



三生制药 (01530.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

创新转型见真章，增长潜力加速释放

业绩简评

2025 年 8 月 29 日公司披露半年报，上半年实现营收 43.55 亿元，同比下降 1.1%；实现归母净利润 13.58 亿元，同比增长 24.6%；经调整 EBITDA 约人民币 16.10 亿元，同比下降 3.2%。

经营分析

主业表现稳健，奠定业绩稳健基石。2025H1 核心产品整体表现稳健：①特比澳 2025H1 按销售额计在国内血小板减少症治疗市场的份额为 63.0%(根据 IQVIA 数据)，持续位居第一；②益比奥和赛博尔 2025H1 共占 rhEPO 市场 41.5%份额；③蔓迪在中国内地米诺地尔市场亦占主导地位。主业整体稳健，构建业绩稳基石。

PD-1/VEGF 双抗 SSGJ-707 授权辉瑞，目前于国内开展 1L NSCLC III 期及多瘤种 II 期临床。2025 年 5-7 月，公司与辉瑞就 707 达成合作，有望获得 15 亿美元前端交易付款(12.5 亿美元首付款+1.5 亿美元中国市场选择权+1 亿美元股权投资)、48 亿美元里程碑付款及净销售额双位数分成，累计交易金额达 63 亿美元。目前 707 于 2025.5 开启国内 1L NSCLC (被 CDE 纳入突破性疗法) III 期临床，结直肠癌、乳腺癌等多瘤种也进入 II 期临床，辉瑞将加速推进多瘤种全球 III 期临床。707 具备全球 BIC 潜力，此次授权充分印证公司自主研发能力，707 上市后有望持续带来业绩增量。

多款在研管线稳步推进，后备力量充足。(1)肿瘤管线持续探索双抗/多抗临床潜力：①SSGJ-705 (PD-1/HER2 双抗)：目前已开展 II 期 HER2+实体瘤临床；②SSGJ-706 (PD-1/PD-L1 双抗)目前已开展消化系统肿瘤和 NSCLC 的 II 期临床；③SSS59 (全球首个靶向 MUC17/CD3/CD28 三抗)正开展实体瘤 I 期临床。(2)自免管线逐步进入收获期：①SSGJ-608 (IL-17A 单抗)银屑病已于 2024.11 递交 NDA，有望 2026 年获批上市；②SSGJ-613 (IL-1β 单抗)治疗急性痛风性关节炎已于 2025.6 递交 NDA；③SSGJ-611 (IL-4R 单抗)治疗成人 AD 的 III 期已达主要终点，预计 2025 年递交 NDA；④SSGJ-610 (IL-5 单抗)治疗重度嗜酸性粒细胞哮喘已进入 III 期。⑤SSGJ-626 (BDCA2 单抗)SLE 和 CLE 获批中美 IND；⑥SSGJ-627 (TL1A 单抗)已开展 I 期临床研究阶段。

盈利预测、估值与评级

公司主业稳健，创新转型持续推进，增长潜力持续释放。我们略上调公司 2025/2026/2027 年预测营业收入至 195/118/134 亿元，归母净利润 96/33/36 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

临床进度不及预期风险，核心产品销售不及预期，汇率波动风险。

医药组

分析师：甘坛煥 (执业 S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

分析师：唐玉青 (执业 S1130525080003)

tangyuqing@gjzq.com.cn

市价 (港币)：29.160 元

相关报告：

1. 《三生制药港股公司点评：PD-1/VEGF 许可协议生效，全球化...》，2025.7.27



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,816	9,108	19,491	11,843	13,385
营业收入增长率	13.94%	16.53%	114.00%	-39.24%	13.02%
归母净利润(百万元)	1,549	2,090	9,565	3,256	3,616
归母净利润增长率	-19.09%	34.93%	357.56%	-65.96%	11.07%
摊薄每股收益(元)	0.64	0.86	3.93	1.34	1.49
每股经营性现金流净额	0.85	1.34	3.96	1.55	1.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.04%	13.54%	37.09%	11.21%	11.07%
P/E	11.81	7.07	7.42	21.78	19.61
P/B	1.31	0.94	2.75	2.44	2.17

