊帕	恒瑞医药	批准上市	/
	罗普司亭	安进	批准上市	批准上市
	艾曲泊帕	GSK	批准上市	批准上市
	芦曲泊帕	Shionogi;亿腾医药	II 期	II 期
	重组人血小板生成素	三生制药	批准上市	/
	阿伐曲泊帕	复星医药	批准上市	批准上市
Syk	福他替尼	Rigel Pharmaceuticals	/	批准上市
	索乐匹尼布	和黄医药	申请上市	I 期
	cevidoplenib	Genosco	/	II 期
	TQB3473	正大天晴	I 期	/
BTK	奥布替尼	诺诚健华	III 期	/
	泽布替尼	百济神州	II 期	/
	rilzabrutinib	赛诺菲	III 期	III 期
	CX1440	澳津生物	II 期	/
FcRn	efgartigimod PH20 SC	再鼎医药	III 期	III 期
	罗泽利昔珠单抗	UCB	III 期	III 期
	艾加莫德 α	Argenx	I 期	批准上市（日本）
	巴托利单抗	石药集团	II/III 期	/
	STSA-1301	舒泰神	I 期	/
CD38	达雷妥尤单抗	Johnson & Johnson	I 期	/
	CM313	康诺亚	II 期	/
	mezagitamab	Takeda Pharmaceuticals	II 期	II 期
	CID-103	天石同达;CASI	I/II 期临床	

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

特比澳营收持续增长，渗透率占据领先地位，2024 医保未降价，有望保持增长态势

特比澳 2023 年销售 42.05 亿元，同比+23.8%；2024 上半年销售 24.76 亿元，同比+22.6%。由于 2024 年医保谈判未降价成功续约，价格为 789 元/1ml:15000U，因此特比澳销售有望持续增长。2024 上半年，以销量计特比澳占据治疗血小板减少症的中国内地市场份额的 34.5%；以销售额计，其市场份额则为 66.2%。

图表 20：特比澳历年销售收入/百万元


资料来源：公司 2024 半年度演示材料，医药魔方，华源证券研究所

特比澳的未来增长点：1)基于安全和疗效优势，临床持续取代传统白介素类升血小板药物；2)覆盖医院数目持续增加；3)适应症拓展，2024 年 4 月获批用于治疗儿童或青少年的持续性或慢性 ITP，治疗慢性肝病相关血小板减少症的上市申请已于 2024 年 8 月获受理；4)市场拓展，在中国内地以外，特比澳正在亚洲和非洲多个国家进行注册。

2.2. SSGJ-707：PD-1/VEGF 双抗提供边际增量

SSGJ-707 是公司基于 CLF2 双抗平台开发的靶向 PD-1/VEGF 的双特异性抗体，目前正在中国内地进行针对非小细胞肺癌、结直肠癌、妇科肿瘤共计四项 II 临床研究。此外，SSGJ-707 还获得 FDA 批准在美国开展针对晚期实体瘤的临床试验。

PD(L)1/VEGF 双抗近期交易火热，公司进展较快，有望达成新合作。康方生物的 AK112 于 24 年 9 月的世界肺癌大会 (WCLC) 上，宣布了全球首个对比帕博利珠单抗取得显著阳性结果的随机对照大 III 期研究 HARMONi-2 研究成果，成为了全球第一个在头对头 3 期临床试验中击败 K 药的药物，极大程度增强了 PD(L)1/VEGF 双抗研发热度。

图表 21：全球 PD(L)1/VEGF 多抗药物研发进展

药品名称	作用机制	研发机构	疾病	中国阶段	中国日期	美国阶段	美国日期
依沃西单抗	PD1/VEGF 双抗	Summit;康方生物(原研)	非小细胞肺癌;头颈部鳞状细胞癌;三阴性乳腺癌等	批准上市	2024-05-21	III 期临床	2023-06-12
PM8002	PDL1/VEGF 双抗	BioNTech;普米斯(原研)	三阴性乳腺癌;小细胞肺癌;非小细胞肺癌等	III 期临床	2024-05-06	II 期临床	2024-06-07
RC148	PD1/VEGF 双抗	荣昌生物(原研)	HER2 低表达乳腺癌等	II 期临床	2024-09-30	临床前	
sotiburafusp alfa	PDL1/VEGF 双抗	华博生物(原研)	肾细胞癌;非小细胞肺癌等	II 期临床	2022-11-04	I 期临床	2020-12-22
AP505	PDL1/VEGF 双抗	华润三九;圆样生命科技(原研)	实体瘤等	II 期临床	2024-08-14	临床前	
IMM2510	PDL1/VEGF 双抗	Instil Bio;宜明昂科(原研)	软组织肉瘤;非小细胞肺癌;三阴性乳腺癌等	II 期临床	2023-11-20	临床前	
SSGJ-707	PD1/VEGF 双抗	三生制药;三生国健(原研)	非小细胞肺癌;结直肠癌;卵巢癌等	II 期临床	2024-01-24	临床前	
MHB039A	PD1/VEGF 双抗	明慧医药(原研)	实体瘤;肺癌	I/II 期临床	2023-12-26	临床前	
SCTB14	PD1/VEGF 双抗	神州细胞(原研)	实体瘤	I/II 期临床	2024-04-26	临床前	
LM-299	PD1/VEGF 双抗	Merck & Co.;礼新医药(原研)	实体瘤	I/II 期临床	2024-09-14	临床前	
PM8003	PDL1/VEGF/TGF-β 三抗	普米斯(BioNTech)(原研)	实体瘤	I/II 期临床	2021-07-30	临床前	
DR30206	PDL1/TGF-β/VEGF 三抗	道尔生物(原研)	实体瘤	I 期临床	2023-11-15	临床前	
JS207	PD1/VEGF 双抗	DotBio;君实生物(原研)	癌症;肿瘤	I 期临床	2023-09-01	临床前	
SG1408	PDL1/VEGF 双抗	尚健生物(原研)	实体瘤	I 期临床	2022-11-02	临床前	
CVL006	PDL1/VEGF 双抗	甫康药业(原研)	实体瘤	I 期临床	2024-09-02	临床前	
HC010	PD1/CTLA4/VEGF 三抗	宏成医药(原研)	实体瘤等	I 期临床	2024-02-20	临床前	
AI-081	PD1/VEGF 双抗	OncoC4(原研)	实体瘤	临床前		I/II 期临床	2024-10-10

