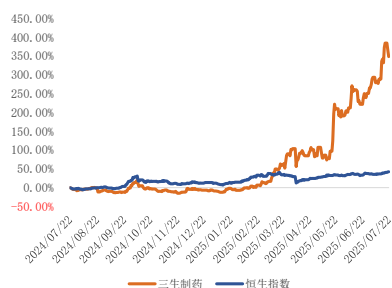


厚积薄发，创新重估

核心要点：

公司评级：买入（首次覆盖）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	32.8	115.3	315.8
绝对收益	39.6	131.9	360.1

注：相对收益与沪深 300 相比

□ SSGJ-707 卡位下一代免疫疗法优质赛道

SSGJ-707(PD-1/VEGF) 双抗 II 临床数据显示,在非小细胞肺癌(NSCLC)适应症获得了优异的客观缓解率和疾病控制率,无论单药还是与化疗联用,均展示出显著的抗肿瘤活性和良好的安全性,具有同类最优的潜力,一线治疗 PD-L1 表达阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌适应症获国家药监局突破性疗法认证.SSGJ-707 已启动单药头对头对比 Keytruda 治疗晚期 PD-L1 阳性、局部晚期或转移性 NSCLC 患者三期临床研究。成功与辉瑞签订大额海外授权交易,有望加速推进 SSGJ-707 国内及海外临床进展,享受下一代免疫疗法技术升级红利,实现产品全球商业化最大价值。

□ 商业化产品竞争优势显著,有望持续赋能创新管线

公司深耕医疗行业,在血液/肿瘤、肾科及自免领域构建显著先发竞争优势,核心产品特比溴、促红素、蔓迪等产品组合有望持续为公司贡献丰厚现金流。同时公司不断丰富核心业务领域产品组合,助力业绩持续增长。肿瘤领域引入口服紫杉醇、Her2 ADC 等产品,自免管线 608 (IL-17A)、613 (IL-1 β) 进入上市申报阶段,同时 626 (第二代靶向 BDCA2) 和 627 (TL1A) 在创新性和研发进度均处于全球领先地位,后续有望实现早期价值兑现。

□ 投资建议

公司作为优质医药龙头公司,深耕医疗行业,在血液/肿瘤、肾科及自免领域构建显著先发竞争优势,同时拓展大健康业务板块,成功打造脱发蔓迪品牌,公司存量业务稳健,有望持续赋能创新管线。公司通过自研和引入持续丰富产品管线,为核心业务板块构建新一轮增长产品矩阵,同时在研创新管线得到海外龙头公司认可,同时实现股权层面深度合作,公司创新能力有望得到价值重估。从企业运营周期来看,公司步入创新驱动新周期,看好创新药产品陆续获批上市带来业绩持续增长,我们预计 2025-2027 年营业收入(计入 SSGJ-707 交易首付款)同比增速分别为 118%/-44%/12%,归母净利润分别为 95.37/28.30/33.05 亿元,同比增速分别为 356%/-70%/17%,EPS 分别为 3.97/1.18/1.38 元,2025 年 7 月 23 日股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 6.6/22.1/18.9 倍,低于可比公司均值,首次覆盖,给予“买入”评级。

□ 风险提示

SSGJ-707 海外授权交易、临床进展及临床结果低于预期风险;技术迭代风险;竞品临床数据低于预期风险;新产品商业化低于预期风险;国内医药生物政策低于预期风险;中美生物技术博弈相关风险;国际地缘冲突风险。

分析师：张德燕

证书编号：S0500521120003

Tel: 021-50295326

Email: zhangdy@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9108	19829	11099	12429
同比增速	17%	118%	-44%	12%
归母净利润	2090	9537	2830	3305
同比增速	35%	356%	-70%	17%
毛利率	86.0%	92.8%	87.6%	88.0%
ROE	13.5%	37.9%	10.4%	11.1%
EPS（人民币元）	0.87	3.97	1.18	1.38
PE	29.9	6.6	22.1	18.9
PB	4.1	2.5	2.3	2.1

资料来源：同花顺 iFind、湘财证券研究所；单位：人民币百万元

正文目录

1 在研管线价值兑现，创新布局迎来重估	3
1.1 下一代免疫疗法有望驱动行业新一轮成长	3
1.2 SSGJ-707 卡位下一代免疫疗法优质赛道	7
1.3 在研产品 SSGJ-707 价值兑现，关注 626、627	10
2 多元化产品组合持续贡献新增量	13
2.1 口服紫杉醇：全球唯一获批，便利性优势显著	13
2.2 DB-1303：新一代靶向 HER2 抗体偶联药物	14
2.3 自免：渠道先发优势显著，在研管线步入收获期	15
2.4 肾科：长效 EPO 处于上市申报阶段	18
2.5 大健康：管线丰富，脱发拓展至皮肤/减重	19
3 核心商业化品种优势显著，有望持续贡献业绩	20
3.1 深耕产业，构建血液/肿瘤、肾科及自免显著竞争优势	20
3.2 特比澳适应症持续扩充有望推动产品持续增长	22
4 盈利预测及投资建议	24
4.1 盈利预测	24
4.2 投资建议	26
5 风险提示	26

图表目录

图 1 2014-2024 全球主要 PD-(L)1 药品销售金额	3
图 2 2024 全球 PD-(L)1 市场竞争格局情况	4
图 3 2014-2024 全球 PD-(L)1 TOP4 药品销售金额(亿美元)	4
图 4 三生制药在研产品管线情况	10
图 5 三生制药基于四大核心业务板块构建多元化产品组合	13
图 6 2024 国内紫杉醇肿瘤市场各剂型竞争格局情况	14
图 7 DB-1303 临床开展及进展情况	15
图 8 公司自免管线临床进展情况	16
图 9 在研管线强化公司肾科综合竞争力	19
图 10 2020-2024 脱发业务板块持续快速增长（人民币百万元）	19
图 11 引入皮肤、减重领域产品，丰富产品管线	20
图 12 2014-2024 三生制药营业收入（百万元）	21
图 13 2014-2024 三生制药归母净利润（百万元）	21
图 14 2020-2024 三生制药核心产品收入（人民币百万元）	21
图 15 2014-2024 三生制药毛利率（%）	22
图 16 2014-2024 三生制药研发费用（亿元）	22
图 17 2014-2024 三生制药经营性现金流净额	22
图 18 2014-2024 三生制药净资产收益率（%）	22

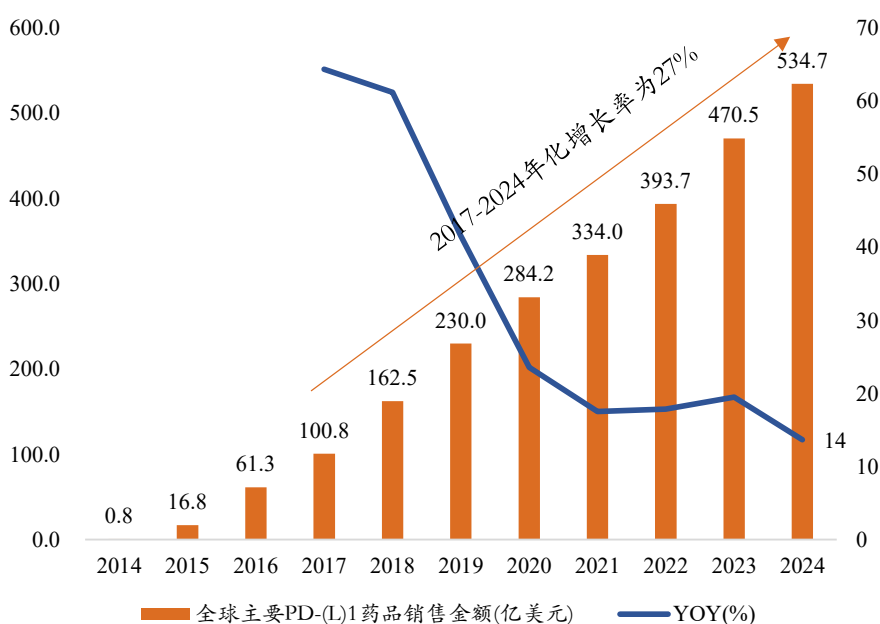
图 19 rhTPO 分子结构与天然 TPO 基本一致	23
图 20 2019-2024 升板药物市场各品种市占率	23
图 21 特比澳适应症持续扩充	23
表 1 全球主要 PD-(L)1/VEGF 项目交易情况（亿美元）	5
表 2 全球主要进入临床二期 PD-(L)1/VEGF 双靶点及三靶点在研项目情况	6
表 3 SSGJ-707 临床开展情况	7
表 4 SSGJ-707 II 期临床结果	8
表 5 SSGJ-707 单药非小细胞肺癌 II 期临床数据对比	8
表 6 SSGJ-707 联合化疗非小细胞肺癌 II 期临床数据对比	9
表 7 全球 BDCA2 靶点在研管线情况	11
表 8 SSGJ-627 国内首个获批临床的 TL1A 单抗	12
表 9 柏瑞素胃癌及复发/转移的 HER-2 阴性乳腺癌临床开展情况	14
表 10 抗 IL-4R 单抗 611 处于临床三期阶段	17
表 11 抗 IL-17A 单抗 608 处于上市申请阶段	17
表 12 613 抗 IL-1 β 处于上市申请阶段	18
表 13 三生制药核心业务营业收入预测（人民币百万元）	25
表 14 可比公司估值对比（人民币亿元）	26
附表 公司财务报表以及相应指标	28

1 在研管线价值兑现，创新布局迎来重估

1.1 下一代免疫疗法有望驱动行业新一轮成长

以 PD-(L)1 为代表的免疫疗法技术周期推动肿瘤市场开启 10 多年成长周期：PD-(L)1 免疫疗法具备广谱和持久抗肿瘤活性优势，成为肿瘤治疗基石药物。2024 年全球主要 PD-(L)1 市场规模达到 534.7 亿美元，同比增长 14%，2014 年产品获批上市以来，推动市场规模快速扩容，2017-2024 年全球 PD-(L)1 市场年化增长率达到 27%。

