

**三生制药 (01530.HK)**
**核心品种持续发力，多款创新药进入收获期**

2025年03月27日

**——港股公司首次覆盖报告**
**投资评级：买入（首次）**
**余汝意（分析师）**
**刘艺（联系人）**
**余克清（分析师）**

yuruyi@kysec.cn

liuyi1@kysec.cn

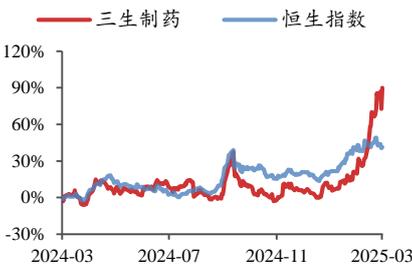
yukeqing@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790124070022

证书编号：S0790525010002

日期	2025/3/26
当前股价(港元)	10.820
一年最高最低(港元)	11.040/5.470
总市值(亿港元)	259.20
流通市值(亿港元)	259.20
总股本(亿股)	23.96
流通港股(亿股)	23.96
近3个月换手率(%)	59.55

**股价走势图**


数据来源：聚源

**● 核心品种持续发力，多款创新药进入收获期**

三生制药目前已有 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，不仅孵化三生国健优质自免创新药平台，更培育出或合作开发 SSGJ707、自免系列产品及口服紫杉醇等，特别是 SSGJ707 早期临床结果优异，在 J.P.M 展示积极 II 数据，有成为重磅品种的潜力。公司核心品种保持稳定增长，多款创新药又逐步进入收获期。我们看好公司发展，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 23.28、26.12、29.38 亿元，EPS 为 0.97、1.09、1.23 元，对应 PE 分别为 9.3、8.3、7.4 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

**● 多元化业务布局叠加成熟的商业化能力，驱动公司核心产品稳健增长**

制药方面，特比澳作为公司第一大单品，2024 年实现同比 20.4% 的高速增长，2024 年医保谈判成功零降价续约并新增儿童 ITP 适应症给产品带来新的增量空间，此外促红素双品牌、益赛普及赛普汀等产品的稳步增长也进一步贡献公司现金流；毛发皮肤方面，蔓迪（5%米诺地尔）是国内首款获批上市的 OTC 米诺地尔，2024 年收入达 13.37 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；合作项目上，公司 2024 年与众多药企达成创新合作，例如 HER2 ADC、克立福替尼、口服紫杉醇等，有望抬升公司业绩天花板。

**● 在研管线多点开花，聚焦优势创新平台打造高价值品种**

2025 JPM 披露 SSGJ707（PD-1/VEGF 双抗）早期临床数据，疗效与安全性展现优效潜力。公司 SSGJ707 于 2025 年 2 月与百利天恒 EGFR×HER3 双抗 ADC 达成联用合作；SSS06 是新一代长效促红素，用于慢性肾衰竭（CRF）贫血，其 NDA 已于 2024 年 7 月获受理；608（IL-17 单抗）针对斑块状银屑病的 NDA 已于 2024 年 11 月获受理；613（IL-1β）、611（IL-4R）等均处于 III 期临床，后续有望相继提交上市申请。公司管线创新价值高，市场潜力有待进一步发掘。

**● 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。**
**财务摘要和估值指标**

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,836	9,108	10,078	11,169	12,442
YOY(%)	14.1	16.2	10.7	10.8	11.4
净利润(百万元)	1,549	2,090	2,328	2,612	2,938
YOY(%)	(19.1)	34.9	11.4	12.2	12.5
毛利率(%)	85.0	86.0	84.2	84.2	84.2
净利率(%)	22.1	24.3	26.6	26.6	26.8
ROE(%)	11.1	13.5	0.8	0.9	1.1
EPS(摊薄/元)	0.65	0.87	0.97	1.09	1.23
P/E(倍)	14.0	10.4	9.3	8.3	7.4
P/B(倍)	1.5	1.4	0.1	0.1	0.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 核心品种持续发力，多款创新药进入收获期.....	
1.1、 核心产品稳健增长，创新管线多元布局.....	
2、 肿瘤/血液领域：特比澳稳健增长，拓展新适应症贡献增量.....	
2.1、 特比澳：全球唯一商业化 rhTPO，逐步拓展多项适应症.....	
2.1.1、 CTIT 适应症市场空间大，特比澳受指南 I 级推荐.....	
2.1.2、 特比澳适应症持续拓展，新增量空间可期.....	1
2.2、 SSGJ-707：II 期临床数据惊艳，具备较大潜力.....	1
3、 肾科领域：促红素双品牌市占率领先，肾病管线持续拓展.....	1
3.1、 ESAs 类药物需求较大，促红素双品牌市占率领先.....	1
3.2、 SSS06 & HIF-117：公司积极布局新一代肾病管线.....	1
4、 毛发皮肤：三生蔓迪深耕毛发，产品矩阵持续完善.....	1
5、 三生国健：自免管线布局完善全面.....	2
5.1、 深耕自免赛道近二十年，新管线赋能未来发展.....	2
6、 盈利预测与建议.....	2
6.1、 关键假设.....	2
6.2、 盈利预测与估值.....	2
7、 风险提示.....	2
附：财务预测摘要.....	2

## 图表目录

图 1： 深耕医药三十余载，创新管线各具特色.....	
图 2： 公司股权架构稳定，子公司业务布局完善.....	
图 3： 公司近五年营收稳健增长.....	
图 4： 公司近五年扣非归母净利润维稳.....	
图 5： 公司核心产品销售额稳健增长（百万元）.....	
图 6： 公司近五年盈利能力维持稳定.....	
图 7： 公司近五年费用管控较为合理.....	
图 8： 血小板减少（CTIT）发生率及其 3/4 级占比与肿瘤药物种类相关.....	1
图 9： ITP 主要与血小板自身抗原免疫耐受性丢失有关.....	1
图 10： ITP 诊疗流程明确，特比澳是二线用药.....	1
图 11： 近年公司特比澳收入持续放量（亿元）.....	1
图 12： 2024 特比澳市占率达 66.6%.....	1
图 13： SSGJ-707 早期有效性及安全性良好.....	1
图 14： 公司的促红素双品牌历年收入维持高位.....	1
图 15： rESP 与 rhEPO 在血透慢性肾衰竭贫血患者中具备相似疗效及安全性.....	1
图 16： 蔓迪品牌矩阵持续完善.....	2
图 17： 蔓迪历年销售收入持续攀升（亿元）.....	2
图 18： 公司已有多款上市药品，核心在研管线聚焦自免领域.....	2
图 19： 2023 年起公司营收逐渐企稳.....	2
图 20： 2024Q1-3 三大已上市产品稳健增长（百万元）.....	2
图 21： SSGJ-608 疗效优异，非头对头数据略高于国外已上市产品和国内同类产品.....	2

图 22: SSGJ-611 试验组 IGA 指标显著优于安慰剂组 .....	2
图 23: SSGJ-611 EASI-75 达标率显著优于安慰剂组 .....	2
图 24: SSGJ-610 给药后 4-8 周后即有明显疗效 .....	2
图 25: SSGJ-610 疗效整体优于同靶点竞品 .....	2
图 26: SSGJ-613 能够有效改善急性痛风性关节炎疼痛 .....	2
图 27: SSGJ-613 在预防痛风复发方面优于阳性对照组 .....	2
表 1: 公司创新管线布局全面、多点开花 .....	
表 2: 公司重组人血小板生成素为全球独家上市, 逐步拓展多项适应症 .....	
表 3: 国内获批的血小板疾病药物较多, 靶点以 TPOR 为主 .....	
表 4: CIT 适应症中特比澳是一线用药, 受指南 I 级推荐 .....	1
表 5: 血小板减小症在研新药竞争激烈, 公司产品具备先发优势 .....	1
表 6: SSGJ-707 已在我国开展多项 II 期临床试验 .....	1
表 7: 我国 PD-1/VEGF 双抗授权出海交易情况 .....	1
表 8: PD-1/VEGF 双抗领域竞争较为激烈 .....	1
表 9: 非头对头对比 SSGJ-707 具有较大潜力 .....	1
表 10: ESAS 是 EPO 的类似物, 其结构特征和半衰期等各有差异 .....	1
表 11: 国内 ESAs 类药物需求较大, 多款药物获批上市 .....	1
表 12: 公司的 HIF-117 目前已完成 II 期患者招募 .....	1
表 13: 雄激素性秃发各推荐等级以及疗效明确规范 .....	1
表 14: 雄激素性脱发适应症获批药物较多, 公司米诺地尔具备先发优势 .....	1
表 15: 16 周数据表明, SSGJ-611 疗效整体优于安慰剂组 .....	2
表 16: 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健 .....	2
表 17: 与可比公司相比, 三生制药估值合理略低 .....	2

## 1、核心品种持续发力，多款创新药进入收获期

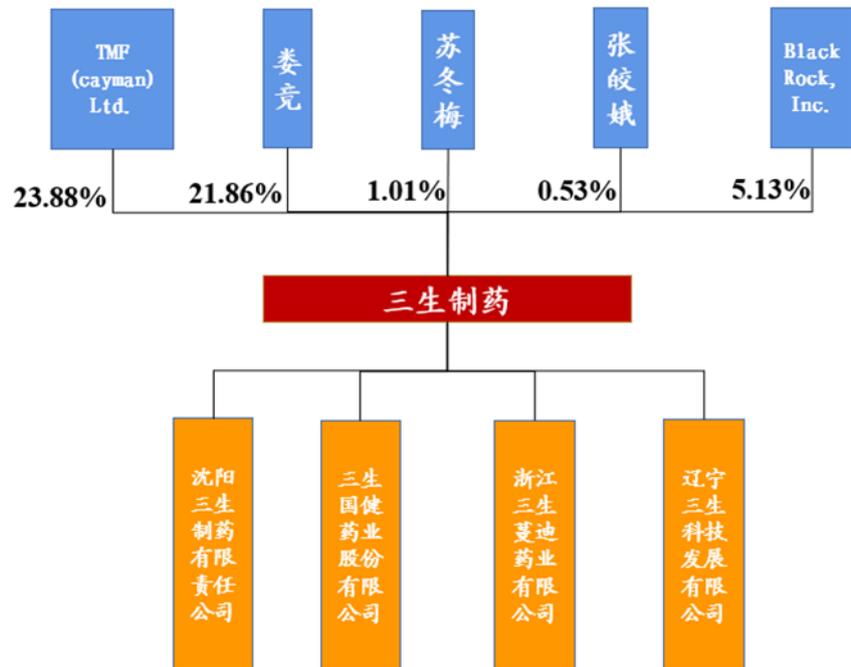
生物制药领军企业，创新管线潜力可期。三生制药成立于1993年，经过三十余年的迅速发展，现已成为一家集研发、生产与销售为一体的中国生物制药领军企业，并于2015年在香港联交所上市。目前公司拥有40余种上市产品，覆盖肾科、肿瘤科、自免、眼科及皮肤科等多个领域，核心产品包括重组人血小板生成素特比澳、重组人促红素益比奥及赛博尔、抗脱发药蔓迪。在研管线方面，公司共有30项在研产品，重点聚焦血液、肿瘤、自免、皮肤等领域，其中SSGJ-707 (PD-1/VEGF双抗)的II期临床阶段性数据优异，自免领域等其他领域的管线也具有商业化的潜力。

