

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	52.60
总股本/流通股本(亿股)	6.17 / 6.17
总市值/流通市值(亿元)	324 / 324
52周内最高/最低价	64.09 / 16.38
资产负债率(%)	7.2%
市盈率	46.14
第一大股东	富健药业有限公司

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
研究助理: 徐智敏
SAC 登记编号: S1340125080012
Email: xuzhimin@cnpsec.com

三生国健(688336)

业绩增长稳健，创新加码为公司注入长期动能

● 事件

公司发布 25 年中期业绩公告，25H1 公司收入 6.4 亿元，同比+7.6%，归母净利润 1.9 亿元，同比+47.0%，扣非归母净利润为 1.6 亿元，同比+24.6%。

● 投资要点

业绩增长稳健，持续加码创新。公司已上市产品保持稳定，25H1 商品销售收入为 4.8 亿元，同比略有下降，预计系受益赛普集采影响，价格下滑幅度较大。其他产品：赛普汀销售稳健，健尼哌实现快速增长。费用端来看，公司的销售费用率为 14.7%，同比下滑 7.4pct，预计系受益于集采政策销售端的支出得以缩减。公司持续加码研发创新，研发费用率达 28.9%，同比+4.1pct，为公司的长期发展注入动能。

管线布局层次分明，核心管线进展顺利。益赛普等上市产品稳健贡献收入，公司核心自免研发项目进展顺利，层次分明：NDA 阶段共 2 项：608 Ps0 适应症、613 急性痛风性关节炎适应症（新增）；3 期共 7 项，主要系 611（IL-4R 抗体）5 项适应症处于 3 期。**早期管线来看**，公司的 627（TL1A 单抗）和 6262（BDCA2 单抗）均获批国内首个 IND，分别有望在 IBD 治疗领域和 SLE/CLE 领域取得进展。

BD 交易提供充沛现金流，支撑管线全面拓展。5 月公司及三生制药和沈阳三生与辉瑞达成 SSGJ-707（PD-1/VEGF 双抗）全球授权（除中国内地），创中国创新药首付款历史纪录，总交易额超 60 亿美元+额外权益。7 月协议生效后，辉瑞追加 1.5 亿美元获得中国内地权益，款项利益按照三生国健 30%，沈阳三生 70%的分配比例执行。公司将获得充沛现金流，为公司的全面拓展提供扎实财务基础。

● 投资建议

公司深耕自免领域多年，益赛普在国内风湿领域有深厚的积淀，同时受益于 BD 合作，有望开始推进自身创新管线进展。我们预计 2025-2027 年公司营业收入 41.2/19.5/19.5 亿元，归母净利润为 32.4/7.2/5.6 亿元，增速为 359.9%/-77.8%/-21.6%，对应 PE 为 10/45/58。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

研发进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；上市公司业绩不及预期风险；谈判合作不及预期风险；地缘政治形势加剧风险；早研管线研发失败风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1194	4121	1954	1950
增长率(%)	17.70	245.29	-52.58	-0.21
EBITDA（百万元）	378.44	3258.58	812.91	660.08
归属母公司净利润（百万元）	704.58	3240.31	719.13	564.01
增长率(%)	139.15	359.89	-77.81	-21.57
EPS(元/股)	1.14	5.25	1.17	0.91
市盈率（P/E）	46.35	10.08	45.41	57.90
市净率（P/B）	87	3.72	3.44	3.25
EV/EBITDA	33.83	9.04	35.54	43.45

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	1194	4121	1954	1950	营业收入	17.7%	245.3%	-52.6%	-0.2%
营业成本	304	299	331	363	营业利润	128.3%	334.4%	-77.5%	-21.5%
税金及附加	9	34	15	16	归属于母公司净利润	139.2%	359.9%	-77.8%	-21.6%
销售费用	238	189	391	410	获利能力				
管理费用	79	85	98	137	毛利率	74.5%	92.8%	83.1%	81.4%
研发费用	356	400	430	488	净利率	59.0%	78.6%	36.8%	28.9%
财务费用	-51	0	0	0	ROE	12.7%	36.9%	7.6%	5.6%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	4.4%	36.3%	7.5%	5.5%
营业利润	727	3156	710	557	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	7.2%	4.8%	4.2%	4.2%
营业外支出	19	8	8	8	流动比率	8.39	18.99	23.10	23.39
利润总额	708	3148	702	549	营运能力				
所得税	16	0	0	0	应收账款周转率	8.75	29.41	13.51	11.42
净利润	691	3148	702	549	存货周转率	1.43	1.31	1.39	1.39
归母净利润	705	3240	719	564	总资产周转率	0.21	0.55	0.21	0.19
每股收益(元)	1.14	5.25	1.17	0.91	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.14	5.25	1.17	0.91
货币资金	459	3216	3764	3980	每股净资产	9.03	14.24	15.40	16.31
交易性金融资产	911	1031	931	1031	估值比率				
应收票据及应收账款	147	149	157	195	PE	46.35	10.08	45.41	57.90
预付款项	37	36	40	44	PB	5.87	3.72	3.44	3.25
存货	230	225	249	274	现金流量表				
流动资产合计	2660	6231	7015	7697	净利润	691	3148	702	549
固定资产	789	678	568	457	折旧和摊销	128	111	111	111
在建工程	750	750	750	750	营运资本变动	-78	-235	-361	-341
无形资产	224	224	224	224	其他	-460	-33	-12	-12
非流动资产合计	3305	2863	2752	2642	经营活动现金流净额	281	2991	440	308
资产总计	5965	9094	9767	10338	资本开支	-280	-57	-8	-8
短期借款	50	0	0	0	其他	-470	-97	120	-80
应付票据及应付账款	35	33	37	40	投资活动现金流净额	-750	-154	112	-88
其他流动负债	232	295	267	289	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	317	328	304	329	债务融资	0	-50	0	0
其他	111	104	104	104	其他	-52	-39	-5	-4
非流动负债合计	111	104	104	104	筹资活动现金流净额	-52	-89	-5	-4
负债合计	428	433	408	434	现金及现金等价物净增加额	-521	2757	547	216
股本	617	617	617	617					
资本公积金	2310	2310	2310	2310					
未分配利润	2330	5073	5680	6156					
少数股东权益	-31	-123	-140	-155					
其他	311	785	893	977					
所有者权益合计	5537	8662	9359	9905					
负债和所有者权益总计	5965	9094	9767	10338					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048