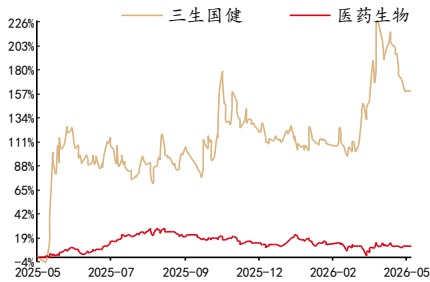




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	73.07
总股本/流通股本(亿股)	6.18 / 6.17
总市值/流通市值(亿元)	452 / 451
52周内最高/最低价	92.30 / 27.06
资产负债率(%)	6.1%
市盈率	15.55
第一大股东	富健药业有限公司

研究所

分析师: 盛丽华  
SAC 登记编号: S1340525060001  
Email: shenglihua@cnpsec.com  
分析师: 徐智敏  
SAC 登记编号: S1340525100003  
Email: xuzhimin@cnpsec.com

三生国健(688336)

授权收入增厚利润，自免管线稳步推进迈入收获期

● 投资要点

**事件：**2025 年实现营收 41.99 亿元，同比增长 251.81%；归母净利润 28.99 亿元，同比增长 311.49%。2026Q1 实现营收 4.31 亿元，同比增长 38.61%；归母净利润 1.78 亿元，同比增长 73.00%。

**主业受政策扰动略有下滑，授权收入增厚利润表现。**

按照商品销售口径统计公司 25 年该项收入 9.1 亿元，较 24 年略有下滑，毛利率 75.79% (-4.26pct)。预计系 1) 益赛普集采扩围，均价下降显著；2) 赛普汀受医保支付收紧叠加晚期乳腺癌的竞争加剧等因素综合所致。授权使用许可 25 年共贡献收入 31.13 亿元，其中 SSGJ-707 项目确认收入约 28 亿元，显著增厚当期业绩。26Q1，授权收入的增长系公司业绩高速增长的主要动因。

**新品益赛拓上市构筑新增长引擎，自免管线布局全面夯实长期增长基础。**公司自免管线前瞻布局，稳健推进逐步迈入收获期。益赛拓 (IL-17A 单抗, 608) 中重度银屑病适应症于 2026 年 2 月获批上市；613 (IL-1β) 和 611 (IL-4R) 分别于 25 年 6 月和 26 年 2 月递交 NDA。同时 608 的 2 个适应症进入 3 期，611 的 COPD 和青少年 AD 启动三期入组，联合 TCS 的三期已完成主要终点阳性结果，613 完成 2 期临床，即将进入 3 期推进。610 的哮喘临床 3 期入组中。

**临床管线推进有序，早研创新分子进入 IND/临床前关键阶段。**BDCA2 抗体 (“626”) 完成在中国健康人群中 Ia 期临床；系统性红斑狼疮适应症临床 Ib 期研究入组完成；TL1A 抗体 (“627”) 于 2026 年 3 月启动临床 II 期研究。早期创新分子加速推进 IND 及临床前阶段：重组抗 OX40L/IL-31RA 双特异性抗体注射液 (“SSGJ-716”)、CD3/BCMA/CD19 人源化三特异性抗体 (SSGJ-717)、重组抗 TL1A/IL-23 双特异性抗体注射液 (718)、TSLP/IL-4R 双特异性抗体吸入剂 (SSGJ-719)、IL-23R 口服多肽 (SSGJ-629) 等。

● 盈利预测与投资建议

公司深耕自免领域多年，在国内风湿领域有深厚的积淀，同时受益于 BD 合作现金流充沛，加快自身创新产品矩阵搭建。我们预计 2026-2028 年公司营业收入 17.7/19.8/27.7 亿元 (前值: 19.5/19.5/- 亿元)，归母净利润为 6.3/6.9/11.4 亿元 (前值: 7.2/5.6/- 亿元)，增速为 -78%/9%/65%，对应 PE 为 72X/66X/40X，维持 “买入” 评级。