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

目前国内多款 PD(L)1/VEGF 双抗在研，已达成多项重磅交易，康方生物的 AK112、普米斯生物的 PM8002、宜明昂科的 IMM2510、礼新医药的 LM-299 相继授权出海，公司的 SSGJ-707 已启动多项 II 期研究，进展较快，后续有望达成新合作。

图表 22：近年来 PD-(L)1/VEGF 双抗交易事件

转让方	交易时间	受让方	项目名称	金额
康方生物	2022 年 12 月	Summit Therapeutics	依沃西单抗 (PD-1/VEGF, 临床 III 期)	5 亿美元首付款+50 亿美元交易总额+销售净额低双位数比例提成
普米斯生物	2023 年 11 月	BioNTech	PM8002 (PD-L1/VEGF, 临床 II/III 期)	5500 万美元首付款+超 10 亿美元交易总额+分级销售提成
康方生物	2024 年 6 月	Summit Therapeutics	依沃西单抗 (PD-1/VEGF, 批准上市)	补充协议：7000 万美元首付款&里程碑付款+新增许可市场销售提成
宜明昂科	2024 年 8 月	Instil Bio	IMM2510 (PD-L1/VEGF, 临床 II 期)	5000 万美元首付款&潜在近期付+最高 20 亿美元里程碑付款+全球(除大中华区)销售净额个位数 or 低双位数比例销售提成
普米斯生物	2024 年 11 月	BioNTech	股权收购	8 亿美元首付款收购普米斯生物 100%已发行股本+最高 1.5 亿美元里程碑付款
礼新医药	2024 年 11 月	默沙东	LM-299 (PD-1/VEGF, 临床 II 期)	5.88 亿美元首付款+最高 27 亿美元里程碑付款

资料来源：各公司公告，药上市公众号，华源证券研究所

SSGJ-707 于 2025 年 JPM 会议披露 1L NSCLC 和 mCRC 适应症的临床 II 期数据。 1) 在单药 1L 治疗 PD-L1+ WT NSCLC 中，10mg/kg Q3W 剂量组，24 例患者经历了至少 2 次肿瘤评估，ORR 为 70.8%，DCR 为 100%，3 级以上 TRAE 为 23.5%，707 展现出同类优效潜力。2) 在联合化疗 1L 治疗 WT NSCLC 的试验中，10mg/kg Q3W 剂量组 28 例患者，其中非鳞癌和鳞癌患者人群的 ORR 分别为 58.3%和 81.3%，3 级以上 TRAE 为 8.9%。3) 在治疗 mCRC 的试验中，7 例 mCRC 患者接受 10mg/kg Q2W 单药的三线或以上治疗，ORR 为 33.3%。61 例初治的 mCRC 患者接受 10mg/kg Q2W 或 Q3W 联合化疗治疗，ORR 为 36.3%。

图表 23: SSGJ-707 临床早期数据

Drug Name		707						
Phase (Trial)	Phase 1a/1b	Phase 2		Phase 2		Phase 2		
Indication	Advanced Solid Tumors	1L PD-L1+ NSCLC without EGFR/ALK alterations, ECOG 0-1, PD-L1 TPS ≥ 1%		1L NSCLC without EGFR/ALK alterations, ECOG 0-1		≥ 3L mCRC RASn or BRAFm, non-MSI-H or pMMR	1L mCRC RASn or BRAFm, non-MSI-H or pMMR	
Dosing Group	707 Monotherapy		707 with Chemotherapy				707 Mono	707 Combo
Dosing Regimen	0.2 to 30 mg/kg QW 45 mg/kg Q3W	NSQ: 5 to 30 mg/kg Q3W	SQ: 5 to 30 mg/kg Q3W	NSQ: 5 to 20 mg/kg Q3W + pemetrexed + carboplatin PD-1/L1 + pemetrexed + carboplatin	SQ: 5 to 20 mg/kg + paclitaxel + carboplatin PD-1/L1 + paclitaxel + carboplatin	10 mg/kg Q2W	10 mg/kg Q3W or Q2W + chemo	
N	85 (164 Estimated)	83 (120 Estimated)		108 (235 Estimated)		7 ⁽³⁾	61 ⁽³⁾	
Overall Efficacy		10 mg/kg Q3W		NSQ 10 mg/kg	SQ 10 mg/kg			
ORR	Total: 14% ⁽¹⁾	70.8% ⁽²⁾		58.3%	81.3%	PR: 33.3%	PR: 36.3% ⁽⁶⁾	
DCR	Total: 69.6% ⁽¹⁾	100.0% ⁽²⁾		100%	100%	SD: 66.7% ⁽⁴⁾	SD: 63.6%	
PFS	--	--		--	--	PD: 0%	PD: 0%	
Overall Safety	Total ⁽¹⁾	10 mg/kg Q3W		10 mg/kg Q3W				
TRAE %	89.4%	88.2%		55.6%			--	
TRAE % (Gr3+)	33.3%	23.5%		8.9%			--	

Ph1

- No maximum tolerated dose as no drug-related & dose-limiting toxicity was observed despite dose escalation and QW dosing
- Modest ORR and DCR, but several patients still awaiting post-baseline tumor evaluation
- Showed promise in range of tumor indications with anti-tumor activity observed in ≥ 3 mg/kg
- Data from ongoing trials still maturing across many tumor indications (breast, gynecologic, colon and rectal, stomach, etc.)

Ph2

- Interim data from Phase 2 1L PD-L1+ NSCLC demonstrates that 707 is well-tolerated with a favorable safety profile
- Promising anti-tumor activity at 10 mg/kg Q3W in both monotherapy and combination therapy in NSCLC
- As a monotherapy for ≥ 3L mCRC, promising efficacy which has not been seen with any other clinical-stage PD-(L)1/VEGF bispecific antibody
- Data from ongoing trials still maturing, with planned completion of Phase 2 trials in NSCLC, mCRC, EC and PROC in 2025

Source: Company Materials
 1. ≥ 2L advanced solid tumors (n=65); anti-tumor activity was observed in 3mg+kg dose levels
 2. Best overall response from 10 mg/kg arm (n=34), with 20 PR patients, 13 SD patients and 1 PD patient as of 12/27/2024
 3. Estimated total mCRC enrollment of 130 patients
 4. 1 SD patient with (29%) tumor size shrinkage
 5. 10 mg/kg patients with ≥ 2 post-baseline tumor assessment scans (n=24)
 6. Based on only one post-baseline tumor assessment