图1：深耕医药三十余载，创新管线各具特色



资料来源: Wind、公司官网、开源证券研究所 注: 收盘价坐标为右轴

公司股权结构稳定，各子公司协同发展。姜竞先生是公司实控人，公司股权结构稳定。截至公司2024年报，公司首席兼首席执行官姜竞博士通过直接和间接持股，合计控制公司21.86%的股份；TMF (Cayman) Ltd 持有23.88%的股份；Black Rock, Inc 持有公司5.13%的股份。公司的主要子公司包括沈阳三生制药、浙江三生蔓迪药业、三生国健药业，各子公司协同发展。

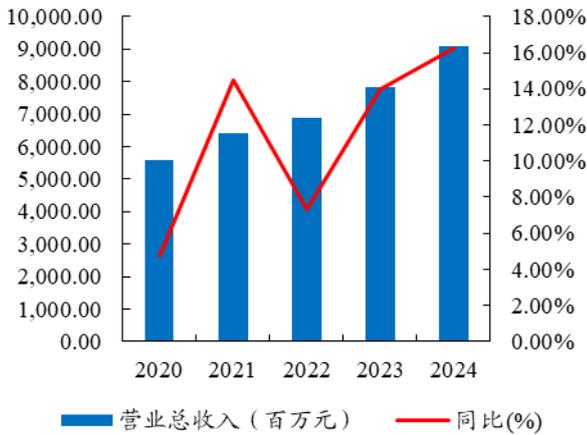
**图2：公司股权架构稳定，子公司业务布局完善**


资料来源：Wind、开源证券研究所 截至 2025 年 3 月

### 1.1、核心产品稳健增长，创新管线多元布局

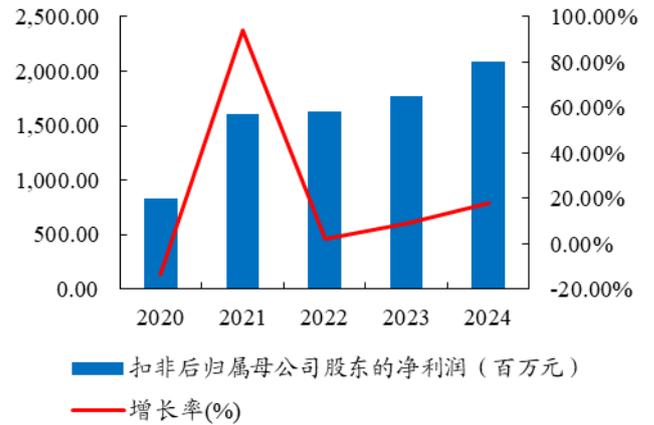
**核心产品稳健增长，特比澳是公司第一大单品。**公司近五年收入稳健增长，2024 年实现营业收入 91.1 亿元，同比+16.5%；近五年扣非归母净利润维持稳定，2024 公司扣非约为 20.90 亿元。公司核心产品包括特比澳、益赛普、两款促红素益比奥及赛博尔、曼迪等，其中特比澳是公司的第一大单品，作为全球独家上市的重组人血小板生成素，特比澳用于治疗成人实体瘤化疗后血小板减少症（CIT）和原发免疫性血小板减少症（ITP）；益赛普是中国首个上市的人源化单克隆抗体药物，用于治疗类风湿性关节炎、银屑病和强直性脊柱炎；益比奥是唯一获国家药监局批准用于三个适应症的重组人促红素产品；曼迪（5%米诺地尔）用于治疗雄激素性脱发和斑秃，是中国大陆首款非处方脱发治疗药物；赛普汀是中国首个自主研发的创新抗 HER2 单抗，用于治疗 HER2 阳性转移性乳腺癌。

图3：公司近五年营收稳健增长



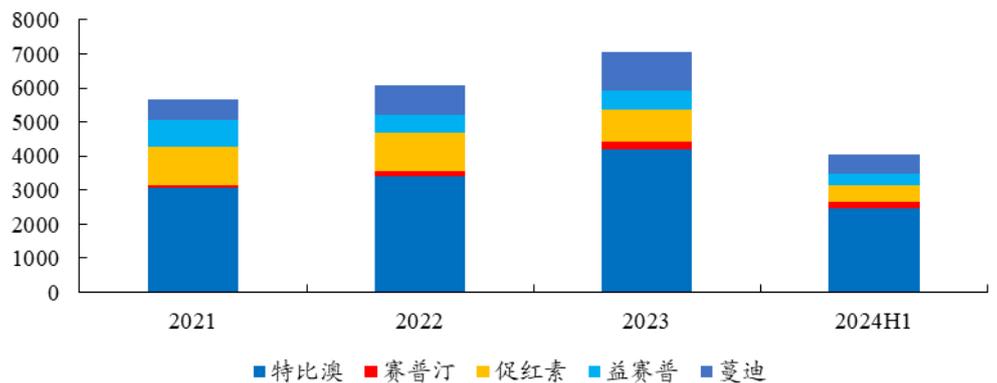
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司近五年扣非归母净利润维稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司核心产品销售额稳健增长（百万元）



数据来源：公司投关材料、开源证券研究所

**盈利能力维持稳定，费用管控较为合理。**公司近五年毛利率稳中有升，从2020年的80.98%提升至2024年的85.94%。净利率相对稳定，公司2024年净利率为24.35%。公司费用管控较为合理，2024年公司研发费用13.27亿元，研发费用率14.6%，同比增长约4.40pct，研发费用率提升主要是公司司美格鲁肽的BD交易和双抗等早期管线的稳步推进所致。

图6：公司近五年盈利能力维持稳定

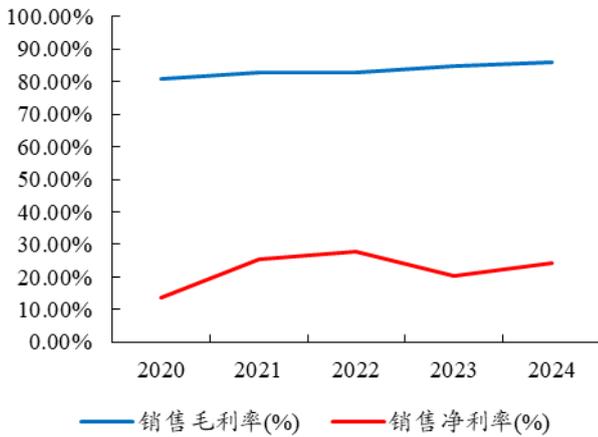
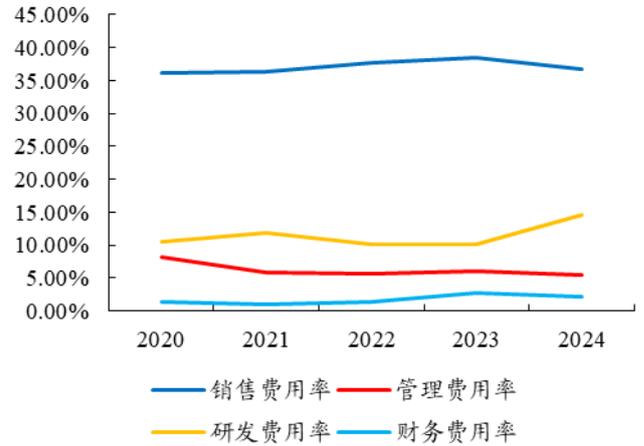


图7：公司近五年费用管控较为合理



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司深度布局在研管线，创新成果步入收获期。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。其中，在肾科领域，SSS06长效促红素在中国已经步入NDA阶段；血液及肿瘤领域，TPO-106目前在中国处于NDA阶段，707抗PD1/VEGF双抗目前国内处于临床III期，美国也已经获得IND批件；在自免领域，进展最快得是608抗IL17A抗体，目前在国内处于NDA阶段。多个NDA产品获批上市指日可待，有望贡献公司新的业绩增量。

表1：公司创新管线布局全面、多点开花

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	II期	-
	302H 抗HER2抗体	III期	-
	609A 抗PD1抗体	II期	I期
	706 抗PD1/PDL1双抗	I期	-
	707 抗PD1/VEGF双抗	III期	IND
	705 抗PD1/HER2双抗	I期	IND
	SA102 CS1/BCMA CAR-T	临床前	-
自免、眼科及其他	SSS41 CAR-T	临床前	-
	SSS20 艾曲泊帕乙醇胺	ANDA	-
	608 抗IL17A抗体	NDA	-
	601A 抗VEGF抗体	III期	-
	613 抗IL1β抗体	III期	-
	611 抗IL4Rα抗体	III期	I期

	610 抗 IL5 抗体	III 期	-
	SSS07 抗 TNF $\alpha$ 抗体	II 期	-
	SSS11 Pegsiticase	I 期	-
	SSS40 抗 NGF 抗体	I 期	-
	621 抗 IL33 抗体	I 期	IND
	626 抗 BDCA2 抗体	I 期	IND
	SSS39 雷帕霉素纳米粒	I 期	-
皮肤毛发	米诺地尔泡沫剂-女性 AGA	III 期	-
	WS204 柯拉特龙	III 期	-
	司美格鲁肽	III 期	-

资料来源：公司投关材料、开源证券研究所

## 2、肿瘤/血液领域：特比澳稳健增长，拓展新适应症贡献增量

### 2.1、特比澳：全球唯一商业化 rhTPO，逐步拓展多项适应症

公司重组人血小板生成素为全球独家上市，逐步拓展多项适应症。特比澳是由三生制药自主研发的重组人血小板生成素（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，于 2005 年首次获批上市。产品起初用于实体瘤化疗后血小板减少症（CIT）和原发免疫性血小板减少症（ITP）的患者治疗，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。

