

2025 年 05 月 21 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 05 月 20 日

收盘价（港元）	19.18
一年内最高/最低（港元）	22.00/5.47
总市值（百万港元）	46,004.78
流通市值（百万港元）	46,004.78
资产负债率（%）	25.51

资料来源：聚源数据

三生制药 (01530. HK)

——PD1/VEGF 双抗海外权益授权辉瑞，交易规模超预期

投资要点：

- **事件：**三生制药发布公告，1) 公司将 PD-1/VEGF 双抗中国以外的全球权益授权给辉瑞，同时辉瑞还将获得中国市场商业化的选择权。2) 根据协议，三生制药将获得 12.5 亿美元首付款+最高 48 亿美元里程碑+两位数百分比梯度销售分成。3) 辉瑞将认购三生制药价值 1 亿美元的普通股股份。
- **点评：**破纪录的交易金额及交易达成时间均大超市场预期，海外峰值预期提高，有望提供较大估值弹性。1) 公司 2025 JPM 披露 2 期临床数据，疗效与安全性展现优秀潜力，对于一线 PD-L1 阳性 NSCLC，SSGJ-707 在 10mg/kg 剂量组，ORR 高达 70.8%，DCR 高达 100%，3 级及以上副作用发生率为 23.50%。SSGJ-707 联用化疗治疗一线非鳞癌 NSCLC 和鳞癌 NSCLC，ORR 分别高达 58.3%和 81.3%，DCR 均为 100%。2) 近期，三生制药已启动一线治疗 PD-L1 阳性 NSCLC 三期临床(头对头 K 药)，另有多项二期临床正在进行，后续有望持续推进临床。
- **特比澳、蔓迪等核心产品高速增长，有望支撑公司未来主业稳健增长。**特比澳 24 年销售 50.6 亿元，同比保持 20.4%高增长，市占率 34.3%，且 24 年医保谈判成功零降价续约并新增儿童 ITP 适应症，未来有望持续增长。促红素双品牌 24 年销售 10.2 亿元，同比+8.3%，市占率 42%稳居第一。蔓迪生发 24 年销售 13.4 亿元，同比+18.9%，尤其 24H2 蔓迪销售恢复高增长，后续通过不断开发新系列品种，品牌销售有望持续增长。此外，公司不断与众多药企达成创新合作，例如 HER3/EGFR 双抗 ADC、HER2 ADC、克立福替尼、口服紫杉醇、GLP1 等，有望提供业绩增量。
- **盈利预测与评级：**考虑 12.5 亿美金首付款于 25 年确认，预计公司归母净利润分别为 97.88/29.88/34.72 亿元，同比增速分别为 368.2%/-69.5%/16.2%，当前股价对应 PE 分别为 4/14/12 倍。25 年公司经调整净利润有望达 23 亿元，参考瀚森制药、石药集团、康哲药业、中国生物制药等可比公司，给予 10 倍 PE，主业合理估值约 230 亿元。本次 BD 交易金额超预期，我们上调 707 双抗海外峰值至 50 亿美金，假设 12%销售分成(汇率 1 美元=7.27 人民币)，给予 10PE 并考虑 60%风险折价后估值约 260 亿元。我们预测国内 707 双抗峰值约 30 亿元，口服紫杉醇等新产品峰值保守合计约 20 亿元，给予 3 倍 PS，国内新品种估值约 150 亿元，考虑 70%风险折价后估值约 105 亿元。综合以上，给予公司目标市值 595 亿元，约 645 亿港元市值（汇率 1 人民币=1.09 港元），鉴于公司主业增长稳健，PD1/VEGF 双抗等创新品种提供高弹性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**临床研发失败风险，竞争格局恶化风险、销售不及预期风险等。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,816	9,108	19,102	11,524	12,790
同比增长率（%）	13.9%	16.5%	109.7%	-39.7%	11.0%
归母净利润（百万元）	1,549	2,090	9,788	2,988	3,472
同比增长率（%）	-19.1%	34.9%	368.2%	-69.5%	16.2%
每股收益（元/股）	0.64	0.86	4.08	1.25	1.45
ROE（%）	11.0%	13.5%	38.9%	10.6%	11.0%
市盈率（P/E）	10.93	6.57	4.37	14.32	12.32

