



三生国健 (688336.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

授权收入推动业绩增长，26 年管线密集兑现

业绩简评

3月30日公司发布年报，实现营业收入41.99亿元(+251.8%)，归母净利润28.99亿元(+311.5%)，扣非净利润27.66亿元(+1024.98%)，业绩大幅增长主要系公司与辉瑞达成重要合作收到707项目首付款等相关款项并相应确认收入约28亿元。

经营分析

主业收入略有下滑，707项目确认28.26亿元首付款收入。分板块看：(1)医药制造业收入9.12亿元(-8.01%)，毛利率同比-4.26pct，主要系：①益赛普因集采扩面导致产品均价下滑，虽以价换量但短期仍有一定影响，预计26年有望逐步企稳；②赛普汀因医保收紧、院端压力加剧及激烈的市场竞争下，收入有所承压；③健尼哌实现快速增长，但因其体量相对较小，无法对冲上述影响。(2)CDMO收入1.55亿元(+27.73%)，预计主要系增加海外客户CDMO业务；(3)授权许可收入31.13亿元，其中28.26亿元为707首付款确认收入，剩余2.87亿元预计主要为此前授权母公司的肿瘤等管线首付款因项目交接完成而进一步确认。

核心管线稳步推进，26年迎来管线密集兑现期。(1)608-IL-17单抗银屑病适应症已于26M2获批上市，支持维持期Q8W给药间隔，差异化明显，有望于26年底进行医保谈判；(2)611-IL-4R单抗于26M2递交AD的NDA，预计有望于27H1获批上市，年内有望递交CRSwNP及联合TCS治疗AD NDA，COPD目前正在III期临床；

(3)613-IL-1β单抗于25M6递交急性痛风性关节炎NDA，有望于26年获批上市，痛风性关节炎间歇期目前正在积极与CDE沟通III期临床；(4)610-IL-5单抗预计于26年完成成人&青少年重度嗜酸性粒细胞哮喘III期入组。

早研持续发力，多款自免双/多抗递交IND或处于重要临床前期，期待后续进展。(1)626-BDCA2目前已启动SLE Ib期，预计26年完成并启动II期临床；(2)627-TL1A单抗预计26年启动UC II期part-1入组。(3)储备管线丰富，包括仍处IND及临床前的自免双/多抗：716(OX40L/IL-31RA，用于AD)、717(CD3/BCMA/CD19三抗，用于B细胞相关自免及炎症性疾病)、718(TL1A/IL-23双抗，用于IBD)、719(TSLP/IL-4R双抗，用于COPD和哮喘)；(4)629(IL-23口服多肽)用于IBD领域。早研管线多点开花，布局多款双抗、探索满足更多自免疾病需求。

盈利预测、估值与评级

我们预计2026-2028年公司营业收入18.0/19.9/24.5亿元，同比分别-57.1%/+10.3%/+23.2%，归母净利润分别为6.1/6.7/8.2亿元，同比分别-79.1%/+11.2%/+22.1%，对应EPS分别为0.98/1.09/1.33，维持“买入”评级。

风险提示

研发及商业化不及预期风险、大股东持股集中及关联交易风险

医药组

分析师：甘坛煥 (执业S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

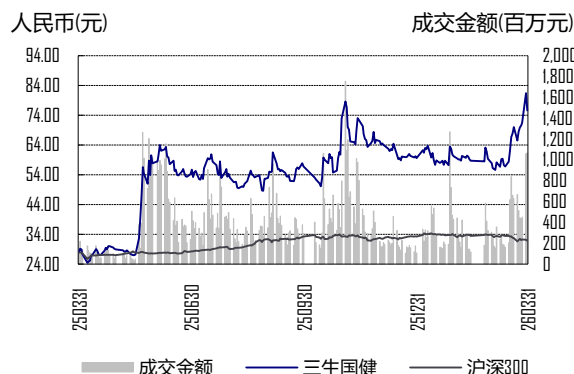
分析师：唐玉青 (执业S1130525080003)

tangyuqing@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：75.58 元

相关报告：

1.《三生国健公司深度研究：深耕自免赛道，管线即将步入收获期》，2025.12.3



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,194	4,199	1,802	1,989	2,450
营业收入增长率	17.70%	251.81%	-57.08%	10.33%	23.18%
归母净利润(百万元)	705	2,899	606	674	823
归母净利润增长率	139.15%	311.49%	-79.08%	11.18%	22.05%
摊薄每股收益(元)	1.142	4.701	0.981	1.091	1.331
每股经营性现金流净额	0.46	4.92	0.15	0.58	0.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.65%	34.30%	6.91%	7.15%	8.05%
P/E	18.75	12.67	83.02	74.67	61.18
P/B	2.37	4.35	5.73	5.34	4.92

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 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	1,014	1,194	4,199	1,802	1,989	2,450
增长率	17.7%	17.7%	251.8%	-57.1%	10.3%	23.2%
主营业务成本	-224	-304	-333	-324	-351	-434
%销售收入	22.1%	25.5%	7.9%	18.0%	17.7%	17.7%
毛利	790	889	3,866	1,479	1,637	2,015
%销售收入	77.9%	74.5%	92.1%	82.0%	82.3%	82.3%
营业税金及附加	-9	-9	-12	-13	-14	-17
%销售收入	0.9%	0.8%	0.3%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-252	-238	-199	-288	-338	-490
%销售收入	24.8%	19.9%	4.7%	16.0%	17.0%	20.0%
管理费用	-63	-79	-101	-117	-123	-127
%销售收入	6.2%	6.6%	2.4%	6.5%	6.2%	5.2%
研发费用	-282	-356	-435	-541	-557	-612
%销售收入	27.8%	29.9%	10.4%	30.0%	28.0%	25.0%
息税前利润 (EBIT)	183	207	3,120	520	605	768
%销售收入	18.1%	17.3%	74.3%	28.8%	30.4%	31.4%
财务费用	39	51	43	45	45	45
%销售收入	-3.8%	-4.3%	-1.0%	-2.5%	-2.3%	-1.8%
资产减值损失	8	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	19	29	51	0	0	0
投资收益	-16	396	76	62	62	62
%税前利润	n.a	55.9%	2.3%	9.5%	8.4%	6.9%
营业利润	318	727	3,327	657	742	905
营业利润率	31.4%	60.9%	79.2%	36.5%	37.3%	37.0%
营业外收支	-8	-19	-8	0	0	0
税前利润	311	708	3,319	657	742	905
利润率	30.6%	59.3%	79.0%	36.5%	37.3%	37.0%
所得税	-27	-16	-427	-66	-74	-91
所得税率	8.8%	2.3%	12.9%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	283	691	2,892	591	668	815
少数股东损益	-11	-13	-7	-15	-6	-8
归属于母公司的净利润	295	705	2,899	606	674	823
净利率	29.1%	59.0%	69.0%	33.6%	33.9%	33.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	283	691	2,892	591	668	815
少数股东损益	-11	-13	-7	-15	-6	-8
非现金支出	88	128	123	118	143	167
非经营收益	-56	-460	-162	-62	-62	-62
营运资金变动	111	-78	180	-384	279	24
经营活动现金净流	427	281	3,033	263	1,028	943
资本开支	-135	-280	-253	752	-287	-317
投资	-366	-954	-3,058	-241	19	19
其他	22	484	147	62	62	62
投资活动现金净流	-479	-750	-3,164	573	-206	-236
股权募资	0	0	15	0	0	0
债权募资	-100	0	-50	0	0	0
其他	-1	-52	-76	-278	-24	-29
筹资活动现金净流	-101	-52	-111	-278	-24	-29
现金净流量	-152	-521	-237	558	798	678

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	933	459	193	751	1,548	2,225
应收款项	133	147	154	178	191	229
存货	195	230	261	532	250	262
其他流动资产	988	1,824	5,621	4,889	4,872	4,862
流动资产	2,250	2,660	6,229	6,350	6,862	7,578
%总资产	42.4%	44.6%	69.5%	69.1%	69.7%	70.7%
长期投资	97	47	100	97	98	100
固定资产	1,562	1,539	1,534	1,605	1,666	1,727
%总资产	29.4%	25.8%	17.1%	17.5%	16.9%	16.1%
无形资产	285	453	551	587	671	760
非流动资产	3,055	3,305	2,728	2,835	2,983	3,138
%总资产	57.6%	55.4%	30.5%	30.9%	30.3%	29.3%
资产总计	5,305	5,965	8,957	9,185	9,845	10,715
短期借款	50	50	0	0	0	0
应付款项	193	187	189	272	294	360
其他流动负债	65	80	258	87	78	95
流动负债	308	317	447	359	372	455
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	118	111	96	98	100	101
负债	426	428	543	457	472	557
普通股股东权益	4,896	5,568	8,453	8,781	9,432	10,226
其中：股本	617	617	618	618	618	618
未分配利润	1,678	2,330	5,153	5,481	6,132	6,926
少数股东权益	-18	-31	-38	-53	-59	-67
负债股东权益合计	5,305	5,965	8,957	9,185	9,845	10,715

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.478	1.142	4.701	0.981	1.091	1.331
每股净资产	7.938	9.027	13.705	14.207	15.260	16.544
每股经营现金净流	0.692	0.456	4.917	0.149	0.583	0.535
每股股利	0.050	0.189	0.033	0.450	0.038	0.047
回报率						
净资产收益率	6.02%	12.65%	34.30%	6.91%	7.15%	8.05%
总资产收益率	5.55%	11.81%	32.37%	6.60%	6.85%	7.68%
投入资本收益率	3.39%	3.61%	32.31%	5.36%	5.81%	6.81%
增长率						
主营业务收入增长率	22.84%	17.70%	251.81%	-57.08%	10.33%	23.18%
EBIT 增长率	N/A	12.73%	1409.27%	-83.33%	16.41%	26.92%
净利润增长率	497.63%	139.15%	311.49%	-79.08%	11.18%	22.05%
总资产增长率	4.05%	12.44%	50.16%	2.54%	7.18%	8.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.6	41.7	12.7	36.0	35.0	34.0
存货周转天数	343.6	254.6	268.7	600.0	260.0	220.0
应付账款周转天数	30.8	34.1	38.3	70.0	71.0	72.0
固定资产周转天数	314.6	241.4	86.0	218.8	211.4	179.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-30.48%	-23.98%	-15.24%	-23.87%	-30.52%	-34.62%
EBIT 利息保障倍数	-4.7	-4.0	-73.1	-11.6	-13.5	-17.1
资产负债率	8.04%	7.18%	6.06%	4.97%	4.79%	5.19%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	2	9
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.33	1.33	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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