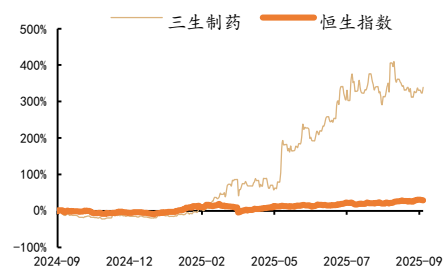


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(港元)	30.94
总股本/流通股本(亿股)	24.32/24.32
总市值/流通市值(亿港元)	752/752
52周内最高/最低价	36.80/ 5.43
资产负债率(%)	25.51
市盈率	27.4
第一大股东	Decade Sunshine Limited

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

三生制药(1530.HK)

合作落地有望增厚全年利润，关注 707 全球进展

● 事件

公司发布 25 年中期业绩公告，25H1 公司收入 43.6 亿元，保持稳定，归母净利润 13.6 亿元，同比+24.6%。

● 投资要点

核心产品及子公司收入表现稳健。

2025H1 公司特比澳（重组人血小板生成素）销售收入 23.7 亿元，同比-4.2%；蔓迪系列产品收入 6.8 亿元，同比+24.0%；子公司三生国健（在售产品：益赛普、赛普汀和健尼呱）贡献收入 6.4 亿元，同比+7.6%，整体收入表现稳健。

707（PD-1/VEGF 双抗）授权辉瑞，关注全球拓展潜力

2025 年 5 月公司（及旗下沈阳三生、三生国健）与辉瑞签订关于 707 的授权许可协议（中国以外的全球市场权益）。根据许可协议，集团将收到 12.5 亿美元的首付款，并可获得最高 48 亿美元的潜在付款和双位数的分成。在 7 月公司与辉瑞达成了新的协议，将 707 国内的开发和商业化权益纳入，交易对价高至 1.5 亿美金，同时双方达成 1 亿美金的股权合作。

707 有望成为全球肿瘤治疗重磅基石品种。707 具有独特四价结构，临床前数据展示 BIC 潜力：更强的 VEGF 和 PD-1 亲和力，体内抑制效果显著。NSCL 单药二期临床数据积极：临床持续/可耐受的响应 cORR 达到 64.7%。同时在鳞癌和非鳞癌患者，PD-L1 不同水平的患者中均带来相似的临床获益。

研发进展：中国地区来看，707 于 2025 年 4 月获国家药监局纳入突破性治疗品种，用于 1L 治疗 PD-L1 表达阳性的 NSCLC 患者，开展 3 期临床研究。同时在国内 707 开展了联合化疗 1L 治疗晚期 NSCLC、结直肠癌和晚期妇科肿瘤等多项 2 期研究。**海外临床进展来看**，预计辉瑞将快速启动 NSCLC 和其他实体瘤的全球三期临床，同时探索 707 在其他肿瘤中单药与联合疗法的临床方案（包括和 ADC 的联用）。

● 投资建议

公司系国内医药领域的老牌企业，坐拥特比澳等多个现金牛品种，为研发创新输入动力。707 授权已落地，增厚公司利润的同时降低了在全球市场拓展的风险敞口。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 96.9/24.1/27.6 亿元，同比+364%/-75%/+15%，对应 PE 为 7/28/24，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）	9108	19723	10840	12075
增长率(%)	17%	117%	-45%	11%
EBITDA（百万元）	3,322	12,819	3,688	4,124
归属母公司净利润（百万元）	2090	9693	2405	2762
增长率(%)	35%	364%	-75%	15%
EPS(元/股)	0.86	3.99	0.99	1.14
市盈率（P/E）	6.50	6.96	28.05	24.42
市净率（P/B）	0.87	2.61	2.39	2.17
EV/EBITDA	4.60	4.44	14.82	12.54

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（单位：百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,347	21,513	21,021	24,526	营业收入	9,108	19,723	10,840	12,075
现金	1,618	12,391	12,924	15,868	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	1,305	2,826	1,553	1,730	营业成本	1,280	1,284	1,518	1,691
存货	795	820	970	1,080	销售费用	3,351	3,550	3,794	4,106
其他	5,628	5,476	5,575	5,847	管理费用	502	789	759	845
非流动资产	14,866	13,639	13,241	12,874	研发费用	1,327	1,775	1,626	1,811
固定资产	4,993	4,504	4,244	4,009	财务费用	191	0	0	0
无形资产	5,987	6,210	6,073	5,940	除税前溢利	2,718	12,133	3,041	3,507
其他	3,886	2,925	2,925	2,925	所得税	501	2,184	547	631
资产总计	24,213	35,151	34,263	37,400	净利润	2,218	9,949	2,493	2,876
流动负债	5,464	5,764	2,420	2,681	少数股东损益	127	256	88	114
短期借款	3,470	1,799	128	128	归属母公司净利润	2,090	9,693	2,405	2,762
应付账款及票据	180	178	211	235					
其他	1,814	3,787	2,081	2,318	EBIT	2,909	12,133	3,041	3,507
非流动负债	713	684	646	646	EBITDA	3,322	12,819	3,688	4,124
长期债务	38	38	0	0	EPS（元）	0.86	3.99	0.99	1.14
其他	675	646	646	646					
负债合计	6,176	6,448	3,066	3,327	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
普通股股本	0	29	29	29	成长能力				
储备	15,554	25,937	28,341	31,104	营业收入	16.53%	116.54%	-45.04%	11.39%
归属母公司股东权益	15,436	25,848	28,253	31,015	归属母公司净利润	34.93%	363.72%	-75.19%	14.86%
少数股东权益	2,600	2,856	2,944	3,058	获利能力				
股东权益合计	18,036	28,704	31,197	34,073	毛利率	85.95%	93.49%	86.00%	86.00%
负债和股东权益	24,213	35,151	34,263	37,400	销售净利率	22.95%	49.15%	22.18%	22.87%
					ROE	13.54%	37.50%	8.51%	8.91%
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC	11.02%	32.58%	7.96%	8.41%
经营活动现金流	3,201	10,527	2,498	3,119	偿债能力				
净利润	2,090	9,693	2,405	2,762	资产负债率	25.51%	18.34%	8.95%	8.90%
少数股东权益	127	256	88	114	净负债比率	10.47%	-36.77%	-41.02%	-46.20%
折旧摊销	413	686	647	617	流动比率	1.71	3.73	8.69	9.15
营运资金变动及其	571	-108	-642	-375	速动比率	1.44	3.45	8.02	8.48
投资活动现金流	-1,358	1,198	-256	-174	营运能力				
资本支出	-963	-419	-250	-250	总资产周转率	0.38	0.66	0.31	0.34
其他投资	-394	1,618	-6	76	应收账款周转率	7.59	9.55	4.95	7.35
筹资活动现金流	-2,253	-952	-1,709	0	应付账款周转率	6.53	7.17	7.80	7.59
借款增加	-1,282	-1,671	-1,709	0	每股指标（元）				
普通股增加	-242	718	0	0	每股收益	0.86	3.99	0.99	1.14
已付股利	-555	0	0	0	每股经营现金流	1.34	4.33	1.03	1.28
其他	-174	0	0	0	每股净资产	6.44	10.63	11.62	12.75
现金净增加额	-469	10,772	533	2,945	估值比率				
					P/E	6.50	6.96	28.05	24.42
					P/B	0.87	2.61	2.39	2.17

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