

三生制药 (01530.HK)

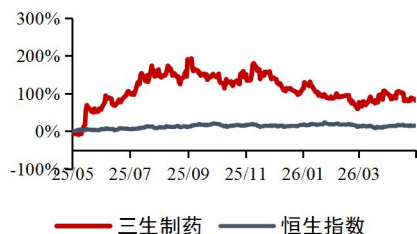
买入-B(维持)

SSGJ-707 全球临床全面提速, 辉瑞赋能夯实肿瘤基石药物价值

2026年5月6日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2026年5月5日

收盘价 (港元/股):	22.300
年内最高/最低 (港元/股):	36.800/10.940
流通H股/总股本 (亿股):	25.38/25.38
流通H股市值 (亿港元):	565.98
总市值 (亿港元):	565.98

资料来源: 常闻

分析师:

邓周宇

执业登记编码: S0760524040002

邮箱: dengzhouyu@sxzq.com

张智勇

执业登记编码: S0760525080003

邮箱: zhangzhiyong@sxzq.com

公司点评

➢ 公司是肿瘤、自免、肾病、血液领域的创新药企。2025年营收177.0亿元(+94.3%), 归母净利润84.8亿元(+305.8%), 业绩高增主要来自SSGJ-707授权收入, 有息负债比率9.8%, 财务结构持续优化; 公司核心PD-1/VEGF双抗SSGJ-707与辉瑞达成全球合作, 首付款合计15亿美元, 潜在里程碑付款48亿美元以上及双位数销售梯度分成。公司合计27项肿瘤双抗、自免、肾科、血液创新管线, 705、706双抗已步入临床II期。重磅品商业化提速, 608 (IL-17A单抗)、SSS06长效促红素成功获批, 抗IL-1 β 单抗(613)、抗IL-4R α 单抗(611)、601A等核心产品NDA受理, 多款新药将于2026-2027年相继上市为业绩增长注入全新动力。2026-2028年, 预计营收为102.69/106.30/112.19亿元, 归母净利润为25.77/27.27/31.84亿元, PE为19.2/18.1/15.5。持续覆盖, 给予“买入-B”评级。

➢ SSGJ-707全面开展全球多项三期临床。辉瑞主导707全球多中心临床开发, 2026年全力推进5项全球III期注册临床, 覆盖一线鳞状/非鳞状非小细胞肺癌、一线转移性结直肠癌、一线子宫内膜癌、联用Nectin-4 ADC治疗一线转移性尿路上皮癌, 同步推进广泛期小细胞肺癌2/3期临床, 其中肺癌III期设置OS、PFS双主要终点; 同时开展与IB6 ADC、化疗等联用探索, 布局去化疗方案与更前线治疗, 目前已登记9项全球临床且多项完成首例患者入组, 全面覆盖胸科、消化、泌尿生殖系统高发实体瘤。

➢ SSGJ-707临床数据持续验证显著疗效优势。707安全性与耐受性优异, 突破传统PD-1单抗在NSCLC及MSS型结直肠癌的疗效瓶颈。SITC 2025公布其联合化疗一线治疗NSCLC的II期结果全面优于PD-1单抗联合化疗, 10mg/kg剂量组中非鳞癌cORR达58.6% (对照替雷利珠单抗+化疗38.7%), 鳞癌cORR达75.0% (对照47.6%), ≥ 3 级治疗相关不良事件发生率39.0%, 治疗停药率仅1.9%, 安全性可控, 且在低PD-L1表达人群中亦展现突出应答。ESMO 2025披露707联合化疗一线治疗pMMR/MSS型转移性结直肠癌II期数据, 5mg/kg Q3W方案ORR高达88.24%, ≥ 3 级TRAE仅27.9%。

