三生制药 (1530 HK)

与辉瑞达成重磅授权交易，释放 PD-1/VEGF 的同类最佳潜力

买入 (维持)

目标价	28.32 港元
(此前目标价	14.18 港元)
潜在升幅	47.6%
当前股价	19.18 港元

中国医药

武煜, CFA
(852) 3900 0842
jillwu@cmbi.com.hk

王云逸
(852) 3916 1729
cathywang@cmbi.com.hk

三生制药将 707（PD-1/VEGF）的全球权益（除中国内地外）授权给辉瑞（PFE US, 未评级），将获得 12.5 亿美元的首付款及最高达 48 亿美元的里程碑付款，并将获得双位数的产品销售分成，交易规模大幅超出市场预期。公司将保留 707 在中国内地的权益，而辉瑞将拥有 707 在中国商业化的选择权。此外，授权交易达成后，辉瑞还将按 30 日成交量加权平均价认购公司 1 亿美元的普通股。我们认为，此笔交易的达成得益于 707 在临床展现的同类最佳（BIC）潜力，且研发进度全球领先。借助辉瑞丰富的临床资源和强大的执行能力，707 的海外临床进度有望快速追赶，并充分挖掘该分子的 best-in-class 潜力。

- **707 具备 BIC 潜力，BD 合作彰显 MNC 对重磅潜力的认可。**在全球的 PD-1/VEGF 靶点在研药物中，707 的开发进度处于前列。除康方生物的依沃西单抗以外，707 在临床数据积累方面最为丰富。2025 年初，公司公布了 707 的 II 期临床早期数据，在多个适应症展现优效潜力，包括：1）单药一线治疗 PD-L1+、野生型 NSCLC，2）联合化疗一线治疗野生型 NSCLC，3）治疗转移性结直肠癌（见图 6）。本月底的 ASCO 会议上，公司会以 Poster 的形式公布 707 单药一线治疗 PD-L1+、野生型 NSCLC 的更新数据。我们预计 PFS 数据有望于今年底读出。今年 5 月，707 首次公示进入 III 期临床（CTR20251867），临床方案为 707 单药对照帕博利珠单抗（K 药治疗 PD-L1 阳性（PD-L1 TPS ≥1%）野生型非小细胞肺癌。我们预计，今年公司还将启动 707 用于一线治疗 NSCLC 和一线治疗 CRC 的 III 期临床。此外，707 联合化疗治疗 NSCLC、mCRC、妇科肿瘤的 II 期临床也在进行中。
- **授权交易将大幅增厚公司 2025 年利润。**707 此项授权交易获得的所有款项将按照沈阳三生 70%，三生国健 30%进行分配。三生制药合计控制三生国健 80.88%的股权。我们预计辉瑞将在年内支付首付款，增厚三生制药的税前利润约 11.8 亿美元（约合 85.1 亿元人民币）。
- **维持买入评级，目标价 28.32 港元。**在此前的销售预测中，仅包含我们对于 707 国内销售的预期。随着 707 海外授权交易的落地，我们看好 707 在全球市场的潜力，里程碑和销售分成将持续增厚公司利润。基于 11 年 DCF 模型，上调目标价至 28.32 港元（WACC：11.46%，永续增长率：2.0%）。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万人民币)	7,816	9,108	18,576	11,385	12,110
同比增长(%)	13.8	16.5	104.0	(38.7)	6.4
归母净利润(百万人民币)	1,549	2,090	9,310	2,985	3,104
同比增长(%)	(19.1)	34.9	345.4	(67.9)	4.0
每股收益(人民币)	0.64	0.86	3.88	1.24	1.29
市盈率(倍)	27.8	20.5	4.6	14.2	13.7
净负债比率(%)	(0.4)	(13.1)	(26.6)	(30.8)	(34.9)

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

公司数据

市值(百万港元)	46,004.8
3 月平均流通量(百万港元)	547.3
52 周内股价高/低(港元)	19.18/5.52
总股本 (百万)	2398.6

资料来源： FactSet

股东结构

TMF (Cayman) Ltd.	24.1%
Decade Sunshine	19.9%

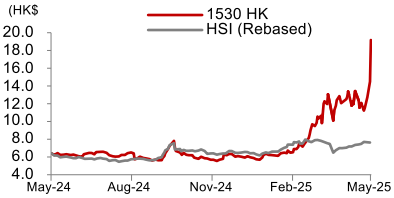
资料来源： 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	60.4%	44.9%
3 -月	193.7%	180.0%
6 -月	227.9%	172.8%

资料来源： FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

PD-(L)1/VEGF 交易及临床情况梳理

707 海外授权交易规模远超 PD-(L)1/VEGF 靶点其他药物

2025 年 5 月 20 日，三生制药宣布与辉瑞就 707（PD-1/VEGF）达成授权协议，将向辉瑞独家授予 707 在中国大陆以外的全球权益。三生制药将获得 12.5 亿美元首付款，及最高达 48 亿美元的里程碑付款，还将获得双位数的产品销售分成。此外，辉瑞还将于协议生效日认购三生制药价值 1 亿美元的普通股。公司将保留 707 在中国内地的权益，而辉瑞将拥有 707 在中国商业化的选择权。

图 1: 中国已实现海外授权交易的 PD-(L)1/VEGF 靶点药物

靶点	通用名/研发代码	公司	达成授权交易时的临床阶段	交易时间及授权地区	交易金额	海外授权伙伴
PD-1/VEGF	依沃西单抗/AK112	康方生物	Ph III	2022.12：美国、加拿大、欧洲及日本 2024.6：扩大许可地区至中美洲、南美洲、中东地区及非洲	2022：首付款 5 亿美元，总交易金额最高可达 50 亿美元 + 低双位数销售分成 2024：7,000 万美元首付款和里程碑付款 + 低双位数销售分成	Summit Therapeutics（SMMT US）
	LM-299	礼新医药	Ph I	2024.11: 全球	首付款 5.88 亿美元 + 最高 27 亿美元里程碑付款（*无销售分成*）	默沙东 (MRK US)
	707	三生制药	Ph III	2025.5：全球（中国内地除外）	首付款 12.5 亿美元 + 最高 48 亿美元里程碑付款 + 双位数销售分成	辉瑞（PFE US）
PD-L1/VEGF	PM8002	普米斯	Ph III	2023.11：全球（大中华区除外） 2024.11：BioNTech 收购普米斯	2023：5,500 万美元首付款 + 超 10 亿美元里程碑付款 + 销售分成 2024：预付款 8 亿美元，里程碑付款最高 1.5 亿美元	BioNTech（BNTX US）
	IMM2510	宜明昂科	Ph I	2024.8：全球（大中华区除外）（IMM2510+IMM27M 两个品种）	5,000 万美元的首付款及潜在近期付款 + 不超过 21 亿美元里程碑付款+个位数至低双位数销售分成	Instil Bio, Inc (TIL US)

资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

707 的此项授权交易规模最高可达 60.5 亿美元（不含销售分成），金额远超此前 PD-(L)1/VEGF 靶点药物的交易，大幅超出市场预期。我们认为，此笔交易的达成一方面得益于 707 在早期数据中展现的 BIC 潜力，另一方面得益于国内临床的快速推进，707 在除依沃西单抗以外的 PD-1/VEGF 靶点药物中拥有最为丰富的临床证据。

今年 5 月，707 首次公示进入 III 期临床（CTR20251867），临床方案为 707 单药对照帕博利珠单抗（K 药）一线治疗 PD-L1 阳性（PD-L1 TPS ≥1%）野生型非小细胞肺癌。我们预计，今年公司还将启动 707 用于一线治疗 NSCLC 和一线治疗 CRC 的 III 期临床。此外，联合化疗一线治疗野生型 NSCLC、单药或联合化疗治疗 mCRC、以及联合化疗治疗晚期/复发性子宫内膜癌及铂类耐药卵巢癌的 II 期临床也在进行中。

目前，在 PD-(L)1/VEGF 靶点药物当中，一线治疗非小细胞肺癌的海外临床进度最快的是依沃西单抗，该品种已经启动三期临床用于 1）联合化疗 1L 治疗 WT NSCLC 和 2）单药 1L 治疗 PD-L1+(≥50%) NSCLC。BioNTech/普米斯的 BNT327 的靶点是 PD-L1/VEGF，因此适应症开发与 PD-1/VEGF 靶点药物有所差异，主要针对小细胞肺癌和 TNBC，同时也在去年 12 月启动了联合化疗 1L 治疗 WT NSCLC 的 II/III 期临床。由于普米斯并未在国内开展过 BNT327 联合化疗 1L 治疗 WT NSCLC 的 II 期临床，因此我们判断 BNT327 针对 1L

NSCLC 的全球临床尚需花费一定时间进行 II 期临床进行剂量探索，短期内难以进入 III 期阶段。

图 2: PD-(L)1/VEGF 靶点药物海外临床进展

靶点	通用名/研发代码	公司	临床阶段	适应症	试验方案	登记号
PD-1/VEGF	依沃西单抗/AK112	康方生物/Summit	III 期（2023.5）	联合化疗治疗 EGFR 突变 EGFR-TKI 耐药（≥2L）的 nsq-NSCLC	全球多中心，对照化疗，主要终点为 PFS、OS	NCT06396065（HARMONi）
			III 期（2023.6）	联合化疗 1L WT NSCLC	全球多中心，对照帕博利珠单抗+化疗，主要终点是 PFS、OS	NCT05899608、CTR20232457（HARMONi-3）
			III 期（2025.1）	单药 1L 治疗 PD-L1+(≥50%) NSCLC	美国开展，对照帕博利珠单抗，主要终点为 OS 和 PFS	NCT06767514（HARMONi-7）
PD-L1/VEGF	PM8002/BNT327	普米斯/BioNTech	III 期（2024.12）	联合化疗 1L 治疗 SCLC	对照阿替利珠单抗+化疗，全球多中心开展，主要终点是 OS，次要终点是 PFS 等	NCT06712355、CTR20251195（ROSETTA Lung-01）
			II/III 期（2024.12）	联合化疗 1L 治疗 WT NSCLC	全球多中心开展，3 期对照帕博利珠单抗+化疗，主要终点是安全性和 ORR（2 期）和 OS、PFS（3 期）	NCT06712316（ROSETTA Lung-02）
			II 期（2024.6）	联合化疗 1L 或≥2L 治疗 mTNBC	全球多中心开展，主要终点是安全性和 ORR	NCT06449222
			II 期（2024.6）	联合化疗 1L 或≥2L 治疗 SCLC	全球多中心开展，主要终点是安全性和 ORR	NCT06449209
			II 期（2025.2）	联合化疗 2L 治疗接受过化疗的 NSCLC	美国开展，主要终点是安全性和 ORR，次要终点 OS、PFS 等	NCT06841055
			I/II 期（2025.2）	BNT323 和 BNT327 联合治疗或 BNT327 单药治疗乳腺癌	美国和摩尔多瓦开展，主要终点是安全性和 ORR	NCT06827236、CTR20251249
			I/II 期（2025.3）	BNT324 (B7-H3)联合 BNT327 治疗 SCLC 及 NSCLC	美国开展，主要终点是安全性和 ORR，次要终点 OS 等	NCT06892548

资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

Summit 和 BioNTech 在达成 PD-(L)1/VEGF 靶点药物的交易之后，在 5-7 个月便启动了首个海外临床。因此，我们预期辉瑞在获得 707 的海外权益后，将迅速推进海外临床，特别是一线治疗非小细胞肺癌的临床。我们认为，凭借辉瑞丰富的临床资源和强大的执行能力，707 在 1L NSCLC 的海外临床进度有望实现追赶。此外，我们认为辉瑞的现有研发管线有多个品种与 707 有联用潜力，包括 PD-L1 ADC、Nectin-4 ADC、IB6 ADC 以及 BCMA-CD3 双抗。

图 3: PD-(L)1/VEGF 靶点药物的重点临床节点梳理

康方生物	普米斯	三生制药
2022 年 8 月：康方生物启动 AK112 单药 1L 治疗 PD-L1 阳性（PD-L1 TPS≥1%）WT 非小细胞肺癌头对头 K 药的三期临床（HARMONi-2）。	2023 年 5 月：普米斯启动 PM8002 联合化疗 1L 治疗 ES-SCLC 的 II/III 期临床。	2024 年 4 月：三生制药启动 707 单药 1L 治疗 PD-L1 阳性（PD-L1 TPS≥1%）WT 非小细胞肺癌的 II 期临床。
2022 年 11 月：完成 HARMONi-2 首例患者入组。	2023 年 11 月：PM8002 与 BioNTech 达成海外授权合作。	2025 年 5 月：三生制药启动 707 单药 1L 治疗 PD-L1 阳性（PD-L1 TPS≥1%）WT 非小细胞肺癌的 III 期临床。
2022 年 12 月：AK112 与 Summit 达成海外授权合作。	2024 年 6 月：BioNTech 启动首个海外临床，联合化疗 1L 或≥2L 治疗 SCLC 的 II 期临床。	2025 年 5 月：707 与辉瑞达成海外授权合作。
2023 年 5 月：Summit 启动首个海外 III 期临床，联合化疗治疗 EGFR 突变 EGFR-TKI 耐药（≥2L）的 nsq-NSCLC（HARMONi）。	2024 年 12 月：BioNTech 启动首个海外 III 期临床，联合化疗 1L 治疗 SCLC。	
2023 年 6 月：Summit 启动联合化疗治疗联合化疗 1L WT NSCLC 的 III 期临床 （HARMONi-3）。		
2024 年 7 月：康方生物递交 AK112 单药 1L 治疗 PD-L1 阳性（PD-L1 TPS≥1%）WT 非小细胞肺癌的上市申请并获 CDE 受理，并于 8 月纳入优先审评。		
2024 年 9 月，康方生物公布 mPFS 期中分析结果：依沃西组的 mPFS 为 11.14 个月，而 K 药组的 mPFS 为 5.82 个月，PFS HR=0.51（P＜0.0001）。		
2025 年 1 月，Summit 启动单药 1L 治疗 PD-L1+(≥50%) NSCLC （HARMONi-7）。		
2025 年 4 月，AK112 获批单药 1L 治疗 PD-L1 阳性（PD-L1 TPS≥1%）WT 非小细胞肺癌。同月，公司公布 OS 期中分析结果（成熟度 39%），OS HR=0.777。		

资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

707 开发进度处于全球前列

在中国，三生制药的 707 在非小细胞肺癌以及结直肠癌适应症的临床进度均处在前列，进度仅次于康方生物的依沃西单抗（AK112）。2025 年 4 月，707 一线单药治疗 PD-L1 阳性 NSCLC 获 CDE 突破性治疗药物认定。5 月 16 日， 707 首次公示进入 III 期临床（CTR20251867），临床方案为 707 单药对照帕博利珠单抗（K 药）一线治疗 PD-L1 阳性（PD-L1 TPS ⩾1%）野生型非小细胞肺癌。我们预计，今年公司还将启动 707 用于一线治疗 NSCLC 和一线治疗 CRC 的 III 期临床。

根据已公布的信息， 707 的三期临床方案与依沃西单抗的 HARMONi-2 在试验终点、患者入排标准、对照药、主要 PI 人选都基本一致，目标入组人数略多：

- 目标入组人数：420 人（vs. AK112 入组 398 人）
- 主要研究者：周彩存（上海市东方医院）、邬麟（湖南省肿瘤医院）
- 主要终点：PFS
- 次要终点：OS

