

2026年04月20日

全球合作提升收入，充沛现金保障研发

三生制药(1530.HK)

事件：

三生制药2025年财报：全年实现营业收入177.0亿元，首次突破百亿元大关，同比增长94.3%；归母净利润84.8亿元，同比增长305.8%。

点评：

根据三生制药公告：增长主要源于与辉瑞就PD-1/VEGF双抗707达成的授权交易产生的许可收入人民币94.259亿元。2025年5月，三生制药与辉瑞达成总金额超60亿美元的全球授权合作。根据协议，三生制药授予辉瑞SSGJ-707全球开发与商业化权利。三生制药获得14亿美元首付款及1亿美元股权合作，同时享有基于全球累计收入的梯度双位数分成，一举刷新中国创新药单笔出海授权交易的首付款纪录。另外，三生制药的CDMO业务收入增加至约人民币2.6亿元，同比增长约46.3%。增长主要是由于CDMO业务的客户订单增加。

创新管线积极推进：

目前，三生制药在研管线丰富，覆盖肿瘤血液科、自身免疫、肾科、皮肤毛发及减重等核心治疗领域，技术路线上重点布局双抗、三抗差异化管线。

PD-1/VEGF双抗SSGJ-707：已启动9项国际多中心临床试验，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。

PD1/HER2双抗705：治疗HER2阳性晚期实体瘤已进入II期临床。

PD1/PDL1双抗706：治疗晚期非小细胞肺癌、晚期胃肠道肿瘤已进入II期临床。

708（抗PD1/TGF β 双抗）、709（抗PD1/LAG3双抗）、SSS59（抗MUC17/CD3/CD28三抗）、SPGL008（抗B7H3抗体

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格(港元)：	
最新收盘价(港元)：	24.76
股票代码：	1530
52周最高价/最低价(港元)：	36.8/10.94
总市值(亿港元)	628.41
自由流通市值(亿港元)	628.41
自由流通股数(百万)	2,538.01



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002
联系电话：

分析师：孙子豪

邮箱：sunzh@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523120003
联系电话：

相关研究

1.【华西医药】三生制药(1530.HK)：与辉瑞达成707重磅授权，创新出海里程碑
2025.05.29

/IL15R α sushi-IL15 融合蛋白) 治疗晚期实体瘤, 均处于 I 期临床阶段。

投资建议

考虑到公司达成重磅授权交易, 同时国内销售保持良好势头以及多个新产品陆续获批上市, 未来创新产品放量可期, 调整前期盈利预测, 我们预计公司 2026-2028 年的营业收入分别为 112.2/117.5/131.0 亿元 (前值 133.7/145.9/-亿元), 同比增长-36.6%/4.8%/11.5%; 预计公司 2026-2028 年的归母净利润为 31.86/32.95/36.38 亿元 (前值 53.2/60.8/-亿元), 同比增长-62.4%/0.3%/13.9%, EPS 分别为 1.26/1.26/1.43 元 (前值 2.22/2.54/-元), 对应 2026 年 4 月 20 日的 24.76 元/股收盘价, PE 分别为 19.7/19.7/17.3 X; 维持“买入”评级。

风险提示

新药研发不及预期, 市场竞争加剧, 产品上市后商业化表现不及预期, 集采中标及降价影响。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	9107.98				
YoY (%)	16.53%	94.29%	-36.62%	4.80%	11.48%
归母净利润(百万元)	2090.32	8482.16	3186.26	3195.16	3638.42
YoY (%)	34.93%	305.78%	-62.44%	0.28%	13.87%
毛利率 (%)	85.95%	92.38%	87.52%	87.66%	88.55%
每股收益 (元)	0.86	3.51	1.26	1.26	1.43
ROE (%)	0.14	0.31	0.10	0.10	0.10
市盈率	7.07	6.89	19.72	19.67	17.27

资料来源: wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入					净利润	0.00	3186.26	3195.16	3638.42
YoY (%)	94.29%	-36.62%	4.80%	11.48%	折旧和摊销	0.00	55.00	60.00	65.00
营业成本	1348.44	1400.00	1450.00	1500.00	营运资金变动	0.00	-1137.67	-30.88	-215.27
营业税金及附加					经营活动现金流	0.00	1894.64	3059.93	3229.05
销售费用	3630.92	3701.11	3878.66	4323.86	资本开支	0.00	-9.00	-12.00	0.00
管理费用	651.23	672.93	705.21	786.16	投资	0.00	35.75	-455.13	-371.21
财务费用	76.39	-289.33	116.39	154.74	投资活动现金流	0.00	360.21	-154.11	91.80
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-101.51	0.00	0.00	0.00	债务募资	0.00	1404.38	1289.73	1266.89
营业利润	10437.21	3360.08	3739.28	4205.19	筹资活动现金流	0.00	1328.40	1173.33	1112.14
营业外收支					现金净流量	0.00	3583.25	4079.15	4432.99
利润总额	10748.09	3982.86	3935.90	4513.45	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	1651.98	748.08	708.46	825.86	成长能力				
净利润	9096.11	3234.78	3227.44	3687.59	营业收入增长率	94.29%	-36.62%	4.80%	11.48%
归属于母公司净利润	8482.16	3186.26	3195.16	3638.42	净利润增长率	305.78%	-62.44%	0.28%	13.87%
YoY (%)	305.78%	-62.44%	0.28%	13.87%	盈利能力				
每股收益(元)	3.51	1.26		1.43	毛利率	92.38%	87.52%	87.66%	88.55%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	净利率率	47.93%	28.41%	27.18%	27.77%
货币资金					总资产收益率 ROA	23.40%	7.77%	7.00%	7.16%
预付款项					净资产收益率 ROE	31.18%	10.48%	9.51%	9.77%
存货	1047.74	891.95	911.71	946.82	偿债能力				
其他流动资产	132.19	547.76	667.05	654.46	流动比率	5.13	4.65	4.40	4.25
流动资产合计	22670.77	27522.21	32296.13	37619.90	速动比率	4.87	4.40	4.18	4.07
长期股权投资	253.09	189.14	113.30	44.33	现金比率	2.76	2.66	2.70	2.74
固定资产	4993.59	4963.59	4930.59	4865.59	资产负债率	16.04%	17.86%	19.16%	20.16%
无形资产	6321.03	6305.03	6290.03	6290.03	经营效率				
非流动资产合计	13579.57	13469.62	13345.79	13211.81	总资产周转率	0.59	0.29	0.27	0.27
资产合计	36250.34	40991.83	45641.92	50831.71	每股指标 (元)				
短期借款	1830.59	3234.97	4524.69	5791.58	每股收益	3.51	1.26	1.26	1.43
应付账款及票据	244.67	232.36	233.59	252.04	每股净资产	10.72	11.98	13.23	14.67
其他流动负债	1816.45	1956.64	2073.85	2267.08	每股经营现金流	0.00	0.75	1.21	1.27
流动负债合计	4415.68	5922.39	7345.04	8847.25	每股股利	0.22	0.00	0.00	0.00
长期借款	723.28	723.28	723.28	723.28	估值分析				
其他长期负债	675.22	675.22	675.22	675.22	PE	6.89	19.72	19.67	17.27
非流动负债合计	1398.50	1398.50	1398.50	1398.50	PB	2.26	2.07	1.87	1.69
负债合计	5814.18	7320.89	8743.54	10245.75					
股本	0.16	0.16	0.16	0.16					
少数股东权益	3228.09	3276.61	3308.89	3358.05					
股东权益合计	30436.16	33670.94	36898.38	40585.97					
负债和股东权益合计	36250.34	40991.83	45641.92	50831.71					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。