

三生制药 (01530.HK)

强烈推荐 (维持)

辉瑞高效推进 707 临床, 公司价值显著低估

三生制药 2025 全年实现收入 177.0 亿元, 同比增长 94.3%; 归母净利润 84.8 亿元, 同比增长 305.8%。业绩大幅增长主要源于 PD-1/VEGF 双抗 (SSGJ-707) 授权辉瑞确认的 94.3 亿元许可收入, 该收入主要在下半年确认。剔除授权收入后, 核心生物药品销售额因集采和医保政策影响同比下降 10.3% 至 80.1 亿元。

□ PD-1/VEGF 双抗 (707) 价值获 MNC 背书, 临床快速推进打开长期空间。2025 年, 公司与辉瑞就自主研发的 PD-1/VEGF 双抗 (707) 达成重磅授权协议, 是公司价值重估的核心催化剂。2025 年辉瑞完成交割后公布 7 项临床方案, 2026 年新增多项方案, 目前已登记 9 项临床试验 (7 项开始招募患者), 2026 年辉瑞计划开启 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。2026 年 ASCO 大会三生将发布 707 针对非小细胞肺癌和子宫内膜癌中国患者的二期临床数据 (含 1 项 oral 报告)。

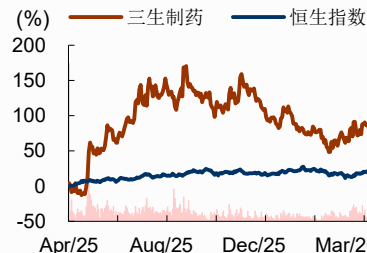
消费品/生物医药
目标估值: NA
当前股价: 24.5 港元

基础数据

总股本 (百万股)	2538
香港股 (百万股)	2538
总市值 (十亿港元)	62.2
香港股市值 (十亿港元)	62.2
每股净资产 (港元)	10.7
ROE (TTM)	31.2
资产负债率	16.0%
主要股东	TMF
主要股东持股比例	23.9586%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	-5	128
相对表现	4	-6	107



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

1、《三生制药 (01530) — 从中国到全球, PD-1&VEGF 双抗引领价值重估》2025-11-19

- 梁广楷 S1090524010001
lianguangkai@cmschina.com.cn
- 许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
- 焦玉鹏 S1090523070004
jiaoyupeng@cmschina.com.cn
- 侯彪 S1090525070010
houbiao@cmschina.com.cn

图 1: 707 的临床开发策略



资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 707 临床进展



资料来源: 公司公告、招商证券

□ 传统业务短期承压, 创新管线梯队成型有望接力增长。1) 成熟产品面临集采

压力,但市场地位稳固:核心产品特比澳(rhTPO)和益比奥/赛博尔(rhEPO)等受到集采降价影响,导致生物药板块收入下滑。但特比澳作为全球唯一商业化的rhTPO产品,在CIT适应症中获指南最高级别推荐,2025年销售额市场份额仍高达60.4%。EPO产品市场份额也保持在39.6%的领先地位。蔓迪在防脱发药物市场占据主导地位,维持增长,公司核心产品的基本盘依然扎实。**2)自免领域管线进入收获期,打造新增长极:**公司在自免领域的布局即将迎来商业化兑现。抗IL-17A单抗(608)用于治疗银屑病已于2026年2月获批上市;抗IL-1 β 单抗(613)治疗急性痛风性关节炎的NDA已获受理;抗IL-4R α 单抗(611)治疗特应性皮炎的NDA也已获受理。这些产品所处赛道市场空间广阔,有望在2026年开始贡献可观收入,成为对冲传统业务压力的重要增长点。**3)早期管线布局前沿,提供长期增长动力:**除了即将上市的品种,公司还布局了多个FIC/BIC潜力的早期项目,如全球首个靶向MUC17/CD3/CD28的三特异性抗体SSS59、抗B7H3/IL15融合蛋白SPGL008等均已进入I期临床。这些前沿布局体现了公司持续的创新能力,为长期发展储备了动力。

□ **维持“强烈推荐”评级。**结合公司2025年年报以及里程碑收入确认节奏,我们调整公司盈利预测,预计公司26-28年营收96.0、101.8、107.9亿元,归母净利润25.0、26.7、28.4亿元,当前公司市值未体现707分子作为下一代IO基石药物的潜力,海外合作伙伴辉瑞“替代+拓展+联用”高效推进临床试验,707分子价值有望持续扩大、兑现,维持公司“强烈推荐”评级。