我们认为，在头对头对照帕博利珠单抗（K 药）的 HARMONi-2 的 III 期研究中，依沃西单抗已展现在一线治疗 PD-L1 阳性（TPS≥1%）NSCLC 的疗效优势并且已在中国获批。在 ITT 人群中，依沃西组的 mPFS 达 11.14 个月（vs. 帕博利珠组的 5.82 个月），PFS HR=0.51（P<0.0001）。在 39%成熟度时进行的 OS 期中分析结果显示，依沃西对比帕博

利珠单抗的 HR 值为 0.777，降低死亡风险 22.3%。尽管本次期中 OS 分析可能尚未达到统计学显著性，但这一结果已初步展现出依沃西相对于帕博利珠的 OS 获益趋势。此外，康方生物在国内进行的依沃西单抗+化疗对比替雷利珠单抗+化疗用于一线治疗 sq-NSCLC 三期 HARMONi-6 试验（NCT05840016，入组 396 人）在期中分析中也显示出强阳性的 PFS 结果，展现了统计学上的 PFS 显著获益。考虑到 Summit 在海外开展的依沃西单药（HARMONi-7）及联合化疗（HARMONi-3）对比帕博利珠单抗的治疗 NSCLC 的 III 期临床样本量均更高，我们看好依沃西在海外成药的潜力。

我们认为，在 HARMONi-2 研究中，AK112 展现的 OS 获益趋势验证了 PD-1/VEGF 靶点的成药性。同时，707 作为后来者，有更大的超越空间。

图 4: 中国在研 PD-(L)1/VEGF 靶点药物 - 针对非小细胞肺癌适应症（中国临床）

靶点	通用名/研发代码	公司	中国获批时间/最高临床阶段	适应症	临床终点	对照组	登记号
PD-1/VEGF	依沃西单抗/AK112	康方生物	2024.5	联合化疗治疗 EGFR 突变 EGFR-TKI 耐药的 nsq-NSCLC			
			2025.4	单药 1L PD-L1+（TPS≥1%）WT NSCLC			
			III 期（2021.11）	联合化疗治疗 EGFR 突变 EGFR-TKI 耐药（≥2L）的 nsq-NSCLC	主要终点为 PFS，次要终点为 OS 等	安慰剂+化疗	NCT05184712、CTR20213079（HARMONi-A）
			III 期（2022.8）	单药 1L PD-L1+ (≥1%) WT NSCLC	主要终点是 PFS，次要终点是 OS 等	帕博利珠单抗	NCT05499390、CTR20222137（HARMONi-2）
			III 期（2023.4）	联合化疗 1L WT sq-NSCLC（	主要终点是 PFS，次要终点是 OS 等	替雷利珠单抗+化疗	NCT05840016、CTR20231272（HARMONi-6）
	三生制药	707	III 期（2025.5）	单药 1L PD-L1+（TPS≥1%）WT NSCLC	主要重点是 PFS，次要终点是 OS	帕博利珠单抗	CTR20251867
			II 期（2024.5）	联合化疗 1L NSCLC (A 组: nsq, B 组: sq)	主要终点是 ORR 和安全性，次要终点是 PFS	-	NCT06412471、CTR20241649
	君实生物	JS207	II 期（2025.3）	联合化疗≥2L 治疗驱动基因阳性、PD-L1+ (TPS≥1%) TKI 耐药的 nsq-NSCLC	主要终点是 ORR，次要终点是 PFS、OS 等	-	NCT06868836、CTR20250764
			II 期（2025.4）	联合多西他赛治疗含铂化疗和免疫治疗进展后（≥2L）的 NSCLC	主要终点是 ORR，次要终点是 PFS、OS 等	-	NCT06924606、CTR20251292
			II 期（2025.4）	联合化疗治疗 II-III 期 WT NSCLC	主要终点是 PCR 率，次要终点是 ORR、OS 等	-	NCT06944470、CTR20251333
	神州细胞	SCTB14	II/III 期（2025.3）	联合化疗 1L 治疗 EGFR-TKI 耐药的 EGFR 突变的 nsq-NSCLC	主要终点是安全性指标、PFS，次要终点是 OS 等	安慰剂+化疗	CTR20250935
			II 期（2025.4）	联合化疗 1L 治疗 WT NSCLC	主要终点是安全性指标、次要终点是 DCR 等有效性指标	替雷利珠单抗+化疗	CTR20251153
	荣昌生物	RC148	Ib 期（2025.2）	单药或联合化疗治疗 1）NSCLC，2）PD-1+ NSCLC，3）EGFR-TKI 耐药的 EGFR 突变 nsq-NSCLC	主要终点是 ORR，次要终点是 PFS、OS 等	-	NCT06883630、CTR20250580
PD-L1/VEGF	PM8002/BNT327	普米斯/BioNTech	II/III 期（2023.3）	联合化疗治疗 EGFR-TKI 耐药的 EGFR 突变的 nsq-NSCLC	主要终点是 ORR，次要终点是 PFS 等	安慰剂化疗	NCT05756972、CTR20230653
	IMM2510	宜明昂科	II 期（2024.10）	联合化疗 1L 治疗 NSCLC 或 TNBC	主要终点是 ORR，次要终点是 PFS 等	-	NCT06746870、CTR20244810