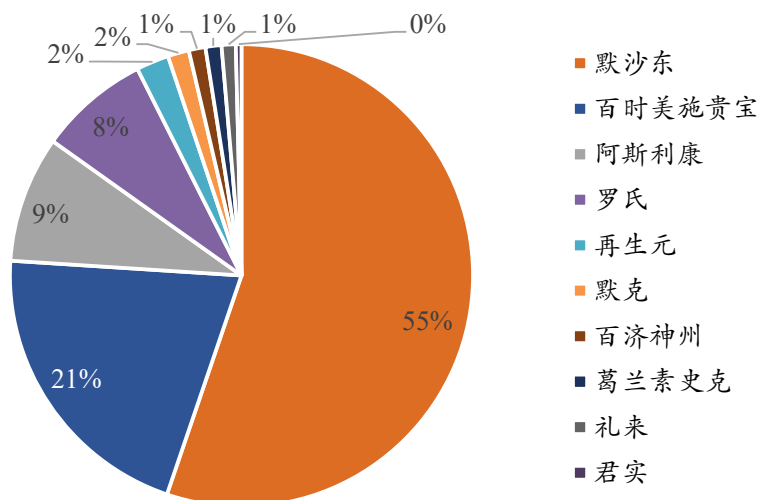
图 1 2014-2024 全球主要 PD-(L)1 药品销售金额



资料来源：Insight、湘财证券研究所；右轴为 YOY(%)

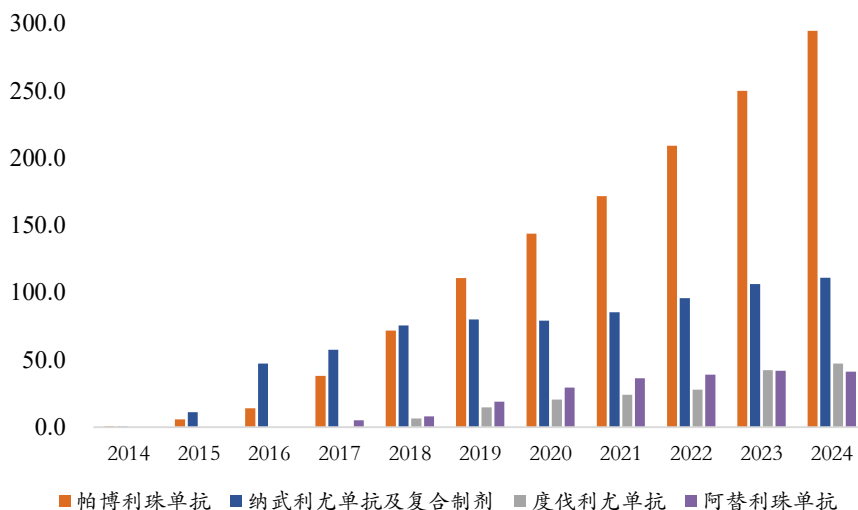
2024 年四款产品帕博利珠单抗 (K 药)、纳武利尤单抗 (O 药) 及复合制剂、度伐利尤单抗和阿替利珠单抗市占率达到 92.6%：全球龙头公司在研发及销售投入具备显著竞争优势，成功抢占 PD-(L)1 主要市场份额，2024 年默沙东帕博利珠单抗 (K 药) 市占率达到 55%，百时美施贵宝纳武利尤单抗 (O 药) 及复合制剂市占率为 21%。

图 2 2024 全球 PD-(L)1 市场竞争格局情况



资料来源：Insight、湘财证券研究所

图 3 2014-2024 全球 PD-(L)1 TOP4 药品销售金额(亿美元)



资料来源：Insight、湘财证券研究所

随着适应症逐步覆盖，PD-(L)1 市场逐步进入相对成熟阶段，PD-(L)1 抑制剂疗法在客观缓解率、冷肿瘤等存在改善和突破空间，新一代免疫疗法成为开发热点，近几年以 PD-1/VEGF 为代表的双抗路线在下一代免疫研发方向上取得较为显著进展。多款产品达成重磅交易，国内研发项目成主要交易对象。2022 年以来主要 PD-(L)1/VEGF 交易项目合计交易总金额达到 255.38 亿美元，两个项目首付款超过 10 亿美元，其中受让方默沙东及百时美施贵宝为目前 PD-(L)1 市场市占率位居前两位的公司。龙头公司持续布局该路线，随着研发资本投入持续加大，PD-1/VEGF 有望成为新一代免疫基石药物。

表 1 全球主要 PD-(L)1/VEGF 项目交易情况 (亿美元)

转让方	受让方	项目	首付款	里程碑	其他交易额	交易总金额	交易日期
BioNTech	百时美施贵宝	PM8002	15	76	20	111	2025/6/2
三生制药	辉瑞制药	SSGJ-707	12.5	48	1	61.5	2025/5/20
康方生物	Summit	依沃西单抗	5	45		50	2022/12/6
礼新医药	默沙东制药	LM-299	5.88	27		32.88	2024/11/14
		合计	38.38	196	21	255.38	

资料来源：Insight、湘财证券研究所；截至 2025/7/6

PD-(L)1/VEGF 双抗多款产品进入临床二期阶段，其中三款产品依沃西单抗、SSGJ-707 和 PM8002 获得中国内地突破性疗法。

表 2 全球主要进入临床二期 PD-(L)1/VEGF 双靶点及三靶点在研项目情况

药品	研发机构	中国内地最高状态	境外最高状态	靶点	特殊审评通道
依沃西单抗	康方生物/Summit	批准上市 2024-05-21	境外: 临床III期 2021-11-26	PD-1 /VEGFA	中国内地: 突破性治疗, 优先审评; 美国: 快速通道
			美国: 临床III期 2021-11-26		
			欧盟: 临床III期 2021-11-26		
			日本: 临床III期 2023-06-12		
			其他: 临床III期 2021-11-26		
SSGJ-707	三生制药/辉瑞制药	临床III期 2025-05-16	境外: 批准临床	PD-1 /VEGF	中国内地: 突破性治疗
			美国: 批准临床		
PM8002	BioNTech/普米斯/BMS	临床III期 2024-05-14	境外: 临床III期 2024-11-26	PD-L1 /VEGFA	中国内地: 突破性治疗
			美国: 临床III期 2024-11-26		
			欧盟: 临床III期 2024-11-26		
			日本: 临床III期 2024-11-26		
			其他: 临床III期 2024-11-26		
SCTB14	神州细胞	临床II/III期 2025-03-15	境外: 临床I/II期 2024-03-12	PD-1/VEGF	
			其他: 临床I/II期 2024-03-12		
JS207	君实生物	临床II期 2025-03-07	境外: 批准临床 2025-01-01	PD-1/VEGFA	
			其他: 批准临床 2025-01-01		
B1962	圆祥生命/天士力	临床II期 2024-11-07	境外: 临床I期 2024-12-06	PD-L1 /VEGF	
			其他: 临床I期 2024-12-06		
RC148	荣昌生物	临床II期 2024-09-30		PD-1 /VEGF	
珀维拉美普α	宜明昂科/Instil	临床II期 2024-12-18	境外: 批准临床 2025-07-02	PD-L1 /VEGF	
			美国: 批准临床 2025-07-02		
Sotiburafusp alfa	华奥泰/华海生物	临床II期 2022-11-04	境外: 临床I期 2020-12-17	PD-L1 /VEGF	
			美国: 临床I期 2020-12-17		
KH003	赛灵药业	临床I/II期 2025-06-10		PD-L1 /VEGF	
DR30206	华东医药	临床I/II期 2025-05-20		PD-L1 /TGFB /VEGF	
AI-081	OncoC4	批准临床 2025-06-20	境外: 临床I/II期 2024-10-10	PD-1 /VEGF	
			美国: 临床I/II期 2024-10-10		
LM-299	礼新医药/默沙东	临床I/II期 2024-09-14	境外: 临床I/II期 2024-09-14	PD-1 /VEGF	
			其他: 临床I/II期 2024-09-14		
SCTB41	神州细胞	临床I/II期 2024-09-10		PD-1 /TGFB /VEGF	
MHB039A	明慧医药	临床I/II期 2024-03-01		PD-1/VEGF	
PM8003	普米斯生物	临床I/II期 2021-07-30		PD-L1 /TGFB/VEGF	

资料来源: Insight、湘财证券研究所; 截至 2025/7/6

1.2 SSGJ-707 卡位下一代免疫疗法优质赛道

SSGJ-707 是三生制药基于 CLF2 专利平台开发的靶向 PD-1/VEGF 双特异性抗体，可同时抑制 PD-1 和 VEGF 双靶点。根据 Insight 数据显示，目前国内已开展六项临床研究，II 临床研究启动单药、单药联合化疗治疗一线非晚期小细胞肺癌 (NSCLC)、一线及后线转移性结直肠癌 (mCRC) 及和晚期妇科肿瘤。2025 年 5 月，SSGJ-707 启动单药头对头对比 Keytruda 治疗晚期 PD-L1 阳性、局部晚期或转移性 NSCLC 患者三期临床研究，计划入组 420 例，预计 2026 年 7 月完成主要指标。同时，SSGJ-707 已获得 FDA 的 IND 批准。

探索联合 ADC 用药方面，2025 年 2 月与百利天恒达成战略合作，共同推进 707 和 BL-B01D1 (EGFR×HER3 的双抗 ADC) 联合用药，探索双抗加双抗 ADC 在肿瘤治疗上的未被发掘的潜在价值。

表 3 SSGJ-707 临床开展情况

登记号/代号	适应症	试验组方案	对照组方案	分期	试验开始日期	试验完成日期	主要指标完成日期	当前入组人数	目标入组人数
NCT06980272 CTR20251867 SSGJ-707-NSCLC-III-01	非小细胞肺癌 (PD-L1 TPS ≥1% 一线)	SSGJ-707	帕博利珠单抗	III期	2025-06-20(实际)	2028-12-31(预计)	2026-07-30 (预计)		420
NCT06361927 CTR20241067 SSGJ-707-NSCLC-II-01	非小细胞肺癌 (PD-L1 TPS ≥1% 一线)	SSGJ-707		II期	2024-05-15(实际)	2025-07-01(预计)	2025-06-01 (预计)	100	120
CTR20221432	实体瘤 (二线、三线、末线)			I期	2023-03-20(实际)			1	130
NCT06493760 CTR20242357	结直肠癌 (一线、三线、末线)	SSGJ-707, 氟尿嘧啶 类和铂类化疗 SSGJ-707, FOLFOLX SSGJ-707 SSGJ-707, 氟尿嘧啶 类和铂类化疗/FOLFOLX	贝伐珠单抗, 氟尿嘧啶 类和铂类化疗/FOLFOLX	II期	2024-09-03(实际)	2027-06-01(预计)	2025-06-01 (预计)		130
NCT06412471 CTR20241649	非小细胞肺癌 (驱动基因阴性 一线)	SSGJ-707, 含铂双药 化疗		II期	2024-07-26(实际)	2025-08-01(预计)	2025-07-01 (预计)	10	235
NCT06522828 CTR20242752	子宫内膜癌 卵巢上皮癌 (二线)	SSGJ-707, 紫杉醇, 卡铂 SSGJ-707, 紫杉醇		II期	2024-10-10(实际)	2026-08-01(预计)	2025-08-01 (预计)	5	80

资料来源：Insight、湘财证券研究所；截至 2025/7/7

II 期临床阶段性分析数据展示出显著的抗肿瘤活性和良好的安全性，具有 best-in-class (BIC,同类最优) 的潜力：SSGJ-707 在非小细胞肺癌 (NSCLC) 患者的治疗上获得了优异的客观缓解率 (ORR) 和疾病控制率 (DCR)，无论单药还是与化疗联用，均展示出显著的抗肿瘤活性和良好的安全性，具有 BIC 的潜力。

表 4 SSGJ-707 II 期临床结果

代号 / 登记号	NCT06361927			NCT06412471		NCT06493760	
适应症	非小细胞肺癌 (晚期/转移PD-L1 TPS ≥1%)			非小细胞肺癌 (晚期/转移, 驱动基因阴性)		结直肠癌 (晚期/转移, BRAF突变, MSS/pMMR, RAS突变)	
疗法类型	一线			一线		一线、三线、末线	
人数	N=83			N=108		N=68	
分期	II期			II期		II期	
组名 / 人数	试验组 (N=83)	试验组Y1 (N=34)	试验组Y2 (N=24)	试验组1	试验组2	试验组1 (N=7)	试验组2 (N=61)
分组特征	All pts	10 mg/kg All pts	10 mg/kg patients with ≥ 2 post-baseline tumor assessment scans	非鳞状非小细胞肺癌	鳞状非小细胞肺癌	≥ 3L mCRC	1L mCRC
干预药	SSGJ-707	SSGJ-707	SSGJ-707	SSGJ-707含铂双药化疗	SSGJ-707含铂双药化疗	SSGJ-707	SSGJ-707氟尿嘧啶类和铂类化疗/FOLFOX
给药方式		10 mg/kg Q3W	10 mg/kg Q3W	10 mg/kg Q3W	10 mg/kg Q3W	10 mg/kg Q2W	10 mg/kg Q3W or Q2W + chemo
ORR		59.0%	70.8%	58.3%	81.3%	33.3%	36.3%
DCR		97.0%	100.0%	100.0%	100.0%	66.7%	63.6%
TRAE (≥grade 3)	23.5%			8.9%			
TRAE	88.2%			55.6%			
首次发表	2025/1/16			2025/1/16		2025/1/16	

资料来源：Insight、湘财证券研究所；截至 2025/7/7

SSGJ-707 单药 II 期针对于 PD-L1 阳性一线 NSCLC 临床数据 ORR、DCR 及安全性方面均表现较好。ORR 达到 70.8%，DCR 为 100%。安全性方面，三級以上的治疗相关不良反应为 23.5%。

表 5 SSGJ-707 单药非小细胞肺癌 II 期临床数据对比

代号 / 登记号	NCT06361927			NCT05499390	
适应症	非小细胞肺癌 (晚期/转移, PD-L1 TPS ≥1%)			非小细胞肺癌 (晚期/转移, PD-L1 TPS ≥1%)	
疗法类型	一线			一线	
人数	N=83			N=398	
分期	II期			III期	
组名 / 人数	试验组 (N=83)	试验组Y1 (N=34)	试验组Y2 (N=24)	试验组 (N=198)	对照组 (N=200)
分组特征	All pts	10 mg/kg All pts	10 mg/kg patients with ≥ 2 post-baseline tumor assessment scans	PD-L1 TPS ≥1%	PD-L1 TPS ≥1%
干预药	SSGJ-707	SSGJ-707	SSGJ-707	依沃西单抗	帕博利珠单抗
给药方式		10 mg/kg Q3W	10 mg/kg Q3W	20 mg/kg Q3W	200 mg Q3W
ORR		59.0%	70.8%	50.0% (95%CI, 42.8-57.2)	38.5% (95%CI, 31.7-45.6)
DCR		97.0%	100.0%	89.9% (84.8-93.7)	70.5% (95%CI, 63.7-76.7)
mPFS				11.14months (95%CI, 7.33-NE)	5.82months (95%CI, 5.03-8.21)
TRAE (≥grade 3)		23.5%		29.4%	15.6%
TRAE		88.2%		89.8%	81.9%
首次发表	2025/1/16			2024/9/8	

资料来源：Insight、湘财证券研究所；截至 2025/7/7；备注：非头对头对比

SSGJ-707 单药联合化疗针对于一线 NSCLC 早期疗效及安全性数据表现优异: 驱动基因阴性一线 NSCLC 的 II 期临床数据显示, 鳞状 NSCLC 患者 ORR 达到 81.3%, DCR 为 100%, 非鳞状 NSCLC 患者 ORR 为 58.3%, DCR 为 100%。安全性方面, 总体患者 TRAE 为 55.6%, 三级以上的治疗相关不良反应为 8.9%, 呈现了较好的安全性。

表 6 SSGJ-707 联合化疗非小细胞肺癌 II 期临床数据对比

代号 / 登记号	NCT06412471		NCT04736823		NCT02578680	NCT02775435
适应症	非小细胞肺癌 (晚期/转移, 驱动基因阴性)		非小细胞肺癌 (晚期/转移)		非鳞状非小细胞肺癌 (晚期/转移, 驱动基因阴性)	鳞状非小细胞肺癌 (晚期/转移)
疗法类型	一线		一线		一线	一线
人数	N=108		N=135		N=616	N=559
分期	II期		II期		III期	III期
组名 / 人数	试验组1	试验组2	试验组1 (N=72)	试验组2 (N=63)	试验组 (N=410)	试验组
分组特征	非鳞状非小细胞肺癌	鳞状非小细胞肺癌	non-squamous	squamous (SCC)		
干预药	SSGJ-707 含铂双药化疗	SSGJ-707 含铂双药化疗	依沃西单抗, 卡铂, 培美曲塞	依沃西单抗, 卡铂, 紫杉醇	帕博利珠单抗, 含铂双药化疗	帕博利珠单抗, 含铂双药化疗
给药方式	10 mg/kg Q3W	10 mg/kg Q3W	10 or 20 mg/kg	10 or 20 mg/kg	pembrolizumab 200 mg	200 mg of pembrolizumab
ORR	58.3%	81.3%	55.0%	75.0%	48.3%	57.9%
DCR	100%	100%	100%	95.0%		
TRAE (≥grade 3)	8.9%		28.1%		72.1%	69.8%
mOS (m)					22	15.9
mPFS (m)					9	6.4

资料来源: Insight、湘财证券研究所; 截至 2025/7/7; 备注: 非头对头对比

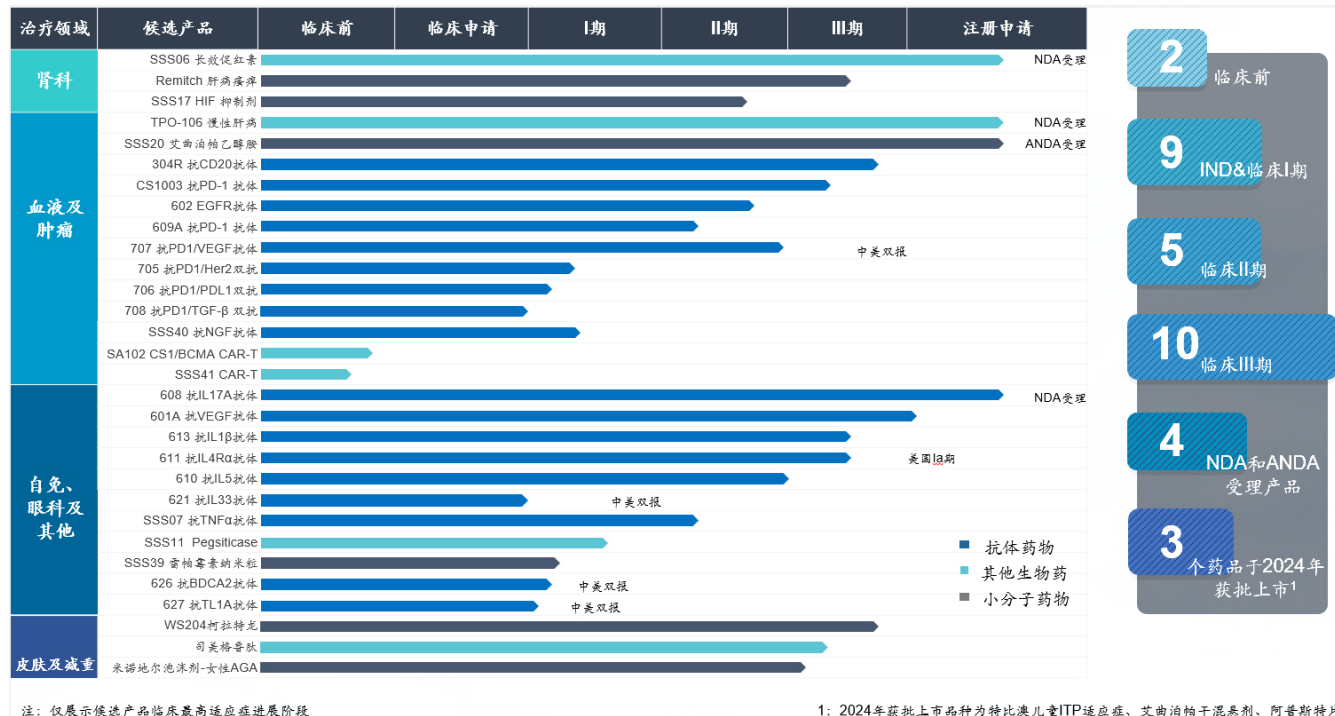
1.3 在研产品 SSGJ-707 价值兑现，关注 626、627

创新管线进入价值兑现期：基于 SSGJ-707 优异临床数据，公司与辉瑞成功达成海外授权交易及股权层面深度合作。根据许可协议，公司向辉瑞独家授予 SSGJ-707 在全球（不包括中国内地）的开发、生产、商业化权利。公司及沈阳三生将保留 SSGJ-707 在中国内地的开发、生产、商业化权利，并基于届时商定的财务条款授予辉瑞对 SSGJ-707 在中国内地开展商业化的选择权。公司将获得 12.5 亿美元不可退还且不可抵扣的首付款，以及最高可达 48 亿美元的开发、监管批准和销售里程碑付款。公司还将根据授权地区的产品销售额收取两位数百分比的梯度销售分成。7 月 24 日，进一步达成国内市场授权和股权层面合作。

此次落地的大额交易是公司创新管线价值兑现和国际化征程的重要里程碑，此次合作有助力公司研发体系升级，推动公司更好地融入全球生物医药产业价值链。

截至 2024 年，公司共有 30 款在研产品管线，其中 2024 年 3 款产品新获批上市，4 款产品进入注册申请阶段，10 款产品进入临床三期阶段，5 款产品处于临床二期。

图 4 三生制药在研产品管线情况



资料来源：三生制药官网、湘财证券研究所

SSGJ-626 为第二代靶向 BDCA2 单抗，具备 BIC 潜力：BDCA2（血液树突

状细胞抗原 2) 主要在浆细胞样树突状细胞 (pDC) 上表达, BDCA2 在 pDC 中可通过抑制干扰素产生影响免疫应答, 进而调控免疫系统。由于 pDC 产生 IFN α/β 被认为是 SLE 的主要病理生理因素, 因此 BDCA2 是阻断 SLE 产生干扰素 α/β 的潜力靶点。

SSGJ-626 已经获得在中美开展 SLE 和 CLE 两个适应症临床研究的临床许可, 中国启动了临床 I 期研究入组。2025 年预计完成中国健康人的 Ia 期临床研究入组, 并获得安全性、PK/PD 数据, 启动 SLE 患者中 Ib 期的安全性、PK/PD 临床研究。

表 7 全球 BDCA2 靶点在研管线情况

药品成分	研发机构	中国内地最高状态及时间	境外最高状态及时间	靶点 (靶点全球最高状态)	成分类别	技术类型
Litfilimab 新药 全球 FIC 适应症进度	渤健制药 MNC ORIG. - 渤健生物科技 (上海) 有限公司 ORIG.	临床 III 期 2021-07-05	境外: 临床 III 期 2021-05-20 美国: 临床 III 期 2021-05-20 欧盟: 临床 III 期 2021-05-20 日本: 临床 III 期 2021-07-05 其他: 临床 III 期 2021-05-20	BDCA2 (临床 III 期)	单特异性抗体	
ANB101 新药 适应症进度	Centessa Pharmaceuticals 初创 Biotech ORIG. - Capella BioScience ORIG. - AnaptysBio 中型 Biotech LIC.		境外: 申请临床 2025-02-27 美国: 申请临床 2025-02-27	BDCA2 (临床 III 期)	单特异性抗体	
SSGJ-626 新药 药监局新 FIC 适应症进度	三生国健药业 (上海) 股份有限公司 ORIG.	临床 I 期 2024-11-03	境外: 批/准临床 2024-10-22 美国: 批/准临床 2024-10-22	BDCA2 (临床 III 期)	单特异性抗体	
HC022 新药 适应症进度	上海宏成药业有限公司 初创 Biotech ORIG.	临床 I 期 2024-10-22		BDCA2 (临床 III 期)	暂未确定类别	
DB-2304 新药 全球 FIC 适应症进度	映恩生物制药 (苏州) 有限公司 初创 Biotech ORIG.	临床 I 期 2024-10-01	境外: 临床 I 期 2024-10-01 其他: 临床 I 期 2024-10-01	• BDCA2 (临床 III 期) • GR (批准上市)	抗体偶联物 ADC	• 载荷: 皮质类固醇 • 靶向配体: 抗体 • DAR: 4
CBS008 新药 适应症进度	Centessa Pharmaceuticals 初创 Biotech ORIG. - AnaptysBio 中型 Biotech LIC.		境外: 临床前 2024-11-05	BDCA2 (临床 III 期)	单特异性抗体	

资料来源: Insight、湘财证券研究所; 截至 2025/7

SSGJ-627 为国内首个获批临床的 TL1A 单抗: TL1A (TNF 配体相关分子 1A) 是肿瘤坏死因子超家族的成员, 主要由内皮细胞表达。它与 DR3 (死亡受体 3) 结合, 为下游信号通路提供刺激信号, 调节效应细胞的增殖、活化、凋亡和细胞因子、趋化因子的产生。作为粘膜免疫反应、过敏和自身免疫的中枢调节因子, TL1A/DR3 在自身免疫和自身炎症性疾病中发挥关键作用, 抑制 TL1A 在治疗自身免疫和炎症性疾病中亦是一种有效策略。临床前研究显示, 627 与 TL1A 具有高亲和力及特异性的结合, 在不同动物模型中展示了显著的药效。同时, 627 具备良好、可接受的安全性。目前, 已获批中美临床批件。

表 8 SSGJ-627 国内首个获批临床的 TL1A 单抗

药品成分	研发机构	中国内地最高状态及时间	境外最高状态及时间	靶点 (靶点全球最高状态)
Afimkibart 新药 适应症进度	• 辉瑞制药 MNC ORIG. • Roivant Sciences BioPharma ORIG. – Vant ORIG. • 罗氏制药 MNC LIC. – Telavant LIC. – 中外制药株式会社 LIC. • 味之素株式会社	临床III期 2024-09-19	境外: 临床III期 2024-09-19 美国: 临床III期 2024-09-19 欧盟: 临床III期 2024-09-19 日本: 临床III期 2024-09-19 其他: 临床III期 2024-09-19	TL1A (临床III期)
Tulisokibart 新药 全球FIC 适应症进度	• 默沙东制药 MNC ORIG. – Prometheus Biosciences ORIG.	临床III期 2023-09-25	境外: 临床III期 2023-09-25 美国: 临床III期 2023-09-25 欧盟: 临床III期 2023-09-25 日本: 临床III期 2023-09-25 其他: 临床III期 2023-09-25	TL1A (临床III期)
SSGJ-627 新药 内地原研FIC 适应症进度	• 三生制药集团 BioPharma ORIG. – 三生国健药业(上海)股份有限公司 ORIG.	临床I期 2025-04-22	境外: 批准临床 美国: 批准临床	TL1A (临床III期)
GR2303 新药 适应症进度	重庆智翔金泰生物制药股份有限公司 中型Biotech ORIG.	申请临床 2025-06-24		TL1A (临床III期)

资料来源: Insight、湘财证券研究所; 截至 2025/7

2 多元化产品组合持续贡献新增量

基于四大核心业务板块构建多元化产品组合，推动业绩持续增长：公司在血液/肿瘤、肾科、自免和皮肤/代谢四大核心业务板块持续丰富产品组合，一方面加速内部研发管线推进，另一方面通过 BD 合作丰富优势领域产品管线，打造多元化增长动力。

2024 年分别与翰宇药业、海和药业、东阳光药和映恩生物达成合作获得司美格鲁肽(减重适应症)、口服紫杉醇(柏瑞素)、FLT3-ITD 突变的复发/难治性急性髓性白血病(AML)靶向治疗药物克立福替尼和 Her-2 ADC 药物 DB-1303。

图 5 三生制药基于四大核心业务板块构建多元化产品组合



资料来源：三生制药官网 2024 年度业绩公开路演资料、湘财证券研究所

2.1 口服紫杉醇：全球唯一获批，便利性优势显著

血液/肿瘤管线新增产品柏瑞素为全球唯一获批上市的口服紫杉醇溶液，引领肿瘤居家治疗新模式，口服剂型无需预处理，患者无需住院管理，便利性优势显著。优效性方面，根据 2024 年度业绩路演资料数据显示，胃癌患者中位总生存时间 (mOS) 为 9.13 个月，对比对照组 6.54 个月增加 40%。安全性方面，显著降低外周神经病变、过敏反应、肌痛等副作用，脱发发生率明显下降 (34.7%V.S. 59.3%)。目前，胃癌适应症已于 2024 年 9 月获批上市，乳腺癌适应症 III 期顺利推进。

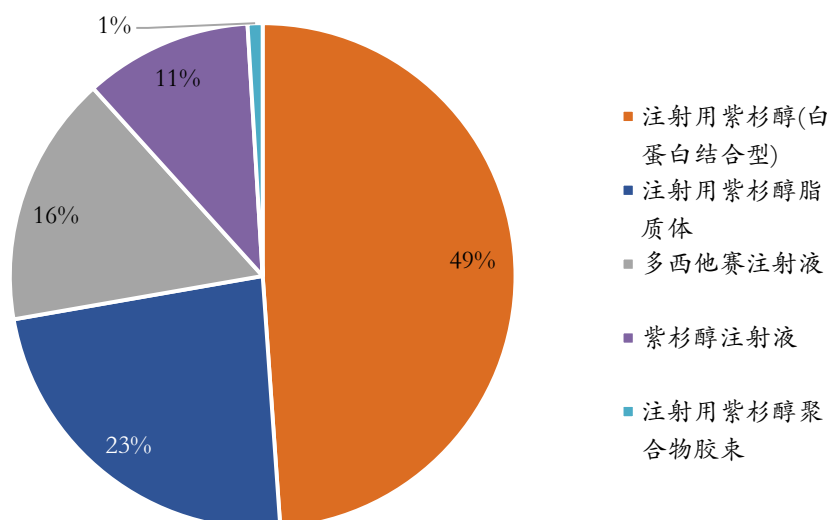
表 9 柏瑞素胃癌及复发/转移的 HER-2 阴性乳腺癌临床开展情况

登记号/代号	适应症	试验组方案	对照组方案	分期	试验开始日期	试验完成日期
• CTR20190050 • DHP107C2301	胃癌 (二线)	紫杉醇口服溶液- Liporaxel	紫杉醇	III期	2019-04-29(实际)	2023-02-15(实际)
• NCT03315364 • CTR20190448 • 2024-517090-24-00 • EUCTR2020-000954-86 • OPTIMAL	• 三阴性乳腺癌 (HER2阴性 一线) • HR阳性、HER2阴性乳腺癌 (既往 内分泌治疗 一线、二线)	紫杉醇口服溶液- Liporaxel	紫杉醇	II/III期	2017-12-18(实际)	2025-12-31(预计)

资料来源：Insight、湘财证券研究所；截至 2025/7

紫杉醇为经典的化疗基础药物，具备广谱抗肿瘤的特性。围绕紫杉醇剂型改良研发持续推进，截至 2024 年，国内市场白蛋白结合型、脂质体及胶束改良剂型获批上市，商业化取得成功。2024 年白蛋白结合型、脂质体剂型市占率分别为 49%、23%，占据主要市场份额。口服紫杉醇具备剂型差异化、使用便利性 & 安全性改善等竞争优势，有望成为治疗方案新选择。

图 6 2024 国内紫杉醇肿瘤市场各剂型竞争格局情况



资料来源：药智数据、湘财证券研究所

2.2 DB-1303：新一代靶向 HER2 抗体偶联药物

公司与映恩生物达成合作，获得 DB-1303 多个适应症在中国大陆、香港和澳门的商业化权利。DB-1303 适应症 HER2 阳性子宫内膜癌 (EC) 获得 FDA 突破性疗法、快速通道认定及 CDE 突破性疗法认定，是全球临床进展最领先的 HER2 ADC。DB-1303 开展多项临床研究，针对 HER2 表达(IHC 1/2/3+) EC 的注册临床试验已完成患者入组，最早将于 2025 年向 FDA 申请加速批准，针对

HR+/HER2 低表达 BC（未接受化疗治疗）的 3 期全球注册临床试验正在开展，针对既往接受过曲妥珠单抗及紫杉烷类治疗的转移性 BC 患者的 III 期中国注册临床试验正在开展，预计将于 2026 年向 NMPA 提交 BLA。

图 7 DB-1303 临床开展及进展情况



资料来源：映恩生物 2025 年 5 月路演交流资料、湘财证券研究所

2.3 自免：渠道先发优势显著，在研管线步入收获期

公司在自身免疫性疾病领域管线布局丰富，拥有多款在研产品。预计 2025 - 2027 将有 4 款产品陆续提交上市申请，未来有望逐步为公司业绩增长提供有力支撑。同时，针对 IL-33、BDCA2 和 TL1A 等创新靶点在研管线均已同步启动中国和美国两地临床试验。

图 8 公司自免管线临床进展情况

	适应症	IND	Ph I	Ph II	Ph III	NDA
608 抗IL-17A 单抗	中重度斑块状银屑病					NDA 受理
	强直性脊柱炎					
	中轴性脊柱炎					
613 抗IL-1 β 单抗	急性痛风性关节炎					2025E
	痛风性关节炎(间歇期)					
611 抗IL-4R 单抗	成人特应性皮炎 (AD)			中美双报		2026E
	青少年AD					
	儿童AD					
	慢性鼻窦炎伴鼻息肉					
	慢阻肺 (COPD)					
610 抗IL-5 单抗	嗜酸性粒细胞哮喘					2027E
621 抗IL-33 单抗	慢阻肺 (COPD)			中美双报		
626 抗BDCA2 单抗	系统性红斑狼疮(SLE)			中美双报		
	皮肤型红斑狼疮(CLE)			中美双报		
627 抗TL1A 单抗	溃疡性结肠(UC)			中美双报		

资料来源：三生制药官网 2024 年度业绩公开路演资料、湘财证券研究所

611 抗 IL-4R 单抗 2025 年预计完成中重度特应性皮炎适应症的临床 III 期研究，2025 年递交上市申请；COPD 适应症完成临床 II 期研究，启动临床 III 期入组；青少年中重度特应性皮炎适应症获得临床 II 期研究结果，并启动临床 III 期入组；慢性鼻窦炎伴鼻息肉适应症完成临床 III 期研究入组；儿童中重度特应性皮炎适应症完成临床 Ib 期研究，并启动临床 II 期研究入组。

根据 Insight 数据库显示，截至 2025 年 7 月，针对于 IL-4R 靶点已有两款产品获批上市，1 款产品处于申报上市阶段，611 研发进度处于第二梯队位置。

表 10 抗 IL-4R 单抗 611 处于临床三期阶段

排名	药品成分	中国内地最高状态	最高状态时间	研发机构
1 st	度普利尤单抗	批准上市	2020-06-17	再生元制药 MNC ORIG. 赛诺非制药 MNC LIC.
2 nd	司普奇拜单抗	批准上市	2024-09-10	康诺亚生物医药科技（成都）有限公司 中型Biotech ORIG.
3 rd	乐德奇拜单抗	申请上市	2025-07-08	康乃德生物医药 初创Biotech ORIG. 先声药业集团有限公司
4 th	Comekibart	临床III期-招募完成（境内）	2024-09-13	湖南麦济生物技术股份有限公司 初创Biotech ORIG.
5 th	Telikibart	临床III期-招募完成（境内）	2024-09-25	重庆智翔金泰生物制药股份有限公司 中型Biotech ORIG.
6	SSGJ-611	临床III期-招募完成（境内）	2024-10-12	三生国健药业（上海）股份有限公司 ORIG.

资料来源：Insight、湘财证券研究所；截至 2025/7

抗 IL-17A 单抗 608 针对中重度斑块状银屑病适应症已于 2024 年 11 月申报 NDA。608 针对治疗强直性脊柱炎患者的 II 期临床研究已完成全部患者入组工作，同时针对放射学阴性中轴型脊柱炎患者的 II 期临床试验的患者入组工作正在进行。根据 Insight 数据库显示，截至 2025 年 7 月，IL-17A 靶点已有 5 款产品获批上市，608 处于上市申报阶段。

表 11 抗 IL-17A 单抗 608 处于上市申请阶段

排名	药品成分	全球最高状态	最高状态时间	研发机构
1 st	司库奇尤单抗	批准上市	2014-12-26	诺华制药 MNC ORIG.
2 nd	依奇珠单抗	批准上市	2016-03-22	礼来制药 MNC ORIG.
3 rd	Netakimab	批准上市	2019-07-11	Biocad 中型Biotech ORIG. SPH Project Biocad Limited
4 th	夫那奇珠单抗	批准上市	2024-08-20	江苏恒瑞医药股份有限公司 BigPharma ORIG.
4 th	赛立奇单抗	批准上市	2024-08-20	重庆智翔金泰生物制药股份有限公司 中型Biotech ORIG.
5	SSGJ-608	申请上市	2024-11-19	三生国健药业（上海）股份有限公司 ORIG.

资料来源：Insight、湘财证券研究所；截至 2025/7

抗 IL-1 β 单抗 613 急性痛风性关节炎适应症处于上市申请阶段；痛风性关节炎间歇期适应症启动临床 III 期入组。根据 Insight 数据库显示，该靶点产品竞争格局良好，创新类产品仅有伏欣奇拜单抗获批上市，613 处于申请上市阶段。

表 12 613 抗 IL-1 β 处于上市申请阶段

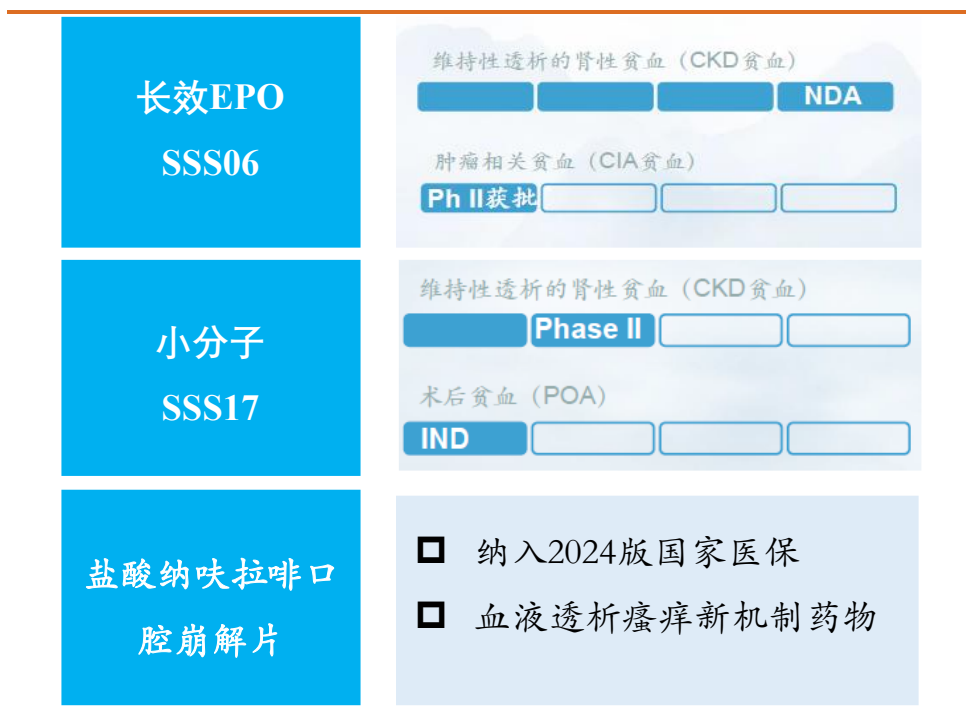
排名	药品成分	全球最高状态	最高状态时间	研发机构
1 st	卡那奴单抗	批准上市	2009-06-17	诺华制药 MNC ORIG.
2 nd	伏欣奇拜单抗	批准上市	2025-06-30	长春金赛药业有限责任公司 ORIG.
3 rd	SSGJ-613	申请上市	2025-06-06	三生国健药业（上海）股份有限公司 ORIG.