□ **风险提示:** 临床试验不及预期、技术迭代、政策、模型参数不成立等风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	9108	17696	9600	10176	10787
同比增长	17%	94%	-46%	6%	6%
营业利润(百万元)	2555	10437	2976	3155	3344
同比增长	33%	308%	-71%	6%	6%
归母净利润(百万元)	2090	8482	2500	2670	2842
同比增长	35%	306%	-71%	7%	6%
每股收益(元)	0.82	3.34	0.99	1.05	1.12
PE	25.9	6.4	21.7	20.3	19.1
PB	3.5	2.0	1.8	1.7	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	9347	22671	24241	27967	31620
现金及现金等价物	1618	12177	14656	18245	21753
交易性金融资产	3778	3870	3800	3800	3800
其他短期投资	407	3552	3500	3500	3500
应收账款及票据	1305	1082	960	1018	1079
其它应收款	741	811	480	509	539
存货	795	1048	749	794	841
其他流动资产	703	132	96	102	108
非流动资产	14866	13580	13566	12530	11753
长期投资	2939	1701	1700	1700	1700
固定资产	4994	4994	4745	3709	2932
无形资产	6311	6321	6621	6621	6621
其他	623	564	500	500	500
资产总计	24213	36250	37807	40497	43373
流动负债	5464	4416	3065	2967	2876
应付账款	180	245	207	220	233
应交税金	114	172	160	160	160
短期借款	3470	1831	1200	1000	800
其他	1701	2169	1498	1587	1683
长期负债	713	1399	1675	1675	1675
长期借款	38	723	1000	1000	1000
其他	675	675	675	675	675
负债合计	6176	5814	4740	4642	4551
股本	0	0	0	0	0
储备	15907	27644	30094	32688	35451
少数股东权益	2600	3228	3409	3602	3808
归属于母公司所有者权益	15436	27208	29658	32252	35015
负债及权益合计	24213	36251	37807	40497	43373

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3201	0	4034	3656	3543
净利润	2090	8482	2500	2670	2842
折旧与摊销	413	0.0	1248	1186	927
营运资本变动	566	0	420	(35)	(37)
其他非现金调整	133	0	(135)	(165)	(189)
投资活动现金流	(1358)	0	(707)	282	310
资本性支出	(963)	0	(1000)	(150)	(150)
出售资产获得的现金	9	0	0	0	0
投资增减	12957	0	178	0	0
其它	543	0	471	432	460
筹资活动现金流	(2253)	0	(848)	(348)	(345)
债务增减	(1282)	0	(354)	(200)	(200)
股本增减	(242)	0	0	0	0
股利支付	555	0	51	75	80
其它筹资	(174)	0	(444)	(73)	(65)
其它调整	(1110)	0	(102)	(150)	(160)
现金净增加额	(469)	0.0	2479	3589	3508

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入	9108	17696	9600	10176	10787
主营业务收入	9108	17696	9600	10176	10787
营业成本	1280	1348	1152	1221	1294
毛利	7828	16347	8448	8955	9492
营业支出	5273	5910	5472	5800	6148
营业利润	2555	10437	2976	3155	3344
利息支出	191	76	91	73	65
利息收入	0	0	107	132	160
权益性投资损益	349	(102)	(100)	(100)	(100)
其他非经营性损益	5	489	400	400	400
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	2718	10748	3292	3513	3739
所得税	501	1652	611	650	691
少数股东损益	127	614	181	193	206
归属普通股股东净利润	2090	8482	2500	2670	2842
EPS(元)	0.82	3.34	0.99	1.05	1.12

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业收入	17%	94%	-46%	6%	6%
营业利润	33%	308%	-71%	6%	6%
净利润	35%	306%	-71%	7%	6%
获利能力					
毛利率	86.0%	92.4%	88.0%	88.0%	88.0%
净利率	23.0%	47.9%	26.0%	26.2%	26.3%
ROE	13.5%	31.2%	8.4%	8.3%	8.1%
ROIC	10.6%	27.8%	7.9%	7.8%	7.7%
偿债能力					
资产负债率	25.5%	16.0%	12.5%	11.5%	10.5%
净负债比率	14.5%	7.0%	5.8%	4.9%	4.2%
流动比率	1.7	5.1	7.9	9.4	11.0
速动比率	1.6	4.9	7.7	9.2	10.7
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.3	0.3	0.2
存货周转率	1.6	1.5	1.3	1.6	1.6
应收账款周转率	4.3	9.0	5.8	6.9	6.9
应付账款周转率	6.5	6.4	5.1	5.7	5.7
每股资料(元)					
每股收益	0.82	3.34	0.99	1.05	1.12
每股经营现金	1.26	0.00	1.59	1.44	1.40
每股净资产	6.08	10.72	11.69	12.71	13.80
每股股利	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03
估值比率					
PE	25.9	6.4	21.7	20.3	19.1
PB	3.5	2.0	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	15.4	4.7	11.0	10.7	10.8

资料来源：公司数据、招商证券；备注：2025年现金流量表尚未公布，数据以0替代

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。