

三生制药 (01530.HK)

与辉瑞达成重磅交易，双抗出海扬帆起航

优于大市

◆ 公司研究 · 海外公司快评

◆ 医药生物 · 生物制品

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：陈曦炳	0755-81982939	chenxibing@guosen.com.cn	执证编码：S0980521120001
证券分析师：彭思宇	0755-81982723	pengsiyu@guosen.com.cn	执证编码：S0980521060003
证券分析师：陈益凌	021-60933167	chenyiling@guosen.com.cn	执证编码：S0980519010002

事项：

三生制药与辉瑞就 707 签订许可协议，授权辉瑞在全球（除中国外）的研发、生产和商业化权益。

2025 年 5 月 20 日，三生制药与辉瑞签订许可协议，授权辉瑞在全球（除中国外）对 707 的研发、生产和商业化权益，本次授权的首付款为 12.5 亿美元，并可获得总额最多为 48.0 亿美元的潜在付款，包括开发、监管批准及销售的里程碑付款，以及双位数百分比的销售分成。

国信医药观点：1) 707 是三生制药研发的一款 PD-1xVEGF 双抗，研发进度较为靠前，早期临床数据优秀；近日，707 单药头对头帕博利珠单抗针对一线 PD-L1 阳性的 NSCLC 的临床 3 期已经在 CDE 官网公示；2) 707 目前单药在一线 PD-L1 阳性的 NSCLC、联合化疗在一线 NSCLC、结直肠癌、子宫内膜癌等实体瘤中开展临床研究，其中一线 PD-L1 阳性的 NSCLC 适应症获得 CDE 突破性治疗认定，助力 707 的研发和商业化进程快速推进；3) 707 的商业化出海能力得到兑现，与辉瑞达成授权协议，协议总金额为 60.5 亿美元，其中首付款 12.5 亿美元，里程碑付款 48.0 亿美元，以及双位数百分比的销售分成；此外，辉瑞将于生效日期根据股份认购协议内容，认购公司 1.0 亿美元的三生制药的普通股。**投资建议：**公司创新药临床快速推进，完成重磅对外授权交易，业绩保持稳健增长。我们暂不考虑对外授权的影响，维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 23.9/27.1/30.7 亿元，同比增长 14.1%/13.7%/13.1%。公司拥有稳健的增长和良好的盈利水平，创新药管线进度较快，自研和引进的管线即将进入收获期，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 707 在非小细胞肺癌和结直肠癌中展示出良好的临床数据

707 是三生制药 CLF2 平台研发的一款 PD-1xVEGF 双抗，单药头对头帕博利珠单抗针对一线 PD-L1 阳性的 NSCLC 已经推进至临床 III 期阶段，联合化疗在一线 NSCLC、结直肠癌、子宫内膜癌等实体瘤中开展临床 II 期研究，截至目前入组的患者总数超过 300 名，同时获得美国 FDA 批准开展临床研究。

表1：707 已公示的临床试验

适应症	治疗方案	地区	进度	入组人数	NCT	CTR	首次公示日期	首例入组日期
1L PD-L1+ NSCLC	单药	中国	ph3	420	-	CTR20251867	2025-05-16	-
实体瘤	单药	中国	ph1	130	-	CTR20221432	2022-06-28	2023-03-20
子宫内膜癌，2L 卵巢上皮癌	联合紫杉醇+卡铂	中国	ph2	80	NCT06522828	CTR20242752	2024-07-26	2024-10-10
1L NSCLC（驱动基因阴性）	联合化疗	中国	ph2	235	NCT06412471	CTR20241649	2024-05-10	2024-07-26
1L CRC	单药/联合化疗	中国	ph2	130	NCT06493760	CTR20242357	2024-07-01	2024-09-03

资料来源：Insight，国信证券经济研究所整理

◆ 707 研发进度较为靠前，在同类产品中占据一定的优势

PD-(L)1/VEGF 双抗中仅有康方生物的依沃西（AK112）获批上市，普米斯和 BioNTech 研发的 PM8002 处于临床 III 期研究阶段。三生制药的 707 针对 1 线 PD-L1 阳性 NSCLC 适应症的临床 III 期研究于近期公示，