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表				资产负债表			
单位：人民币(百万)				单位：人民币(百万)			
	2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
营业收入	19,102	11,524	12,790	货币资金	9,936	11,532	14,527
增长率	109.7%	-39.7%	11.0%	应收款项	2,547	2,881	3,233
营业成本	2,579	1,556	1,791	存货	895	951	1,144
%销售收入	13.5%	13.5%	14.0%	其他流动资产	4,721	5,018	5,190
毛利	16,523	9,968	10,999	流动资产	18,100	20,382	24,094
%销售收入	86.5%	86.5%	86.0%	权益性投资	469	439	409
其他收入	0	0	0	固定资产	5,226	5,443	5,658
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	5,730	5,486	5,254
销售费用	3,820	4,033	4,349	非流动资产	15,813	16,757	16,711
%销售收入	20.0%	35.0%	34.0%	资产总计	33,913	37,139	40,805
管理费用	669	634	703	应付款项	179	216	249
%销售收入	3.5%	5.5%	5.5%	短期借款	3,170	2,970	2,870
研发费用	1,528	1,671	1,727	其他流动负债	1,987	2,385	2,635
%销售收入	8.0%	14.5%	13.5%	流动负债	5,336	5,571	5,753
财务费用	38	-134	-151	长期债务	38	38	38
%销售收入	0.2%	-1.2%	-1.2%	其他长期负债	675	675	675
息税前利润 (EBIT)	10,445	3,585	4,170	非流动负债	713	713	713
%销售收入	54.7%	31.1%	32.6%	负债总计	6,048	6,284	6,466
投资收益	-23	-22	-12	归属母公司股东权益	25,165	28,095	31,508
%税前利润	-0.2%	-0.6%	-0.3%	少数股东权益	2,699	2,760	2,831
除税前利润	10,407	3,719	4,321	负债股东权益合计	33,913	37,139	40,805
利润率	54.5%	32.3%	33.8%				
所得税	520	669	778	比率分析			
所得税率	5.0%	18.0%	18.0%		2025E	2026E	2027E
净利润 (含少数股东损益)	9,887	3,049	3,543	每股指标			
少数股东损益	99	61	71	每股收益	4.08	1.25	1.45
归属于母公司的净利润	9,788	2,988	3,472	每股净资产	10.49	11.71	13.14
增长率	368.2%	-69.5%	16.2%	每股经营现金净流	4.37	1.51	1.64
净利率	51.2%	25.9%	27.1%	每股股利	0.00	0.00	0.00
现金流量表				回报率			
单位：人民币(百万)				净资产收益率	38.89%	10.64%	11.02%
	2025E	2026E	2027E	总资产收益率	28.86%	8.05%	8.51%
净利润	9,788	2,988	3,472	投入资本收益率	31.93%	8.68%	9.18%
少数股东损益	99	61	71	增长率			
营运资金变动	-13	-1	-185	营业收入增长率	109.73%	-39.67%	10.99%
其他变动	599	577	564	EBIT增长率	259.05%	-65.68%	16.32%
经营活动现金流量净额	10,473	3,625	3,922	净利润增长率	368.24%	-69.47%	16.19%
资本开支	-520	-520	-520	总资产增长率	40.06%	9.51%	9.87%
投资	-1,222	-1,222	-220	资产管理能力			
其他	15	36	52	应收账款周转天数	27.3	51.9	51.8
投资活动现金流量净额	-1,727	-1,706	-688	存货周转天数	118.0	213.6	210.6
股权募资	0	0	0	应付账款周转天数	25.0	45.7	46.7
债权募资	-300	-200	-100	固定资产周转天数	96.3	166.6	156.2
其他	-70	-65	-80	偿债能力			
筹资活动现金流量净额	-370	-265	-180	流动比率	3.39	3.66	4.19
现金净变动	8,318	1,595	2,995	速动比率	3.17	3.43	3.94
				净负债/股东权益	-24.15%	-27.63%	-33.84%
				EBIT利息保障倍数	149.3	55.2	52.1
				资产负债率	17.84%	16.92%	15.85%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。