

三生制药 (01530.HK)

授权辉瑞 PD-1/VEGF 双抗，创新管线未来可期

公司发布公告：与辉瑞就 PD-1/VEGF 双抗 SSGJ-707 达成授权协议。

5 月 20 日，公司宣布，公司及附属子公司沈阳三生、三生国健与辉瑞签署协议，将向辉瑞独家授予公司自主研发的突破性 PD-1/VEGF 双特异性抗体 SSGJ-707 在全球（不包括中国内地）的开发、生产、商业化权利。公司及沈阳三生将保留 SSGJ-707 在中国内地的开发、生产、商业化权利，并基于届时商定的财务条款授予辉瑞对 SSGJ-707 在中国内地开展商业化的选择权。根据协议，三生制药将获得 12.5 亿美元不可退还且不可抵扣的首付款，以及最高可达 48 亿美元的开发、监管批准和销售里程碑付款。公司还将根据授权地区的产品销售额收取两位数百分比的梯度销售分成。此外，辉瑞将于协议生效日认购三生制药价值 1 亿美元的普通股股份。

SSGJ-707 临床效果获国际认可，财务回报助力公司研发体系升级。 SSGJ-707 是三生制药基于 CLF2 专利平台开发的靶向 PD-1/VEGF 双特异性抗体，可同时抑制 PD-1 和 VEGF 双靶点。产品潜力大：1) II 期临床阶段性分析数据显示，SSGJ-707 在 NSCLC 患者的治疗上获得了优异的 ORR 和 DCR，无论单药还是与化疗联用，均展示出显著的抗肿瘤活性和良好的安全性，具有 best-in-class 的潜力。2) 今年 4 月获 CDE 突破性治疗药物认定，适应症为一线治疗 PD-L1 表达阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌。此前，SSGJ-707 已获得 FDA 的 IND 批准。3) SSGJ-707 用于治疗结直肠癌、妇科肿瘤等领域的临床研究也在推进中。此次合作证明 SSGJ-707 优异的临床效果已获得国际顶尖认可，同时验证了公司自主创新研发体系的国际竞争力，显著提升了公司在肿瘤治疗领域的全球话语权，有力地推进了公司的国际化步伐。此外，此次合作也将为三生制药带来强劲的财务回报，助力公司研发体系升级，推动公司更好地融入全球生物医药产业价值链。

核心品种领跑赛道，创新管线驱动增长新极。 在成熟产品构筑基本盘，高壁垒+强渗透驱动持续放量，特比澳、蔓迪等大单品通过适应症扩展、渠道下沉、剂型创新持续释放增长动能。创新管线 2025 年起密集兑现，自免领域差异化布局打造 BIC 潜力，肿瘤双抗 SSGJ-707 临床数据优异+海外 BD 落地打开估值天花板。全球化战略打开长期成长空间，产品销往 16 个国家，与国际合作伙伴积极拓展 PD-1 等重要管线。

盈利预测与投资评级。 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 23.62 亿元、26.52 亿元、29.76 亿元，对应增速分别为 13.0%，12.3%，12.2%。对应 PE18X/16X/14X。维持“买入”评级。

风险提示： 营收结构风险、临床研发失败风险、竞争格局恶化风险、医药政策调整风险、国际业务的汇率风险、销售不及预期风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万人民币)	7,816	9,108	10,230	11,438	12,645
增长率 yoy (%)	13.9	16.5	12.3	11.8	10.6
归母净利润(百万人民币)	1,549	2,090	2,362	2,652	2,976
增长率 yoy (%)	-19.1	34.9	13.0	12.3	12.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.65	0.87	0.98	1.11	1.24
净资产收益率 (%)	11.0	13.5	13.3	13.0	12.8
P/E (倍)	27.3	20.2	17.9	16.0	14.2
P/B (倍)	3.0	2.7	2.4	2.1	1.8

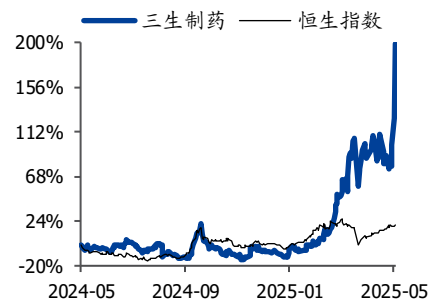
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 05 月 20 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	生物制品
前次评级	买入
05 月 20 日收盘价 (港元)	19.18
总市值 (百万港元)	46,004.78
总股本 (百万股)	2,398.58
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	59.11