资料来源：公司 2025 JPM 演示材料，华源证券研究所

图表 24: SSGJ-707 针对 1L NSCLC 临床数据对比

药物名称	SSGJ-707		依沃西单抗	
公司	三生制药		Summit Therapeutics;康方生物	
临床编号	NCT06412471		NCT04736823	
临床阶段	II 期临床		II 期临床	
适应症	1L NSCLC NSQ	1L NSCLC SQ	1L NSCLC NSQ	1L NSCLC SQ
用药方案	707+Chemotherapy		Ivonescimab+Chemotherapy	
患者人数	12	16	72	63
剂量方案	707 10 mg/kg Q3W+pemetrexed + carboplatin	707 10 mg/kg Q3W+ paclitaxel + carboplatin	Ivonescimab 10 or 20mg/kg Q3W+pemetrexed + carboplatin	Ivonescimab 10 or 20mg/kg Q3W+paclitaxel + carboplatin
ORR	58.3%	81.3%	54.2%	71.4%
DCR	100.0%	100.0%	95.8%	90.5%
TRAE		55.6%		
3G TRAE		8.9%	25.0%	44.4%

资料来源：公司 2025 JMP 会议演示材料，《Phase 2 Results of Ivonescimab, a Novel PD-1/VEGF Bispecific in Combination with Chemotherapy for First Line treatment of Patients with Advanced/Metastatic Squamous Non-small Cell Lung Cancer (NSCLC)》Li Zhang et al., 华源证券研究所

3. 肾科：益比奥&赛博尔双品牌，管线持续拓展

3.1. 益比奥&赛博尔

促红细胞生成素（Erythropoietin, EPO），又称红细胞刺激因子，是一种由人体内源性分泌的糖蛋白激素。肾性贫血是由肾脏疾病导致 EPO 生成相对或绝对不足引起的贫血。红细胞生成刺激剂（erythropoiesis-stimulating agents, ESAs）治疗是治疗慢性肾脏病（CKD）和化疗相关性贫血（CIA）的主要药物。根据《中国肾性贫血诊治临床实践指南 2021》，ESAs 是 EPO 的类似物，目前主要有 3 种类型。

图表 25：ESAs 药物分类

	名称	结构特征	半衰期及给药
第一代	rHuEPO, 短效 ESAs	与人内源性 EPO 极其相似的唾液酸蛋白激素	皮下注射剂型及静脉注射剂型的半衰期分别为 19.4、6.8 h, 每周 1~3 次给药
第二代	达依泊汀 α , 长效 ESAs	两条与 N 端相连的糖基链, 增加其在体内的稳定性	皮下注射剂型及静脉注射剂型的半衰期分别为 48.8、25.3 h。每 1~2 周给药 1 次
第三代	CERA, 甲氧聚二醇重组人 EPO	化学合成的持续性 EPO 受体激活剂	皮下注射剂型及静脉注射剂型的半衰期分别为 133、130 h。每 2~4 周给药 1 次

资料来源：《中国肾性贫血诊治临床实践指南 2021》陈香美，华源证券研究所

三生制药的促红素双品牌益比奥和赛博尔均属于一代短效 EPO。益比奥于 1998 年上市，目前获批慢性肾病引起的贫血症、外科围手术期红细胞动员及治疗化疗引起的贫血症三种适应症。赛博尔于 2001 年获批上市，是公司 2014 年收购广东赛保尔生物获得。

慢性肾脏病（CKD）发病率逐年攀升，根据《2019 年全球健康评估》报告显示，我国 CKD 患病率高达 10.8%，患者人数达 1.3 亿，而知晓率仅为 12.5%。随着慢性肾脏病的进展透析人数逐年增加，根据《CNRDS 全国血液净化病例信息登记系统》数据显示，2023 年底在透血透患者数已超 91 万，新增超 18 万，透析患者贫血患病率高达 91.6%~98.2%，患者基数庞大。

化疗相关性贫血症（CIA）通常是由于化疗药物的毒性作用而引发的贫血，其发生机制涉及骨髓抑制、肝肾毒性、胃肠道功能以及营养障碍等方面，是恶性肿瘤患者进行化疗时常见并发症之一。根据《关注化疗相关性贫血，提升肿瘤综合管理质量》秦叔逵著文章报道，中国有 400 万~500 万实体瘤患者，其中约 75% 的患者需要接受化疗，而这些患者中有 78.8% 的患者在治疗期间可能会出现 CIA，并且随着疗程延长、化疗次数和累计剂量的增加，CIA 的发生率相应增高。

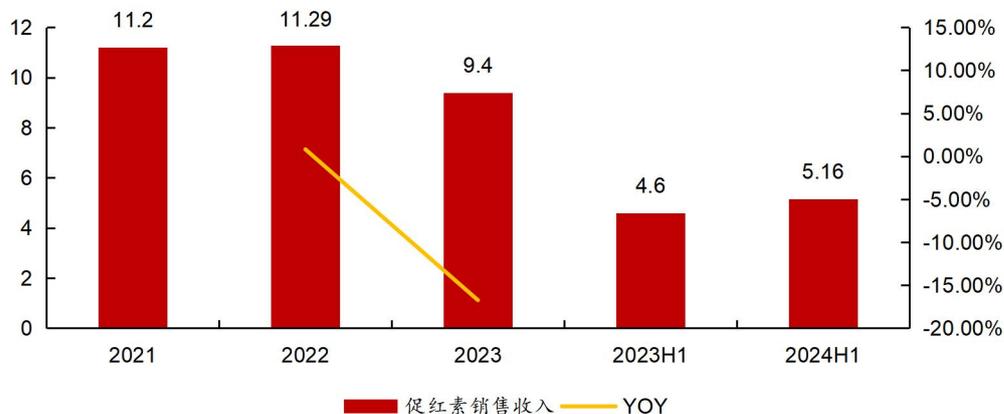
国内 ESAs 类药物需求较大，获批药物众多。目前国内已有 10 余款重组人促红素获批上市，适应症包括慢性肾病贫血和化疗引起的贫血。此外，HIF 抑制剂和长效 EPO 亦获批用于慢性肾病贫血治疗。

图表 26：国内已获批 ESAs 类治疗药物

通用名	商品名	靶点	集团	获批适应症	中国上市	医保目录	创新类型
重组人促红素(CHO 细胞)	佳林豪	EPO	三生制药	慢性肾病贫血;化疗引起的贫血	1998 年	2024 乙类	生物类似物
重组人促红素(CHO 细胞)	-	EPO	东阿阿胶;华润医药	慢性肾病贫血	1998 年	2024 乙类	生物类似物
重组人促红素(CHO 细胞)	-	EPO	协和麒麟	慢性肾病贫血;化疗引起的贫血	1998 年	2024 乙类	创新药
重组人促红素(CHO 细胞)	环尔博	EPO	同药集团	慢性肾病贫血;化疗引起的贫血	1998 年	2024 乙类	生物类似物
重组人促红素(CHO 细胞)	济脉欣	EPO	万邦医药;复星医药	慢性肾病贫血	1998 年	2024 乙类	生物类似物
重组人促红素(CHO 细胞)	利血宝	EPO	四环生物	慢性肾病贫血	2000 年	2024 乙类	生物类似物
重组人促红素(CHO 细胞)	宁红欣	EPO	华北制药	慢性肾病贫血;化疗引起的贫血	2000 年	2024 乙类	生物类似物
重组人促红素(CHO 细胞)	赛博尔	EPO	正中药业	慢性肾病贫血;化疗引起的贫血	2000 年	2024 乙类	生物类似物
重组人促红素 β (CHO 细胞)	罗可曼	EPO	罗氏	慢性肾病贫血;化疗引起的贫血	2000 年	2024 乙类	创新药
重组人促红素(CHO 细胞)	雪达升	EPO	三生制药	慢性肾病贫血;化疗引起的贫血	2001 年	2024 乙类	生物类似物
重组人促红素(CHO 细胞)	依倍	EPO	地奥制药	慢性肾病贫血;化疗引起的贫血	2002 年	2024 乙类	生物类似物
重组人促红素(CHO 细胞)	依普定	EPO	未名医药	慢性肾病贫血;化疗引起的贫血	2005 年	2024 乙类	生物类似物
重组人促红素(CHO 细胞)	怡宝	EPO	哈药股份	慢性肾病贫血	2005 年	2024 乙类	生物类似物
重组人促红素(CHO 细胞)	益比奥	EPO	复星医药	慢性肾病贫血;化疗引起的贫血	2023 年	2024 乙类	生物类似物
罗沙司他	爱瑞卓	EPO	罗氏	慢性肾病贫血	2017 年	非医保	创新药
甲氧聚二醇重组人促红素	美信罗	HIF-PH	阿斯利康	慢性肾病贫血	2018 年	2024 乙类	创新药
达依泊汀 α	耐斯宝	EPO	协和麒麟	慢性肾病贫血	2020 年	2024 乙类	创新药
恩那度司他	恩那罗	HIF-PH	信立泰	慢性肾病贫血	2023 年	2024 乙类	创新药
培莫沙肽	圣罗莱	EPO receptor	豪森药业	慢性肾病贫血	2023 年	2024 乙类	创新药

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

公司的促红素双品牌益比奥和赛博尔在过去数年获得市场充分认可：截至 2024H1，两品种市占率达到 43%，稳居 EPO 产品市占率首位。益比奥质量标准达到欧洲药典标准，肿瘤贫血领域渗透率达到 10%，围手术期贫血适应症纳入 2023 版医保支付范围，打开千万人群潜在市场。

图表 27：促红素（益比奥&赛博尔）历年销售收入/亿元


资料来源：公司 2024 半年度演示材料，华源证券研究所

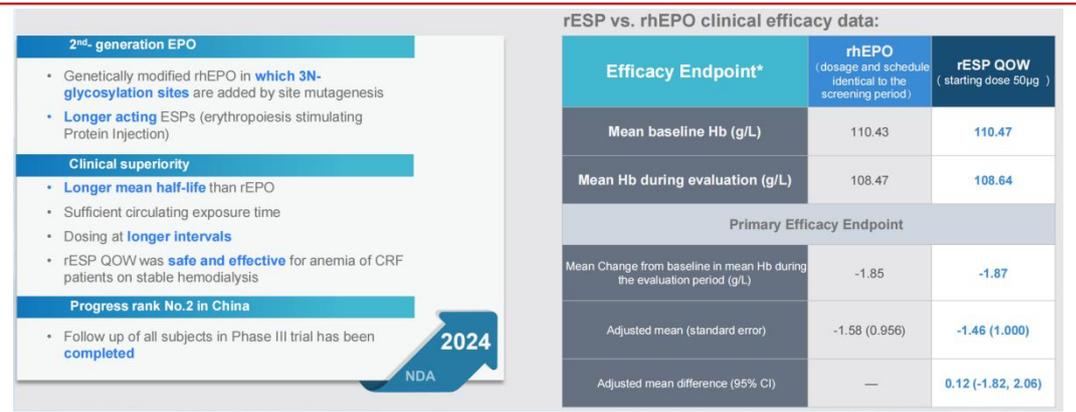
3.2. 积极布局新一代肾病领域新药

SSS06: 新一代长效促红素, NDA 已于 2024 年 7 月获受理

SSS06 是一款高糖基化长效重组蛋白产品, 利用基因重组技术对 rHuEPO 基因进行定位突变, 增加了 3 个 N-糖基化位点。改构后的 rESP 在保留原有生物学活性的基础上具有较长的稳定性和半衰期, 能减少用药次数, 方便临床使用。SSS06 的上市申请已于 2024 年 7 月获 CDE 受理, 用于慢性肾衰竭 (CRF) 贫血。

2024 年 1 月, 三生制药宣布“比较重组红细胞生成刺激蛋白注射液与益比奥在血液透析的慢性肾衰竭贫血患者中维持治疗的有效性 & 安全性的多中心、随机、平行对照 3 期临床试验”达到主要终点。统计结果显示, 试验组 (rESP, QOW 给药) 与对照组 (益比奥, 维持筛选期给药剂量与频率) 评价期平均血红蛋白浓度相较于基线血红蛋白浓度下降值均值差值及 95% CI 为 -1.87g/L v.s. -1.85g/L, 0.122。置信区间下限大于非劣效界值 -7.5g/L, 非劣效成立。试验组与对照组在不良事件的发生率及严重程度无明显差异。

图表 28: rESP 与 rhEPO 在血液透析慢性肾衰竭贫血患者中具备相似疗效及安全性



资料来源: 公司 2025 JPM 演示材料, 华源证券研究所

HIF-117: HIF-PH 抑制剂, 已完成 II 期患者招募

HIF-117 胶囊是一种口服小分子缺氧诱导因子脯氨酸羟化酶(HIF-PH)选择性抑制剂, 通过抑制 HIF-PH 而提高缺氧诱导因子- α (HIF- α)的稳定性 & 半衰期, 从而促进肾脏和其他非肾器官 (如肝脏) 中促红素的分泌, 上调骨髓中 EPO 受体的水平。同时, HIF-PH 抑制剂还可通过提高 HIF- α 而促进肠道中铁的吸收, 动员铁转运到骨髓, 刺激骨髓中红细胞的生成, 提高血红蛋白的浓度, 从而达到对慢性肾病患者贫血的治疗作用。目前, 评估口服 SSS17 胶囊治疗非透析慢性肾病患者贫血的有效性和安全性的剂量探索 II 期临床研究已完成患者招募。