● 风险提示：

对外授权许可收入不确定性风险；集采、医保政策带来的收入增长不确定风险；创新药研发失败风险；市场竞争加剧风险；地缘政治风险。

**■ 盈利预测和财务指标**

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4199	1774	1983	2767
增长率(%)	251.81	-57.76	11.82	39.50
EBITDA(百万元)	123.83	824.28	914.52	1461.18
归属母公司净利润(百万元)	2899.30	630.08	689.39	1140.50
增长率(%)	311.49	-78.27	9.41	65.44
EPS(元/股)	4.69	1.02	1.12	1.85
市盈率(P/E)	15.58	71.68	65.51	39.60
市净率(P/B)	5.34	5.02	4.70	4.25
EV/EBITDA	295.15	54.67	49.36	30.65

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	4199	1774	1983	2767	营业收入	251.8%	-57.8%	11.8%	39.5%
营业成本	333	353	395	446	营业利润	357.9%	-79.6%	10.5%	70.3%
税金及附加	12	9	10	14	归属于母公司净利润	311.5%	-78.3%	9.4%	65.4%
销售费用	199	231	278	360	<b>获利能力</b>				
管理费用	101	106	109	138	毛利率	92.1%	80.1%	80.1%	83.9%
研发费用	435	461	516	609	净利率	69.0%	35.5%	34.8%	41.2%
财务费用	-43	5	5	5	ROE	34.3%	7.0%	7.2%	10.7%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	33.9%	7.0%	7.1%	10.6%
<b>营业利润</b>	<b>3327</b>	<b>679</b>	<b>750</b>	<b>1278</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	6.1%	4.3%	4.4%	4.8%
营业外支出	8	8	8	8	流动比率	13.94	21.14	20.09	18.42
<b>利润总额</b>	<b>3319</b>	<b>671</b>	<b>742</b>	<b>1270</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	427	54	67	152	应收账款周转率	28.66	12.32	11.99	19.41
<b>净利润</b>	<b>2892</b>	<b>617</b>	<b>676</b>	<b>1118</b>	存货周转率	1.36	1.34	1.40	1.41
<b>归母净利润</b>	<b>2899</b>	<b>630</b>	<b>689</b>	<b>1141</b>	总资产周转率	0.56	0.19	0.21	0.26
<b>每股收益(元)</b>	<b>4.69</b>	<b>1.02</b>	<b>1.12</b>	<b>1.85</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	4.69	1.02	1.12	1.85
货币资金	193	100	26	384	每股净资产	13.68	14.55	15.56	17.21
交易性金融资产	1074	1174	1374	1574	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	154	143	198	100	PE	15.58	71.68	65.51	39.60
预付款项	38	42	47	54	PB	5.34	5.02	4.70	4.25
存货	261	267	298	337	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>6229</b>	<b>6491</b>	<b>7055</b>	<b>8077</b>	净利润	2892	617	676	1118
固定资产	990	1041	1074	1088	折旧和摊销	124	148	167	186
在建工程	544	594	644	694	营运资本变动	190	-624	-394	-378
无形资产	209	209	209	209	其他	-163	-29	-32	-34
<b>非流动资产合计</b>	<b>2728</b>	<b>2853</b>	<b>2937</b>	<b>3002</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3043</b>	<b>113</b>	<b>418</b>	<b>892</b>
<b>资产总计</b>	<b>8957</b>	<b>9343</b>	<b>9992</b>	<b>11080</b>	资本开支	-253	-156	-258	-258
短期借款	0	0	0	0	其他	-2911	41	-162	-159
应付票据及应付账款	35	39	44	50	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3164</b>	<b>-115</b>	<b>-420</b>	<b>-417</b>
其他流动负债	412	268	307	389	股权融资	15	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>447</b>	<b>307</b>	<b>351</b>	<b>439</b>	债务融资	-50	0	0	0
其他	96	91	91	91	其他	-76	-90	-71	-117
<b>非流动负债合计</b>	<b>96</b>	<b>91</b>	<b>91</b>	<b>91</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-111</b>	<b>-90</b>	<b>-71</b>	<b>-117</b>
<b>负债合计</b>	<b>543</b>	<b>398</b>	<b>442</b>	<b>530</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-227</b>	<b>-93</b>	<b>-74</b>	<b>357</b>
股本	618	618	618	618					
资本公积金	2386	2386	2386	2386					
未分配利润	5153	5622	6137	6989					
少数股东权益	-38	-51	-65	-88					
其他	295	369	473	644					
<b>所有者权益合计</b>	<b>8415</b>	<b>8945</b>	<b>9550</b>	<b>10550</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>8957</b>	<b>9343</b>	<b>9992</b>	<b>11080</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048