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjinyang@gszq.com

分析师 胡倩碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

分析师 张玉

执业证书编号：S0680524120002

邮箱：zhangyu7@gszq.com

相关研究

1、《三生制药 (01530.HK)：核心生物药品筑牢领军地位，创新管线迈入收获期》 2025-03-21

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9193	9347	12631	16453	20542
现金	2610	1618	4154	7463	10964
应收票据及应收账款	1095	1305	1672	1849	2068
其他应收款	1132	741	1225	1410	1532
预付账款	0	0	0	0	0
存货	778	795	933	1092	1205
其他流动资产	3577	4887	4647	4638	4772
非流动资产	14432	14866	15071	15267	15449
长期投资	2537	2439	2439	2439	2439
固定资产	4692	4993	5244	5482	5708
无形资产	5795	5987	5989	5991	5993
其他非流动资产	1408	1446	1400	1355	1309
资产总计	23625	24213	27703	31719	35991
流动负债	3728	5464	6623	8013	9333
短期借款	2112	3470	4543	5675	6750
应付票据及应付账款	212	180	282	326	363
其他流动负债	1404	1814	1798	2012	2221
非流动负债	3384	713	713	713	713
长期借款	2689	38	38	38	38
其他非流动负债	695	675	675	675	675
负债合计	7111	6176	7336	8726	10046
少数股东权益	2480	2600	2627	2660	2693
股本	0	0	0	0	0
资本公积	14190	15554	17857	20451	23368
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	14034	15436	17740	20334	23251
负债和股东权益	23625	24213	27703	31719	35991

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2083	3201	2236	2738	3110
净利润	1549	2090	2362	2652	2976
折旧摊销	351	413	298	310	322
财务费用	212	191	0	0	0
投资损失	-30	349	-44	-37	-35
营运资金变动	-162	566	-487	-295	-246
其他经营现金流	162	-407	106	108	94
投资活动现金流	-1345	-1358	-715	-502	-625
资本支出	-704	-963	-550	-550	-550
长期投资	-1781	98	0	0	0
其他投资现金流	1140	-492	-165	48	-75
筹资活动现金流	-353	-2253	1073	1131	1075
短期借款	1748	1358	1073	1131	1075
长期借款	-1377	-2651	0	0	0
普通股增加	0	-242	0	0	0
资本公积增加	1057	1364	2304	2594	2917
其他筹资现金流	-1782	-2082	-2304	-2594	-2917
现金净增加额	459	-469	2536	3309	3501

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7816	9108	10230	11438	12645
营业成本	1174	1280	1462	1704	1885
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	3006	3351	3785	4232	4679
管理费用	481	502	601	682	759
研发费用	795	1327	1330	1430	1543
财务费用	59	191	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	-297	5	8	-1	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-30	349	-44	-37	-35
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	2364	2555	2950	3317	3694
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	1978	2718	2914	3279	3669
所得税	392	501	525	594	659
净利润	1586	2218	2389	2685	3010
少数股东损益	37	127	27	33	34
归属母公司净利润	1549	2090	2362	2652	2976
EBITDA	2389	3322	3211	3589	3991
EPS (元/股)	0.65	0.87	0.98	1.11	1.24

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	13.9	16.5	12.3	11.8	10.6
营业利润(%)	21.8	8.1	15.4	12.5	11.4
归属母公司净利润(%)	-19.1	34.9	13.0	12.3	12.2
获利能力					
毛利率(%)	85.0	86.0	85.7	85.1	85.1
净利率(%)	19.8	23.0	23.1	23.2	23.5
ROE(%)	11.0	13.5	13.3	13.0	12.8
ROIC(%)	7.7	11.0	9.6	9.4	9.2
偿债能力					
资产负债率(%)	30.1	25.5	26.5	27.5	27.9
净负债比率(%)	13.3	10.5	2.1	-7.6	-16.1
流动比率	2.5	1.7	1.9	2.1	2.2
速动比率	2.2	1.4	1.7	1.9	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	6.5	7.6	6.9	6.5	6.5
应付账款周转率	5.1	6.5	6.3	5.6	5.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.87	0.98	1.11	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	1.33	0.93	1.14	1.30
每股净资产(最新摊薄)	5.85	6.44	7.40	8.48	9.69
估值比率					
P/E	27.3	20.2	17.9	16.0	14.2
P/B	3.0	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	8.0	4.6	13.3	11.3	9.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 05 月 20 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com