

三生制药 (01530.HK)
与辉瑞就 SSGJ-707 达成授权，创新价值弹性兑现

2025 年 05 月 22 日

——港股公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
余汝意（分析师）
余克清（分析师）
刘艺（联系人）

yuruyi@kysec.cn

yukeqing@kysec.cn

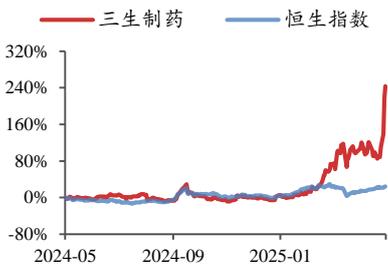
liuyi1@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790525010002

证书编号：S0790124070022

日期	2025/5/21
当前股价(港元)	20.850
一年最高最低(港元)	22.000/5.470
总市值(亿港元)	500.10
流通市值(亿港元)	500.10
总股本(亿股)	23.99
流通港股(亿股)	23.99
近3个月换手率(%)	134.69

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《核心品种持续发力，多款创新药进入收获期——港股公司首次覆盖报告》
-2025.3.27

● 与辉瑞就 SSGJ-707 达成协议，看好其全球研发及商业化进展

2025 年 5 月 20 日，公司及附属子公司与辉瑞签署协议，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。根据协议，公司将获得 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。此次合作彰显公司创新能力，创新价值弹性兑现。不考虑交易付款，我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年净利润为 23.28、26.12、29.38 亿元，EPS 为 0.97、1.09、1.23 元/股，当前股价对应 PE 为 9.3、8.3、7.4 倍，维持“买入”评级。

● 公司核心品种稳健增长，在研管线多点开花，打造高价值品种

公司 SSGJ-707 的 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，具有 best-in-class 的潜力。2025 年 4 月 SSGJ-707 获国家药监局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 NSCLC，目前 SSGJ-707 已针对该适应症开展 III 期临床研究；同时 SSGJ-707 也已获得 FDA 的 IND 批准；此外用于治疗结直肠癌、妇科肿瘤等领域的临床研究也在推进中。此外公司 SSS06 用于慢性肾衰竭（CRF）贫血，其 NDA 已于 2024 年 7 月获受理；608（IL-17 单抗）针对斑块状银屑病的 NDA 已于 2024 年 11 月获受理。存量品种方面，特比澳作为公司第一大单品，2024 年医保谈判成功零降价续约并新增儿童 ITP 适应症给产品带来新的增量空间，此外促红素双品牌、益赛普、赛普汀及蔓迪等产品的稳步增长也进一步贡献公司现金流；合作项目上，公司 2024 年与众多药企达成创新合作，例如 HER2 ADC、克立福替尼、口服紫杉醇等，有望抬升公司业绩天花板。

● **风险提示：**行业政策变化风险、新药研发风险、价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,836	9,108	10,078	11,169	12,442
YOY(%)	14.1	16.2	10.7	10.8	11.4
净利润(百万元)	1,549	2,090	2,328	2,612	2,938
YOY(%)	(19.1)	34.9	11.4	12.2	12.5
毛利率(%)	85.0	86.0	84.2	84.2	84.2
净利率(%)	22.1	24.3	26.6	26.6	26.8
ROE(%)	11.1	13.5	0.8	0.9	1.1
EPS(摊薄/元)	0.65	0.87	0.97	1.09	1.23
P/E(倍)	14.0	10.4	9.3	8.3	7.4
P/B(倍)	1.5	1.4	0.1	0.1	0.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,193	9,347	7,990	8,664	9,435	营业收入	7,836	9,108	10,078	11,169	12,442
现金	2,610	2,143	4,737	5,249	5,848	营业成本	1,174	1,280	1,593	1,765	1,965
应收账款	2,228	2,046	2,134	2,225	2,321	营业费用	3,006	3,351	3,810	4,021	4,479
存货	778	795	835	877	921	管理费用	481	502	605	558	747
其他流动资产	3,577	4,363	284	313	346	其他收入/费用	(810)	(1,420)	450	360	388
非流动资产	14,432	14,866	14,894	15,321	15,569	营业利润	2,364	2,555	4,520	5,184	5,640
固定资产及在建工程	4,692	4,993	5,143	5,298	5,456	净财务收入/费用	(212)	(191)	(60)	(67)	(75)
无形资产及其他长期资产	9,740	9,872	9,750	10,024	10,113	其他利润	(455)	(31)	(121)	(134)	(149)
资产总计	23,625	24,213	22,884	23,986	25,005	除税前利润	2,121	2,715	4,460	5,117	5,565
流动负债	3,728	5,464	5,729	5,858	6,128	所得税	392	501	1,784	2,149	2,226
短期借款	2,112	3,470	3,539	3,610	3,682	少数股东损益	180	124	348	356	401
应付账款	212	180	254	226	309	归母净利润	1,549	2,090	2,328	2,612	2,938
其他流动负债	1,404	1,814	1,936	2,022	2,137	EBITDA	2,333	2,906	4,520	5,184	5,640
非流动负债	3,384	713	749	786	825	扣非后净利润	1,774	2,394	2,666	2,991	3,365
长期借款	2,689	38	40	41	44	EPS(元)	0.65	0.87	0.97	1.09	1.23
其他非流动负债	695	675	709	744	782						
负债合计	7,111	6,176	6,478	6,644	6,953	主要财务比率					
股本	683	0	0	0	0		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
储备	13,272	15,436	281,168	275,148	275,149	成长能力					
归母所有者权益	13,954	15,436	281,168	275,148	275,149	营业收入(%)	14.1	16.2	10.7	10.8	11.4
少数股东权益	2,480	2,600	47,360	46,346	46,346	营业利润(%)	21.8	8.1	76.9	14.7	8.8
负债和股东权益总计	23,625	24,213	335,005	328,138	328,448	归属于母公司净利润(%)	(19.1)	34.9	11.4	12.2	12.5
						获利能力					
						毛利率(%)	85.0	86.0	84.2	84.2	84.2
						净利率(%)	22.1	24.3	26.6	26.6	26.8
						ROE(%)	11.1	13.5	0.8	0.9	1.1
						ROIC(%)	8.6	11.1	0.7	0.8	0.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	30.1	25.5	1.9	2.0	2.1
						净负债比率(%)	74.3	62.9	4.8	5.0	5.2
						流动比率	2.5	1.7	1.4	1.5	1.5
						速动比率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.0	0.0
						应收账款周转率	6.5	7.6	7.5	8.0	8.4
						应付账款周转率	33.9	46.5	46.5	46.5	46.5
						存货周转率	10.5	11.6	12.4	13.1	13.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.65	0.87	0.97	1.09	1.23
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.9	0.5	1.0	1.1	1.3
						每股净资产(最新摊薄)	5.8	6.4	117.4	114.9	114.9
						估值比率					
						P/E	14.0	10.4	9.3	8.3	7.4
						P/B	1.5	1.4	0.1	0.1	0.1

现金流量表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,083	1,093	2,411	2,746	3,034
税前利润	2,121	2,715	4,460	5,117	5,565
折旧和摊销	351	196	202	208	215
营运资本变动	(162)	(294)	(179)	(141)	(194)
其他	(227)	(1,525)	(2,071)	(2,438)	(2,552)
投资活动现金流	(1,345)	(619)	3,166	5,831	5,924
资本开支	704	356	320	288	260
其他	(2,050)	(975)	2,845	5,542	5,665
融资活动现金流	(353)	(973)	(1,027)	(1,341)	(1,678)
股权融资	0	-0	-0	-0	-0
银行借款	3,191	1,483	193	201	209
其他	(3,544)	(2,456)	(1,221)	(1,542)	(1,886)
汇率变动对现金的影响	75	(27)	(30)	(33)	(36)
现金净增加额	459	(526)	4,520	7,203	7,245
期末现金总额	2,610	2,143	4,737	5,249	5,848

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn