

核心品种推动业绩稳健增长，管线与合作助力未来增量

2025 年 03 月 28 日

► **业绩稳步攀升。**2025 年 3 月 25 日，三生制药发布 2024 年年度业绩公告，2024 年公司实现收入 91.1 亿元，同比增长 16.5%；实现毛利 78.3 亿元，同比增长 17.9%；实现归母净利润 20.9 亿元，同比增长 34.9%；实现扣非归母净利润 23.2 亿元，同比增长 18.8%。

► **核心品种稳健增长。**2024 年全年特比澳销售收入达到 50.6 亿元，同比增长 20.4%，2024 年 4 月特比澳儿童 ITP 适应症获批上市，2024 年 8 月特比澳治疗慢性肝病相关的血小板减少症的上市申请获受理，未来有望进一步增长。2024 年全年蔓迪销售收入达到 13.4 亿元，同比增长 18.9%，2024 年 1 月蔓迪泡沫剂作为 OTC 产品获批上市，成为目前国内唯一获批上市的米诺地尔泡沫剂型，蔓迪市场竞争力得到进一步提升。

► **创新管线迎来收获期。**公司大力投入研发，管线聚焦肾科、血液及肿瘤、自免/眼科、皮肤/减重等领域，目前已有 30 个在研品种。除蔓迪泡沫剂以外，公司艾曲泊帕干混悬剂和阿普斯特片也于 2024 年获得上市批准。在 NDA 受理方面，除了特比澳的 CLDT 适应症以外，长效促红素 SSS06 治疗透析贫血、IL-17 单抗 608 治疗中重度斑块状银屑病、艾曲泊帕乙醇胺片治疗 ITP 的上市申请也获得受理。此外，公司抗 VEGF/PD1 双抗产品 707 的 II 期数据优异，III 期临床已获 CDE 批准，并携手百利天恒开拓双抗+双抗 ADC 的临床潜在价值。

► **协同合作拓展商业化版图。**2024 年公司达成 4 项合作，继续拓展商业化版图，包括与翰宇药业合作司美格鲁肽注射液的减重适应症，与海和药物合作紫杉醇口服溶液、与东阳光药合作苯磺酸克立福替尼、与映恩生物合作 HER2 ADC。合作产品与公司现有产品在治疗领域上高度协同，未来有望进一步丰富产品组合，实现销售协同放量。

► **投资建议：**公司核心产品稳健增长，创新管线与合作产品逐步获批上市及放量，我们看好公司未来业绩持续增长。我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 104.88 亿元、121.31 亿元、141.11 亿元，同比增长 15.2%、15.7%、16.3%；归母净利润分别为 25.39 亿元、29.63 亿元、34.88 亿元，同比增长 21.5%、16.7%、17.7%，对应 PE 分别为 10/9/8 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**集采风险，市场竞争加剧风险，政策变化风险，产品研发不及预期风险，仿制药风险。

推荐

维持评级

当前价格：

12.00 港元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师 王维肖

执业证书：S0100523100004

邮箱：wangweixiao@mszq.com

相关研究

- 1.三生制药 (1530.HK) 2024 年半年报点评：核心产品实现快速放量，持续加强创新研发-2024/08/25
- 2.三生制药 (1530.HK) 2023 年年报点评：核心产品业绩稳健，生物制品板块持续增长-2024/03/21
- 3.三生制药 (1530.HK) 深度研究：基本面稳健，生发产品蔓迪及后续管线持续发力-2024/03/08

盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,108	10,488	12,131	14,111
增长率(%)	16.5	15.2	15.7	16.3
净利润	2,090	2,539	2,963	3,488
增长率(%)	34.9	21.5	16.7	17.7
EPS	0.87	1.06	1.24	1.46
P/E	13	10	9	8
P/B	1.7	1.5	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 3 月 27 日收盘价，汇率 1HKD=0.93RMB)

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	9,347	12,172	13,467	15,349
现金及现金等价物	2,143	3,659	4,866	6,382
应收账款及票据	1,305	1,492	1,619	1,552
存货	795	1,014	872	1,198
其他	5,104	6,008	6,110	6,216
非流动资产合计	14,866	15,647	16,497	17,369
固定资产	4,993	5,190	5,387	5,584
商誉及无形资产	6,311	6,577	6,862	7,170
其他	3,561	3,879	4,247	4,615
资产合计	24,213	27,819	29,963	32,718
流动负债合计	5,464	7,337	7,360	7,632
短期借贷	3,470	4,483	4,483	4,483
应付账款及票据	180	347	232	369
其他	1,814	2,507	2,645	2,780
非流动负债合计	713	549	549	549
长期借贷	38	38	38	38
其他	675	512	512	512
负债合计	6,176	7,886	7,910	8,181
普通股股本	0	0	0	0
储备	15,672	17,501	19,544	21,934
归属母公司股东权益	15,436	17,265	19,309	21,699
少数股东权益	2,600	2,667	2,745	2,837
股东权益合计	18,036	19,932	22,054	24,536
负债和股东权益合计	24,213	27,819	29,963	32,718

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	0	3,054	3,620	4,138
净利润	2,090	2,539	2,963	3,488
少数股东权益	127	67	78	92
折旧摊销	NA	396	405	414
营运资金变动及其他	NA	51	174	144
投资活动现金流	NA	-1,641	-1,277	-1,308
资本支出	NA	-859	-887	-918
其他投资	NA	-782	-390	-390
筹资活动现金流	NA	103	-1,136	-1,314
借款增加	NA	1,014	0	0
普通股增加	NA	0	0	0
已付股利	NA	-710	-920	-1,098
其他	NA	-200	-216	-216
现金净增加额	NA	1,516	1,207	1,516

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

备注：由于 2024 财年现金流量表部分数据尚未完全披露，因此未披露部分暂用 NA 列示

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,108	10,488	12,131	14,111
其他收入	0	10	10	10
营业成本	1,280	1,447	1,650	1,863
销售费用	3,351	3,859	4,464	5,192
管理费用	502	577	667	776
研发费用	1,327	1,311	1,553	1,834
财务费用	191	45	56	46
权益性投资损益	349	-22	-22	-22
其他损益	-89	-53	-15	-15
除税前利润	2,718	3,182	3,714	4,372
所得税	501	576	673	792
净利润	2,218	2,606	3,042	3,580
少数股东损益	127	67	78	92
归属母公司净利润	2,090	2,539	2,963	3,488
EBIT	2,909	3,228	3,770	4,418
EBITDA	2,909	3,624	4,174	4,831
EPS (元)	0.87	1.06	1.24	1.46

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	16.53	15.15	15.67	16.32
归属母公司净利润	34.93	21.47	16.71	17.72
盈利能力(%)				
毛利率	85.95	86.20	86.40	86.80
净利率	22.95	24.21	24.43	24.72
ROE	13.54	14.71	15.35	16.08
ROIC	11.02	10.81	11.62	12.45
偿债能力				
资产负债率(%)	25.51	28.35	26.40	25.01
净负债比率(%)	7.57	4.33	-1.56	-7.58
流动比率	1.71	1.66	1.83	2.01
速动比率	1.46	1.44	1.62	1.77
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.40	0.42	0.45
应收账款周转率	7.59	7.50	7.80	8.90
应付账款周转率	6.53	5.50	5.70	6.20
每股指标 (元)				
每股收益	0.87	1.06	1.24	1.46
每股经营现金流	0.00	1.27	1.51	1.73
每股净资产	6.44	7.21	8.06	9.06
估值比率				
P/E	13	10	9	8
P/B	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	9.56	7.67	6.66	5.76

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048