风险提示

➢ 新药对外授权合作、里程碑兑现不及预期风险; SSGJ-707临床研发、审批及商业化进展不及预期风险; 核心成熟产品市场竞争加剧、医保政策调整风险; 曼迪国际分拆上市进程不确定性风险。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	9,108	17,696	10,269	10,630	11,219
YoY(%)	16.5	94.3	-42.0	3.5	5.5
净利润(百万元)	2,090	8,482	2,577	2,727	3,184
YoY(%)	34.9	305.8	-69.6	5.8	16.8
毛利率(%)	86.0	92.4	84.8	85.2	88.1
EPS(摊薄/元)	0.82	3.34	1.02	1.07	1.25
ROE(%)	12.3	29.9	8.2	8.1	8.7
P/E(倍)	23.6	5.8	19.2	18.1	15.5
P/B(倍)	3.2	1.8	1.7	1.5	1.4
净利率(%)	23.0	47.9	25.1	25.7	28.4

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9347	22671	24635	27454	30726
现金	1618	12177	16501	19137	21492
应收票据及应收账款	1305	1082	1201	1215	1278
预付账款	0	0	0	0	0
存货	795	1048	1033	1068	1151
其他流动资产	5628	8364	5900	6035	6805
非流动资产	14866	13580	14649	14751	14777
长期投资	499	253	353	453	553
固定资产	4993	4994	5006	5009	5001
无形资产	1734	2149	2208	2322	2457
其他非流动资产	7639	6184	7082	6966	6766
资产总计	24213	36250	39284	42205	45503
流动负债	5464	4416	4812	5128	5561
短期借款	2244	1831	1800	1800	1800
应付票据及应付账款	180	245	275	268	265
其他流动负债	3040	2340	2737	3061	3496
非流动负债	713	1399	1303	1143	985
长期借款	38	723	621	466	306
其他非流动负债	675	675	682	677	678
负债合计	6176	5814	6115	6271	6546
少数股东权益	2600	3228	3385	3551	3745
股本	0	0	0	0	0
资本公积	2729	5759	5759	5759	5759
留存收益	0	0	2597	5114	8053
归属母公司股东权益	15436	27208	29785	35213	35213
负债和股东权益	24213	36250	39284	42205	45503

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3201	9669	5544	3174	3008
净利润	2218	9096	2734	2893	3378
折旧摊销	413	543	393	421	451
财务费用	191	76	-177	-270	-335
投资损失	-68	-19	-20	0	0
营运资金变动	-18	-252	2632	132	-483
其他经营现金流	466	225	-18	-2	-3
投资活动现金流	-1358	-1834	-1413	-523	-477
筹资活动现金流	-2253	2354	193	-16	-175
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.82	3.34	1.02	1.07	1.25
每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	3.81	2.18	1.25	1.19
每股净资产(最新摊薄)	6.08	10.72	11.74	12.76	13.87

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	9108	17696	10269	10630	11219
营业成本	1280	1348	1560	1575	1331
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	3351	3631	3389	3508	3590
管理费用	502	651	688	712	752
研发费用	1327	1520	1643	1701	1907
财务费用	191	76	-177	-270	-335
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	349	-102	30	0	0
投资净收益	68	19	20	0	0
营业利润	2555	10437	3216	3404	3974
营业外收入	5	489	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	2718	10748	3216	3404	3974
所得税	501	1652	482	511	596
税后利润	2218	9096	2734	2893	3378
少数股东损益	127	614	157	166	194
归属母公司净利润	2090	8482	2577	2727	3184
EBITDA	3068	10541	3311	3417	3938

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	16.5	94.3	-42.0	3.5	5.5
营业利润(%)	33.4	308.5	-69.2	5.8	16.8
归属于母公司净利润(%)	34.9	305.8	-69.6	5.8	16.8
获利能力					
毛利率(%)	86.0	92.4	84.8	85.2	88.1
净利率(%)	23.0	47.9	25.1	25.7	28.4
ROE(%)	12.3	29.9	8.2	8.1	8.7
ROIC(%)	12.6	29.5	7.6	7.2	7.8
偿债能力					
资产负债率(%)	25.5	16.0	15.6	14.9	14.4
流动比率	1.7	5.1	5.1	5.4	5.5
速动比率	0.7	3.2	3.9	4.1	4.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.6	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	7.6	14.8	9.0	8.8	9.0
应付账款周转率	6.5	6.4	6.0	5.8	5.0
估值比率					
P/E	23.6	5.8	19.2	18.1	15.5
P/B	3.2	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	17.3	4.1	11.9	10.7	8.7

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 2700 号
嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽
泽平安金融中心 A 座 25 层

