

三生制药 (01530.HK)

收入保持稳定，707 与辉瑞达成重磅合作

优于大市

核心观点

公司收入保持稳定，财务结构进一步优化。三生制药 2025 上半年实现营收 43.6 亿元（-0.8%），毛利 37.2 亿元（-2.1%），毛利率小幅下降至 85.3%（-1.2pct）；公司实现归母净利润 13.6 亿元（+24.6%），经调整的经营性归母净利润 11.4 亿元（+2.1%）。上半年公司的研发费用为 5.48 亿元（+15.0%），研发费用率为 12.6%（+1.8pct）；销售费用为 16.2 亿元（+1.4%），销售费用率 37.1%（+0.8pct）；管理费用为 2.83 亿元（+40.9%），管理费用率 6.5%（+1.9pct）。截至 6 月底，公司的有息负债及债券大幅下降，杠杆比率从上年末的 19.7% 下降至 9.9%。

生物制药板块小幅下滑，蔓迪保持快速增长。公司现有的商业化品种中，特比澳上半年销售 23.7 亿元（-4.2%），EP0（益比奥&赛博尔）销售 4.55 亿元（-11.7%），子公司三生国健主营产品（益赛普、赛普汀等）收入 6.42 亿元（+7.6%）。另一方面，蔓迪销售 6.82 亿元（+24.0%），销售保持快速增长。CDMO 收入 1.0 亿元（+76.1%）。

707 与辉瑞达成重磅合作，辉瑞预计将快速推进全球临床。今年 5 月，三生制药以 12.5 亿美金的首付款，最多 48 亿美金的里程碑付款以及双位数百分比销售分成的对价将 PD1xVEGF 双抗 707 的海外权益授权给辉瑞。7 月，辉瑞又以最多 1.5 亿美金的代价，将 707 的授权许可区域扩大至全球。辉瑞将探索 707 的多种治疗方式在不同瘤种中的临床应用，快速启动 NSCLC 和其他实体瘤的全球 3 期临床开发，并探索 707 的单药和联合疗法的临床方案，包括与 ADC 联用。

投资建议：维持“优于大市”评级。

我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 23.8/27.1/30.7 亿元，同比增长 13.9%/13.7%/13.3%，对应当前股价 PE=30.2/26.6/23.5 x。公司拥有稳健的增长和良好的盈利水平，双抗 707 有望实现全球价值，后续管线顺利推进，维持“优于大市”评级。

风险提示：核心产品降价幅度超预期，创新药研发进度不及预期。

盈利预测和财务指标

	2021	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,816	9,108	10,126	11,357	12,685
(+/-%)	13.9%	16.5%	11.2%	12.2%	11.7%
净利润(百万元)	1,549	2,090	2,381	2,708	3,067
(+/-%)	-19.1%	34.9%	13.9%	13.7%	13.3%
每股收益(元)	0.64	0.86	0.98	1.11	1.26
EBIT Margin	28.6%	27.3%	30.8%	31.2%	31.5%
净资产收益率(ROE)	11.0%	13.5%	14.0%	14.4%	14.8%
市盈率(PE)	46.5	34.4	30.2	26.6	23.5
EV/EBITDA	32.89	29.2	22.8	20.4	18.4
市净率(PB)	5.13	4.66	4.24	3.84	3.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

医药生物·生物制品

证券分析师：陈曦炳 0755-81982939
chenxibing@guosen.com.cn
S0980521120001

证券分析师：彭思宇 0755-81982723
cnpengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

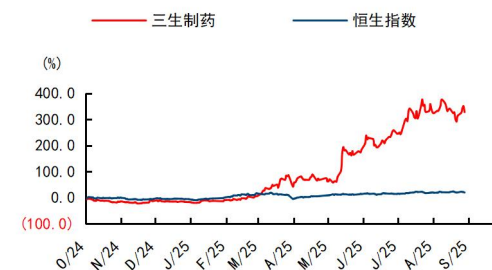
证券分析师：陈益凌

021-60933167
chenyiling@guosen.com.cn
S0980519010002

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 30.16 港元
总市值/流通市值 73362/73362 百万港元
52 周最高价/最低价 35.30/5.43 港元
近 3 个月日均成交额 1410.18 百万港元

市场走势



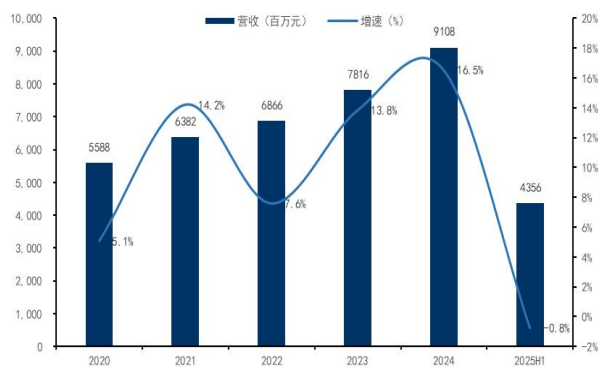
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《三生制药 (01530.HK) - 与辉瑞达成重磅交易，双抗出海扬帆起航》——2025-05-20
《三生制药 (01530.HK) - 核心产品销售稳健增长，创新管线快速推进》——2025-03-31
《三生制药 (01530.HK) - 业绩保持稳健增长，创新药临床快速推进》——2025-02-20
《三生制药 (01530.HK) - 业绩较快增长，研发管线布局丰富》——2024-08-25
《三生制药 (01530.HK) - 经营业绩较快增长，特比澳、蔓迪销售表现强劲》——2024-03-27

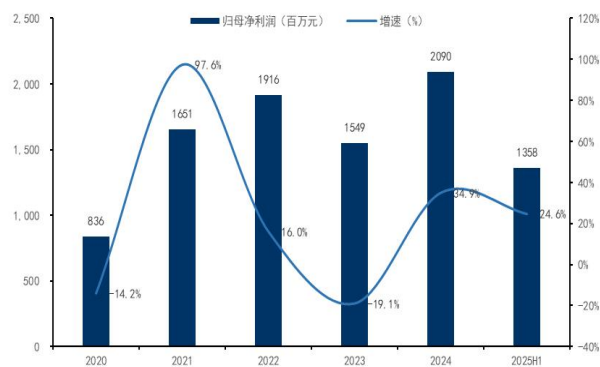
公司收入保持稳定，财务结构进一步优化。三生制药 2025 上半年实现营收 43.6 亿元（-0.8%），毛利 37.2 亿元（-2.1%），毛利率小幅下降至 85.3%（-1.2pct）；公司实现归母净利润 13.6 亿元（+24.6%），经调整的经营性归母净利润 11.4 亿元（+2.1%）。上半年公司的研发费用为 5.48 亿元（+15.0%），研发费用率为 12.6%（+1.8pct）；销售费用为 16.2 亿元（+1.4%），销售费用率 37.1%（+0.8pct）；管理费用为 2.83 亿元（+40.9%），管理费用率 6.5%（+1.9pct）。截至 6 月底，公司的有息负债及债券大幅下降，杠杆比率从上年末的 19.7% 下降至 9.9%。

图1：三生制药营业收入及增速（单位：百万元、%）



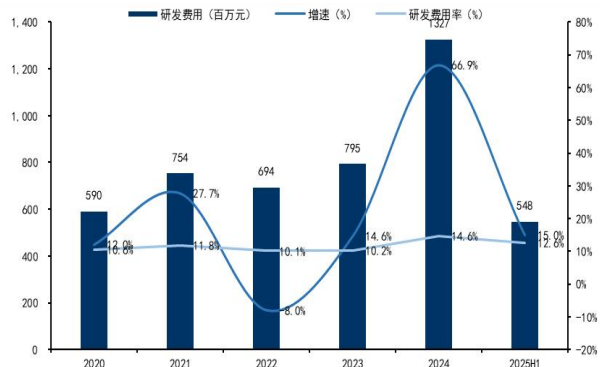
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：三生制药归母净利润及增速（单位：百万元、%）



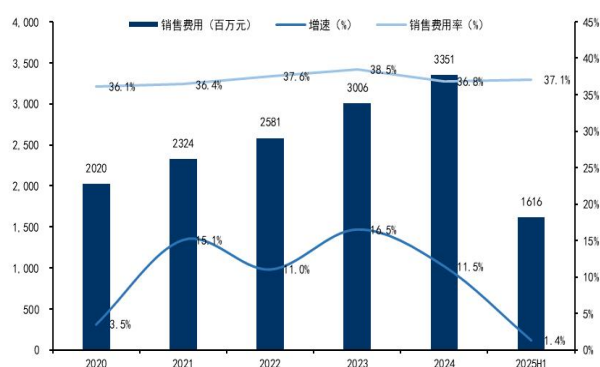
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：三生制药研发费用及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：三生制药销售费用及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

生物制药板块小幅下滑，蔓迪保持快速增长。公司现有的商业化品种中，特比澳上半年销售 23.7 亿元（-4.2%），EPO（益比奥&赛博尔）销售 4.55 亿元（-11.7%），子公司三生国健主营产品（益赛普、赛普汀等）收入 6.42 亿元（+7.6%）。另一方面，蔓迪销售 6.82 亿元（+24.0%），销售保持快速增长。CDMO 收入 1.0 亿元（+76.1%）。

707 与辉瑞达成重磅合作，辉瑞预计将快速推进全球临床。今年 5 月，三生制药以 12.5 亿美金的首付款，最多 48 亿美金的里程碑付款以及双位数百分比销售分成的对价将 PD1xVEGF 双抗 707 的海外权益授权给辉瑞。7 月，辉瑞又以最多 1.5 亿美金的代价，将 707 的授权许可区域扩大至全球。辉瑞将探索 707 的多种治疗方式在不同瘤种中的临床应用，快速启动 NSCLC 和其他实体瘤的全球 3 期临床开发，并探索 707 的单药和联合疗法的临床方案，包括与 ADC 联用。

图5：三生制药研发管线



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级。我们维持盈利预测，预计 2025–2027 年公司归母净利润 23.8/27.1/30.7 亿元，同比增长 13.9%/13.7%/13.3%，对应当前股价 PE=30.2/26.6/23.5 x。公司拥有稳健的增长和良好的盈利水平，双抗 707 有望实现全球价值，后续管线顺利推进，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2021	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2610	1618	2000	3893	6250	营业收入	7816	9108	10126	11357	12685
应收款项	2228	2046	2617	2905	3124	营业成本	1174	1280	1413	1573	1744
存货净额	778	795	804	927	1028	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	196	703	448	555	720	销售费用	3006	3351	3726	4179	4668
流动资产合计	9193	9347	10053	12464	15306	管理费用	1399	1991	1870	2067	2277
固定资产	4692	4993	5152	5094	4918	财务费用	365	344	116	95	95
无形资产及其他	5795	5987	5829	5672	5514	投资收益	0	0	(200)	(220)	(229)
投资性房地产	812	947	947	947	947	资产减值及公允价值变动	0	0	0	2	1
长期股权投资	3133	2938	2938	2938	2938	其他收入	332	576	499	517	534
资产总计	23625	24213	24919	27115	29624	营业利润	2203	2718	3301	3743	4207
短期借款及交易性金融负债	2112	3470	2411	2521	2657	营业外净收支	(225)	0	(204)	(222)	(218)
应付款项	299	293	352	368	413	利润总额	1978	2718	3097	3521	3989
其他流动负债	1317	1701	1704	1839	1972	所得税费用	392	501	570	648	735
流动负债合计	3728	5464	4468	4728	5042	少数股东损益	37	127	145	165	187
长期借款及应付债券	2689	38	38	38	38	归属于母公司净利润	1549	2090	2381	2708	3067
其他长期负债	695	675	735	804	884	现金流量表(百万元)	2021	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	3384	713	773	842	921	净利润	1549	2090	2381	2708	3067
负债合计	7111	6176	5241	5570	5963	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	2480	2600	2694	2801	2923	折旧摊销	329	366	499	517	534
股东权益	14034	15436	16984	18744	20738	公允价值变动损失	0	0	0	(2)	(1)
负债和股东权益总计	23625	24213	24919	27115	29624	财务费用	365	344	116	95	95
关键财务与估值指标	2021	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(113)	(120)	(202)	(299)	(228)
每股收益	0.64	0.86	0.98	1.11	1.26	其它	37	85	94	107	121
每股红利	0.00	0.29	0.34	0.39	0.44	经营活动现金流	1802	2421	2774	3031	3494
每股净资产	5.77	6.35	6.98	7.71	8.53	资本开支	0	(505)	(500)	(300)	(200)
ROIC	10%	12%	16%	20%	23%	其它投资现金流	1480	(803)	0	0	0
ROE	11%	14%	14%	14%	15%	投资活动现金流	(273)	(1114)	(500)	(300)	(200)
毛利率	85%	86%	86%	86%	86%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	29%	27%	31%	31%	32%	负债净变化	(1377)	(2651)	0	0	0
EBITDA Margin	33%	31%	36%	36%	36%	支付股利、利息	0	(697)	(834)	(948)	(1074)
收入增长	14%	17%	11%	12%	12%	其它融资现金流	1685	4397	(1058)	110	136
净利润增长率	-19%	35%	14%	14%	13%	融资活动现金流	(1069)	(2299)	(1892)	(838)	(937)
资产负债率	41%	36%	32%	31%	30%	现金净变动	461	(992)	382	1893	2357
息率	0.0%	0.9%	1.1%	1.2%	1.4%	货币资金的期初余额	2149	2610	1618	2000	3893
P/E	46.5	34.4	30.2	26.6	23.5	货币资金的期末余额	2610	1618	2000	3893	6250
P/B	5.1	4.7	4.2	3.8	3.5	企业自由现金流	0	1769	2341	2805	3366
EV/EBITDA	32.9	29.2	22.8	20.4	18.4	权益自由现金流	0	3234	1188	2838	3425

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032