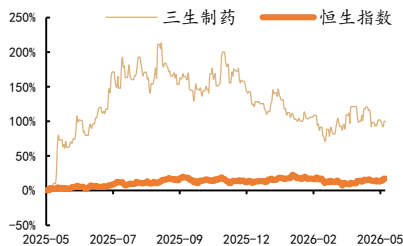


股票投资评级
买入 | 维持
个股表现


资料来源：Wind，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价 (港元)	22.32
总股本/流通股本 (亿股)	25.38 / 25.38
总市值/流通市值 (亿港元)	566 / 566
52周内最高/最低价	36.80 / 10.85
资产负债率 (%)	16.04%
市盈率	6.0
第一大股东	Decade Sunshine Limited

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

三生制药 (1530.HK)
授权落地推动业绩高增，多项临床开展全球价值加速兑现
● 投资要点

事件：2025 年实现营收 177.0 亿元，同比增长 94.3%。归母净利润为 84.8 亿元，同比增长 305.8%；扣除股权激励等非经营性项目后的经调整经营性纯利为 84.5 亿元，同比增长 264.6%。

对外授权落地推动业绩高增，主业受政策扰动有所下滑。

公司与辉瑞就 PD-1/VEGF 双抗 707 达成的授权交易在报告期内确认了 94.3 亿元的许可收入，构成了总收入的 53.3%。与此同时，公司原有的生物药品销售业务面临挑战，全年销售额为 80.1 亿元，同比下降 10.3%，主要受带量采购带来的价格下降及国家医保政策影响。CDMO 业务则保持较快增长，收入 2.6 亿元，同比增长 46.3%。

707 (PD-1/VEGF 双抗) 授权辉瑞，多项临床开展全球价值加速兑现。

PD-1/VEGF 双抗被视为下一代肿瘤免疫治疗的核心基石疗法，市场空间广阔。辉瑞全力推进，临床价值有望持续扩大：辉瑞 2025 年公布 7 项近期开展的临床探索试验，包括针对 NSCLC 和 CRC 的 III 期临床，针对 SCLC 的 2/3 期临床，以及多项 1/2 期临床。2026 年预计有 5 项 III 期全球 MRCT 计划开展，有望触发临床开发里程碑付款；同时亦有 9 项临床试验登记于 Clinical Trial 网站。

据公司公告，707 联用化疗 1L 治疗 Sq&NSq NSCLC 两项+联用化疗 1L 治疗 mCRC 的 1 项合计 3 项全球 III 期注册临床已启动患者入组，7 项临床已启动招募。从完成节点来看，27 年有望读出早期 HCC/RCC/mUC 等 1L 单药或联用的数据，29/30 年有望读出多个 3 期的重要数据。

新增产品即将贡献收入，现金储备充裕支持研发布局。

2025 年公司新比澳、爱曲泊帕片获批上市，抗 IL-17A 单抗 (608) 已于 2026 年 2 月获批上市；抗 IL-1 β 单抗 (613)、抗 IL-4R α 单抗 (611) 和抗 VEGF 单抗 (601) 的上市申请已获 CDE 受理，有望在未来 2-3 年内贡献可观收入，对冲传统产品面临的压力。截至 2025 年底，公司在手现金及现金等价物、存款等高达 158.6 亿元，现金资源 204 亿元。为后续管线的全球临床开发、生产设施升级以及潜在的外部合作提供了坚实保障。

● 盈利预测与投资建议

公司系国内医药领域的老牌企业，坐拥特比澳等多个现金牛品种，为研发创新输入动力。707 授权已落地，增厚公司利润的同时降低了在全球市场拓展的风险敞口。我们预计公司 2026-2028 年归母净

利润 27.3/28.3/31.9 亿元（前值：24.1/27.6/-亿元），同比-68%/+4%/+13%，对应 PE 为 20/19/17，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）	17696	10685	11085	12727
增长率(%)	94%	-40%	4%	15%
EBITDA（百万元）	11,063	3,852	3,873	4,193
归属母公司净利润（百万元）	8482	2728	2831	3191
增长率(%)	306%	-68%	4%	13%
EPS(元/股)	3.51	1.07	1.12	1.26
市盈率(P/E)	6.34	19.63	18.92	16.79
市净率(P/B)	2.08	1.80	1.65	1.51
EV/EBITDA	4.25	10.80	9.90	8.29

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 (单位: 百万元)

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	22,671	25,386	28,290	31,782	营业收入	17,696	10,685	11,085	12,727
现金	11,945	13,876	16,528	19,511	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	1,082	1,531	1,588	1,768	营业成本	1,348	1,443	1,552	1,718
存货	1,048	922	991	1,098	销售费用	3,631	3,954	4,101	4,709
其他	8,596	9,057	9,183	9,406	管理费用	651	801	887	1,018
非流动资产	13,580	12,913	12,277	11,679	研发费用	1,520	1,656	1,663	2,036
固定资产	4,994	4,533	4,099	3,698	财务费用	-227	-297	-379	-483
无形资产	6,006	5,839	5,676	5,518	除税前溢利	10,748	3,502	3,634	4,096
其他	2,580	2,541	2,502	2,463	所得税	1,652	630	654	737
资产总计	36,250	38,299	40,567	43,460	净利润	9,096	2,872	2,980	3,359
流动负债	4,416	3,785	3,227	2,915	少数股东损益	614	144	149	168
短期借款	1,831	1,231	631	31	归属母公司净利润	8,482	2,728	2,831	3,191
应付账款及票据	245	200	216	239	EBIT	10,521	3,205	3,255	3,614
其他	2,340	2,354	2,380	2,646	EBITDA	11,063	3,852	3,873	4,193
非流动负债	1,398	1,361	1,361	1,361	EPS (元)	3.51	1.07	1.12	1.26
长期债务	723	685	685	685					
其他	675	675	675	675					
负债合计	5,814	5,145	4,587	4,276					
普通股股本	0	0	0	0	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
储备	27,418	29,992	32,669	35,706	成长能力				
归属母公司股东权益	27,208	29,782	32,459	35,496	营业收入	94.29%	-39.62%	3.74%	14.82%
少数股东权益	3,228	3,372	3,521	3,689	归属母公司净利润	305.78%	-67.84%	3.78%	12.71%
股东权益合计	30,436	33,154	35,980	39,184	获利能力				
负债和股东权益	36,250	38,299	40,567	43,460	毛利率	92.38%	86.50%	86.00%	86.50%
					销售净利率	47.93%	25.53%	25.54%	25.07%
现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E	ROE	31.18%	9.16%	8.72%	8.99%
经营活动现金流	9,669	2,475	3,059	3,406	ROIC	26.99%	7.49%	7.16%	7.43%
净利润	8,482	2,728	2,831	3,191	偿债能力				
少数股东权益	614	144	149	168	资产负债率	16.04%	13.43%	11.31%	9.84%
折旧摊销	543	647	617	579	净负债比率	-30.86%	-36.08%	-42.28%	-47.96%
营运资金变动及其	30	-1,044	-538	-532	流动比率	5.13	6.71	8.77	10.90
投资活动现金流	-1,834	309	383	344	速动比率	4.81	6.29	8.25	10.31
资本支出	-541	-20	-20	-20	营运能力				
其他投资	-1,293	329	403	364	总资产周转率	0.59	0.29	0.28	0.30
筹资活动现金流	2,354	-699	-637	-613	应收账款周转率	14.83	8.18	7.11	7.58
借款增加	-970	-638	-600	-600	应付账款周转率	6.36	6.48	7.46	7.57
普通股增加	3,919	0	0	0	每股指标 (元)				
已付股利	-560	0	0	0	每股收益	3.51	1.07	1.12	1.26
其他	-35	-61	-37	-13	每股经营现金流	3.81	0.98	1.21	1.34
现金净增加额	10,035	1,931	2,651	2,983	每股净资产	10.72	11.73	12.79	13.99
					估值比率				
					P/E	6.34	19.63	18.92	16.79
					P/B	2.08	1.80	1.65	1.51

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家另类投资子公司。

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融资服务,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