图表 29: HIF-PH 抑制剂在肾病领域全球研发进展

药品名称	作用机制	研发机构	疾病	中国阶段	中国日期	美国阶段	美国日期
罗沙司他	HIF-PH 抑制剂	Astellas;AstraZeneca	慢性肾病贫血	批准上市	2018-12-21	申请上市	2019-12-23
			急性肾损伤	II 期临床	2021-08-18		
			肾移植植物功能延迟恢复	I 期临床	2020-03-24		
			慢性肾病	I 期临床	2022-07-03		

目前国内针对雄激素性脱发获批药物众多，三生制药的米诺地尔酊剂（首仿）和米诺地尔泡沫剂作为 OTC 类药物相继于 2001 年和 2023 年获批上市。米诺地尔搽剂仿制药目前获批厂家众多。

图表 31：雄激素性脱发适应症主要用药

药品名	商品名	公司	上市时间	处方药/OTC	剂型
米诺地尔酊	蔓迪	三生制药	2001 年(首仿)	OTC 甲类	酊剂(外用)
米诺地尔搽剂	达霏欣	振东制药	2001 年(首仿)	OTC 甲类	外用溶液剂
米诺地尔凝胶	学瑞	博士伦	2005 年(首仿)	OTC 甲类	凝胶剂
米诺地尔喷雾剂	森蔓	山东京卫制药	2011 年(首仿)	处方药	喷雾剂
米诺地尔泡沫剂	蔓迪泡沫剂	三生制药	2023 年(首仿)	OTC 甲类	泡沫剂
非那雄胺	保列治/保法止	默沙东	1994 年(创新药)	处方药	片剂
醋酸环丙孕酮	色普龙	拜耳	2001 年(创新药)	处方药	片剂

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

打造蔓迪产品矩阵，扩展品牌价值。公司研发创新，推出多剂量、多剂型产品，解决了传统剂型存在的诸多短板，并搭配标准喷头、精准毛刷、定量滴管、上液滚珠等巧妙设计，显著提升了患者的使用体验。蔓迪品牌围绕“生发”的概念，不断丰富产品矩阵，进一步开拓市场空间，相继开发出蔓迪洗发水、蔓迪小密梳，还有专门针对发际线和发缝精细化升级的蔓迪精灵瓶等系列产品。

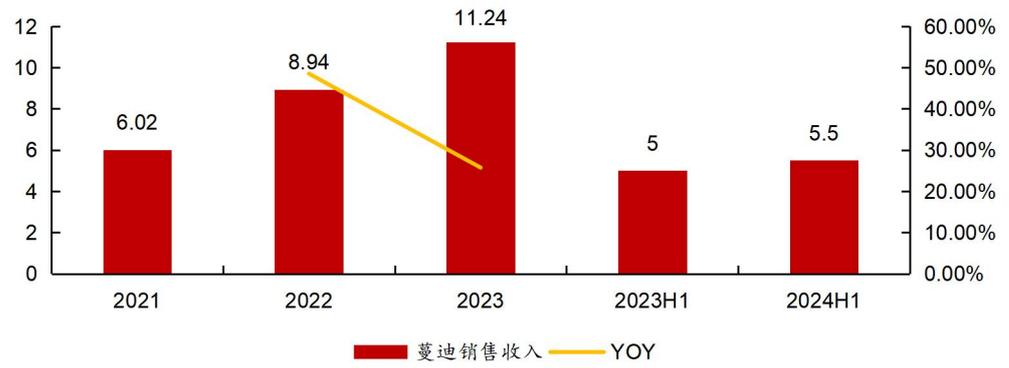
图表 32：蔓迪品牌产品矩阵



资料来源：三生制药 2024 中报推介材料，华源证券研究所

公司蔓迪产品荣登 2023 年中国 OTC 皮肤类化药榜首，获中国女性雄激素性脱发指南最高等级推荐。蔓迪不断升级打造数字化运营体系，依托技术优势打造多元化产品组合，2024 年 618 GMV 再获天猫健康 OTC 全品类第一，市占率提升，反映到销售收入，蔓迪历年销售收入逐年提高，体现良好势头。

图表 33：蔓迪历年销售收入/亿元



资料来源：三生制药 2024 中报推介材料，华源证券研究所

5. 三生国健：聚焦自免，管线布局丰富

三生国健成立于 2002 年，现研发聚焦于自身免疫性疾病领域，在研管线新增适应症覆盖特应性皮炎、慢性鼻窦炎、中重度哮喘、急性痛风关节炎等，核心项目包括 SSGJ-608、SSGJ-611、SSGJ-610、SSGJ-613 等。

图表 34：三生国健研发管线

药品名称	药品类别	作用机制	疾病	中国研发阶段	中国研发阶段日期
伊尼妥单抗	创新药	anti-HER2 单抗	HER2 阳性乳腺癌	批准上市	2020-06-19
达利珠单抗	生物类似药	anti-CD25 单抗	肾移植排斥	批准上市	2010-12-21
依那西普	生物类似药	TNFR2-Fc 融合蛋白	类风湿性关节炎	批准上市	2006-11-29
			斑块状银屑病	批准上市	2006-11-29
			强直性脊柱炎	批准上市	2006-11-29
			斑块状银屑病	申请上市	2024-11-18
SSGJ-608	创新药	anti-IL-17A 单抗	非放射学中轴型脊柱关节炎	II 期临床	2024-01-09
			强直性脊柱炎	II 期临床	2024-01-29
			特应性皮炎	III 期临床	2023-12-14
SSGJ-611	创新药	anti-IL-4R α 单抗	慢性鼻-鼻窦炎伴鼻息肉	III 期临床	2024-10-10
			慢性阻塞性肺病	II 期临床	2023-10-12
SSGJ-613	创新药	anti-IL-1 β 单抗	痛风性关节炎	III 期临床	2023-12-08
SSGJ-610	创新药	anti-IL-5 单抗	哮喘	III 期临床	2024-05-07
SSGJ-626	创新药	anti-BDCA2 单抗	系统性红斑狼疮	I 期临床	2024-11-14
			皮肤红斑狼疮	申报临床	2024-08-16
SSGJ-627	创新药	anti-TL1A 单抗	炎症性疾病	IND 受理	

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

积极调整战略布局，转让肿瘤项目，研发聚焦自免领域。2023 年三生国健将抗肿瘤项目 602、609、705、眼科 601A 及丹生医药 707 独家授予给沈阳三生制药公司，获得 4.2 亿元首付款。2024 年三生国健将 706、709、HBT-2002、QY-F10、QY-F11、QY-F07、QY-F02 项目独家授予给沈阳三生，获得包括首付款 2.36 亿元。

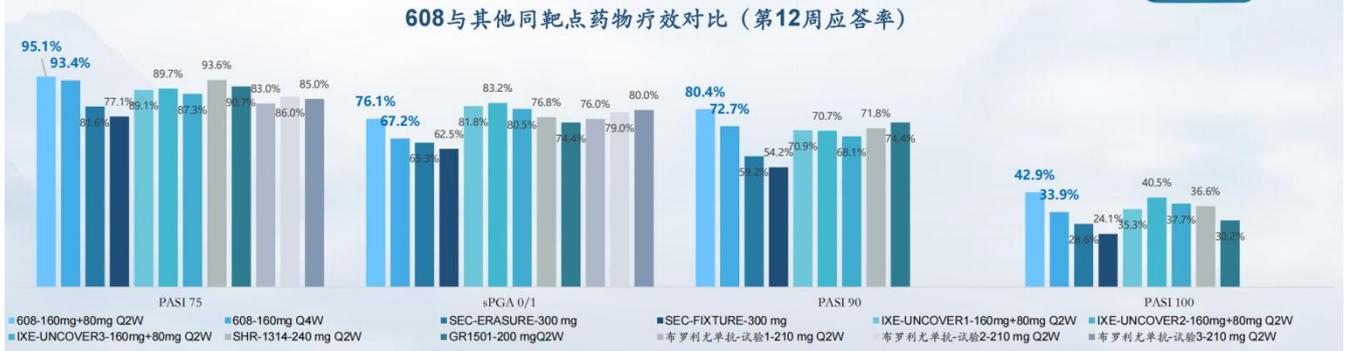
商业化产品稳步增长，战略调整后业绩逐渐改善。目前三生国健已有益赛普（TNF- α 抑制剂）、赛普汀（HER2 单抗）和健尼哌（CD25 单抗）三款产品。2024Q1-3 实现营业收入 9.4 亿元，同比增长 28.6%，其中产品收入（内销）7.7 亿元，同比增长 19.4%。2024Q1-3 归母净利润 2.3 亿元，同比增长 42.2%，正常化 EBIDTA 实现 2.8 亿元，同比增长 29.2%。2024Q1-3 产品收入方面，益赛普收入 4.8 亿元（不含外销），同比增长 5.9%；赛普汀收入 2.6 亿元，同比增长 53.5%；健尼哌收入 0.4 亿元，同比增长 30.2%。

SSGJ-608 (IL-17A 单抗)

SSGJ-608 是三生国健自主研发的抗 IL-17A 单抗，目前针对斑块状银屑病的 NDA 已于 2024 年 11 月获 CDE 受理。2024 年 8 月，608 治疗成人中重度斑块状银屑病的关键注册性 III 期临床研究已完成揭盲及最终统计分析，数据显示，608 在 12 周主要疗效数据优异，短期

内快速起效、疗效优势明显。维持治疗期，608 给药间隔延长至 Q4W 或 Q8W 疗效持续维持高位，有望在 PsO 上实现更长给药间隔。

图表 35：608 与其他靶点药物疗效对比（第 12 周应答率）



资料来源：三生制药 2024 中期业绩材料，华源证券研究所

目前国内针对斑块状银屑病已有众多疗法获批或在研，包括 IL17、IL12/23、TYK2 等。公司 SSGJ-608 的 NDA 已于 2024 年 11 月获 CDE 受理。

图表 36：斑块状银屑病竞争格局（III 期及以上）

靶点	药品名称	研发机构	中国研发阶段	阶段开始日期
IL17	赛立奇单抗	智翔金泰	批准上市	2024-08-27
	夫那奇单抗	恒瑞医药	批准上市	2024-08-27
	古莫奇单抗	康方生物	申请上市	2025-01-26
	SSGJ-608	三生国健	申请上市	2024-11-18
	netakimab	Biocad	III 期临床	2024-04-15
	HB0017	华博生物	III 期临床	2024-02-26
	布罗利尤单抗	Amgen	批准上市	2020-06-16
	依奇珠单抗	Eli Lilly	批准上市	2019-09-03
	司库奇尤单抗	Novartis	批准上市	2019-03-14
	比吉利珠单抗	UCB	III 期临床	2023-08-25
IL12/23	JS005	君实生物	III 期临床	2023-07-12
	XKH004	鑫康合;丽珠医药	III 期临床	2023-06-27
	匹康奇拜单抗	信达生物	申请上市	2024-09-26
	JNJ-2113	Johnson & Johnson	III 期临床	2023-10-23
	依若奇单抗	康方生物	申请上市	2023-08-24
	替瑞奇珠单抗	康哲药业	批准上市	2023-05-30
JAK1/2/3	古塞奇尤单抗	Johnson & Johnson	批准上市	2019-12-10
	乌司奴单抗	Johnson & Johnson	批准上市	2017-11-07
PDE4	托法替布	Pfizer	III 期临床	2013-03-21
	阿普米司特	BMS	批准上市	2021-08-12
	莫米司特	和美生物	申请上市	2024-04-24
	ARQ-151	Arcutis Biotherapeutics 华东医药	III 期临床	2024-10-18
TNF-α	HPP737	vTv Therapeutics(原研)	III 期临床	2023-03-01
	阿达木单抗	AbbVie	批准上市	2017-04-27
	英夫利西单抗	Johnson & Johnson	批准上市	2006-03-16
	rh-TNF-α D3a	第二军医大学	批准上市	2004-02-24
	氘可来昔替尼	BMS	批准上市	2023-10-19
TYK2	HS-10374	翰森制药	III 期临床	2024-10-14
	zasocitinib	Nimbus Therapeutics	III 期临床	2023-10-18

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

SSGJ-610 (IL-5 单抗)

SSGJ-610 是一款 IL-5 单抗，拥有全新的抗体可变区序列，用于 18 岁及以上重度嗜酸性粒细胞性哮喘治疗。目前国内已有两款进口 IL-5 单抗获批哮喘适应症，公司 SSGJ-610 处于 3 期临床阶段，进展较快。