资料来源：Insight、湘财证券研究所；截至 2025/7

2.4 肾科：长效 EPO 处于上市申报阶段

肾科在研管线有望持续强化公司该领域综合竞争力：盐酸纳呋拉啡口腔崩解片是国内血液透析瘙痒适应症第一款上市新机制药物，2024 年成功纳入国家医保，有望迎来产品放量。在研管线 SSS06（长效促红素 rESP）慢性肾病贫血适应症处于上市申请阶段。SSS17 缺氧诱导因子已完成慢性肾病患者的贫血（包括透析和非透析患者）临床 II 期疗效数据收集，预计 2025 年推进 III 期临床的方案沟通工作，骨科手术术后贫血(POA)的新适应症临床 IND 申请已获得受理。

图 9 在研管线强化公司肾科综合竞争力

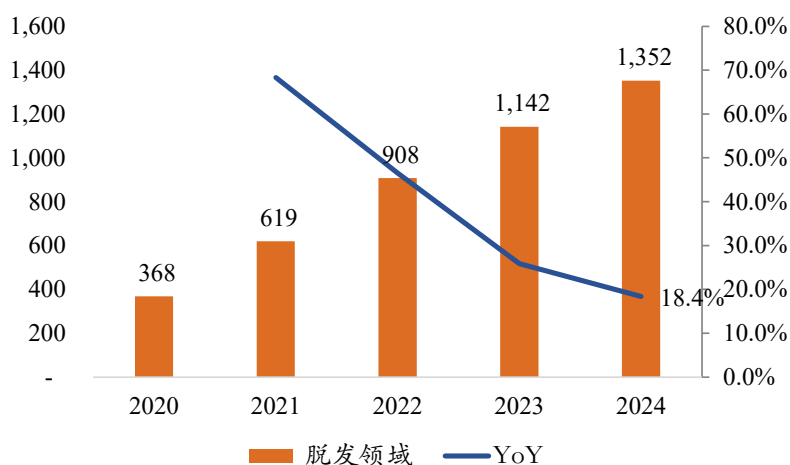


资料来源：三生制药官网 2024 年度业绩公开路演资料、2024 年报、湘财证券研究所

2.5 大健康：管线丰富，脱发拓展至皮肤/减重

公司持续拓展产品组合，脱发业务板块蔓迪保持快速增长，2024 年实现营业收入 13.5 亿元，同比增长 18.4%。2024 年 1 月，蔓迪新泡沫剂型产品获批上市，有望推动业绩持续增长。

图 10 2020-2024 脱发业务板块持续快速增长（人民币百万元）



资料来源：2020-2024 三生制药年报、湘财证券研究所；右轴为同比增速 YOY

积极引入皮肤、减重领域产品，管线持续丰富：2024 年公司与翰宇药业签署《司美格鲁肽注射液合作协议》，获得该产品的独家市场营销权。皮肤领域，WS204 治疗中重度寻常型痤疮的 III 期桥接临床试验的患者招募工作已完成，预计 2025 年完成该临床试验并递交上市申请。

图 11 引入皮肤、减重领域产品，丰富产品管线

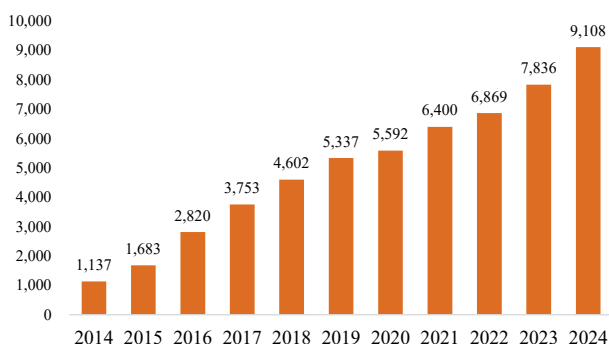


资料来源：三生制药官网 2024 年度业绩公开路演资料、Insight、湘财证券研究所

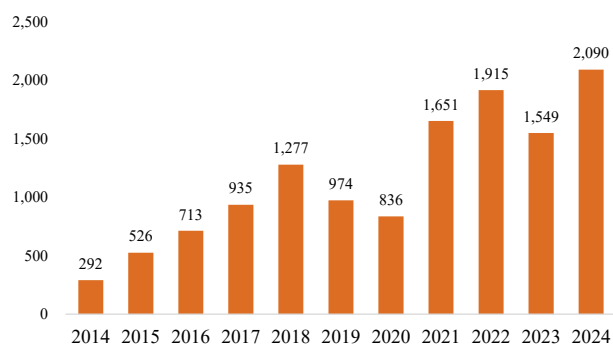
3 核心商业化品种优势显著，有望持续贡献业绩

3.1 深耕产业，构建血液/肿瘤、肾科及自免显著竞争优势

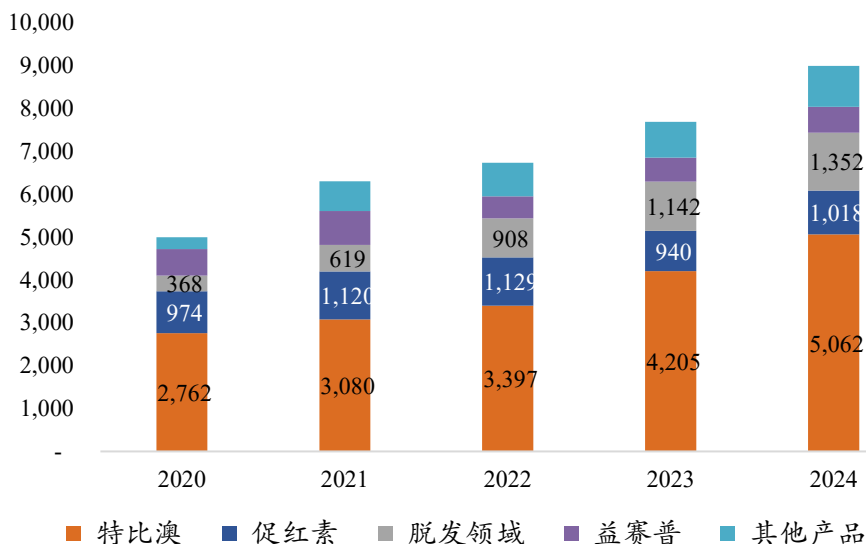
三生制药成立于 1993 年，经过 20 年多年的快速发展，三生制药集团现已成为一家集研发、生产与销售为一体的中国生物制药领军企业。公司在血液/肿瘤、肾科、自免等科室构建显著竞争优势，核心产品特比澳、促红素、蔓迪及益赛普等产品在细分领域占据较高市场份额。2014-2024 年公司营业收入及归母净利润年化增长率分别达到 23.1%、21.8%。

图 12 2014-2024 三生制药营业收入（百万元）


资料来源：Wind、湘财证券研究所；备注：人民币

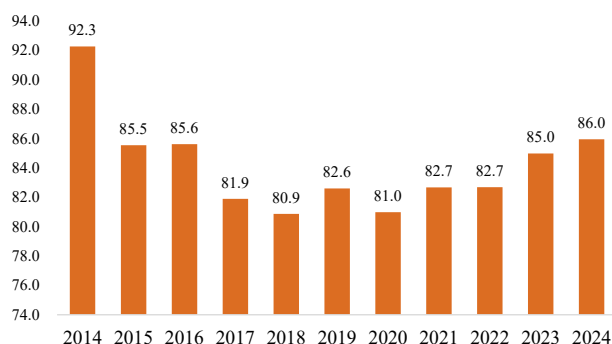
图 13 2014-2024 三生制药归母净利润（百万元）


资料来源：Wind、湘财证券研究所；备注：人民币

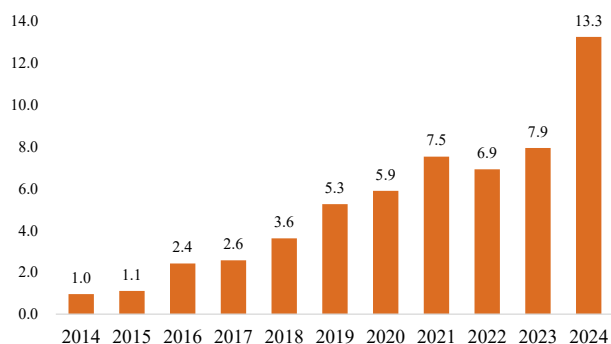
图 14 2020-2024 三生制药核心产品收入（人民币百万元）


资料来源：2020-2024 三生制药年报、湘财证券研究所

2020-2024 年产品毛利率逐年提升，研发投入加大：受益于部分产品降价因素逐步消化，2020-2024 年毛利率呈现企稳态势，2024 年毛利率上升至 86%。研发投入加大，通过加大自主研发投入和外部引进，丰富产品管线。

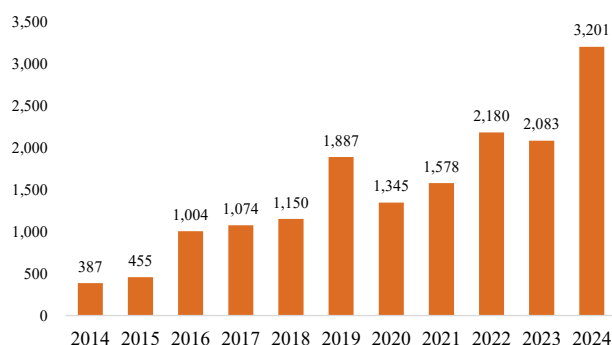
图 15 2014-2024 三生制药毛利率 (%)


资料来源：Wind、湘财证券研究所

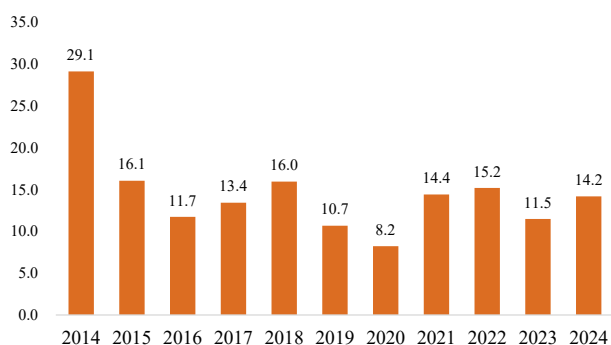
图 16 2014-2024 三生制药研发费用 (亿元)


资料来源：Wind、湘财证券研究所；备注：人民币

2014-2024 净资产收益率均值达到 14.6%，经营性现金流净额丰厚：2014-2024 年公司经营性现金流净额丰厚，净资产收益率表现优异，十年均值达到 14.6%。

图 17 2014-2024 三生制药经营性现金流净额


资料来源：Wind、湘财证券研究所；备注：人民币百万元

图 18 2014-2024 三生制药净资产收益率 (%)


资料来源：Wind、湘财证券研究所

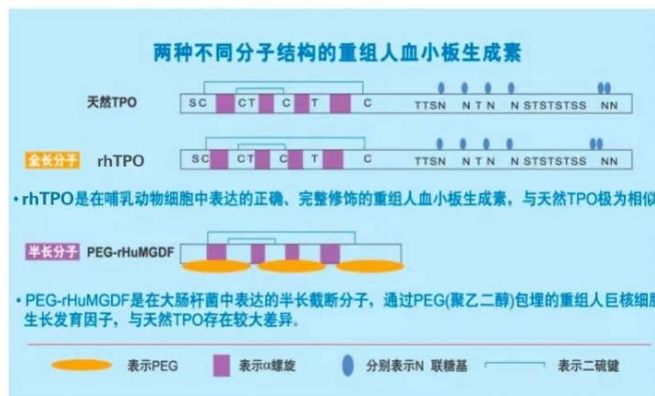
3.2 特比澳适应症持续扩充有望推动产品持续增长

血小板是来自于骨髓或肺中的巨核细胞 (MK) 的细胞质片段，从成熟的巨核细胞(颗粒巨核细胞)脱落进入循环,成为原血小板,之后成为成熟的血小板。血小板计数 (PLT) 正常范围是 $(100-300) \times 10^9/L$ 。PLT $<100 \times 10^9/L$ 定义为血小板减少，PLT $<50 \times 10^9/L$ 定义为重度血小板减少。血小板减少治疗药物主要以重组人血小板生成素 (rhTPO)、泊帕类、白介素类及罗米司亭类为主。

特比澳(重组人血小板生成素注射液)是利用基因重组技术制成的全长糖基化 TPO，与天然 TPO 同源性达 99%，是全球唯一商业化的促血小板生长因子，

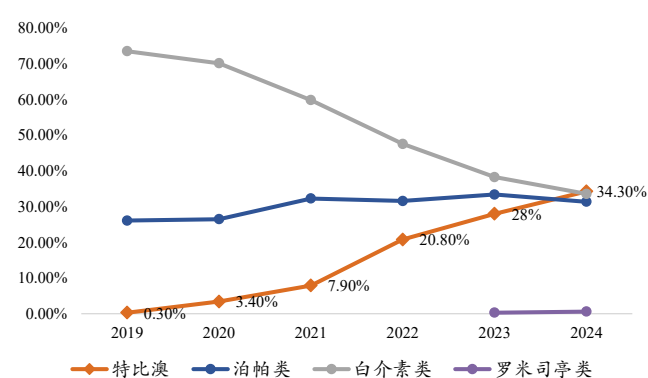
特比澳与其他治疗药物相比具有更好的疗效、血小板恢复更快及副作用更少的优势。2019-2024 年特比澳市场份额逐年上升，2024 年市场份额上升至 34.3%。

图 19 rhTPO 分子结构与天然 TPO 基本一致



资料来源：厦门长庚医院官网、湘财证券研究所

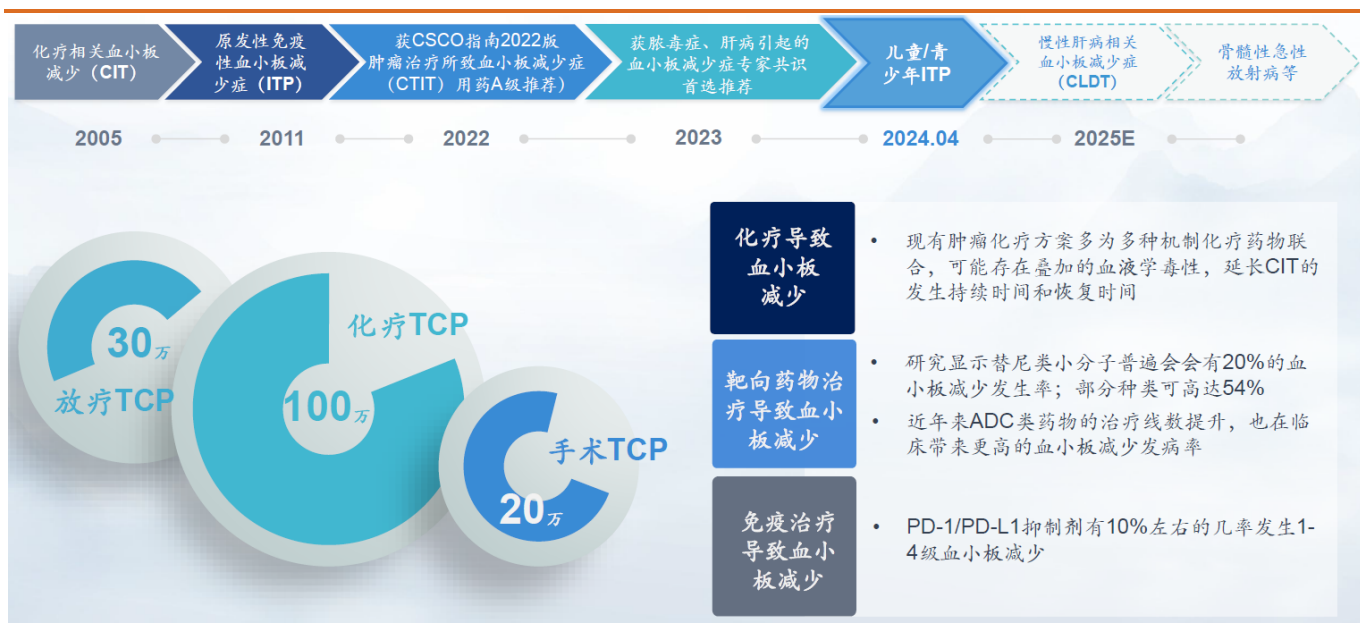
图 20 2019-2024 升板药物市场各品种市占率



资料来源：三生制药 2024 业绩交流路演材料、湘财证券研究所；备注：以销售量计

渗透率持续提升和适应症不断扩充有望推动产品持续增长：2022 年特比澳获肿瘤治疗所致血小板减少症（CTIT）用药 A 级推荐，2023 年获脓毒症、肝病引起血小板减少症专家共识首先推荐，2024 年儿童/青少年持续性或慢性原发性 ITP 适应症获批上市，同时，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的 III 期临床研究试验已达到主要终点。随着未来适应症持续覆盖及渗透率的提升，特比澳有望保持稳健增长，持续为公司提供丰厚现金流。

图 21 特比澳适应症持续扩充



资料来源：三生制药 2024 业绩交流路演材料、湘财证券研究所

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

- 1、特比澳产品力具备显著竞争优势:首先特比澳为全球唯一商业化的促血小板生长因子,市场竞争优势突出。其次在临床疗效方面,与其他治疗药物相比具有更好的疗效、血小板恢复更快及副作用更少的优势。未来产品主要增长动力来自于适应症不断扩容,2022-2023 年肿瘤治疗导致、脓毒症及肝病引起的血小板减少症相继获得 A 级和首选推荐,同时,根据 2024 公司年报披露,慢性肝病相关血小板减少症 III 期临床试验已达到主要终点。同时,公司在血液/肿瘤领域长期深耕,有望推动产品渗透率持续提升。我们预计特比澳有望凭借临床优势与适应症拓展的双重驱动,实现持续稳健增长。
- 2、肾科:公司两大核心产品益比奥和赛博尔中国重组人促红素注射液市场占据主导地位,未来公司肾科领域主要增长动力一方面来自于产品管线持续丰富,根据 2024 公司年报披露,公司长效促红素 SSS06 慢性肾病贫血适应症新药上市申请已于 2024 年 7 月获国家药监局受理,肿瘤治疗相关贫血已于 2024 年获批 II 期临床。同时,针对血液透析患者瘙痒的第一款上市药物纳呋拉啡口腔崩解片纳入 2024 版国家医保,有望为板块贡献新增量。另一方面,公司持续推动商业化产品市场下沉及海外市场拓展,有望带动产品规模持续增长收入。
- 3、皮肤/代谢:公司成功打造院外 OTC 渠道,核心脱发产品蔓迪收入保持快速增长,未来板块增长动力来自于,一方面产品渗透率仍处于较低水平,随着品牌宣传不断推广,渗透率有望持续提升。另一方面,公司产品管线不断丰富,2024 年 1 月第二代蔓迪泡沫剂获批上市,通过 HFC 透皮技术和零添加丙二醇,填补敏感人群用药空白。同时公司积极拓展痤疮、减重等大健康需求,引入 FDA 获批上市首个新机制痤疮用药 WINLEVI,根据 2024 公司年报披露,治疗中重度寻常型痤疮的 III 期桥接临床试验的患者招募工作已完成,预计 2025 年完成临床试验并递交上市申请。减重产品司美格鲁肽注射液减重适应症临床试验及申报正稳步推进。
- 4、益赛普:公司在自免领域具备显著先发优势,2005 年公司益赛普作为中国内地市场推出的首个肿瘤坏死因子抑制剂($\text{TNF}\alpha$)获批上市,并成功实现商业化,经过近二十年驱动耕耘,公司在自免疾病领域构建了

显著竞争优势。2019 年起，国内 TNF α 市场竞争格局持续加剧，益赛普价格调整导致 2020 年、2022 年营业收入增速呈现下滑，经过近几年逐步消化，2023-2024 年益赛普营业收入增速逐步恢复正增长，预计随着国内药品政策逐步改善，该品种有望恢复小幅增长。

5、新布局产品管线：公司针对现有四大业务板块，通过自研和引入方式丰富产品管线，构建更加完善的产品矩阵，为新一轮成长打造坚实基础。从上市节奏来看，肿瘤、自免及皮肤/内分泌管线陆续上市，有望成为未来业绩主要驱动力。

6、海外授权：在研管线开启价值兑现，SSGJ-707 与辉瑞达成大额海外授权交易，同时在股权层面达成深度合作。后续随着 SSGJ-707 临床持续推进，有望触发更多里程碑付款。长期维度，SSGJ-707 若成功上市并商业化，公司将收取双位数百分比的梯度特许权使用费。公司创新药管线经过多年沉淀，有望持续实现在研价值兑现。

表 13 三生制药核心业务营业收入预测（人民币百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9108	19002	11099	12429
YOY	17%	109%	-42%	12%
毛利率	86.0%	92.8%	87.5%	88.0%
1、特比澳	5062	5582	6075	6588
YOY	20%	10%	9%	8%
2、肾科	1018	1081	1184	1289
YOY	8%	6%	10%	9%
3、皮肤/代谢	1352	1487	1710	1967
YOY	18%	10%	15%	15%
4、益赛普	600	630	661	694
YOY	6%	5%	5%	5%
5、其他产品	952	999	1049	1102
YOY	15%	5%	5%	5%
6、新上市产品		60	220	580
YOY			267%	164%

资料来源：2024 三生制药年报、湘财证券研究所

综上，我们预计 2025-2027 年营业收入(计入 SSGJ-707 交易首付款)同比增速分别为 118%/-44%/12%，归母净利润分别为 95.37/28.30/33.05 亿元，同比增速分别为 356%/-70%/17%，EPS 分别为 3.97/1.18/1.38 元，2025 年 7 月 23 日股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 6.6/22.1/18.9 倍。

4.2 投资建议

公司作为优质医药龙头公司，深耕医疗行业，在血液/肿瘤、肾科及自免领域构建显著先发竞争优势，同时拓展大健康业务板块，成功打造脱发蔓迪品牌，公司存量业务稳健，有望持续赋能创新管线。公司通过自研和引入持续丰富产品管线，为核心业务板块构建新一轮增长产品矩阵，同时在研创新管线得到海外龙头公司认可，同时实现股权层面深度合作，公司创新能力有望得到价值重估。从企业运营周期来看，公司步入创新驱动新周期，看好创新药产品陆续获批上市带来业绩持续增长。2025 年 7 月 23 日股价对应公司 2025-2027 年 PE 低于可比公司均值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14 可比公司估值对比（人民币亿元）

公司简称	市值	PE			PS		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
翰森制药	1869	41.1	38.8	34.2	13.6	12.5	11.1
中国生物制药	1142	30.7	27.0	23.6	3.5	3.1	2.8
石药集团	897	17.2	16.3	14.9	3.0	2.8	2.7
均值	1303	29.6	27.4	24.2	6.7	6.1	5.5
三生制药	623	6.6	22.1	18.9	3.2	5.6	5.0

资料来源：Wind、湘财证券研究所；市值、PE、PS 取值日期为 2025 年 7 月 23 日，除三生制药外其余均为 Wind 一致预测

5 风险提示

SSGJ-707 海外授权交易、临床进展及临床结果低于预期风险：公司价值重估核心触发因素来自于早期优异临床数据得到海外龙头公司认可，若双方合作推进低于预期，后续临床进展及临床结果不及预期会对公司估值造成不利影响。

技术迭代风险：以 PD-1 为代表的第一代免疫疗法推动癌症治疗步入新范式，经过十年快速发展，新一代免疫疗法科研成果开始显现，以 PD-1/VEGF 为代表双抗路线率先取得 PFS 优效成果，有望接力成为免疫疗法基石药物，若其他探索路线取得突破性进展，会对公司产品估值造成不利影响。

竞品临床数据低于预期风险：截至 2025 年 7 月，公司 SSGJ-707 临床进度低于竞品进度，因产品骨架及药物作用机制具备一定程度相似性，竞品临床数据结果低于预期会对同一赛道管线造成一定程度影响，短期会对产品预期造成一定扰动影响。

新产品商业化低于预期风险：公司业绩核心驱动力来自于新产品组合商业化，若商业化进展及产品销售低于预期，对盈利预测造成不利影响。

国内医药生物政策低于预期风险：医药生物相关政策对整个产业链影响较

大，若集采、医保目录谈判、商保政策及院内相关政策低于预期，会对公司产品商业化造成不利影响，进而影响到业绩预测。

中美生物技术博弈相关风险：公司在研创新管线步入业绩兑现期，产品管线陆续海外授权交易有望成为公司常规业务，主要交易对手来自于海外大的制药公司，若海外授权交易受到行政干预等不利因素扰动，会对管线预期造成不利影响。

国际地缘冲突风险：若海外地缘冲突加剧导致宏观环境低于预期，会对公司造成不利影响。

附表 公司财务报表以及相应指标

资产负债表 (人民币百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (人民币百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2321	10034	10927	13109	营业收入	9108	19829	11099	12429
应收账款	1305	1412	1460	1617	营业成本	1280	1428	1376	1491
预付款项、按金及其他应收款	573	706	669	749	其他费用	5	99	111	124
其他应收款	0	0	0	0	销售费用	3351	3768	3885	4226
存货	795	880	845	911	管理费用	1828	2181	2164	2424
其他流动资产	4352	4465	4159	4205	财务费用	191	16	-103	-118
流动资产总计	9347	17498	18059	20592	其他经营损益	0	0	0	0
长期股权投资	499	499	499	499	投资收益	349	0	0	0
固定资产	4993	4863	5064	5289	公允价值变动损益	0	0	0	0
在建工程	0	350	400	450	营业利润	2802	12338	3666	4282
无形资产	2059	2005	2039	2080	其他非经营损益	5	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	税前利润	2807	12338	3666	4282
其他非流动资产	7315	7405	7415	7425	所得税	501	2221	664	775
非流动资产合计	14866	15122	15417	15743	税后利润	2306	10117	3002	3506
资产总计	24213	32620	33476	36335	归属于非控股股东利润	127	580	172	201
短期借款	3470	0	0	0	归属于母公司股东净利润	2179	9537	2830	3305
应付账款	180	199	192	208	EBITDA	3304	12978	4267	4958
其他流动负债	1814	3361	1959	2187	NOPLAT	2369	10130	2918	3410
流动负债合计	5464	3561	2151	2396	EPS(人民币元)	0.87	3.97	1.18	1.38
长期借款	38	38	38	38					
其他非流动负债	675	675	675	675					
非流动负债合计	713	713	713	713	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	6176	4274	2864	3109	成长能力				
股本	0.15	0.15	0.15	0.15	营业收入增长率	17%	118%	-44%	12%
储备	15436	16153	16153	16153	EBIT 增长率	33%	325%	-71%	17%
留存收益	0.0	9012	11106	13519	EBITDA 增长率	30%	293%	-67%	16%
归属于母公司股东权益	15436	25166	27260	29672	税后利润增长率	40%	356%	-70%	17%
归属于非控股股东权益	2600	3181	3353	3554	盈利能力				
权益合计	18036	28346	30612	33226	毛利率	86.0%	92.8%	87.6%	88.0%
负债和权益合计	24213	32620	33476	36335	净利率	24%	51%	27%	28%
					ROE	14%	38%	10%	11%
现金流量表 (人民币百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	ROA	9%	29%	8%	9%
税后经营利润	1929	10117	3002	3506	ROIC	15%	62%	18%	20%
折旧与摊销	395	624	704	795	估值倍数				
财务费用	191	16	-103	-118	P/E	29.9	6.6	22.1	18.9
其他经营资金	686	1129	-1078	-106	P/S	6.9	3.2	5.6	5.0
经营性现金净流量	3201	11886	2525	4077	P/B	4.1	2.5	2.3	2.1
投资性现金净流量	-1358	-880	-1000	-1120	股息率	0.8%	0.8%	1.1%	1.3%
筹资性现金净流量	-2253	-3293	-633	-774	EV/EBIT	21.8	4.4	14.7	12.1
现金流量净额	-410	7713	892	2183	EV/EBITDA	19.2	4.2	12.3	10.2

资料来源：同花顺 iFind、湘财证券研究所

分析师声明

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

湘财证券投资评级体系（港股市场比较基准为恒生指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。