表2：公司重组人血小板生成素为全球独家上市，逐步拓展多项适应症

药品名称	靶点	分类	CDE 承办时间	受理号	适应症	Insight 整理适应症	官方批准日期
重组人血小板生成素注射液	TPOR	2.2	2024-08-30		血小板减少症	治疗拟择期行侵入性手术的慢性肝病相关血小板减少症患者	\
重组人血小板生成素注射液	TPOR	2.2	2022-11-02		免疫性血小板减少症	用于既往对糖皮质激素、免疫球蛋白等治疗反应不佳但未接受脾切除治疗的 6 岁及以上儿童慢性原发免疫性血小板减少症（ITP）患者，使血小板计数升高并减少或防止出血。	2024-04-02
重组人血小板生成素注射液	TPOR	1	2004-03-03		免疫性血小板减少症,化疗引起的血小板减少症	本品适用于治疗实体瘤化疗后所致的血小板减少症，用于原发免疫性血小板减少症（ITP）的辅助治疗。本品仅用于血小板减少及临床状态具有增加出血风险的患者，不应用于试图使血小板计数升至正常数值的目的。	2005-05-20

资料来源：Insight 数据库、开源证券研究所

国内获批的血小板疾病药物较多，靶点以 TPOR 为主。目前在我国获批上市的治疗血小板疾病的药物包括重组人血小板生成素、艾曲泊帕、罗普司亭、海曲泊帕、阿伐曲泊帕、注射用重组人白介素-11 衍生物等药物。治疗血小板疾病的药物靶向种类也相对多样化，主要以 TPOR 为主，代表企业有三生制药、GSK、恒瑞医药等，其余靶点的药物包括静注人免疫球蛋白、注射用重组人白介素-11 衍生物等。

**表3: 国内获批的血小板疾病药物较多, 靶点以 TPOR 为主**

药品名称	靶点	集团	分类	适应症	批准日期	申请类型	新药/仿制药
马来酸阿伐曲泊帕片	TPOR	苏庇医药 卫材药业 复星医药	5.1	免疫性血小板减少症	2024-06-18	进口	化药新药
重组人血小板生成素注射液	TPOR	三生制药	2.2	免疫性血小板减少症	2024-04-02	新药	生物制品新药
静注人免疫球蛋白 (pH4)	Immunoglobulin	国药集团	无	免疫缺陷, 免疫性血小板减少症	2023-09-21	补充申请	非原研/类似药 生物制品
注射用罗普司亭	TPOR	齐鲁制药	3.4	免疫性血小板减少症	2024-04-02	新药	非原研/类似药 生物制品
芦曲泊帕片	TPOR	盐野义制药 亿腾嘉和	5.1	血小板减少症	2023-06-27	进口	化药新药
海曲泊帕乙醇胺片	TPOR	恒瑞医药	1	免疫性血小板减少症	2021-06-16	新药	化药新药
注射用罗米司亭	TPOR	协和麒麟		免疫性血小板减少症	2022-01-07	进口	生物制品新药
阿伐曲泊帕片	TPOR	卫材药业 复星医药	5.1	血小板减少症	2020-04-15	进口	化药新药
艾曲泊帕片	TPOR	葛兰素史克		免疫性血小板减少症	2017-12-28	进口	化药新药
注射用重组人白介素-11 衍生物	IL11RA	华润医药		血小板减少症	2008-05-21	新药	非原研/类似药 生物制品
重组人血小板生成素注射液	TPOR	三生制药	1	免疫性血小板减少症, 化疗引起的血小板减少症	2005-05-20	新药	生物制品新药

资料来源: Insight 数据库、开源证券研究所

### 2.1.1、CTIT 适应症市场空间大, 特比澳受指南 I 级推荐

CTIT 发病率高, 市场空间较大。肿瘤药物相关血小板减少 (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)。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。

**图8：血小板减少（CTIT）发生率及其3/4级占比与肿瘤药物种类相关**

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%
ADC类药物	硼替佐米	骨髓瘤	43	31%
	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	Burkit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

**CIT 适应症中特比澳是一线用药，获指南 I 级推荐。**《肿瘤治疗所致血小板减少症诊疗指南（2024）》将特比澳列为 I 级推荐，且为 1A 类证据。对比指南其他 I 级推荐用药看：血小板存在来源紧缺及单次治疗金额较大的缺点，特比澳可及性更高；相比 rhIL-11，特比澳未见水钠潴留、心脏毒性、毛细血管渗漏综合征、严重过敏反应的报道。指南 II 级推荐及 III 级推荐的药物包括罗普司亭、艾曲泊帕、阿伐曲泊帕、海曲泊帕、芦曲泊帕。

**表4：CIT 适应症中特比澳是一线用药，受指南 I 级推荐**

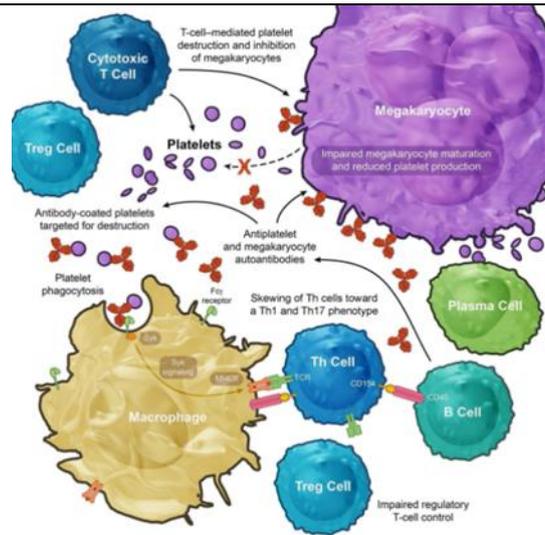
分组	分层	I 级推荐	II 级推荐	III 级推荐
CTIT 有出血		输注血小板或输注血小板+rhTPO 或 rhIL-11 (1A 类)	海曲泊帕 (2A 类); 海曲泊帕+rhTPO 或 rhIL-11 (2B 类)	阿伐曲泊帕、艾曲泊帕、芦曲波帕、罗普司亭 (2B 类)
	血小板计数 $\leq 10 \times 10^9/L$	输注血小板或输注血小板+rhTPO 或 rhIL-11 (1A 类)	海曲泊帕 (2A 类); 海曲泊帕+rhTPO 或 rhIL-11 (2B 类)	阿伐曲泊帕、艾曲泊帕、芦曲波帕、罗普司亭 (2B 类)
CTIT 无出血	$10 \times 10^9/L < \text{血小板计数} < 75 \times 10^9/L$	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)
	$75 \times 10^9/L \leq \text{血小板计数} < 100 \times 10^9/L$	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		咖啡酸片 (3 类)

资料来源：《肿瘤治疗所致血小板减少症诊疗指南（2024）》、开源证券研究所

### 2.1.2、特比澳适应症持续拓展，新增量空间可期

**ITP 患者人数多，特比澳适应症持续拓展。**原发性免疫性血小板减少症 (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。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。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，危害较为严重。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9: ITP 主要与血小板自身抗原免疫耐受性丢失有关

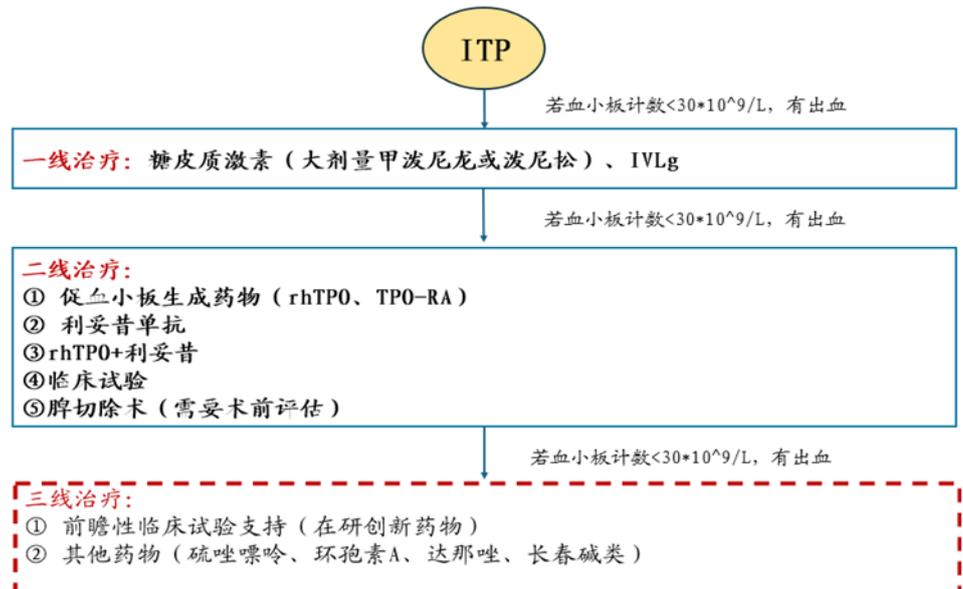


资料来源:《A Review of Romiplostim Mechanism of Action and Clinical Applicability》 James

B Bussel et al.

**ITP 诊疗流程明确，特比澳是二线用药。**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10: ITP 诊疗流程明确，特比澳是二线用药



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》、开源证券研究所

**特比澳营收持续增长，2024 市占率居于领先地位。**特比澳近年收入持续增长，特比澳 2023 年销售 42.05 亿元，同比+23.8%；2024 上半年销售 50.62 亿元，同比+20.38%；2024 年特比澳的市场份额达到 66.6%。产品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；目前在中国内地以外，特比澳正在亚洲和非洲

多个国家进行注册。我们认为，随着特比澳覆盖医院数目持续增加叠加产品适应症的逐步拓展，特比澳销售收入有望持续增长，为公司贡献稳定的收入。

图11：近年公司特比澳收入持续放量（亿元）



图12：2024 特比澳市占率达 66.6%



数据来源：三生制药业绩公告路演、公司招股书、开源证券研究所

数据来源：公司投关材料、开源证券研究所

**多家公司布局 ITP 药物，公司产品具备先发优势。**目前，血小板减小症在研新药布局企业较多，和黄医药、赛诺菲、优时比以及和铂医药处于申请上市阶段，此外海思科、武田、诺华等企业的药品处于临床 III 期。从适应症来看，多家企业竞相布局 ITP 适应症，靶点包括 BTK、SYK、FcRn 及 CD38 等。

表5：血小板减小症在研新药竞争激烈，公司产品具备先发优势

药品名称	靶点	所属集团	注册分类	适应症	官方批准日期	申请类型	最高进展
Rilzabrutinib 片	BTK	赛诺菲	1	免疫性血小板减少症 (推测)		进口	申请上市
醋酸索乐匹尼布片	SYK	和黄医药	1	免疫性血小板减少症		新药	申请上市
Rozanolixizumab 注射液	FcRn	优时比		血小板减少症	2020-09-08	进口	申请上市
HBM9161(HL161BKN) 注射液	FcRn	和铂医药		免疫性血小板减少症	2019-12-23	进口	申请上市
Mezagitamab 注射剂	CD38	武田	1	免疫性血小板减少症	2024-12-16	进口	临床 III 期
HSK39297 片		海思科医药集团	1	冷凝集素病,阵发性睡眠性血红蛋白尿症,免疫性血小板减少症,非典型溶血尿毒综合征	2024-03-20	新药	临床 III 期
VAY736 注射液	BAFFR	诺华诺和诺德	1	免疫性血小板减少症	2023-07-11	进口	临床 III 期
Mezagitamab 注射剂	CD38	武田	1	免疫性血小板减少症	2022-12-20	进口	临床 III 期
注射用 TAK-755	VWF	武田百特制药	1	血栓性血小板减少性紫癜	2021-03-16	进口	临床 III 期
CM313(SC)注射液	CD38	康诺亚	1	免疫性血小板减少症	2024-08-27	新药	临床 II 期
NTQ5082 胶囊	CFB	中生制药	1	冷凝集素病,阵发性睡眠性血红蛋白尿症,免疫性血小板减少症,非典型溶血尿毒综合征	2024-07-30	新药	临床 II 期
ESG206 注射液	BAFFR		1	免疫性血小板减少症	2025-02-07	新药	临床 I/II 期
注射用聚乙二醇化促血	TPOR		1	血小板减少症	2025-01-20	新药	临床 I 期

药品名称	靶点	所属集团	注册分类	适应症	官方批准日期	申请类型	最高进展
小板生成肽							
SHR-2173 注射液		恒瑞医药	1	免疫性血小板减少症	2024-10-29	新药	临床 I 期
CID-103 注射液	CD38	凯信远达	1	免疫性血小板减少症	2024-10-22	进口	临床 I/II 期
STSA-1301 皮下注射液	FcRn	舒泰神	1	免疫性血小板减少症	2023-10-27	新药	临床 I 期
IASO-782 注射液	CD19	驯鹿生物	1	免疫性血小板减少症, 温抗体型自身免疫性溶 血性贫血	2023-06-25	新药	临床 I 期
TQB3473 片	SYK	中生制药	1	免疫性血小板减少症	2023-04-21	新药	临床 I 期
HZ-A-018 胶囊	BTK		1	免疫性血小板减少症	2022-10-27	新药	临床 I/II 期
CX1440 胶囊	BTK		1	免疫性血小板减少症	2022-09-02	新药	临床 I/II 期
重组人 II 型肿瘤坏死因子 受体-Fc-血小板生成素拟 肽融合蛋白注射液	TPOR	三叶草生物 制药	1	化疗引起的血小板减少 症	2021-12-24	新药	临床 I 期

资料来源: Insight 数据库、开源证券研究所

## 2.2、SSGJ-707: II 期临床数据惊艳, 具备较大潜力

SSGJ-707 是三生国健及其子公司丹生医药自研 PD-1/VEGF 双抗药物, 并于 2023 年 4 月将中国大陆地区及美国区域权益独家授予给沈阳三生制药。SSGJ-707 分别于 2022 年 3 月和 2024 年 3 月获得 NMPA 及 FDA 批准开展临床试验。2025 年 2 月 14 日, 公司与百利天恒达战略合作, 双方将共同推进 BL-B01D1 (EGFR/HER3 双抗) 联合 SSGJ-707 治疗实体瘤的临床试验, 探索双抗+双抗 ADC 在肿瘤治疗上的未被发掘的潜在价值。截至 2025 年 3 月, SSGJ-707 已针对 NSCLC、结直肠癌、子宫内膜癌及卵巢上皮癌开展多项 II 期临床。公司有望于 2025 年内及 2026 年分别开展 SSGJ-707 单药和 SSGJ-707 联合化疗治疗 NSCLC 的中国注册 III 期临床试验。

表6: SSGJ-707 已在我国开展多项 II 期临床试验

试验地区	适应症	临床分期	试验编号	试验方案	首次公示日期
中国	实体瘤 (2L+)	I 期	CTR20221432	单药	2022-06-28
	NSCLC (PD-L1 TPS $\geq$ 1%一线)	II 期	NCT06361927	单药	2024-04-01
	NSCLC (驱动基因阴性一线)	II 期	NCT06412471	联合化疗 联合 PD-(L)1 及化疗	2024-05-10
	结直肠癌 (1L/3L+)	II 期	NCT06493760	单药 or 联合化疗 vs 贝伐珠单抗联合化疗	2024-07-01
	子宫内膜癌/卵巢上皮癌 (2L)	II 期	NCT06522828	联合化疗	2024-07-26

资料来源: Insight、开源证券研究所

**多项重磅出海 BD 交易证明全球 PD-1/VEGF 双抗赛道研发价值。**2022 年 12 月, 康方生物授予 Summit Therapeutics 于美国、加拿大、欧洲和日本的开发和商业化依沃西的独家许可权。康方生物将获得 5 亿美元的首付款。包括开发、注册及商业化里程碑款项付款, 该交易总金额有望高达 50 亿美元。同时康方生物还将收到销售净额的低双位数比例的提成作为依沃西的特许权使用费。这个我国首个 PD-1/VEGF 双抗领域的重磅出海交易。2024 年 11 月, 默沙东宣布将独家获得礼新医药正在研发的创新 PD-1/VEGF 双特异性抗体 LM-299 的全球开发权、生产权及商业化许可。礼新

医药将获得 5.88 亿美元的首付款，以及最高 27 亿美元的里程碑付款。

**表7：我国 PD-1/VEGF 双抗授权出海交易情况**

交易时间	转让方	受让方	交易时状态	关联药物	靶点成分	权益地区	交易首付款 (亿美元)	交易里程碑 (亿美元)
2024-11-14	礼新医药	默沙东	临床 I/II 期	LM-299	PD-L1/VEGF 双抗	全球	5.88	27
2024-08-01	宜明昂科	Instil Bio	临床 II 期 临床 I 期	珀维拉芙普 α IMM27M	PD-L1/VEGFA 双抗 CTLA4 单抗	美国, 欧洲, 韩国, 日本, 其他	0.5	20
2023-11-06	普米斯生物	BioN Tech	临床 II 期	PM8002	PD-L1/VEGFA 双抗	美国, 欧洲, 韩国, 日本, 其他	0.55	10
2022-12-06	康方生物	Summit	临床 III 期	依沃西单抗	PD-L1/VEGFA 双抗	美国, 欧洲, 日本, 其他	5	50

资料来源：Insight、开源证券研究所

**截至 2025 年 3 月，全球仅一款 PD-1/VEGF 双抗获批，19 款处于临床阶段。**截至 2025 年 3 月，全球仅康方生物自研 PD-1/VEGF 双抗—依沃西单抗于 2024 年在中国获批。除依沃西单抗外，另有 1 款药物 (PM8002) 处于临床 III 期，6 款处于临床 II 期，包括公司自研新药 SSGJ-707。

**表8：PD-1/VEGF 双抗领域竞争较为激烈**

药品成分	研发机构	靶点成分	中国内地最高状态	境外最高状态
依沃西单抗	康方生物/Summit	PD-1/VEGFA 双抗	批准上市	临床 III 期
PM8002	BioNTech/普米斯	PD-L1/VEGFA 双抗	临床 III 期	临床 III 期
JS207	君实生物	PD-1/VEGF 双抗	临床 II 期	-
B1962	圆祥生命/天士力	PD-L1/VEGF 双抗	临床 II 期	临床 I 期
RC148	荣昌生物	PD-1/VEGF 双抗	临床 II 期	-
SSGJ-707	三生制药/三生国健	PD-1/VEGF 双抗	临床 III 期	批准临床
珀维拉芙普 α	宜明昂科	PD-L1/VEGFA 双抗	临床 II 期	-
Sotiburafusp alfa	上海华奥泰	PD-L1/VEGF 双抗	临床 II 期	临床 I 期
AI-081	OncoC4/广州昂科免疫生物	PD-1/VEGF 双抗	-	临床 I/II 期
LM-299	礼新医药/MSD	PD-1/VEGF 双抗	临床 I/II 期	-
SCTB14	神州细胞	PD-1/VEGF 双抗	临床 I/II 期	临床 I/II 期
MHB039A	明慧医药	PD-1/VEGF 双抗	临床 I/II 期	-

资料来源：Insight、开源证券研究所

**SSGJ-707 早期数据亮眼，潜力较大。**公司近期于 JPM 大会上披露了 SSGJ-707 的 I 期及 II 期临床阶段性分析数据，显示了 SSGJ-707 优秀的抗肿瘤治疗潜力和良好的安全性。截至 2024 年 12 月 27 日，在 24 例 (10mg/kg arm) 可进行有效性评估的 PD-1 阳性 NSCLC 患者中，SSGJ-707 单药一线治疗患者后 ORR 为 70.8%，DCR 达到了 100%；在 34 例 (10mg/kg arm) 可进行安全性评估的 PD-L1 阳性 NSCLC 患者中，TRAE 为 88.2%，三级以上 TRAE 为 23.5%。SSGJ-707 联合化疗一线治疗驱动基因阴性 NSCLC 的 II 期临床中可评估患者中，经 10mg/kg SSGJ-707 联合化疗治疗后，非鳞状 NSCLC 患者 ORR 为 58.3%，DCR 为 100%；鳞状 NSCLC 患者 ORR 为 81.3%，DCR 为 100%；所有患者 TRAE 为 55.6%，三级以上 TRAE 为 8.9%，安全性良好。

