

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)	41.93
总股本/流通股本(亿股)	8.96 / 8.96
总市值/流通市值(亿元)	376 / 376
52周内最高/最低价	92.30 / 39.38
资产负债率(%)	6.1%
市盈率	8.92
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)

授权收入驱动业绩高增，创新管线迈入密集兑现期

● 投资要点

事件：公司发布 2026 年中报。26H1 公司实现营业收入 8.66 亿元，同比+34.84%；实现归母净利润 3.71 亿元，同比+95.10%；扣非 2.60 亿元，同比+65.15%。业绩的强劲增长主要得益于对外授权许可收入的确认。

授权收入贡献核心增量，商业化产品承压过渡。公司确认来自辉瑞和沈阳三生的授权许可收入，主要为 707 项目（PF-4404）的里程碑付款，合计 3.52 亿元，带动公司整体毛利率由去年同期的 70.20% 提升至 80.48%，归母净利率由 29.64% 提升至 42.90%。商业化产品销售短期承压。受增值税率调整影响，核心产品益赛普销售规模承压，但销量基本稳定；赛普汀因医保控费及市场竞争加剧，销售受到影响。新获批产品益赛拓（IL-17A，2026 年 2 月上市）尚处商业化初期，销售体量有限。

创新管线迈入密集兑现期，看好自免管线矩阵潜力。公司 26 年两款自免创新药获批上市：1) 抗 IL-17A 单抗益赛拓于 2026 年 2 月获批上市，用于治疗中重度斑块状银屑病；2) 抗 IL-1 β 单抗益赛那于 2026 年 8 月 20 日获批上市，用于治疗痛风性关节炎急性发作。此外，抗 IL-4R α 单抗卡泰奇拜单抗（SSGJ-611）用于治疗中重度特应性皮炎的 NDA 已于 2026 年 2 月获 CDE 受理。三款产品覆盖自免领域广泛患者群体，商业潜力大。同时，核心在研项目进展顺利：1) 益赛拓（SSGJ-608）强直性脊柱炎适应症 III 期临床于 2026 年 6 月完成全部受试者入组；2) 抗 IL-5 单抗（SSGJ-610）用于成人重度嗜酸性粒细胞哮喘的 III 期临床于 2026 年 5 月完成全部受试者入组；3) 抗 BDCA2 单抗（SSGJ-626）用于系统性红斑狼疮的 Ib 期临床于 2026 年 3 月完成全部受试者入组。公司在自免领域管线布局全面，正迈入密集收获的阶段，看好自免管线矩阵的商业化潜力释放。

● 盈利预测与投资建议

我们预计 2026-2028 年公司营业收入 16.4/18.5/25.3 亿元（前值：17.7/19.8/27.7 亿元），归母净利润为 5.5/6.0/10.5 亿元（前值：6.3/6.9/11.4 亿元），对应 PE 为 69/63/36 倍。公司深耕自免领域多年，益赛普在国内风湿领域有深厚的积淀，同时受益于 BD 合作现金充沛，推进自身创新管线稳健向前，维持“买入”评级。

● 风险提示：

下游研发需求变动风险；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	1642	1848	2527
增长率(%)	251.81	-60.89	12.52	36.75
EBITDA（百万元）	3281.98	761.39	839.07	1355.92
归属母公司净利润（百万元）	2899.30	546.21	598.90	1045.98
增长率(%)	311.49	-81.16	9.65	74.65
EPS(元/股)	3.24	0.61	0.67	1.17
市盈率（P/E）	12.96	68.80	62.75	35.93
市净率（P/B）	4.45	4.21	3.96	3.59
EV/EBITDA	11.14	49.08	44.70	27.38

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)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	4199	1642	1848	2527	营业收入	251.8%	-60.9%	12.5%	36.8%
营业成本	333	331	383	452	营业利润	357.9%	-81.5%	9.5%	73.8%
税金及附加	12	8	9	13	归属于母公司净利润	311.5%	-81.2%	9.6%	74.6%
销售费用	199	214	259	329	获利能力				
管理费用	101	107	111	126	毛利率	92.1%	79.8%	79.3%	82.1%
研发费用	435	427	481	505	净利率	69.0%	33.3%	32.4%	41.4%
财务费用	-43	5	5	5	ROE	34.3%	6.1%	6.3%	10.0%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	32.7%	6.1%	6.3%	9.9%
营业利润	3327	616	675	1173	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	6.1%	4.1%	4.3%	4.8%
营业外支出	8	8	8	8	流动比率	13.94	22.53	20.64	18.34
利润总额	3319	608	667	1165	营运能力				
所得税	427	73	80	140	应收账款周转率	28.66	11.82	12.02	19.15
净利润	2892	535	587	1025	存货周转率	1.36	1.30	1.42	1.44
归母净利润	2899	546	599	1046	总资产周转率	0.56	0.18	0.19	0.24
每股收益(元)	3.24	0.61	0.67	1.17	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	3.24	0.61	0.67	1.17
货币资金	193	207	75	459	每股净资产	9.43	9.96	10.58	11.67
交易性金融资产	1074	1174	1374	1574	估值比率				
应收票据及应收账款	154	132	185	91	PE	12.96	68.80	62.75	35.93
预付款项	38	40	46	54	PB	4.45	4.21	3.96	3.59
存货	261	250	289	341	现金流量表				
流动资产合计	6229	6472	6984	7968	净利润	2892	535	587	1025
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	-613	-392	-304
无形资产	209	209	209	209	其他	-163	-42	-29	-30
非流动资产合计	2728	2782	2867	2932	经营活动现金流净额	3043	28	333	878
资产总计	8957	9255	9851	10900	资本开支	-253	-167	-258	-258
短期借款	0	0	0	0	其他	-2911	230	-165	-163
应付票据及应付账款	35	37	43	50	投资活动现金流净额	-3164	64	-423	-421
其他流动负债	412	250	296	384	股权融资	15	0	0	0
流动负债合计	447	287	338	434	债务融资	-50	0	0	0
其他	96	90	90	90	其他	-76	-78	-41	-72
非流动负债合计	96	90	90	90	筹资活动现金流净额	-111	-78	-41	-72
负债合计	543	377	428	524	现金及现金等价物净增加额	-227	13	-132	384
股本	618	896	896	896					
资本公积金	2386	2108	2108	2108					
未分配利润	5153	5579	6047	6864					
少数股东权益	-38	-49	-61	-82					
其他	295	343	433	590					
所有者权益合计	8415	8878	9423	10376					
负债和所有者权益总计	8957	9255	9851	10900					

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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