资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

图 5: 中国在研 PD-(L)1/VEGF 靶点药物 - 针对结直肠癌适应症（中国临床）

靶点	通用名/研发代码	公司	临床阶段	适应症	临床终点	对照组	登记号
PD-1/VEGF	AK112	康方生物	Ⅲ期（2025.3）	联合化疗 1L mCRC（Non-MSI-H 或 pMMR）	主要终点是 PFS，次要终点是 OS、ORR 等	贝伐珠单抗+化疗	NCT06951503、CTR20250877
			Ⅱ期（2022.5）	+化疗联合或不联合 AK117 mCRC（Non-MSI-H 或 pMMR）	中美共同开展，主要终点为 ORR，次要终点为 OS、PFS 等	-	NCT05382442、CTR20221153
			Ⅱ期（2025.4）	放疗后联合化疗治疗 pMMR/MSS mCRC	主要终点为安全性和 CR 等，次要终点为 OS 等	化疗	NCT06919510
			Ⅱ期（2025.5）	单药治疗 PD-1 耐药的 dMMR/MSI-H CRC、无肝转移的 pMMR/MSS CRC、有肝转移的 pMMR/MSS CRC（2L 及以上）	Summit 发起，美国开展，主要终点为 ORR	-	NCT06959550
			Ib/Ⅱ期（2023.3）	AK119 联合 AK112 联合或不联合化疗，或 AK112 单药治疗 pMRR/MSS CRC	主要终点为 ORR，次要终点为 OS、PFS 等	-	NCT05846867、CTR20230869
	707	三生制药	Ⅱ期（2024.7）	单药或联合化疗治疗转移性结直肠癌	主要终点是 ORR，次要终点是 PFS、OS 等	贝伐珠单抗+化疗	NCT06493760、CTR20242357
	JS207	君实生物	Ⅱ期（2025.3）	+化疗联合或不联合 JS015 1L 治疗 MSS/pMMR mCRC	主要终点是 ORR，次要终点是 PFS、OS 等	-	NCT06885385、CTR20250831
PD-L1/VEGF	AP505/ B1962	圆祥生命科技（台湾）/天士力（600535 CH）	Ⅱ期（2024.12）	≥2L 治疗结直肠癌	主要终点 ORR	-	NCT06838546、CTR20244941

资料来源：医药魔方，招银国际环球市场

707 具备同类最佳（BIC）潜力

根据三生制药在年初公布的 707 二期临床早期数据，与各 PD-(L)1/VEGF 靶点药物相对比，我们认为三生的 707 具备 BIC 潜力：

1）在 707 单药一线治疗 PD-L1+、EGFR/ALK WT NSCLC 的试验中，10mg/kg Q3W 剂量组有 24 例患者经历了至少 2 次肿瘤评估，ORR 达到 70.8%，高于依沃西单抗（AK112）在 Ib 期（HARMONi-5）和 III 期（HARMONi-2）临床试验中的 60.0%和 50.0% ORR，也高于 BNT327 在 I/II 期临床中 PD-L1+、EGFR/ALK WT nsq-NSCLC 亚组的 47.1% ORR。707 单药的 3 级以上 TRAE 为 23.5%，略低于依沃西单抗在 III 期临床中的 29.4%。

2）在联合化疗一线治疗 EGFR/ALK WT NSCLC 的试验中，10mg/kg Q3W 剂量组共入组 28 例患者，其中非鳞癌和鳞癌患者人群的 ORR 分别为 58.3%和 81.3%，分别高于依沃西单抗的 54.2%和 71.4% ORR。3 级以上 TRAE 为 8.9%，显著低于依沃西单抗（25.0%和 44.4%）。

3）在治疗 mCRC 的试验中，在接受 707（10mg/kg Q2W）单药的三线或以上治疗的 6 例 RAS/BRAF 突变、non-MSI-H/pMMR mCRC 患者中，ORR 达到 33.3%。在 22 例接受 707（10mg/kg Q2W）初治的 RAS/BRAF 突变、non-MSI-H/pMMR mCRC 患者中，ORR 为

36.3%。结直肠癌按基因组分子分型可分为微卫低频（MSI-L）、微卫星稳定（MSS）和微卫星高度不稳定（MSI-H），其中大约 90%的结直肠癌患者为 MSS，其突变负荷较低，免疫原性较弱，对免疫治疗的响应较差。目前《2025 CSCO 结直肠癌诊疗指南》推荐针对一线 MSS 或 MSI-L/pMMR 结直肠癌的治疗方案主要是西妥昔单抗或贝伐珠单抗+化疗，针对 3L+结直肠癌的治疗方案主要是瑞戈非尼、呋喹替尼等。在 mCRC 的后线患者中，707 初步展现出了优于瑞戈非尼或呋喹替尼疗效。此外，值得注意的是，公司所公布的 CRC 二期临床数据是基于 RAS/BRAF 突变、non-MSI-H/pMMR mCRC 患者。相较于 RAS/BRAF 野生型患者，RAS/BRAF 突变患者的预后通常更差，因此我们认为，707 有潜力在 non-MSI-H/pMMR mCRC 患者中展现更优的疗效。

图 6: 三生制药 707（PD-1/VEGF）II 期临床早期数据对比

适应症		707（PD-1/VEGF）	依沃西单抗/AK112（PD-1/VEGF）			PM8002（PD-L1/VEGF）
一线单药治疗PD-L1阳性非小细胞肺癌（EGFR/ALK 野生型，ECOG 0-1，PD-L1 TPS ≥ 1%）	临床试验阶段	Ph Ⅱ	Ph Ⅲ		Ph Ⅱb	Ph Ⅰ/Ⅱ（1L PD-L1+ EGFR/ALK WT nsq-NSCLC亚组）
	临床登记号	NCT06361927	NCT05499390 (HARMONi-2)		NCT04900363 (HARMONi-5)	NCT05918445
	剂量	10 mg/kg Q3W	20 mg/kg Q3W		20 mg/kg Q3W	-
	该临床试验（N）/试验组（n）入组患者数	N=83 n=34	N=398		N=108 n=15	N=61 n=17
			试验组 n=198（AK112）	对照组 n=198（帕博利珠单抗）		
	ORR	70.8% (n=24)* 59% (n=34)	50.0%	38.5%	60.0%	47.1%
	DCR	100.0% (n=24)* 97% (n=34)	89.9%	70.5%	93.3%	100.0%
	mPFS	-	11.14个月 PFS HR=0.51 (P＜0.0001)	5.82个月	-	-
	TRAE	88.2%	89.8%	81.9%	89.7% (n=29，包括1L TPS≥ 1%，2L TPS ≥ 1%，1/2L TPS <1%)	85.2%**
	TRAE (Gr3+)	23.5%	29.4%	15.6%	17.2% (n=29，包括1L TPS≥ 1%，2L TPS ≥ 1%，1/2L TPS <1%)	18%**
	参考资料	-	Link1		Link2	Link3
一线联合化疗治疗非小细胞肺癌（EGFR/ALK 野生型，ECOG 0-1，PD-L1 TPS ≥ 1%）	类型	非鳞癌 鳞癌	非鳞癌		鳞癌	-
	临床试验阶段	Ph Ⅱ	Ph Ⅱ			-
	临床登记号	NCT06412471	NCT04736823			-
	剂量	10 mg/kg Q3W+pemetrexed + carboplatin 10 mg/kg Q3W+ paclitaxel + carboplatin	10 或 20mg/kg Q3W+pemetrexed + carboplatin		10 或 20mg/kg Q3W+paclitaxel + carboplatin	-

	该临床试验（N）/试验组（n）入组患者数	N=108 n=12	N=108 n=16	N=72	N=63	-
	ORR	58.3%	81.3%	54.2%	71.4%	-
	DCR	100%	100%	95.8%	90.5%	-
	TRAE	55.6%		-	-	-
	TRAE (Gr3+)	8.9%		25.0%	44.4%	-
	参考资料			Link3		-
适应症		**707**		**瑞戈非尼**		**呋喹替尼**
转移性结直肠癌	临床试验阶段	Ph Ⅱ		Ph Ⅲ		Ph Ⅲ
	临床登记号	NCT06493760		NCT01584830		NCT02314819 （FRESCO）
	治疗方式	三线及以上单药治疗	一线联合化疗治疗	单药三线及以上治疗		单药三线及以上治疗
	剂量	10 mg/kg Q2W	10 mg/kg Q3W或Q2W + chemo	160 mg		5 mg
	该临床试验（N）/试验组（n）入组患者数	N=7 n=6 (non-MSI-H or pMMR, RAS/BRAF 突变的 mCRC)	N=61 n=22 (non-MSI-H or pMMR, RAS/BRAF突变的 mCRC)	N=204 试验组n=136		N=416 试验组 n=278
	ORR	33.3%	36.3%***	4%		4.7%
	DCR	100%	100%	51%		62.2%
	参考资料	-		Link4		Link5

资料来源：三生制药，医药魔方，招银国际环球市场

注：*为基线后至少经历了 2 次肿瘤评估的患者数据。**安全性数据为 61 例入组患者的整体数据，包括 17 例既往未接受治疗的晚期非鳞状 NSCLC（EGFR/ALK 野生型且 PD-L1 阳性）、36 例既往接受 EGFR-TKI 治疗失败的晚期非鳞状 NSCLC（EGFR 突变），以及 8 例既往接受过抗 PD-1/L1 治疗和含铂化疗方案治疗失败的 EGFR/ALK 野生型 NSCLC 患者。***仅经历过一次肿瘤评估。

707 收入预测

我们预计 707 经风险调整的海外峰值销售额有望达到 51 亿美元，经风险调整的国内峰值销售额有望达到 34 亿元人民币，主要考虑目前公司即将在中国开展 3 期的适应症，包括一线野生型非小细胞肺癌、一线 MSS 结直肠癌等。

图 7: 707 国内收入预测（单位：百万元）

适应症	临床阶段	预计获批时间	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E
1L WT NSCLC	单药：Ph3	2028E				378	1,006	1,688	2,183	2,819	3,478	4,078	4,123	4,037	3,948	3,853	3,753
国内成功概率						*50%*	*50%*	*50%*	*50%*	*50%*	*50%*	*50%*	*50%*	*50%*	*50%*	*50%*	*50%*
≥3LMSS mCRC							47	136	216	323	386	434	482	482	481	480	479
国内成功概率							*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*
1L MSS mCRC	Ph2，预计 4Q2 启动 Ph3						689	1,448	2,033	2,818	3,295	3,613	4,054	3,947	3,834	3,715	3,590
国内成功概率							*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*	*30%*
风险调整后中国销售额						**189**	**724**	**1,319**	**1,766**	**2,352**	**2,843**	**3,253**	**3,422**	**3,347**	**3,268**	**3,185**	**3,097**

资料来源：招银国际环球市场预测

图 8: 707 海外收入预测（单位：百万美元）

适应症	预计获批时间	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E
1L WT nsq-NSCLC	2030E						355	756	967	1,200	1,415	1,642	1,939	2,265	2,549	2,849
海外成功概率							50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
1L WT sq-NSCLC	2030E						210	450	577	719	848	984	1,166	1,366	1,537	1,718
海外成功概率							50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
EGFR-TKI 耐药 nsq-NSCLC	2029E					37	106	143	185	223	263	271	280	289	298	307
海外成功概率						50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
≥3LMSS mCRC	2029E					19	55	97	147	177	192	198	199	200	201	201
海外成功概率						30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
1L MSS mCRC	2030E						285	598	943	1,320	1,559	1,817	2,060	2,315	2,583	2,866
海外成功概率							30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
其他适应症																
风险调整后美国销售额						**24**	**437**	**1,039**	**1,402**	**1,788**	**2,104**	**2,415**	**2,788**	**3,193**	**3,561**	**3,950**
风险调整后欧洲销售额						**7**	**131**	**312**	**421**	**537**	**631**	**725**	**836**	**958**	**1,068**	**1,185**
风险调整后海外（美国+欧洲）销售额						**31**	**569**	**1,351**	**1,822**	**2,325**	**2,735**	**3,140**	**3,624**	**4,151**	**4,630**	**5,135**
销售分成比例						*10%*	*10%*	*11%*	*11%*	*11%*	*12%*	*12%*	*12%*	*12%*	*13%*	*13%*
销售分成						**3**	**59**	**143**	**199**	**260**	**314**	**371**	**439**	**515**	**588**	**667**
里程碑付款		1,178	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
三生来自 707 的海外收入		**1,178**	**65**	**65**	**65**	**68**	**123**	**208**	**263**	**325**	**379**	**435**	**503**	**579**	**653**	**732**

资料来源：招银国际环球市场预测

图 9: 盈利预测调整

	新预测			过往预测			差值 (%)		
人民币百万元	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	18,576	11,385	12,110	10,331	11,446	12,611	79.8%	-0.5%	-4.0%
毛利	17,166	9,878	10,398	8,885	9,786	10,719	93.2%	0.9%	-3.0%
营业利润	11,614	3,839	3,977	3,051	3,315	3,616	280.6%	15.8%	10.0%
归母净利润	9,310	2,985	3,104	2,317	2,557	2,824	301.9%	16.7%	9.9%
基本每股收益(元)	3.88	1.24	1.29	0.97	1.07	1.18	301.4%	16.6%	9.8%
毛利率	92.41%	86.77%	85.87%	86.00%	85.50%	85.00%	+6.41ppt	+1.27ppt	+0.87ppt
营业利润率	62.52%	33.72%	32.84%	29.54%	28.96%	28.68%	+32.99ppt	+4.76ppt	+4.17ppt
净利润率	50.12%	26.22%	25.63%	22.42%	22.34%	22.39%	+27.7ppt	+3.88ppt	+3.24ppt

资料来源：招银国际环球市场预测

图 10: DCF 估值分析

DCF 估值(人民币百万元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
息税前利润	11,294	3,525	3,653	4,253	5,047	6,195	7,376	8,382	9,353	10,207	10,969
税率	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%
息税前利润*(1-税率)	9,215	2,876	2,980	3,470	4,118	5,054	6,018	6,839	7,630	8,327	8,949
+折旧与摊销	386	402	417	431	445	458	470	482	493	504	514
-营运资金变化	-1,060	-212	-183	-305	-474	-444	-327	-354	-301	-249	-182
-资本支出	-850	-800	-750	-700	-680	-680	-680	-680	-680	-680	-680
自由现金流	**7,691**	**2,267**	**2,465**	**2,896**	**3,408**	**4,389**	**5,481**	**6,287**	**7,142**	**7,902**	**8,600**
终值											**92,731**

永续增长率	**2.00%**
加权平均资本成本WACC	**11.46%**
股本成本	14.55%
债务成本	5.00%
市场风险系数 β	1.10
无风险利率	3.00%
市场风险溢价	10.50%
目标负债率	30.00%
有效公司税率	15.00%
终值（百万元人民币）	28,114
现值（百万元人民币）	**57,936**
净负债（百万元人民币）	-5,850
少数股东权益（百万元人民币）	2,661
股权价值（百万元人民币）	**61,125**
股权价值（百万港元）	**67,916**
股份数（百万股）	2,399
DCF 每股价值(港元)	**28.32**