**图13: SSGJ-707 早期有效性及安全性良好**

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 RASm 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 (2)
Overall Efficacy		10 mg/kg (2)		NSQ 10 mg/kg	SQ 10 mg/kg	
ORR	Total: 14% (1)	70.8% (2)		58.3%	81.3%	PR: 33.3%
DCR	Total: 59.6% (1)	100.0% (2)		100%	100%	SD: 66.7% (2)
PFS	--	--		--	--	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%		--

资料来源: 2025 JPM Conference

非头对头比较, SSGJ-707 疗效及安全性较好。非头对头对比目前进度较快的同适应症产品, 依沃西单抗联合化疗治疗一线 EGFRwt NSCLC 患者后 ORR 不超过 70%, DCR 为 93%, mPFS 在 11~12.5 个月之间。PM8002 单药一线治疗 PD-L1 阳性 NSCLC 患者 ORR 47.1%, DCR 为 100%, 三级以上 TRAE 为 19.7%。SSGJ-707 联合化疗治疗肺鳞癌患者 ORR 达到 81.3%, 三级以上 TRAE 为 8.9%, 有效性及安全性优于其他产品。

**表9: 非头对头对比 SSGJ-707 具有较大潜力**

适应症	药物	靶点成分	临床分期	分组	ORR	DCR	mPFS	TRAE	TRAE (Gr3+)
EGFRwt NSCLC (1L)	依沃西单抗	PD-1/VEGFA 双抗	II 期	NSQ 患者: AK112 联合化疗	52%	93%	12.3m		19%
				SQ 患者: AK112 联合化疗	67%	93%	11m		41%
	SSGJ-707	PD-1/VEGF 双抗	III 期	NSQ 患者: 10mg/kg SSGJ-707 联合化疗	58.3%	100%		55.6%	8.90%
				SQ 患者: 10mg/kg SSGJ-707 联合化疗	81.3%	100%			
PD-L1+ NSCLC (1L)	芦康沙妥珠单抗	TROP2 ADC	II 期	SKB264+KL-A167 (高剂量)	48.6%	94.6%	15.4m	95%	42.5%
				SKB264+KL-A167 (低剂量)	77.6%	100%		96.8%	54%
PD-L1+ NSCLC (1L)	SSGJ-707	PD-1/VEGF 双抗	III 期	10mg/kg SSGJ-707	70.8%	100%		88.20%	23.5%
PD-L1+ NSCLC (1L)	依沃西单抗	PD-1/VEGFA 双抗	III 期	AK112	50%	89.9%	11.14m	89.8%	29.4%
				PM8002	47.1%	100%	13.6m	85.2%	19.7%

资料来源: 2024 ASCO、2024 WCLC、2024 ASCO、Insight、开源证券研究所

### 3、肾科领域: 促红素双品牌市占率领先, 肾病管线持续拓展

#### 3.1、ESAs 类药物需求较大, 促红素双品牌市占率领先

ESAs 类药物需求较大, 公司促红素双品牌市占率领先。促红细胞生成素 (EPO) 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, 而红细胞生成刺激剂 (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，其结构特征和半衰期等各有差异。

**慢性肾脏病(CKD)发病率和慢性肾脏病的进展透析人数逐年攀升。**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%。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%，患者基数较大。化疗相关性贫血症（CIA）是化疗治疗常见并发症。根据《关注化疗相关性贫血，提升肿瘤综合管理质量》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，其中 78.8% 的患者在治疗期间可能会出现 CIA，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。

**表10: ESAS 是 EPO 的类似物，其结构特征和半衰期等各有差异**

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、6.8h, 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、25.3h。每 1~2 周给药 1 次
第三代	CERA, 甲氧聚二醇化学合成的持续性 EPO 受体激活剂 重组人 EPO	皮下注射剂型及静脉注射剂型的半衰期分别为 133、130h。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 年）》、开源证券研究所

**ESAs 类药物需求较大，多款药物获批上市。**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，信立泰、阿斯利康、复星医药等企业位列其中。此外，HIF 抑制剂和长效 EPO 亦获批用于慢性肾病贫血治疗。

**公司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。公司促红素双品牌上市时间早，获批适应症较为全面，后续有望发挥其先发优势贡献稳定收入。

**表11: 国内 ESAs 类药物需求较大，多款药物获批上市**

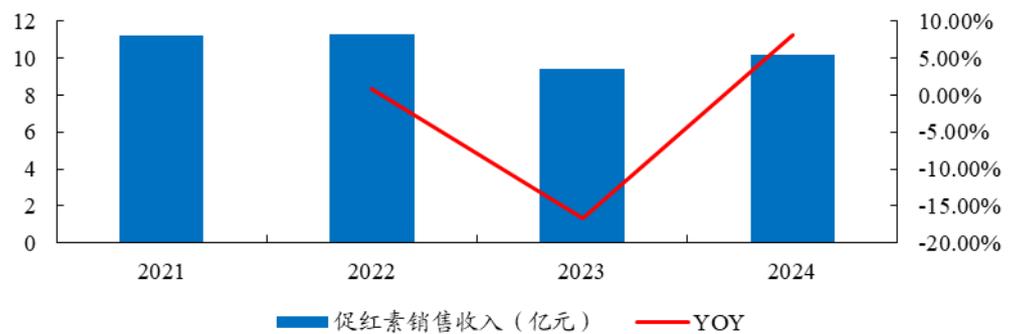
药品名称	靶点	所属集团	分类	CDE 承办时间	受理号适应症	官方批准日期	新药/仿制药
恩那度司他片	HIF-PH	香港信立泰	3	2024-07-19	慢性肾性贫血		化药新药
罗沙司他胶囊	HIF-PH	阿斯利康	2.4	2023-08-02	化疗引起的贫血		化药新药
培莫沙肽注射液	EPOR	豪森药业	1	2022-05-05	慢性肾性贫血	2023-06-30	化药新药
人促红素注射液	EPOR	复星医药	3.4	2021-12-22		2023-09-28	非原研/类似药生物制品
培化西海马肽注射液	EPOR	豪森药业	1	2021-09-30	慢性肾性贫血	2023-06-30	化药新药
重组人促红素注射液 (CHO 细胞)	EPOR	科益医药		2020-08-10	化疗引起的贫血	2022-01-28	非原研/类似药生物制品
达依泊汀 α 注射液	EPOR	协和麒麟		2019-02-25	慢性肾性贫血	2020-06-17	生物制品新药
重组人促红素注射液 (CHO 细胞)	EPOR	协和麒麟 梯瓦		2018-12-10		2017-12-12	生物制品新药
罗沙司他胶囊	HIF-PH	阿斯利康	1	2018-06-29	慢性肾性贫血	2019-08-20	化药新药

重组人促红素注射液 EPOR (CHO 细胞)	三生制药	2013-12-10	2014-10-13	生物制品新药
甲氧聚二醇重组人促红 EPOR 素注射液	罗氏	2013-06-18		生物制品新药
重组人促红素注射液 EPOR (CHO 细胞)	四环生物	2013-01-14	2014-05-06	非原研/类似药 生物制品
重组人红细胞生成素注 EPOR 射液	哈药股份	2004-12-09	2005-10-27	非原研/类似药 生物制品

资料来源: Insight、开源证券研究所

公司的促红素双品牌益比奥和赛博尔历年收入维持高位。截至 2024, 两品种市占率达到 42%, 稳居 EPO 产品市占率首位。从 2024 年起益比奥用于外科围手术期的红细胞动员获医保覆盖, 进一步打开千万人群潜在市场。

图14: 公司的促红素双品牌历年收入维持高位



数据来源: 三生制药 2025 JPM 演示材料、开源证券研究所

### 3.2、SSS06 & HIF-117: 公司积极布局新一代肾病管线

SSS06 是新一代长效促红素, 其 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。

SSS06 对血液透析慢性肾衰贫血患者的疗效和安全性与 rhEPO 相当。2024 年 1 月长效促红素 SSS06 “比较重组红细胞生成刺激蛋白注射液 (CHO 细胞) 与益比奥在血液透析的慢性肾衰贫血患者中维持治疗的有效性及安全性的多中心、随机、平行对照 III 期临床试验”达到预设主要终点。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/Lv.s.-1.85g/L, 0.122, 非劣效成立且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15: rESP 与 rhEPO 在血透慢性肾衰竭贫血患者中具备相似疗效及安全性

2 <sup>nd</sup> - generation EPO		rESP vs. rhEPO clinical efficacy data:		
<ul style="list-style-type: none"> <li>Genetically modified rhEPO in which 3N-glycosylation sites are added by site mutagenesis</li> <li>Longer acting ESPs (erythropoiesis stimulating Protein Injection)</li> </ul>		<b>Efficacy Endpoint*</b>	rhEPO (dosage and schedule identical to the screening period)	rESP QOW (starting dose 50µg)
<b>Clinical superiority</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Longer mean half-life than rEPO</li> <li>Sufficient circulating exposure time</li> <li>Dosing at longer intervals</li> <li>rESP QOW was <b>safe and effective</b> for anemia of CRF patients on stable hemodialysis</li> </ul>		Mean baseline Hb (g/L)	110.43	110.47
<b>Progress rank No.2 in China</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Follow up of all subjects in Phase III trial has been <b>completed</b></li> </ul>		Mean Hb during evaluation (g/L)	108.47	108.64
		<b>Primary Efficacy Endpoint</b>		
		Mean Change from baseline in mean Hb during the evaluation period (g/L)	-1.85	-1.87
		Adjusted mean (standard error)	-1.58 (0.956)	-1.46 (1.000)
		Adjusted mean difference (95% CI)	—	0.12 (-1.82, 2.06)

资料来源：三生制药 2025 JPM 演示材料

**HIF-117 属于 HIF-PH 抑制剂，已完成 II 期患者招募。** HIF-117 胶囊通过抑制 HIF-PH 而提高缺氧诱导因子- $\alpha$  (HIF- $\alpha$ ) 的稳定性和半衰期，从而促进肾脏和其他非肾器官中促红素的分泌，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- $\alpha$  而促进肠道中铁的吸收，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。目前，阿斯利康和信立泰的 HIF-PH 抑制剂已在国内批准上市，康哲药业处于申请上市阶段。

表12: 公司的 HIF-117 目前已完成 II 期患者招募

药品名称	作用机制	研发机构	主要适应症	中国最高阶段	中国最高进展日期
罗沙司他	HIF-PH	阿斯利康	批准上市: 慢性肾性贫血 申请上市: 化疗引起的贫血 临床 III 期: 骨髓增生异常综合征相关贫血 临床 II 期: 肾衰竭 临床 I 期: 肾脏病	批准上市	2018-12-17
恩那司他	HIF-PH	信立泰	批准上市: 慢性肾性贫血 临床 II 期: 化疗引起的贫血 批准临床: 急性高山病	批准上市	2023-06-07
德昔度司他	HIF-PH	康哲药业	批准上市: 慢性肾性贫血 临床 II 期: 2019 冠状病毒感染	申请上市	2024-04-23
莫立司他	HIF-PH	拜耳医药	批准上市: 慢性肾性贫血 临床 I 期: 贫血,慢性肾脏病	批准临床	2015-05-12
伐达度司他	HIF-PH	大冢制药株式会社	批准上市: 慢性肾性贫血 临床 II 期: 急性呼吸窘迫综合征,慢性肾脏病	-	
达普司他	HIF-PH	葛兰素史克	批准上市: 慢性肾性贫血 临床 II 期: 周围动脉疾病 临床 I 期: 糖尿病足溃疡	批准临床	2015-09-18
HEC53856	HIF-PH	东阳光药业	临床 II 期: 化疗引起的贫血 临床 I 期: 慢性肾性贫血	临床 II 期	2023-06-29
HIF-117	HIF-PH	三生制药集团	临床 II 期: 慢性肾性贫血	临床 II 期	2022-10-14
FG-2216	HIF-PH	安斯泰来制药	临床 II 期: 慢性肾性贫血	-	

资料来源：Insight、开源证券研究所

#### 4、毛发皮肤：三生蔓迪深耕毛发，产品矩阵持续完善

三生蔓迪专注皮肤，精耕毛发，产品矩阵不断丰富。三生蔓迪的核心产品蔓迪（5%米诺地尔）酞剂 2001 年国内获批上市，用于治疗男性型脱发和斑秃，产品属于 OTC 类治脱发外用药，是国内同类药品中首家上市品种。蔓迪（5%米诺地尔）泡沫剂于 2023 年 12 月获批上市，并取得 OTC 资格。

我国雄秃患者基数较大，外用米诺地尔是男性及女性雄秃的最高推荐等级。据卫健委《中国人头皮健康白皮书》数据显示，我国脱发人群已经超过 2.5 亿人，男性脱发人口约 1.63 亿，女性约 0.88 亿，其中 30 岁以下人群占比总数的 69.8%，其中，占比最大的是 26 到 30 岁的青年，高达 41.9%。雄激素性秃发是最常见的一种秃发（简称雄秃）主要发生于青春期或青春期后，无论男性还是女性都可以发生雄秃，我国男性雄秃患者发病率高达 21.3%，女性约 6%。根据《中国雄激素性秃发诊疗指南(2023)》推荐，雄激素性秃发可采用口服、外用、外科等治疗方法，常用非那雄胺、米诺地尔等药物，外用米诺地尔治疗男性及女性的雄秃均为最高推荐等级。

**表13：雄激素性秃发各推荐等级以及疗效明确规范**

治疗方法	适用人群	证据等级	推荐等级	缓解脱发	改善发量	安全性	
口服药物	非那雄胺	男性 AGA	1	A	+++	++	+++
	螺内酯	女性 AGA	2	B	+	+	++
	孕激素类药物	女性 AGA	3	C	+/-	+/-	+
	低剂量米诺地尔	男性 AGA	2	B	+++	++	++
	低剂量米诺地尔	女性 AGA	2	B	+++	+	++
外用药物	5%米诺地尔泡沫剂/溶液	男性 AGA	1	A	+++	++	++++
	剂						
	5%米诺地尔泡沫剂/溶液	女性 AGA	1	A	+++	++	++++
	剂						
外科治疗	2%米诺地尔	女性 AGA	1	A	+++	++	++++
	抗雄激素药物	AGA	2	B	+++	++	+++
	自体毛发移植	男性 AGA	2	B	-	+++	++
其他	自体毛发移植	女性 AGA	4	C	-	++	++
	微针	AGA	2	B	+	+	++
	低能量激光	AGA	2	B	+/-	+/-	+++
	富血小板血浆	AGA	2	C	+/-	+	++

资料来源：Insight、开源证券研究所

雄秃获批药物较多，米诺地尔不断巩固公司在脱发领域的领导优势。目前国内针对雄激素性秃发获批药物众多，三生制药的米诺地尔酞剂（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，目前已经具备一定的品牌影响力和市场份额。除米诺地尔外，甘草酸苷、非那雄胺片也是市场治疗雄秃的主要药物。

**表14：雄激素性脱发适应症获批药物较多，公司米诺地尔具备先发优势**

药品名称	靶点	所属集团	注册分类	官方批准日期
------	----	------	------	--------

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

药品名称	靶点	所属集团	注册分类	官方批准日期
米诺地尔搽剂	KCNJ11	沐源	3	2024-01-23
米诺地尔泡沫剂	KCNJ11	三生制药	3	2023-12-29
米诺地尔外用溶液	KCNJ11	京卫制药	3	2023-06-27
米诺地尔酊	KCNJ11	康缘药业	3	2023-02-28
甘草酸二铵肠溶片		金陵华软	5	2015-04-15
米诺地尔喷雾剂	KCNJ11	京卫制药	5	
复方甘草酸苷胶囊		瑞阳制药	5	2011-05-31
盐酸布替萘芬凝胶	SQLE	Bausch Health	5	2006-06-02
注射用复方甘草酸苷		三联药业 卫信康	5	2006-05-18
非那雄胺片	SRD5A	Hanmi Pharmaceutical	3.1	2006-06-28
注射用复方甘草甜素		瑞阳制药	5	2006-06-21

资料来源：Insight、开源证券研究所

**公司持续打造蔓迪产品矩阵，扩展品牌价值。**公司坚持研发创新，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，产品矩阵不断完善。

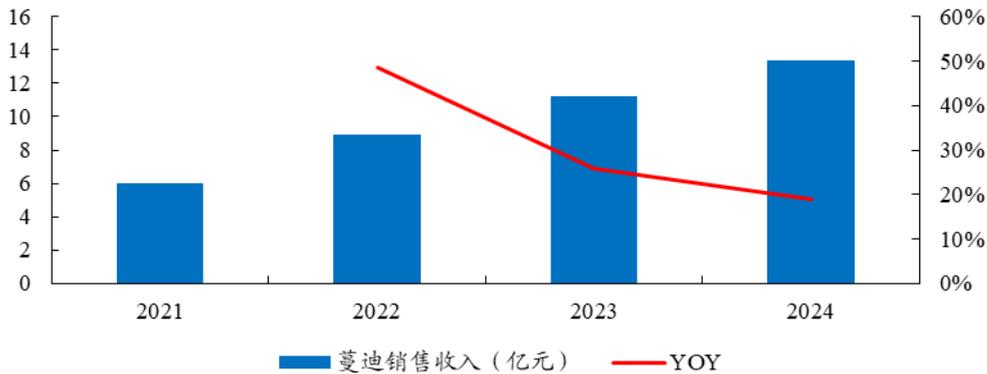
图16：蔓迪品牌矩阵持续完善



资料来源：公司投关材料

**蔓迪销售收入持续攀升，品牌价值持续积累。**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，市占率持续提升。蔓迪历年销售收入持续攀升，2023年销售收入达到11.2亿元，2024收入达到13.37亿元，销售规模体现良好势头。

图17：蔓迪历年销售收入持续攀升（亿元）



数据来源：公司投关材料、开源证券研究所

## 5、三生国健：自免管线布局完善全面

### 5.1、深耕自免赛道近二十年，新管线赋能未来发展

子公司三生国健成立于2002年，是中国首批专注于抗体药物研发的创新型生物医药企业，拥有研、产、销一体化成熟平台，专注于单抗、双抗、多抗及多功能重组蛋白等新技术研究。目前，公司已有多款上市药品，核心在研管线聚焦自免领域，SSGJ-608 (IL-17A) 针对斑块状银屑病已提交 NDA，SSGJ-611 (IL-4R)、SSGJ-610 (IL-5) 及 SSGJ-613 (IL-1 $\beta$ ) 3 款产品已进入 III 期临床阶段。

图18：公司已有多款上市药品，核心在研管线聚焦自免领域

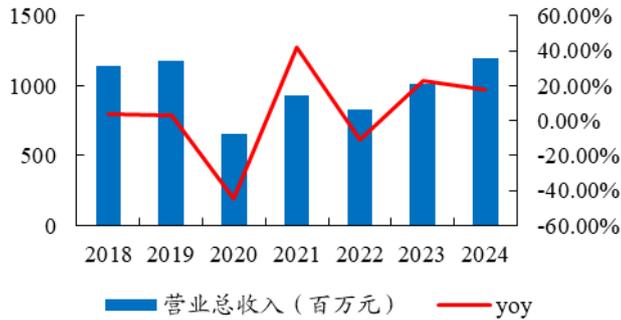


资料来源：三生国健公告

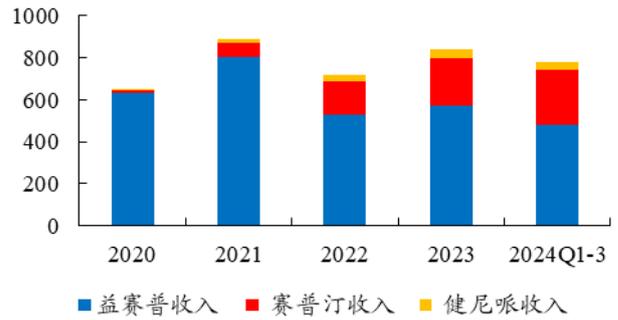
受疫情及核心产品益赛普集采影响，自2020年起三生国健业绩略有波动。随着益赛普预充针上市提升竞争力等因素影响，2023年起公司营收逐渐企稳，利润端迎来快速增长。2024年公司实现营收11.93亿元，同比增长17.70%；扣非归母净利润2.50亿元，同比增长21.16%。三大已上市产品稳健增长，益赛普/赛普汀/健尼哌2024Q1-3分别实现营收4.8/2.6/0.4亿元，同比增长5.9%/53.5%/30.2%。

图19：2023年起公司营收逐渐企稳

图20：2024Q1-3 三大已上市产品稳健增长 (百万元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

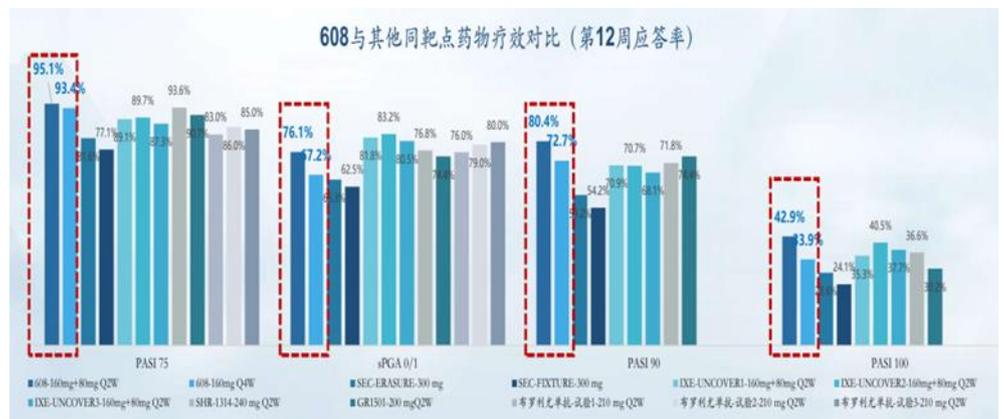


数据来源: Wind、三生国健公告、开源证券研究所

**三生国健的 SSGJ-608(IL-17A) 针对斑块状银屑病已于 2024 年 11 月申报 NDA。** SSGJ-608 是三生国健自主研发的一款靶向 IL-17A 的单抗产品, 针对斑块状银屑病已于 2023 年 12 月达到全部疗效终点, 并于 2024 年 11 月申报 NDA, 针对强直性脊柱炎与放射学阴性中轴型脊柱关节炎适应症已于 2024 年 3 月开启 II 期首例患者入组, 目前正在进行 II 期临床试验。

2024 年 8 月, SSGJ-608 的 III 期数据揭盲, 达到全部主要终点和所有次要终点, 第 12 周应答率上 160+80 mg Q2W、160mg Q4W 组均获得积极结果。非头对头数据表明, SSGJ-608 各关键疗效指标应答略高于国外已上市产品和国内同类产品, 尤其是 PASI 100 改善方面非常显著。

**图21: SSGJ-608 疗效优异, 非头对头数据略高于国外已上市产品和国内同类产品**



数据来源: 三生国健公告

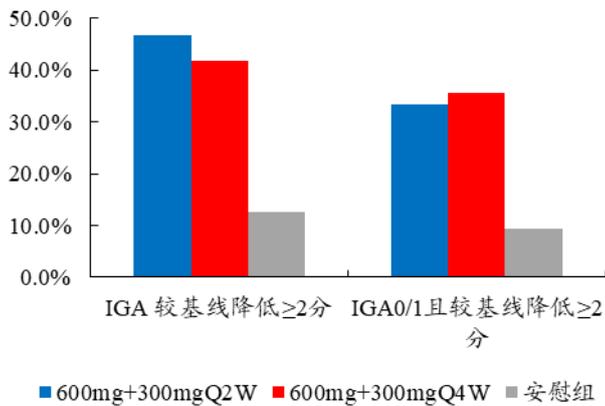
**SSGJ-611 是公司自主研发的一款靶向 IL-4R 的单抗, 国内整体进度领先。** 针对成年中重度 AD 已于 2023 年 12 月进入 III 期临床, 针对慢性鼻窦炎伴鼻息肉适应症于 2024 年 10 月进入 III 期临床, 针对慢性阻塞性肺气肿于 2023 年 12 月完成 II 期首例患者入组。

SSGJ-611 II 期临床研究结果表明, 16 周时 SSGJ-611 各剂量组 (Q2W 和 Q4W) 在 IGA0/1 以及 EASI-75 等指标上显著优于安慰剂组, 同等剂量下 EASI-75 和缓解瘙痒方面应答有高于已上市同靶点药物趋势, 展现出较好的临床疗效。

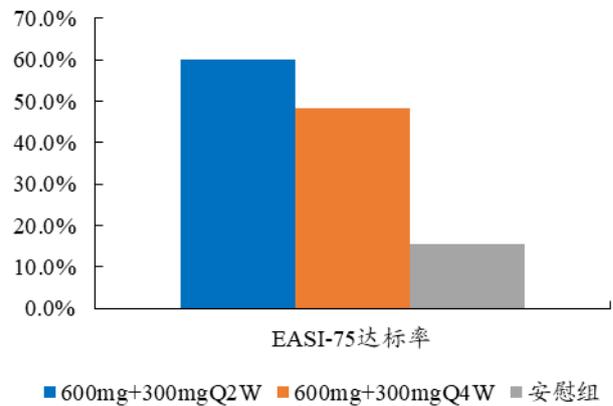
**表15: 16 周数据表明, SSGJ-611 疗效整体优于安慰剂组**

剂量组	EASI 75	IGA 0/1	EASI 50	NRS $\geq 4$
组 A N=30	60%	33.3%	73.3%	46.7%
组 B N=31	48.4%	35.5%	77.4%	45.2%
安慰剂 N=32	15.6%	9.4%	18.8%	15.6%
达必妥 (Q2w)	48~51%	27~36%	65~69%	36~41%

数据来源:三生国健公告、开源证券研究所 注:611 组 A 代表:600mg LD(loading dose)+300mg Q2W;  
组 B 代表:600 mgLD+300mg Q4W

**图22: SSGJ-611 试验组 IGA 指标显著优于安慰剂组**


数据来源:三生国健公告、开源证券研究所

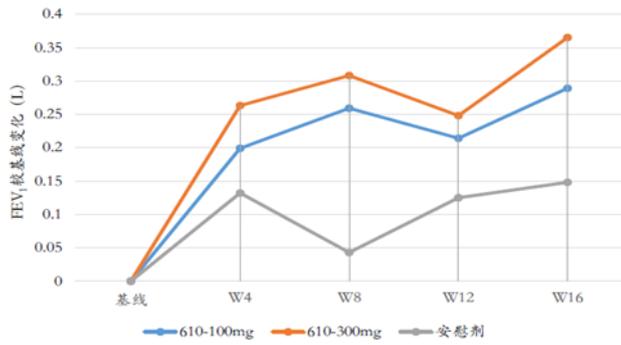
**图23: SSGJ-611 EASI-75 达标率显著优于安慰剂组**


数据来源:三生国健公告、开源证券研究所

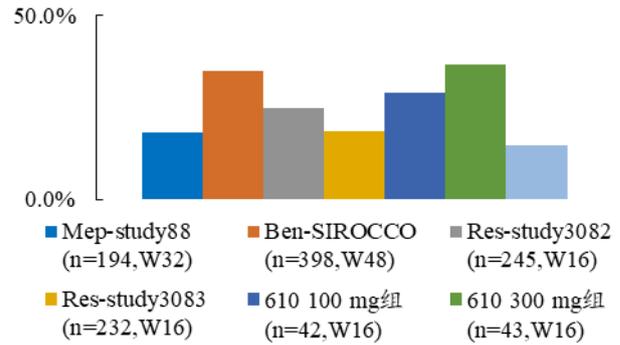
**对标美泊利珠单抗, 公司同靶点药物 SSGJ-610 国内进度领先。** SSGJ-610 是三生国健自主研发的一款靶向 IL-5 的单抗产品, 针对嗜酸性粒细胞哮喘已于 2024 年 1 月达到 II 期主要临床终点, 并于 2024 年 3 月开启 III 期临床。国内针对 IL-5 靶点布局的管线数量较少, 仅美泊利珠单抗一款产品获批上市, GSK 的 Depemokimab 于 2025 年 1 月申报 NDA; 国产厂家中, 恒瑞的 SHR-1703 针对嗜酸性粒细胞哮喘已于 2024 年 10 月进入 III 期临床阶段, SSGJ-610 目前处于国产厂家中领先地位。

**SSGJ-610 对哮喘患者肺功能改善明显, 具有同类药物最佳潜力。** II 期临床结果表明, 针对嗜酸性粒细胞增高的哮喘受试者, SSGJ-610 给药 4-8 周后开始起效; 随着给药时间的延长, SSGJ-610 在改善 FEV1 和降低 ACQ 评分方面的疗效呈现出稳定增长的趋势, 且有随剂量增加的趋势。非头对头临床试验结果表明, SSGJ-610 疗效整体优于同靶点竞品美泊利珠单抗与瑞利珠单抗、IL-5RA 产品本瑞利珠单抗。安全性方面, SSGJ-610 药物相关的不良事件严重程度多为 1-2 级, 无 $>3$  级的药物相关不良事件, 整体安全性和耐受性良好。

**图24: SSGJ-610 给药后 4-8 周后即有明显疗效**
**图25: SSGJ-610 疗效整体优于同靶点竞品**



数据来源：三生国健公告、开源证券研究所

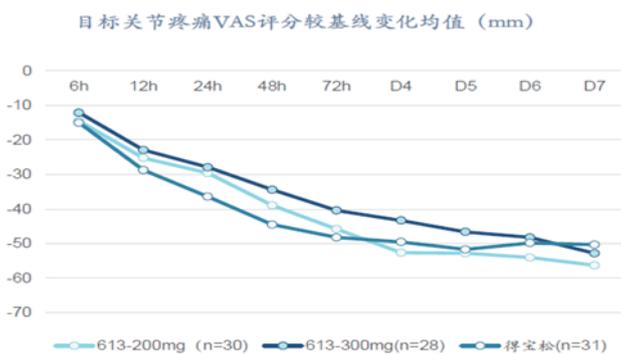


数据来源：三生国健公告、开源证券研究所

SSGJ-613 是公司自主研发的靶向 IL-1 $\beta$  的单抗产品，具有全新的可变区序列，与目前已上市的同靶点产品 Canakinumab 和 Gevokizumab 具有完全不同的结合表位。目前，国内尚无针对 IL-1 $\beta$  的单抗获批上市，长春金赛的金纳单抗率先于 2024 年 4 月申报 NDA。公司的 SSGJ-613 针对急性期痛风性关节炎于 2024 年 1 月完成 III 期首例患者入组，针对间隙期痛风性关节炎于 2024 年 3 月进入 II 期临床，整体国内进度领先。同时，凭借益赛普 20 余年的销售经验，公司在风湿免疫科已积累了较多的渠道与专家资源，能够为 SSGJ-613 未来商业化放量提供保障。

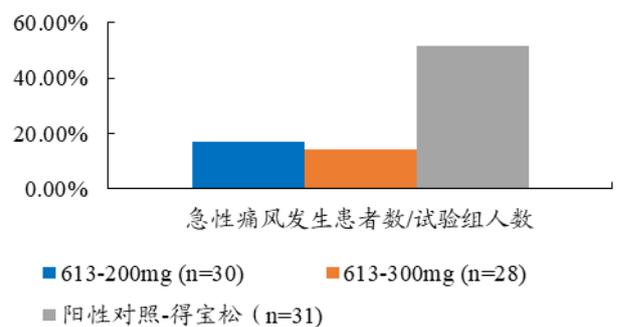
II 期临床研究结果表明，SSGJ-613 能够有效改善急性痛风性关节炎疼痛和发作频率。SSGJ-613 给药 6h 后即开始起效，200mg 组 72h VAS 疼痛缓解与阳性对照得宝松组类似，且随着时间延长 200mg 组疼痛改善持续下降更为显著。同时，SSGJ-613 在预防痛风复发方面也显著优于阳性对照组，200mg 与 300mg 组第 12 周新的痛风急性发作的受试比例分别为 17.2%、14.4%，显著低于阳性激素对照组 51.6%。安全性方面，SSGJ-613 整体安全性和耐受性良好，多数不良事件为 1~2 级，无药物相关 SAE，多数不良事件发生率低于激素对照组。

图26：SSGJ-613 能够有效改善急性痛风性关节炎疼痛



数据来源：三生国健公告、开源证券研究所

图27：SSGJ-613 在预防痛风复发方面优于阳性对照组



数据来源：三生国健公告、开源证券研究所

## 6、盈利预测与建议

### 6.1、关键假设

(1) 促红素-益比奥&赛博尔双品牌贡献公司主要肾科领域收入，但由于产品基数目前已经较大，我们预计 2025-2027 年产品增速分别为 10%、5%、5%。同时公司在肾病领域布局 SSS06、HIF-117 等创新管线，肾科创新即将迎来收获期。

(2) 现阶段公司肿瘤/血液领域药品对整体业务收入贡献较高，特比澳扩展适应症以及医保谈判零降价续约，仍是公司目前重点推广的核心产品。我们预计肿瘤/血液业务收入会继续增长，2025-2027 年增速分别为 15%、10%、10%。

(3) 以益赛普为代表的风湿科业务收入占比较小，产品销售和市场格局基本保持稳定，我们预计 2025-2027 年该业务增速分别为 10%、5%、5%。

(4) 赛普汀作为中国首个自主研发的 HER2 单抗创新药，目前基数较小，我们预计赛普汀在 2025-2027 年会持续增长，增速分别为 50%、30%、20%。

(5) 公司持续打造“三生蔓迪”品牌矩阵，蔓迪系列有望持续稳健增长，我们预计 2025-2027 年公司在毛发健康领域业务增速分别为 30%、15%、20%。

(6) 借助公司在生物制药领域的技术积累和生产优势，公司 CDMO 业务预计稳步增长，我们预计 2025-2027 年 CDMO 业务增速均为 5%。

**表16: 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健**

三生制药[1530.HK] - 财务摘要 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7835.70	9107.98	10078.40	11168.66	12441.82
同比(%)	13.97%	16.24%	10.65%	10.82%	11.40%
按疾病领域区分					
1.1 促红素-益比奥(重组人红细胞生成素)&赛博尔双品牌					
收入	940.00	1018.50	1120.35	1176.37	1235.19
yoy(%)	-16.74%	8.30%	10.00%	5.00%	5.00%
1.2 特比澳(重组人血小板生成素)					
收入	4205.00	5062.00	5821.30	6403.43	7043.77
yoy(%)		20%	15%	10%	10%
1.3 益赛普					
收入	565.00	658.00	723.80	759.99	797.99
yoy(%)			10%	5%	5%
1.4 赛普汀					
收入	226.00	324.00	486.00	631.80	758.16
yoy(%)			50%	30%	20%
2 毛发-蔓迪					
收入	1124.00	1336.80	1737.84	1998.52	2398.22
yoy(%)		19%	30%	15%	20%
3 CDMO					
收入	174.00	180.10	189.11	198.56	208.49
yoy(%)		4%	5%	5%	5%

数据来源: Wind、开源证券研究所

## 6.2、盈利预测与估值

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

公司在研管线丰富，不仅孵化三生国健优质自免创新药平台，拥有 IL-17、IL-4R 等最具竞争力的自免管线，更培育出或合作开发 SSGJ707、自免系列产品及口服紫杉醇等，特别是 SSGJ707 临床结果优异，在 J.P.M 展示积极 III 数据，有 BEST-IN-CLASS 全球竞争力。基于港股公司的市值和业务分类，我们选择中国生物制药、石药集团、翰森制药作为可比公司，与可比公司相比，公司估值较低。在公司基本面扎实的前提下，我们预计公司创新药陆续步入收获期，将赋予公司较大弹性。我们看好公司发展，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 23.28、26.12、29.38 亿元，EPS 为 0.97、1.09、1.23 元，对应 PE 分别为 9.3、8.3、7.4 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表17：与可比公司相比，三生制药估值合理略低**

股票代码	公司简称	市值(亿元)	收盘价(元)	归母净利润(亿元)				PE			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
1177.HK	中国生物制药	615.30	3.55	35.00	37.25	41.86	44.97	17.58	16.52	14.70	13.68
1093.HK	石药集团	501.01	4.70	48.76	52.39	56.36		10.28	9.56	8.89	
3692.HK	翰森制药	1153.77	21.05	43.72	43.06	46.35	55.48	26.39	26.80	24.89	20.80
	均值							18.08	17.63	16.16	17.24
1530.HK	三生制药	217.45	9.83	20.90	23.28	26.12	29.38	10.40	9.34	8.33	7.40

资料来源：Wind、开源证券研究所 除三生制药外，其他公司均来自于 Wind 一致预测，收盘价截至 2025 年 3 月 25 日，货币单位为人民币，1.00 CNY = 1.07 HKD

## 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。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	9,193	9,347	7,990	8,664	9,435
现金	2,610	2,143	4,737	5,249	5,848
应收账款	2,228	2,046	2,134	2,225	2,321
存货	778	795	835	877	921
其他流动资产	3,577	4,363	284	313	346
<b>非流动资产</b>	14,432	14,866	14,894	15,321	15,569
固定资产及在建工程	4,692	4,993	5,143	5,298	5,456
无形资产及其他长期资产	9,740	9,872	9,750	10,024	10,113
<b>资产总计</b>	23,625	24,213	22,884	23,986	25,005
<b>流动负债</b>	3,728	5,464	5,729	5,858	6,128
短期借款	2,112	3,470	3,539	3,610	3,682
应付账款	212	180	254	226	309
其他流动负债	1,404	1,814	1,936	2,022	2,137
<b>非流动负债</b>	3,384	713	749	786	825
长期借款	2,689	38	40	41	44
其他非流动负债	695	675	709	744	782
<b>负债合计</b>	7,111	6,176	6,478	6,644	6,953
股本	683	0	0	0	0
储备	13,272	15,436	281,168	275,148	275,149
归母所有者权益	13,954	15,436	281,168	275,148	275,149
少数股东权益	2,480	2,600	47,360	46,346	46,346
<b>负债和股东权益总计</b>	23,625	24,213	335,005	328,138	328,448

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2,083	1,093	2,411	2,746	3,034
税前利润	2,121	2,715	4,460	5,117	5,565
折旧和摊销	351	196	202	208	215
营运资本变动	(162)	(294)	(179)	(141)	(194)
其他	(227)	(1,525)	(2,071)	(2,438)	(2,552)
<b>投资活动现金流</b>	(1,345)	(619)	3,166	5,831	5,924
资本开支	704	356	320	288	260
其他	(2,050)	(975)	2,845	5,542	5,665
<b>融资活动现金流</b>	(353)	(973)	(1,027)	(1,341)	(1,678)
股权融资	0	-0	-0	-0	-0
银行借款	3,191	1,483	193	201	209
其他	(3,544)	(2,456)	(1,221)	(1,542)	(1,886)
<b>汇率变动对现金的影响</b>	75	(27)	(30)	(33)	(36)
<b>现金净增加额</b>	459	(526)	4,520	7,203	7,245
<b>期末现金总额</b>	2,610	2,143	4,737	5,249	5,848

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	7,836	9,108	10,078	11,169	12,442
营业成本	1,174	1,280	1,593	1,765	1,965
营业费用	3,006	3,351	3,810	4,021	4,479
管理费用	481	502	605	558	747
其他收入/费用	(810)	(1,420)	450	360	388
<b>营业利润</b>	2,364	2,555	4,520	5,184	5,640
净财务收入/费用	(212)	(191)	(60)	(67)	(75)
其他利润	(455)	(31)	(121)	(134)	(149)
除税前利润	2,121	2,715	4,460	5,117	5,565
所得税	392	501	1,784	2,149	2,226
少数股东损益	180	124	348	356	401
<b>归母净利润</b>	1,549	2,090	2,328	2,612	2,938
EBITDA	2,333	2,906	4,520	5,184	5,640
<b>扣非后净利润</b>	1,774	2,394	2,666	2,991	3,365
EPS(元)	0.65	0.87	0.97	1.09	1.23

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	14.1	16.2	10.7	10.8	11.4
营业利润(%)	21.8	8.1	76.9	14.7	8.8
归属于母公司净利润(%)	(19.1)	34.9	11.4	12.2	12.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	85.0	86.0	84.2	84.2	84.2
净利率(%)	22.1	24.3	26.6	26.6	26.8
ROE(%)	11.1	13.5	0.8	0.9	1.1
ROIC(%)	8.6	11.1	0.7	0.8	0.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	30.1	25.5	1.9	2.0	2.1
净负债比率(%)	74.3	62.9	4.8	5.0	5.2
流动比率	2.5	1.7	1.4	1.5	1.5
速动比率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.0	0.0
应收账款周转率	6.5	7.6	7.5	8.0	8.4
应付账款周转率	33.9	46.5	46.5	46.5	46.5
存货周转率	10.5	11.6	12.4	13.1	13.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.87	0.97	1.09	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.9	0.5	1.0	1.1	1.3
每股净资产(最新摊薄)	5.8	6.4	117.4	114.9	114.9
<b>估值比率</b>					
P/E	14.0	10.4	9.3	8.3	7.4
P/B	1.5	1.4	0.1	0.1	0.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn