

SSGJ-707 全球临床快速推进，创新管线持续丰富

三生制药 (1530.HK)

核心观点

三生制药公布 2025 年度业绩，全年营业收入 176.96 亿元，同比增加 94.3%；归母净利润 84.82 亿元，同比增长 305.8%；经调整经营性归母净利润 84.54 亿元，同比增长 264.6%；基本每股收益 3.51 元，同比增加 308.1%。主因 2025 年公司收到辉瑞公司就 707 项目支付的授权许可首付款等相关款项并相应确认收入约 94.26 亿元，显著增厚当期业绩。三生制药 PD-1/VEGF 双抗 SSGJ-707 全球权益授予辉瑞后，快速推进全球临床，现已启动 9 项国际多中心临床试验。此外，公司持续丰富创新管线矩阵。705（抗 PD1/HER2 双抗）、706（抗 PD1/PDL1 双抗）已进入 II 期临床。626（抗 BDCA2 单抗）治疗系统性红斑狼疮（SLE）已进入 Ib 期临床，SSS67（抗 ActRIIA/ActRIIB 双抗）治疗超重/肥胖症已获批美国 IND。

事件

3 月 30 日，三生制药公布 2025 年度业绩。公司全年实现营业收入 176.96 亿元，同比增长 94.3%；归母净利润 84.82 亿元，同比增长 305.8%；经调整经营性归母净利润 84.54 亿元，同比增长 264.6%；基本每股收益 3.51 元，同比增加 308.1%。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	91.08	176.96	99.39	105.59	112.71
YoY(%)	16.53	94.29	-43.83	6.24	6.73
净利润（亿元）	20.90	84.82	26.50	28.32	30.18
YoY(%)	34.93	305.78	-68.76	6.90	6.54
ROE(%)	13.54	31.18	8.99	8.87	8.74
EPS(摊薄/元)	0.82	3.34	1.04	1.12	1.19
P/E(倍)	29.48	7.26	21.69	20.29	19.04
P/B(倍)	3.99	2.26	1.95	1.80	1.67

资料来源：iFinD，中信建投证券

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

沈毅

shenyibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525080005

余梦珂

yumengke@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120002

魏佳奥

weijiaao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524050001

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026 年 04 月 03 日

当前股价：22.64 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	3.19/10.11	-8.78/-4.66	84.36/78.55
12 月最高/最低价（港元）			35.90/10.12
总股本（万股）			253,800.54
流通 H 股（万股）			253,800.54
总市值（亿港元）			574.60
流通市值（亿港元）			574.60
近 3 月日均成交量（万）			2410.69
主要股东			
Decade Sunshine Limited			19.61%

简评

全年业绩基本符合预期，创新产品高速增长

三生制药 2025 全年实现营业收入 176.96 亿元，同比增长 94.3%；归母净利润 84.82 亿元，同比增长 305.8%；经调整经营性归母净利润 84.54 亿元，同比增长 264.6%；基本每股收益 3.51 元，同比增加 308.1%。主因 2025 年公司收到辉瑞公司就 707 项目支付的授权许可首付款等相关款项并相应确认收入约 94.26 亿元，显著增厚当期业绩。生物药品销售额 80.06 亿元，同比下滑 10.3%，下滑主要由于集采影响。CDMO 业务收入 2.63 亿元，同比增长 46.3%。2025 年三生制药就自主研发的 PD-1/VEGF 双抗 SSGJ-707 全球权益授予辉瑞，依托辉瑞全球顶尖的临床资源，SSGJ-707 的全球临床高效推进，现已启动 9 项国际多中心临床试验。截至 2026 年 3 月，全球非小细胞肺癌鳞癌/非鳞癌三期临床、结直肠癌三期临床已完成首位患者招募。预计 2026-2028 年随着 SSGJ-707 临床持续推进，将有望触发多笔里程碑付款。此外，公司持续丰富创新管线矩阵。705（抗 PD1/HER2 双抗）、706（抗 PD1/PDL1 双抗）已进入 II 期临床。626（抗 BDCA2 单抗）治疗系统性红斑狼疮（SLE）已进入 Ib 期临床，SSS67（抗 ActRIIA/ActRIIB 双抗）治疗超重/肥胖症已获批美国 IND。

核心创新产品 SSGJ-707 快速开启全球三期临床，2026-2028 年有望触发多笔里程碑

2025 年，三生制药全球化战略迎来关键突破。公司与辉瑞就自主研发的 PD-1/VEGF 双抗 SSGJ-707 达成全球合作，授予辉瑞 SSGJ-707 全球开发与商业化权利，获得包含 14 亿美元首付款及 1 亿美元股权合作，以及潜在 48 亿美金以上里程碑付款及梯度双位数销售分成，成为生物医药行业年度标志性事件，刷新中国创新药单笔出海授权交易的首付款纪录。

依托辉瑞全球顶尖的临床资源，SSGJ-707 的全球临床高效推进。现已启动 9 项国际多中心临床试验（7 项开始招募患者），覆盖鳞状/非鳞状非小细胞肺癌、转移性结直肠癌、广泛期小细胞肺癌、胃食管结合部癌、转化型小细胞肺癌、局部晚期/转移性肝细胞癌、局部晚期/转移性尿路上皮癌、局部晚期/转移性肾细胞癌等多个高发癌种。2026 年计划开启 5 项全球三期注册临床，包括非小细胞肺癌（鳞癌/非鳞癌）、结直肠癌、子宫内膜癌、尿路上皮癌等适应症。截至 2026 年 3 月，非小细胞肺癌鳞癌/非鳞癌三期临床、结直肠癌三期临床已完成首位患者招募，临床推进高效。未来，还将持续拓展该品种更多适应症及联用治疗方案，充分释放这一核心创新品种的全球临床价值与商业增长空间。预计 2026-2028 年随着 SSGJ-707 临床持续推进，将有望触发多笔里程碑付款。

图 1:三生制药 707 临床试验推进计划



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

此外, 2025 年公司 CDMO 业务收入 2.63 亿元, 大幅增长 46.3%, 其中与辉瑞合作有一定贡献。本次合作中, 三生制药保留 SSGJ-707 在中国及全球临床、商业化产品的供货权利。目前, 首批用于全球临床开发的 707 双抗原液已成功交付。CDMO 业务板块中, 上海、沈阳、欧洲基地均呈增长趋势, 沈阳德生已投产并承接辉瑞项目, 符合 FDA 和 EMA 标准; 广东三生和沈阳三生已通过 FDA 检查; 2026 年 CDMO 业务稳中向好, 辉瑞原液供应或有量的提升。

形成商业化新品梯队, 未来产品销售额有所支撑

三生制药商业化销售未来有多项产品支撑, 2026 年初新获批上市的有新比澳、益赛拓、艾曲泊帕乙醇胺片。肾科长效创新药新比澳 (罗赛促红素 α 注射液) 是首个国产长效重组 EPO 类双周制剂, 2026 年 3 月获批, 支持 CKD 贫血患者两周一次给药。益赛拓 (IL-17 单抗) 2026 年 2 月获批治疗成人中重度银屑病, 该产品第 2 周即起效、12 周 PASI100 领先、52 周持续清除, 无中和抗体、ADA 仅 0.7%, 维持期每 8 周一次的简化给药方案, 有望提升患者治疗依从性。艾曲泊帕乙醇胺片 2026 年 3 月获批上市, 用于治疗免疫性血小板减少症 (ITP) 和重型再生障碍性贫血 (SAA), 为血液疾病患者提供口服药新选择, 进一步完善公司血液疾病领域商业化产品矩阵。

已提交 NDA 的有 DB1303 (Her-2 ADC)、自身免疫领域 613 (抗 IL-1 β 单抗)、611 (抗 IL-4R 单抗)、眼科领域 601A (贝伐珠单抗眼内注射溶液), 有望于 2026-2027 年获批商业化。613 (抗 IL-1 β 单抗) 2025 年 6 月急性痛风性关节炎 NDA 递交并获受理。中国急性痛风市场生物制剂渗透率极低, 该产品为国内同类产品品种中第二家递交上市申请, 竞争格局优良, 将填补临床未被满足的治疗需求, 市场前景广阔。间歇性痛风性关节炎适应症 II 期临床推进中。611 (抗 IL-4R α 单抗) 2026 年 2 月成人中重度特应性皮炎 NDA 递交并获受理。疗效整体优于达必妥 (非头对头对照), 支持双周或每四周一次长效给药, 疗效更强、依从性更高、长期控制更优; 慢性鼻窦炎伴息肉、慢性阻塞性肺气肿、青少年及儿童特应性皮炎等适应症临床推进中, 管线潜力持续释放。601A (抗 VEGF 单抗) 2025 年 10 月视网膜分支静脉阻塞 (BRVO) 所致黄斑水肿 NDA 获受理。疗效与雷珠单抗相当, 总体安全

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

性和耐受性良好，为眼科临床提供新选择。

此外，610（抗 IL-5 单抗）及 WS2403（司美格鲁肽注射液）预计 2026-2027 年提交 NDA。整体来看，公司未来三年商业

图 1:未来三年新增产品有望贡献收入



数据来源：公司公告，中信建投证券

持续丰富创新管线矩阵，多款产品处于关键临床阶段

2025 年，三生制药持续加大研发投入，围绕肿瘤血液、自身免疫、肾科、皮肤毛发及减重等核心治疗领域，持续丰富创新管线矩阵，多款产品处于关键临床阶段，为公司长远发展构筑坚实的技术与产品壁垒。

肿瘤血液领域，双抗/三抗多点布局。705（抗 PD1/HER2 双抗）治疗 HER2 阳性晚期实体瘤已进入 II 期临床，为国内唯一积极推进临床的同靶点药物。706（抗 PD1/PDL1 双抗）治疗晚期非小细胞肺癌、晚期胃肠道肿瘤已进入 II 期临床，覆盖高发瘤种，临床进展顺利。708（抗 PD1/TGFβ 双抗）、709（抗 PD1/LAG3 双抗）、SSS59（抗 MUC17/CD3/CD28 三抗）、SPGL008（抗 B7H3 抗体/IL15 融合蛋白）治疗晚期实体瘤，均处于 I 期临床阶段；SSS57（长效 ActRIIB-Ig Trap 融合蛋白）治疗 MDS 相关贫血，处于 I 期临床阶段。肿瘤血液科管线梯队持续完善，为长期增长储备优质标的。

自身免疫领域，多款产品进入关键临床阶段。610（抗 IL-5 单抗）治疗嗜酸性粒细胞哮喘处于 III 期临床，研发进度国内第一，有望率先实现商业化。626（抗 BDCA2 单抗）治疗系统性红斑狼疮（SLE）已进入 Ib 期临床，针对自身免疫领域未满足需求。627（抗 TL1A 单抗）治疗溃疡性结肠炎（UC）已启动 II 期临床，布局炎症性肠病核心赛道。此外，多款早研管线加速推进，包括 716（抗 OX40L/IL-31RA 双抗，治疗 AD）、717（CD3/CD19/BCMA，治疗 SLE/LN/RA）、718（TL1A/IL-23，治疗 IBD）、719（IL-4R/TSLP，治疗哮喘/COPD）、629（IL-23R，治疗银屑病/IBD）等，全面覆盖自身免疫领域主流与前沿靶点，构建深厚技术护城河。

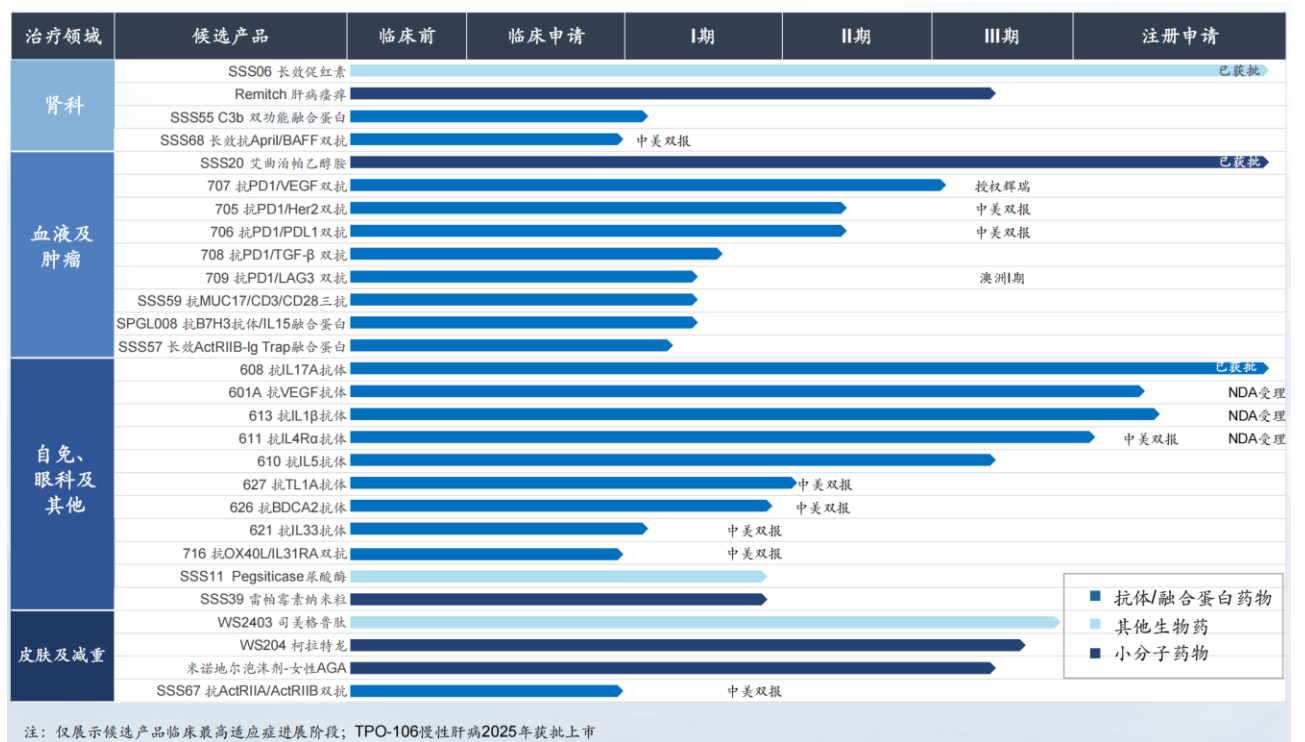
肾科领域，聚焦核心需求。SSS55（C3b 双功能融合蛋白）治疗阵发性睡眠性血红蛋白尿症（PNH）、补体相关肾病（CMKD）、牙周炎等适应症，已启动 I 期临床，为国内唯一积极推进该靶点的企业，填补国内临床空白。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

SSS68（长效抗 April/BAFF 双抗）治疗 IgA 肾病已获批美国 IND，是目前在 APRIL/BAFF 靶点上唯一进入临床阶段的国产长效双抗，差异化优势显著。

皮肤毛发及减重领域，增强布局。 WS2403 司美格鲁肽减重适应症，III 期临床。WS204 柯拉特龙乳膏剂治疗 12 岁及以上中重度寻常性痤疮，III 期临床。SSS67（抗 ActRIIA/ActRIIB 双抗）治疗超重/肥胖症已获批美国 IND，是国内唯一进入 IND 申报的创新偏向型双抗，前瞻性布局代谢领域蓝海市场。

图 1:研发管线 27 个在研产品



数据来源：公司公告，中信建投证券

表 1:2026 年核心催化事件

药品名称	催化事件	预计发生时间
SSGJ-707	非小细胞肺癌、子宫内膜癌中国患者的二期临床数据	2026 ASCO
SSGJ-707	全球 3 期临床持续拓展启动	2026
613 (抗 IL-1 β 单抗)	国内获批上市	2026H2
601A (贝伐珠单抗眼内注射液)	国内获批上市	2026H2
SSGJ-705 (PD-1/HER2 双抗)	临床 1 期数据读出	2026
SSGJ-706 (PD-1/PD-L1 双抗)	临床 1 期数据读出	2026
SPGL008 (B7H3/IL15R α 双抗)	临床 1 期数据读出	2026
SSS59 (MUC17/CD3/CD28 三抗)	临床 1 期数据读出	2026

资料来源：公司公告，中信建投证券

财务分析：研发加码核心管线，资产负债结构进一步优化

公司全年实现营业收入 176.96 亿元，同比增长 94.3%；2025 年全年营业收入 176.96 亿元，同比增加 94.3%；归母净利润 84.82 亿元，同比增长 305.8%；经调整经营性归母净利润 84.54 亿元，同比增长 264.6%；基本每股收益 3.51 元，同比增加 308.1%。主因 2025 年公司收到辉瑞公司就 707 项目支付的授权许可首付款等相关款项并相应确认收入约 94.26 亿元，显著增厚当期业绩。生物药品销售额 80.06 亿元，同比下滑 10.3%，下滑主要由于集采影响。CDMO 业务收入 2.63 亿元，同比增长 46.3%。研发费用 15.2 亿元，同比增长 14.6%。销售费用小幅上升，主因新上市产品前期投入。管理费用受股权激励费用一次性确认影响增长。截至 2025 年末，公司财务资源跃升至 204.0 亿元，有息负债比率降至 9.8%，综合财务成本实现正向贡献达 2.3 亿元，资产负债结构进一步优化。

盈利预测、估值和投资建议

我们预计 2026-2028 年公司营业收入为 99.39 亿元、105.59 亿元、112.71 亿元，归母净利润分别为 26.50 亿元、28.32 亿元、30.18 亿元，对应 PE 为 21.7、20.3、19.0 倍，维持“买入”评级。

风险分析

新药研发不确定性风险：新药研发具有研发周期长、投入大、风险高、成功率低等特点，从实验室研究到新药获批上市，要经过临床前研究、临床试验、新药注册上市和售后监督等诸多复杂环节，每一个环节都有面临失败风险。

行业政策风险：因行业政策调整带来的研究设计要求变化、价格变化、带量采购政策变化、医保报销范围及比例变化等风险。

研发不及预期风险：新药在研发过程中，从药物发现、临床前研究、临床试验到商业化上市，既存在因企业技术、流程等不达标可能面临的问题，也存在与监管方沟通不及时，不合规等风险。

销售不及预期风险：药物上市后在销售过程中会受到可能的疫情影响、物流运力不足、生产产能不足等风险。还需要警惕核心技术人员变动以及市场竞争加剧等风险。

分析师介绍

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

沈毅

中信建投制药及生物科技联席首席分析师，香港中文大学硕士，超过 10 年产业+行研经验，曾任职于恒瑞医药及阿斯利康，获总裁奖。2021 年进入二级市场，主要进行创新药及仿制药相关研究。

余梦珂

制药及生物科技组分析师，香港大学硕士，曾任职于华夏基金、正心谷资本，2025 年加入中信建投证券研究发展部。

魏佳奥

中信建投证券制药及生物科技行业研究员，牛津大学生物无机化学博士，覆盖创新药，生物试剂等领域。

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk