

医药	收盘价 港元 29.96	目标价 港元 35.00个	潜在涨幅 +16.8%
----	-----------------	------------------	----------------

2025 年 9 月 1 日

三生制药 (1530 HK)

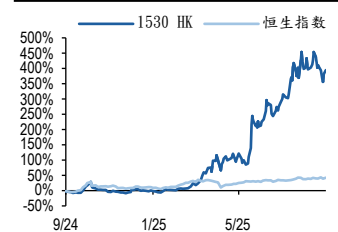
1H25 利润高增长，707 海外+差异化早研催生成长新支点；上调目标价

1H25 公司产品销售整体稳健，特比澳略有承压，但蔓迪延续强势表现，新剂型有望持续推动市场渗透。随着辉瑞即将启动 707 的全球临床开发，产品强大的海外市场价值有望逐步兑现并催化股价表现，我们预计全球销售峰值 38 亿美元，差异化显著的早期管线也开始崭露头角，未来仍有可观的 BD 潜力。维持买入，上调目标价至 35 港元。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	33.55
52周低位 (港元)	5.52
市值 (百万港元)	71,661.62
日均成交量 (百万)	61.34
年初至今变化 (%)	392.76
200天平均价 (港元)	18.87

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

- ④ **1H25 蔓迪销售超预期，利润强劲增长：**1H25 收入 43.6 亿元（人民币，下同），同比大致持平，其中：1）特比澳销售收入 23.7 亿元，同比降 4.2%，在血小板减少症治疗市场中的销售份额为 63.0%，相比 2024 年底的 66.6% 有所下降，主因监管环境变化和竞争加剧；2）蔓迪延续了强劲的放量态势，销售收入同比增 24% 至 6.8 亿元，主要得益于新上市的米诺地尔泡沫剂型逐渐获得市场认可，新老产品协同进一步拓展客户群体；3）益比奥与赛博尔合计销售下降 12% 至 4.6 亿元，主因受集采降价影响，长效促红素 SSS06 的上市申请已获受理。1H25 公司实现归母净利润 13.6 亿元，同比增长 24.6%，经营费用率基本符合我们预期，期内还录得约 2.6 亿元理财产品投资收益。对于 707（PD-1/VEGF 双抗）BD 交易的首付款，管理层预计将于 2H25 起分批确认为收入。
- ④ **707 海外开发即将启动，早期管线不断加厚：**公司即将在 10 月的 ESMO 大会上公布结直肠癌 II 期研究数据，而海外合作伙伴辉瑞即将启动全球临床，基于现有中国研究结果聚焦 NSCLC、泌尿系统、消化道等瘤种，仅美国的潜在患者群体就超 35 万人。此外，辉瑞丰富的 ADC 管线也将产生差异化显著的联用机会。拥有全球同类首创潜质的 MUC17/CD28/CD3 三抗和 B7H3 抗体-IL15 融合蛋白，后续可重点关注初步临床数据和潜在 BD 机会。
- ④ **上调目标价：**我们调整 2025-27 年盈利预测，主要反映我们对于 707 BD 交易首付款确认时点的预期变化、以及合作收入增加后利润率的提升作用。上调 DCF 目标价至 35 港元（原 33 港元），对应 24 倍/1.8 倍 2026 年市盈率/PEG。公司正从传统大单品主导业绩转向新品迭代+出海驱动长期增长，处于关键节点，未来估值中枢有较大上调空间，维持买入评级。

盈利预测变动

百万人民币	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	17,470	20,316	-14%	12,821	11,483	12%	12,018	12,393	-3%
毛利润	16,072	18,812	-15%	11,321	9,852	15%	10,395	10,658	-2%
毛利率	92.0%	92.6%	-0.6ppts	88.3%	85.8%	2.5ppts	86.5%	86.0%	0.5ppts
归母净利润	8,057	9,372	-14%	4,490	2,972	51%	3,521	3,233	9%
净利率	46.1%	46.1%	0.0ppts	35.0%	25.9%	9.1ppts	29.3%	26.1%	3.2ppts

资料来源: FactSet，公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

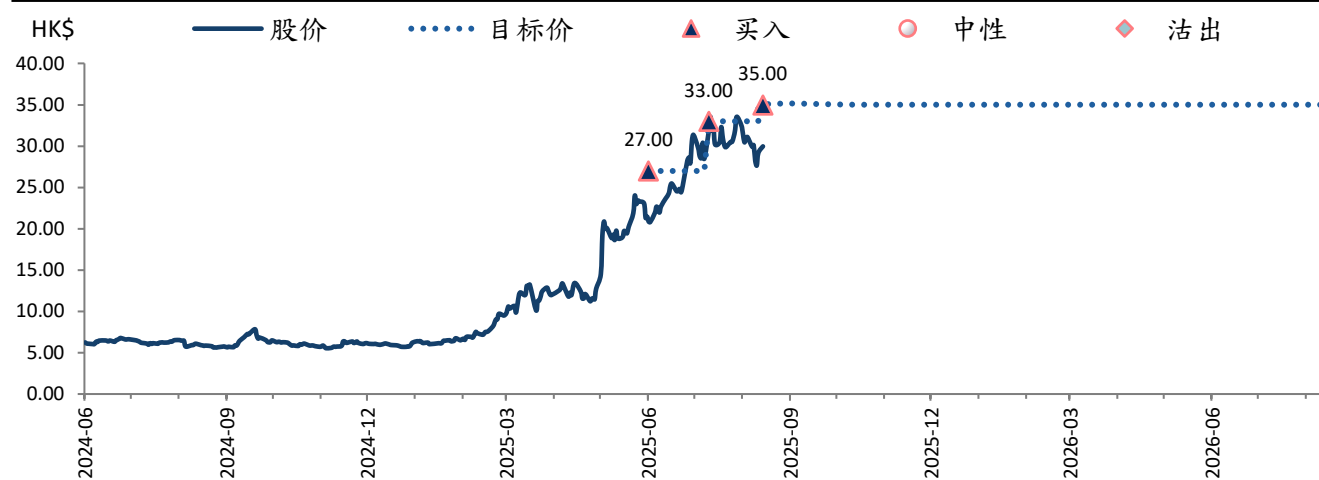
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 三生制药：DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E																				
收入	17,470	12,821	12,018	13,130	14,480	15,782	17,179	18,658	19,998	21,330	22,500																				
EBIT	10,709	5,500	3,978	4,399	5,097	5,776	6,477	7,239	7,939	8,660	9,315																				
EBIT * (1-t)	8,995	4,620	3,341	3,695	4,282	4,852	5,440	6,081	6,669	7,274	7,825																				
加：折旧摊销	365	378	392	406	420	436	443	449	456	463	470																				
减: 营运资金增加/（减少）	21	-120	81	13	-146	-100	-154	-113	-121	-110	-116																				
减: 资本开支	-511	-537	-564	-592	-621	-652	-666	-679	-692	-706	-720																				
自由现金流	8,871	4,342	3,251	3,521	3,935	4,536	5,064	5,738	6,311	6,921	7,458																				
永续增长率	2%	<table><tr><th colspan="2">WACC</th></tr><tr><td>无风险利率</td><td>4.0%</td></tr><tr><td>市场风险溢价</td><td>7.0%</td></tr><tr><td>贝塔</td><td>1.0</td></tr><tr><td>股权成本</td><td>11.0%</td></tr><tr><td>税前债务成本</td><td>5.0%</td></tr><tr><td>税后债务成本</td><td>4.3%</td></tr><tr><td>预期债权比例</td><td>10.0%</td></tr><tr><td>有效税率</td><td>15.0%</td></tr><tr><td>WACC</td><td>10.3%</td></tr></table>										WACC		无风险利率	4.0%	市场风险溢价	7.0%	贝塔	1.0	股权成本	11.0%	税前债务成本	5.0%	税后债务成本	4.3%	预期债权比例	10.0%	有效税率	15.0%	WACC	10.3%
WACC																															
无风险利率	4.0%																														
市场风险溢价	7.0%																														
贝塔	1.0																														
股权成本	11.0%																														
税前债务成本	5.0%																														
税后债务成本	4.3%																														
预期债权比例	10.0%																														
有效税率	15.0%																														
WACC	10.3%																														
自由现金流现值	31,859																														
终值现值	37,738																														
企业价值	69,597																														
净现金	11,411																														
少数股东权益	-4,601																														
股权价值（百万人民币）	76,408																														
股权价值（百万港元）	84,049																														
股份数量（百万）	2,401																														
每股价值（港元）	35.00																														

资料来源：交银国际预测

图表 2: 三生制药 (1530 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
1530 HK	三生制药	买入	29.96	35.00	16.8%	2025 年 09 月 01 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	64.35	84.00	30.5%	2025 年 09 月 01 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	105.40	105.00	-0.4%	2025 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	71.90	78.00	8.5%	2025 年 08 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	158.00	183.00	15.8%	2025 年 08 月 27 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	6.82	8.80	29.0%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	101.30	103.00	1.7%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	486.00	507.00	4.3%	2025 年 08 月 21 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	34.73	74.00	113.1%	2025 年 08 月 12 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	24.46	37.60	53.7%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	194.50	225.00	15.7%	2025 年 08 月 07 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	9.82	5.00	-49.1%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	60.05	70.00	16.6%	2025 年 08 月 20 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	17.73	28.75	62.2%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	35.98	34.00	-5.5%	2025 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	15.16	18.00	18.7%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	79.90	93.30	16.8%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMV US	百时美施贵宝	沽出	47.18	33.10	-29.8%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	14.08	16.40	16.5%	2025 年 08 月 22 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	36.50	48.00	31.5%	2025 年 08 月 19 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	8.61	9.10	5.7%	2025 年 08 月 19 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.65	14.00	61.9%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	10.99	9.30	-15.4%	2025 年 08 月 25 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	79.50	70.40	-11.4%	2025 年 08 月 22 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	40.11	40.20	0.2%	2025 年 06 月 19 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	33.56	42.00	25.1%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	2.97	3.30	11.1%	2025 年 08 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 9 月 1 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	7,816	9,108	17,470	12,821	12,018
主营业务成本	(1,174)	(1,280)	(1,398)	(1,500)	(1,622)
毛利	6,642	7,828	16,072	11,321	10,395
销售及管理费用	(3,487)	(3,853)	(4,140)	(4,411)	(5,072)
研发费用	(795)	(1,327)	(1,223)	(1,410)	(1,346)
经营利润	2,360	2,649	10,709	5,500	3,978
财务成本净额	(35)	(43)	25	42	62
其他非经营净收入/费用	(346)	113	586	456	449
税前利润	1,978	2,718	11,319	5,999	4,489
税费	(392)	(501)	(1,811)	(960)	(718)
非控股权益	(37)	(127)	(1,451)	(549)	(250)
净利润	1,549	2,090	8,057	4,490	3,521
作每股收益计算的净利润	1,549	2,090	8,057	4,490	3,521

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,611	2,143	10,118	13,693	16,281
应收账款及票据	1,095	1,305	1,471	1,620	1,738
存货	778	795	851	875	930
其他流动资产	4,709	5,104	5,149	5,453	5,384
总流动资产	9,193	9,347	17,589	21,641	24,333
物业、厂房及设备	4,692	4,993	5,249	5,517	5,799
其他长期资产	9,740	9,872	10,411	10,484	10,694
总长期资产	14,432	14,866	15,661	16,001	16,493
总资产	23,625	24,213	33,250	37,642	40,827
短期贷款	2,112	2,244	2,244	2,244	2,244
应付账款	1,577	3,177	3,511	3,843	4,024
其他短期负债	39	42	42	42	42
总流动负债	3,728	5,464	5,797	6,129	6,310
长期贷款	2,689	38	38	38	38
其他长期负债	695	675	675	675	675
总长期负债	3,384	713	713	713	713
总负债	7,111	6,176	6,510	6,842	7,023
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	14,034	15,436	22,688	26,199	28,953
股东权益	14,034	15,436	22,688	26,200	28,953
非控股权益	2,480	2,600	4,051	4,601	4,851
总权益	16,514	18,036	26,740	30,800	33,804

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,978	2,718	11,319	5,999	4,489
折旧及摊销	351	395	365	378	392
营运资本变动	(162)	566	21	(120)	81
税费	(471)	(506)	(1,765)	(985)	(723)
其他经营活动现金流	386	29	(374)	(391)	(411)
经营活动现金流	2,083	3,201	9,567	4,880	3,828
资本开支	(625)	(682)	(511)	(537)	(564)
其他投资活动现金流	(721)	(676)	(123)	362	243
投资活动现金流	(1,345)	(1,358)	(634)	(175)	(320)
负债净变动	1,188	(1,264)	0	0	0
权益净变动	0	0	714	0	0
股息	(225)	(555)	(1,755)	(978)	(767)
其他融资活动现金流	(1,316)	(434)	83	(153)	(153)
融资活动现金流	(353)	(2,253)	(958)	(1,131)	(920)
汇率收益/损失	75	(59)	0	0	0
年初现金	2,152	2,611	2,143	10,118	13,693
年末现金	2,611	2,143	10,118	13,693	16,281

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.635	0.863	3.359	1.872	1.468
全面摊薄每股收益	0.635	0.847	3.300	1.839	1.442
每股账面值	5.748	6.444	9.449	10.911	12.058
利润率分析(%)					
毛利率	85.0	86.0	92.0	88.3	86.5
净利率	19.8	23.0	46.1	35.0	29.3
盈利能力(%)					
ROA	6.6	8.6	24.2	11.9	8.6
ROE	9.4	11.6	30.1	14.6	10.4
ROIC	7.3	10.3	27.8	13.6	9.8
其他					
净负债权益比(%)	13.3	0.8	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.5	1.7	3.0	3.5	3.9

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。