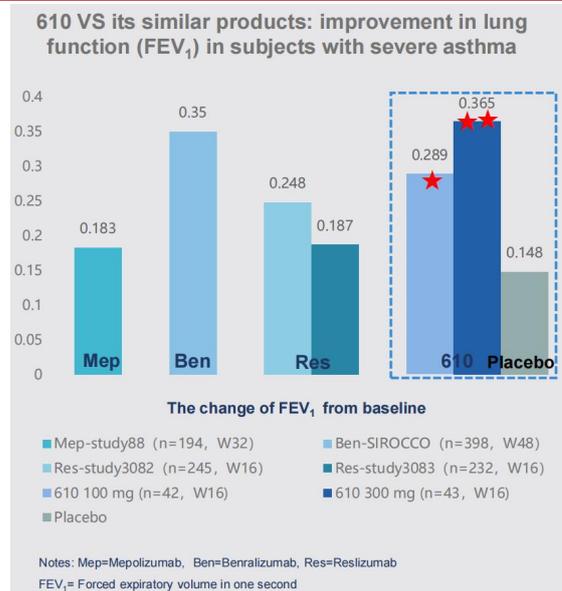
图表 37：嗜酸性粒细胞性哮喘适应症竞争格局（III 期及以上）

药品名称	作用机制	研发机构	中国研发阶段	中国阶段开始日期	美国研发阶段	美国阶段开始日期
本瑞利珠单抗	anti-IL-5R α 单抗	Kyowa Kirin	批准上市	2024-08-19	批准上市	2017-11-14
度普利尤单抗	anti-IL-4R α 单抗	Regeneron;赛诺菲	批准上市	2023-11-17	II 期临床	2011-03-11
美泊利珠单抗	anti-IL-5 单抗	GSK	批准上市	2024-01-02	批准上市	2015-11-04
德莫奇单抗	anti-IL-5 单抗	GSK	申请上市	2025-01-01	III 期临床	2021-01-22
右旋普拉克索	NA	Knopp Biosciences	III 期临床	2024-11-05	III 期临床	2023-02-28
乐德奇拜单抗	anti-IL-4R α 单抗	康乃德	III 期临床	2024-07-05		
SHR-1703	anti-IL-5 单抗	恒瑞医药	III 期临床	2024-10-22		
SSGJ-610	anti-IL-5 单抗	三生国健	III 期临床	2024-03-21		
reslizumab	anti-IL-5 单抗	Merck & Co.;UCB			批准上市	2016-03-23

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

SSGJ-610 临床 II 期数据表明，610 可显著改善哮喘患者的肺功能，且比同类产品表现出更好的趋势。在重度哮喘受试者中，与同类产品（Mep、Ben、Res）及安慰剂相比，610 在改善一秒用力呼气容积（FEV₁）方面表现突出。

图表 38：610 在 FEV₁ 方面表现突出



资料来源：公司 2025 JPM 演示材料，华源证券研究所

SSGJ-611 (IL-4R 单抗)

SSGJ-611 是一款 IL-4R 单抗，能够通过特异性的结合 IL-4R α ，阻断 IL-4 和 IL-13 的信号传导，进而缓解特应性皮炎等疾病。全球范围 IL-4R α 靶点上市药物仅有度普利尤单抗和司普奇拜单抗两款药物获批。目前，611 处于 III 期临床阶段，国内研发进展相对领先，预计 2026 年有望提交上市申请。

图表 39：国内 IL-4R α 靶点药物竞争格局（III 期及以上）

药品名称	作用机制	研发机构	疾病	中国研发阶段	阶段开始日期
度普利尤单抗	anti-IL-4R α 单抗	Regeneron; 赛诺菲	特应性皮炎等	批准上市	2020-06-17
司普奇拜单抗	anti-IL-4R α 单抗	石药集团; 康诺亚	特应性皮炎等	批准上市	2024-09-10
SSGJ-611	anti-IL-4R α 单抗	三生国健	特应性皮炎等	III 期临床	2023-12-14
曼多奇单抗	anti-IL-4R α 单抗	康方生物	特应性皮炎等	III 期临床	2024-04-11
SHR-1819	anti-IL-4R α 单抗	恒瑞医药	特应性皮炎等	III 期临床	2024-05-23
comekibart	anti-IL-4R α 单抗	康哲药业; 麦济生物	特应性皮炎等	III 期临床	2023-09-07
乐德奇拜单抗	anti-IL-4R α 单抗	康乃德	特应性皮炎等	III 期临床	2024-06-14
QX005N	anti-IL-4R α 单抗	荃信生物	特应性皮炎等	III 期临床	2024-04-07
TQH2722	anti-IL-4R α 单抗	正大天晴	特应性皮炎等	III 期临床	2024-08-13
GR1802	anti-IL-4R α 单抗	智翔金泰	特应性皮炎等	III 期临床	2023-12-14

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

611 在特应性皮炎 (AD) 的 II 期试验中表现优于对照组。从周数据来看，在 EASI 75 和 NRS 指标上，611 比 Dupilumab 表现更好 (非头对头)。在 IGA 较基线下降 ≥ 2 以及 IGA 0/1 且较基线下降 ≥ 2 等指标上，611 不同剂量组合 (600mg + 300mg Q2W、600mg + 300mg Q4W) 的数据也优于安慰剂组。

图表 40：611 在特应性皮炎的 II 期试验中疗效优于对照组



资料来源：公司 2025 JPM 演示材料，华源证券研究所

SSGJ-613 (IL-1 β 单抗)

SSGJ-613 是一款 IL-1 β 单抗，针对急性痛风性关节炎，患者基数大，市场竞争格局良好。目前国内尚无自主针对 IL-1 β 的单抗上市，存在大量未被满足的医疗需求。613 已完成临床 III 期所有受试者入组，在同类靶点药物的研究进程中处于第一梯队。

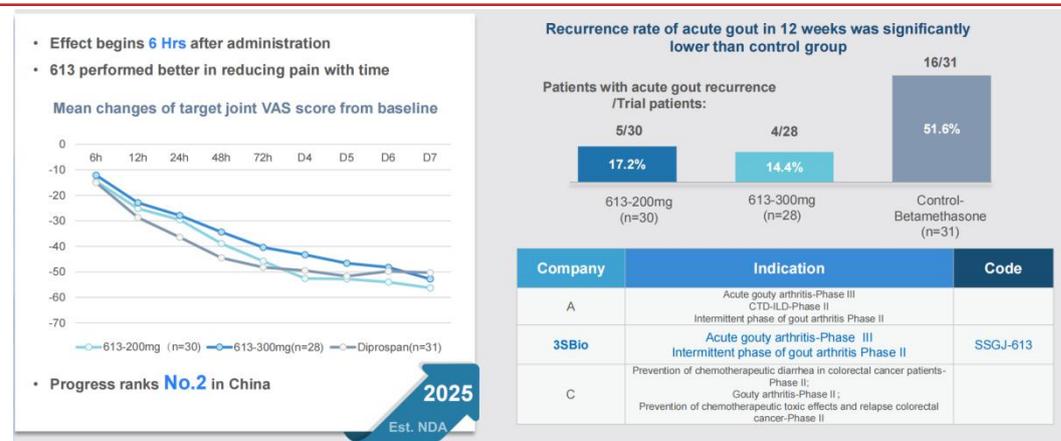
图表 41：国内 IL-1 β 靶点药物竞争格局 (IND 及以上)

药品名称	作用机制	研发机构	疾病	中国研发阶段	阶段开始日期
伏欣奇拜单抗	anti-IL-1 β 单抗	金赛药业	痛风性关节炎等	申请上市	2024-04-11
SSGJ-613	anti-IL-1 β 单抗	三生国健	痛风性关节炎等	III 期临床	2023-12-08
卡那奴单抗	anti-IL-1 β 单抗	BMS;Novartis	家族性冷荨麻疹等	III 期临床	2010-03-03
gevokizumab	anti-IL-1 β 单抗	XOMA	非感染性葡萄膜炎等	III 期临床	2012-09-12
AK114	anti-IL-1 β 抗体	康方生物	实体瘤	申报临床	2023-02-02

资料来源：医药魔方，华源证券研究所

613 在急性痛风性关节炎的 II 期研究达到主要终点。用药 6 小时后起效，且随着时间推移，在减轻疼痛方面表现更好，从目标关节 VAS 评分的基线平均变化图可看出，613-200mg (n=30)、613-300mg (n=28) 组比 Diprosan (n=31) 组在 72 小时内效果更佳。12 周内急性痛风复发率显著低于对照组，613-200mg 组复发率为 17.2% (5/30)，613-300mg 组为 14.4% (4/28)，对照组 Betamethasone 为 51.6% (16/31)。

图表 42：613 用于急性痛风性关节炎的 II 期研究达到了主要终点



资料来源：公司 2025 JPM 演示材料，华源证券研究所

6. 盈利预测与评级

盈利预测考虑三生制药及三生国健已上市品种及临床后期核心管线的国内销售额。特比澳 2024H1 销售收入仍保持同比+22.6%高增长，鉴于 2024 年医保谈判未降价，因此我们预计特比澳 2024E-2026E 的销售收入分别为 50.04、56.04、61.09 亿元。蔓迪作为外用生发药物龙头，泡沫剂于 2023 年 12 月 OTC 获批上市，产品矩阵不断丰富，我们预计蔓迪 2024E-2026E 的销售收入分别为 12.59、14.48、17.08 亿元。

在研新药管线方面，SSS06 长效 rhEPO 的 NDA 已于 2024 年 7 月获受理，有望 2026 年获批。SSGJ-608 (IL-17 单抗) 针对斑块状银屑病的 NDA 已于 2024 年 11 月获受理，有望 2025-2026 年获批。SSGJ-613 (IL-1 β) 针对痛风性关节炎预计 2025 年提交上市申请，有望 2026 年获批。

综合以上，我们预计公司 2024-2026 年总营收分别为 89.40/98.38/109.26 亿元。

图表 43：三生制药营业收入预测

单位/百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
总计	6382	6866	7816	8940	9838	10926	12048
yoy		8%	14%	14%	10%	11%	10%
特比澳 rhTPO	3080	3397	4205	5004	5604	6109	6231
yoy		10%	24%	19%	12%	9%	2%
EPO	1120	1129	940	987	888	799	759
yoy		1%	-17%	5%	-10%	-10%	-5%
蔓迪系列	602	894	1124	1259	1448	1708	1999
yoy		49%	26%	12%	15%	18%	17%
益赛普	789	512	565	593	623	648	654
yoy		-35%	10%	5%	5%	4%	1%
赛普汀	67	159	226	339	475	617	710
yoy		137%	42%	50%	40%	30%	15%
CDMO	111	166	174	176	177	179	181
yoy		50%	5%	1%	1%	1%	1%
其他	613	609	582	582	623	685	754
yoy		-1%	-4%	0%	7%	10%	10%
SSS06 长效 EPO						20	60
yoy							200%
Winlevi® 痤疮						40	100
yoy							150%
608 IL-17						100	300
yoy							200%
613 IL-1 β						20	100
yoy							400%
611 IL-4R							200
yoy							-

资料来源：公司公告，华源证券研究所

从相对估值角度看：三生制药作为传统制药企业，深耕行业多年，销售渠道、商业化团队及产能各方面均形成了优势壁垒。我们选择与公司同为传统制药企业的翰森制药、石药集团、康哲药业、中国生物制药为可比公司，2025年平均PE为14倍，三生制药2025年对应PE为7倍，**鉴于公司创新药研发进展积极，经营趋势向上逻辑清晰，首次覆盖，给予“买入”评级。**

图表 44：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价/港元	总市值/亿元	净利润/亿元			PE		
		2025/2/14	2025/2/14	24E	25E	26E	24E	25E	26E
可比公司									
3692.HK	翰森制药	17.52	957.68	40.26	42.00	42.80	23.79	22.80	22.38
1093.HK	石药集团	4.80	510.27	52.78	54.84	59.88	9.67	9.30	8.52
0867.HK	康哲药业	7.72	173.44	17.99	20.86	25.80	9.64	8.31	6.72
1177.HK	中国生物制药	3.23	558.95	37.71	37.59	43.69	14.82	14.87	12.79
							14.48	13.82	12.60
1530.HK	三生制药	6.73	148.47	17.69	20.22	23.04	8.48	7.41	6.51

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：收盘价为实际市场货币单位，总市值为亿元（1人民币=1.07港元），可比公司盈利预测来自Wind一致预期。

7. 风险提示

临床研发失败风险：创新药研发具有较大不确定性，II 期到 III 期阶段因为疗效不及预期而失败的比例较高，III 期由于受试者的数量增多，以及临床试验过程中的影响因素增多，可能导致临床数据不及 II 期而研发失败。

竞争格局恶化风险：公司核心布局产品虽然进度较为领先，但临床上已有竞争对手布局，存在未来竞争格局恶化风险。

销售不及预期风险：产品销售受到本身特性、竞争格局、销售队伍、行业发展等多方面因素影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。