

业绩稳健，创新升级

相关研究：

1.《三生制药首次覆盖：厚积薄发，创新重估》
2025.7.25

事件：

2025 年 8 月 29 日，公司发布 2025 半年报。根据公司 2025 年半年报，公司实现营业收入 43.6 亿元，同比下降 0.8%；归母净利润 13.6 亿元，同比增长 24.6%；扣非归母净利润 11.4 亿元，同比增长 2.1%；EPS 0.57 元，同比增长 26.7%，业绩符合预期。

核心要点：

□ 创新升级，布局全球首创靶点及独家产品

SSGJ-707 卡位下一代免疫疗法优质赛道，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，实现产品全球商业化最大价值。早研自研管线三特异性抗体 SSS59 (MUC17/CD3/CD28)、SPGL008 (B7H3/IL15R α -IL15) 处于 I 期临床阶段，均为全球首创。自免管线 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。双抗 SSGJ-705 (PD-1/HER2)、SSGJ-706 (PD-1/PD-L1) 处于 II 期临床。公司管线优势品种储备丰富，创新布局升级，为长期业绩增长奠定坚实基础。

□ 存量产品整体保持相对稳健态势，多款产品步入收获期

存量产品相对稳健：脱发板块维持快速增长，在产品多元化及有效促销活动推动下，2025 年上半年销售额 6.9 亿元，同比增长 23.8%。血液/肿瘤呈现小幅波动，特比澳销售额 23.7 亿元，同比下降 4.2%。肾科产品销售承压，益比奥及赛博尔销售额 4.5 亿元，同比下降 11.7%。其他产品销售额 7.7 亿元，同比下降 4.2%。

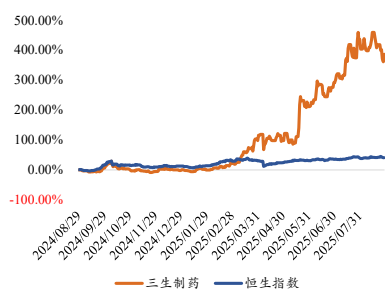
增量产品接续新成长：口服紫杉醇已进入 2025 年国家医保目录调整初步审查名单。三款产品长效促红素 SSS06、自免 SSGJ-608 (IL-17A)、SSGJ-613 (IL-1 β) 处于上市申报阶段，SSGJ-611 (IL-4R α) III 期临床试验已达到主要终点，SSGJ-610 (IL-5) 进入 III 期，多款产品步入业绩贡献窗口期，有望为公司注入增长新动能。

□ 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,未计入可能触发里程碑收入)同比增速分别为 110%/-44%/12%，归母净利润分别为 95.3/28.2/32.8 亿元，同比增速分别为 356%/-70%/16%，EPS 分别为

公司评级：买入（维持）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-11.3	48.5	356.5
绝对收益	-13.1	56.2	398.2

注：相对收益与恒生指数相比

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

3.92/1.16/1.35 元，2025 年 8 月 29 日股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 6.8/22.9/19.8 倍，维持“买入”评级。

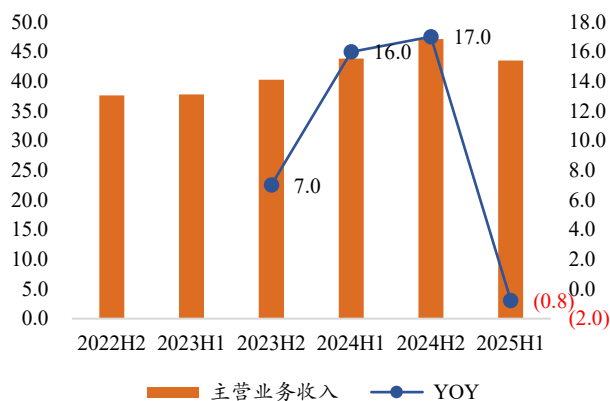
□ 风险提示

SSGJ-707 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。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9108	19133	10654	11913
同比增速	17%	110%	-44%	12%
归母净利润	2090	9530	2824	3280
同比增速	35%	356%	-70%	16%
毛利率	86.0%	92.7%	87.0%	87.5%
ROE	13.5%	37.9%	10.4%	11.1%
EPS（元）	0.86	3.92	1.16	1.35
PE	31.0	6.8	22.9	19.8
PB	4.2	2.6	2.4	2.2

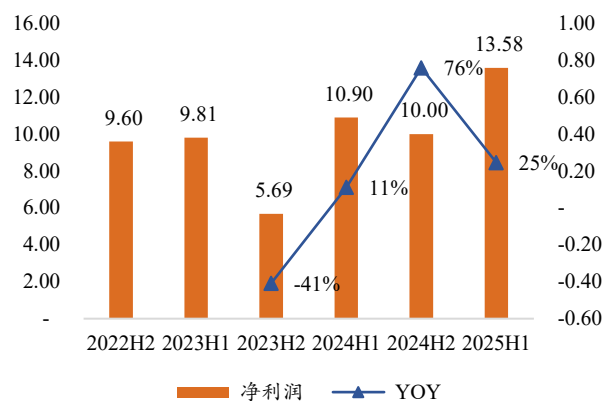
资料来源：同花顺 iFind、湘财证券研究所；单位：人民币百万元

图 1 2022-2025 三生制药半年度营业收入 (亿元,%)



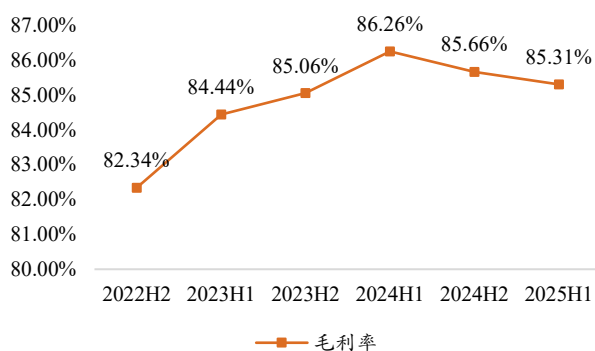
资料来源：Wind、湘财证券研究所；单位：人民币；右轴 YOY

图 2 2022-2025 三生制药半年度归母净利润 (亿元)



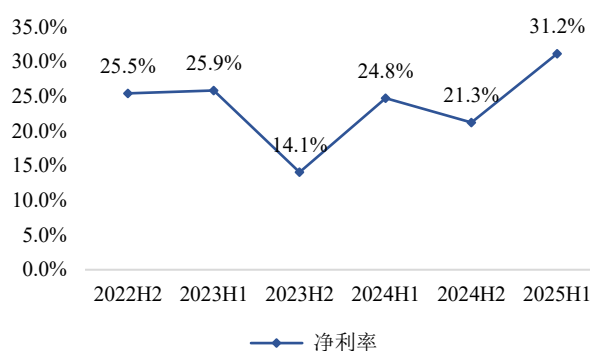
资料来源：Wind、湘财证券研究所；单位：人民币；右轴 YOY

图 3 2022-2025 三生制药半年度毛利率



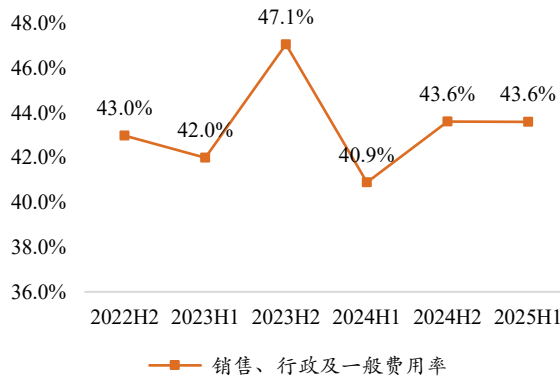
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 2022-2025 三生制药半年度净利率