研发进度较为靠前。双抗联合 ADC 有望成为下一代肿瘤免疫治疗的组合，多个 MNC 已经通过合作的方式储备了丰富的 ADC 管线，公司与辉瑞的合作进一步验证 707 的出海潜力。

表2: PD-(L)1/VEGF 靶点药物临床进展梳理

公司	产品	靶点	适应症	海外临床	国内临床	FIH
康方生物/Summit	依沃西单抗	PD-1/VEGF	肺癌、胆道癌、头颈部鳞癌、乳腺癌等实体瘤	ph3	批准上市	2019-09-20
BioNTech/普米斯	PM8002	PD-L1/VEGF	乳腺癌、肺癌、间皮瘤等	ph3	ph3	2021-03-09
三生制药	707	PD-1/VEGF	肺癌、结直肠癌、乳腺癌等	IND	ph3	2023-03-20
圆样生命科技/天士力	B1962	PD-L1/VEGF	胆道癌、结直肠癌、肺癌等	ph1	ph2	2022-12-01
荣昌生物	RC148	PD-1/VEGF	乳腺癌、非小细胞肺癌等实体瘤	-	ph2	2023-09-14
宜明昂科/Instil Bio	IMM2510	PD-L1/VEGF	软组织肉瘤、肺癌、乳腺癌等	-	ph2	2021-08-18
OncoC4	AI-081	PD-1/VEGF	实体瘤	ph1/2	IND	2025-02-13
礼新医药/默沙东	LM-299	PD-1/VEGF	实体瘤	ph1/2	ph1/2	2024-10-09
神州细胞	SCTB14	PD-1/VEGF	实体瘤	ph1/2	ph2/3	2024-06-04
明慧医药	MHB039A	PD-1/VEGF	肺癌、实体瘤	-	ph1/2	2024-04-01
君实生物	JS207	PD-1/VEGF	实体瘤	-	ph1	2023-09-26
甫康制药	CVL006	PD-L1/VEGF	非小细胞肺癌、结直肠癌、头颈部鳞癌等	-	ph1	2024-11-20
尚健生物	SG1408	PD-L1/VEGF	实体瘤	-	ph1	2022-11-22

资料来源: Insight, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议:

1) 707 是三生制药研发的一款 PD-1xVEGF 双抗，研发进度较为靠前，早期临床数据优秀；近日，707 单药头对头帕博利珠单抗针对一线 PD-L1 阳性的 NSCLC 的临床 3 期已经在 CDE 官网公示；2) 707 目前单药在一线 PD-L1 阳性的 NSCLC、联合化疗在一线 NSCLC、结直肠癌、子宫内膜癌等实体瘤中开展临床研究，其中一线 PD-L1 阳性的 NSCLC 适应症获得 CDE 突破性治疗认定，助力 707 的研发和商业化进程快速推进；3) 707 的商业化出海能力得到兑现，与辉瑞达成授权协议，协议总金额为 60.5 亿美元，其中首付款 12.5 亿美元，里程碑付款 48.0 亿美元，以及双位数百分比的销售分成；此外，辉瑞将于生效日期根据股份认购协议内容，认购公司 1.0 亿美元的三生制药的普通股。投资建议：公司创新药临床快速推进，完成重磅对外授权交易，业绩保持稳健增长。我们暂不考虑对外授权的影响，维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 23.9/27.1/30.7 亿元，同比增长 14.1%/13.7%/13.1%。公司拥有稳健的增长和良好的盈利水平，创新药管线进度较快，自研和引进的管线即将进入收获期，维持“优于大市”评级。

风险提示：研发进度不及预期、临床数据不及预期、商业化销售不及预期。

相关研究报告:

- 《三生制药 (01530.HK) -核心产品销售稳健增长，创新管线快速推进》——2025-03-31
- 《三生制药 (01530.HK) -业绩保持稳健增长，创新药临床快速推进》——2025-02-20
- 《三生制药 (01530.HK) -业绩较快增长，研发管线布局丰富》——2024-08-25
- 《三生制药 (01530.HK) -经营业绩较快增长，特比澳、蔓迪销售表现强劲》——2024-03-27
- 《三生制药 (01530.HK) -营收实现快速增长，研发管线进入收获期》——2023-08-28

财务预测与估值

资产负债表（百万 元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2610	2143	2000	4249	6750	营业收入	7816	9108	10126	11357	12685
应收款项	2228	2046	2617	2905	3124	营业成本	1174	1280	1413	1573	1744
存货净额	778	795	804	927	1028	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	196	179	254	264	287	销售费用	3006	3351	3726	4179	4668
流动资产合计	9193	9347	9859	12530	15373	管理费用	1399	1991	1879	2075	2286
固定资产	4692	4993	5152	5094	4918	财务费用	365	344	110	89	94
无形资产及其他	5795	6311	6145	5979	5813	投资收益	0	0	(200)	(220)	(229)
						资产减值及公允价 值变动	0	0	0	2	1
投资性房地产	812	623	623	623	623	其他收入	332	576	508	526	542
长期股权投资	3133	2938	2938	2938	2938	营业利润	2203	2718	3306	3748	4207
资产总计	23625	24213	24716	27164	29666	营业外净收支	(225)	0	(204)	(222)	(218)
短期借款及交易性 金融负债	2112	3470	2160	2521	2657	利润总额	1978	2718	3102	3526	3989
应付款项	299	229	331	336	364	所得税费用	392	501	571	649	735
其他流动负债	1317	1764	1771	1913	2055	少数股东损益	37	127	145	165	187
流动负债合计	3728	5464	4262	4770	5077	归属于母公司净利 润	1549	2090	2386	2712	3068
长期借款及应付债 券	2689	38	38	38	38						
其他长期负债	695	675	735	804	884						
长期负债合计	3384	713	773	842	921	现金流量表（百万 元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	7111	6176	5035	5612	5999	净利润	1549	2090	2386	2712	3068
少数股东权益	2480	2600	2694	2802	2923	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	14034	15436	16987	18750	20744	折旧摊销	329	366	508	526	542
负债和股东权益总 计	23625	24213	24716	27164	29666	公允价值变动损失	0	0	0	(2)	(1)
						财务费用	365	344	110	89	94

关键财务与估值指 标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.65	0.87	1.00	1.13	1.28	其它	37	85	94	107	121
每股红利	0.00	0.29	0.35	0.40	0.45	经营活动现金流	1802	3270	2502	3138	3638
每股净资产	5.86	6.44	7.09	7.83	8.66	资本开支	0	(505)	(500)	(300)	(200)
ROIC	10%	12%	16%	21%	24%	其它投资现金流	1480	(803)	0	0	0
ROE	11%	14%	14%	14%	15%	投资活动现金流	(273)	(1114)	(500)	(300)	(200)
毛利率	85%	86%	86%	86%	86%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	29%	27%	31%	31%	31%	负债净变化	(1377)	(2651)	0	0	0
EBITDA Margin	33%	31%	36%	36%	36%	支付股利、利息	0	(697)	(835)	(949)	(1074)
收入增长	14%	17%	11%	12%	12%	其它融资现金流	1685	4072	(1309)	361	136
净利润增长率	-19%	35%	14%	14%	13%	融资活动现金流	(1069)	(2623)	(2144)	(589)	(937)
资产负债率	41%	36%	31%	31%	30%	现金净变动	461	(468)	(143)	2249	2500
息率	0.0%	2.4%	2.8%	3.2%	3.7%	货币资金的期初余 额	2149	2610	2143	2000	4249
P/E	17.7	13.1	11.5	10.1	8.9	货币资金的期末余 额	2610	2143	2000	4249	6750
P/B	2.0	1.8	1.6	1.5	1.3	企业自由现金流	0	2618	2058	2900	3503
EV/EBITDA	14.2	12.5	9.5	8.6	7.8	权益自由现金流	0	3758	659	3188	3562

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032