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	6,859	7,816	9,108	19,491	11,843	13,385
增长率	7.5%	13.9%	16.5%	114.0%	-39.2%	13.0%
主营业务成本	1,188	1,174	1,280	1,791	1,610	1,789
%销售收入	17.3%	15.0%	14.0%	9.2%	13.6%	13.4%
毛利	5,672	6,642	7,828	17,700	10,233	11,596
%销售收入	82.7%	85.0%	86.0%	90.8%	86.4%	86.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	2,580	3,006	3,351	3,898	4,027	4,685
%销售收入	37.6%	38.5%	36.8%	20.0%	34.0%	35.0%
管理费用	385	481	502	585	628	683
%销售收入	5.6%	6.2%	5.5%	3.0%	5.3%	5.1%
研发费用	693	795	1,327	1,559	1,540	1,740
%销售收入	10.1%	10.2%	14.6%	8.0%	13.0%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	2,224	2,038	2,909	11,482	3,909	4,341
%销售收入	32.4%	26.1%	31.9%	58.9%	33.0%	32.4%
财务费用	-50	59	191	0	0	0
%销售收入	-0.7%	0.8%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
投资收益	-94	-30	349	0	0	0
%税前利润	-4.1%	-1.5%	12.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,940	2,364	2,555	11,540	3,921	4,355
营业利润率	28.3%	30.2%	28.1%	59.2%	33.1%	32.5%
营业外收支						
税前利润	2,274	1,978	2,718	11,482	3,909	4,341
利润率	33.2%	25.3%	29.8%	58.9%	33.0%	32.4%
所得税	366	392	501	1,722	586	651
所得税率	16.1%	19.8%	18.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,908	1,586	2,218	9,760	3,322	3,690
少数股东损益	-7	37	127	195	66	74
归属于母公司的净利润	1,915	1,549	2,090	9,565	3,256	3,616
净利率	27.9%	19.8%	23.0%	49.1%	27.5%	27.0%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,915	1,549	2,090	9,565	3,256	3,616
少数股东损益	-7	37	127	195	66	74
非现金支出	-16	344	133	254	78	87
非经营收益						
营运资金变动	70	-162	566	-387	243	-206
经营活动现金净流	2,180	2,083	3,201	9,641	3,782	3,697
资本开支	-974	-704	-963	0	0	0
投资	-2,943	-794	-946	0	0	0
其他	194	153	551	49	-12	-13
投资活动现金净流	-3,722	-1,345	-1,358	49	-12	-13
股权募资	-476	0	-242	785	0	0
债权募资	1,633	-3	-1,282	-500	-300	-100
其他	-443	-351	-729	0	0	0
筹资活动现金净流	715	-353	-2,253	285	-300	-100
现金净流量	-718	459	-469	9,974	3,470	3,584

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,149	2,610	1,618	11,593	15,063	18,646
应收款项	1,829	2,228	2,046	3,335	2,474	2,796
存货	712	778	795	945	984	1,093
其他流动资产	5,070	3,577	4,887	4,574	4,421	4,452
流动资产	9,761	9,193	9,347	20,448	22,942	26,988
%总资产	44.4%	38.9%	38.6%	58.5%	61.6%	65.7%
长期投资	624	596	499	499	499	499
固定资产	4,086	4,692	4,993	4,844	4,698	4,557
%总资产	18.6%	19.9%	20.6%	13.9%	12.6%	11.1%
无形资产	5,763	5,795	5,987	5,927	5,868	5,809
非流动资产	12,228	14,432	14,866	14,520	14,315	14,116
%总资产	55.6%	61.1%	61.4%	41.5%	38.4%	34.3%
资产总计	21,989	23,625	24,213	34,967	37,257	41,103
短期借款	363	2,112	3,470	2,970	2,670	2,570
应付款项	249	212	180	199	224	248
其他流动负债	1,181	1,404	1,814	2,534	1,776	2,008
长期借款	1,794	3,728	5,464	5,703	4,670	4,826
其他长期负债	4,065	2,689	38	38	38	38
负债	729	695	675	646	646	646
普通股股东权益	12,963	14,034	15,436	25,786	29,042	32,658
其中：股本	0	0	0	31	31	31
未分配利润	13,133	14,190	15,554	25,872	29,128	32,744
少数股东权益	2,438	2,480	2,600	2,795	2,862	2,936
负债股东权益合计	21,989	23,625	24,213	34,967	37,257	41,103

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.78	0.64	0.86	3.93	1.34	1.49
每股净资产	5.32	5.75	6.44	10.60	11.94	13.43
每股经营现金净流	0.89	0.85	1.34	3.96	1.55	1.52
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	14.77%	11.04%	13.54%	37.09%	11.21%	11.07%
总资产收益率	8.71%	6.56%	8.63%	27.35%	8.74%	8.80%
投入资本收益率	9.41%	7.67%	11.02%	30.90%	9.60%	9.66%
增长率						
主营业务收入增长率	7.48%	13.94%	16.53%	114.00%	-39.24%	13.02%
EBIT 增长率	21.11%	-8.40%	42.76%	294.72%	-65.96%	11.07%
净利润增长率	15.97%	-19.09%	34.93%	357.56%	-65.96%	11.07%
总资产增长率	14.45%	7.44%	2.49%	44.42%	6.55%	10.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	70.6	55.4	47.4	32.1	57.9	47.1
存货周转天数	212.6	228.3	221.2	174.9	215.7	209.0
应付账款周转天数	72.7	70.7	55.1	38.0	47.3	47.5
固定资产周转天数	197.5	202.2	191.4	90.8	145.0	124.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.03%	-2.53%	-6.73%	-41.00%	-48.54%	-53.86%
EBIT 利息保障倍数	22.0	9.6	15.2	—	—	—
资产负债率	29.96%	30.10%	25.51%	18.26%	14.37%	13.40%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究