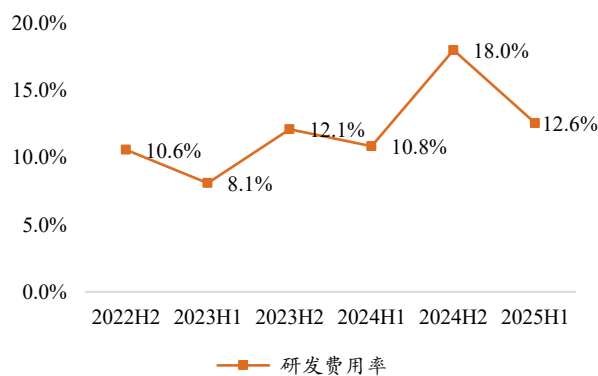
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 2022-2025 三生制药半年度销售及行政费用率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 6 2022-2025 三生制药半年度研发费用率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

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	10025	10940	13111	营业收入	9108	19133	10654	11913
应收账款	1305	1363	1401	1550	营业成本	1280	1397	1385	1489
预付款项、按金及其他应收款	573	681	642	718	其他费用	93	96	107	119
其他应收款	0	0	0	0	销售费用	3351	3635	3729	4050
存货	795	861	850	910	管理费用	1828	2105	2077	2323
其他流动资产	4352	4441	4143	4187	财务费用	191	16	-103	-118
流动资产总计	9347	17371	17976	20476	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	200	0	0
在建工程	0	350	400	450	营业利润	2713	12085	3459	4050
无形资产	2059	2005	2039	2080	其他非经营损益	5	200	200	200
长期待摊费用	0	0	0	0	税前利润	2807	12285	3659	4250
其他非流动资产	7315	7405	7415	7425	所得税	501	2175	663	770
非流动资产合计	14866	15122	15417	15743	税后利润	2306	10110	2996	3480
资产总计	24213	32493	33393	36219	归属于非控股股东利润	127	580	172	200
短期借款	3470	0	0	0	归属于母公司股东净利润	2090	9530	2824	3280
应付账款	180	195	194	208	EBITDA	3304	12925	4260	4926
其他流动负债	1814	3245	1886	2102	NOPLAT	2369	9795	2748	3219
流动负债合计	5464	3440	2080	2310	EPS(人民币元)	0.86	3.92	1.16	1.35
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	4153	2792	3023	成长能力				
股本	0.15	0.15	0.15	0.15	营业收入增长率	17%	110%	-44%	12%
储备	15436	16153	16153	16153	EBIT 增长率	33%	323%	-71%	16%
留存收益	0.0	9006	11096	13490	EBITDA 增长率	30%	291%	-67%	16%
归属于母公司股东权益	15436	25159	27249	29644	税后利润增长率	40%	356%	-70%	16%
归属于非控股股东权益	2600	3180	3352	3552	盈利能力				
权益合计	18036	28339	30601	33195	毛利率	86%	93%	87%	88%
负债和权益合计	24213	32493	33393	36219	净利率	24%	53%	28%	29%
					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	9746	2832	3316	ROIC	15%	60%	17%	19%
折旧与摊销	395	624	704	795	估值倍数				
财务费用	191	16	-103	-118	P/E	31.0	6.8	22.9	19.8
其他经营资金	686	1127	-1051	-98	P/S	7.1	3.4	6.1	5.4
经营性现金净流量	3201	11512	2383	3894	P/B	4.2	2.6	2.4	2.2
投资性现金净流量	-1358	-516	-836	-956	股息率	0.8%	0.7%	1.0%	1.2%
筹资性现金净流量	-2253	-3292	-631	-767	EV/EBIT	22.6	4.6	15.3	12.8
现金流量净额	-410	7704	915	2171	EV/EBITDA	19.9	4.3	12.8	10.7

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。