资料来源：招银国际环球市场预测

图 11: 敏感性分析

		加权平均资本成本WACC				
		10.46%	**10.96%**	**11.46%**	**11.96%**	**12.46%**
永续增长率	**3.00%**	34.42	32.06	30.00	28.17	26.55
	2.50%	33.18	31.02	29.11	27.41	25.90
	2.00%	32.09	30.09	**28.32**	26.73	25.31
	1.50%	31.12	29.26	27.60	26.11	24.77
	1.00%	30.25	28.51	26.95	25.55	24.28

资料来源：招银国际环球市场预测

图 12: 招银国际与市场预测

	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
人民币百万元	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	18,576	11,385	12,110	10,147	11,296	12,447	83.1%	0.8%	-2.7%
毛利	17,166	9,878	10,398	8,748	9,781	10,787	96.2%	1.0%	-3.6%
营业利润	11,614	3,839	3,977	3,075	3,381	3,630	277.7%	13.5%	9.6%
归母净利润	9,310	2,985	3,104	2,396	2,722	3,208	288.6%	9.7%	-3.2%
基本每股收益(元)	3.88	1.24	1.29	1.06	1.22	1.43	266.2%	2.3%	-9.5%
毛利率	92.41%	86.77%	85.87%	86.21%	86.59%	86.67%	+6.2ppt	+0.18ppt	-0.8ppt
营业利润率	62.52%	33.72%	32.84%	30.30%	29.93%	29.16%	+32.22ppt	+3.79ppt	+3.68ppt
净利润率	50.12%	26.22%	25.63%	23.61%	24.10%	25.77%	+26.51ppt	+2.12ppt	-0.14ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
销售收入	**6,866**	**7,816**	**9,108**	**18,576**	**11,385**	**12,110**
销售成本	(1,194)	(1,174)	(1,280)	(1,410)	(1,507)	(1,711)
毛利润	**5,672**	**6,642**	**7,828**	**17,166**	**9,878**	**10,398**
销售费用	(2,581)	(3,006)	(3,351)	(3,725)	(4,149)	(4,506)
行政费用	(393)	(481)	(502)	(544)	(579)	(605)
研发费用	(694)	(795)	(1,327)	(1,329)	(1,387)	(1,420)
其他	413	(139)	(89)	46	75	111
运营利润	**2,417**	**2,221**	**2,560**	**11,614**	**3,839**	**3,977**
应占联营公司的（亏损）/ 溢利	(34)	(30)	349	0	0	0
净利息收入(支出)	**(103)**	**(212)**	**(191)**	**(128)**	**(93)**	**(68)**
税前利润	**2,280**	**1,978**	**2,718**	**11,486**	**3,746**	**3,910**
所得税	(371)	(392)	(501)	(2,115)	(690)	(720)
非控股权益	(7)	37	127	61	71	86
归母净利润	1,916	1,549	2,090	9,310	2,985	**3,104**

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
流动资产	**9,751**	**9,193**	**9,347**	**13,178**	**14,592**	**16,361**
现金与现金等价物	2,152	2,611	2,143	5,472	6,623	8,066
应收账款	1,312	1,095	1,305	1,327	1,500	1,596
存货	713	778	795	859	909	1,024
预付款项	505	1,132	741	1,159	1,197	1,313
以公允价值计入损益的资产	4,861	3,303	3,769	3,769	3,769	3,769
其他流动资产	208	274	594	594	594	594
非流动资产	**12,258**	**14,432**	**14,866**	**15,330**	**15,728**	**16,060**
物业及厂房及设备（净额）	4,114	4,692	4,993	5,335	5,660	5,970
无形资产	1,578	1,554	1,685	1,825	1,915	1,955
商誉	4,140	4,199	4,253	4,253	4,253	4,253
其他非流动资产	2,426	3,986	3,935	3,917	3,900	3,883
总资产	**22,009**	**23,625**	**24,213**	**28,508**	**30,320**	**32,421**
流动负债	**1,844**	**3,728**	**5,464**	**3,180**	**2,832**	**2,675**
短期债务	413	2,112	2,244	1,744	1,344	1,044
应付账款	250	212	180	186	199	226
应付税款	112	33	50	50	50	50
其他流动负债	1,069	1,371	2,990	1,201	1,240	1,355
非流动负债	**4,801**	**3,384**	**713**	**713**	**713**	**713**
长期债务	1,902	1,463	38	38	38	38
应付公司债	0	1,226	0	0	0	0
递延收入	423	412	390	390	390	390
其他非流动负债	2,477	283	285	285	285	285
总负债	**6,645**	**7,111**	**6,176**	**3,893**	**3,545**	**3,387**
股本	0	0	0	0	0	0
其他储备	9,468	10,752	12,942	19,460	21,549	23,722
股东权益总额	**12,926**	**14,034**	**15,436**	**21,953**	**24,043**	**26,216**
少数股东权益	2,438	2,480	2,600	2,661	2,732	2,818
总负债和股东权益	**22,009**	**23,625**	**24,213**	**28,508**	**30,320**	**32,421**

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
经营现金流						
税前利润	**2,280**	**1,978**	**2,718**	**11,486**	**3,746**	**3,910**
折旧摊销	398	351	413	386	402	417
税款	(346)	(471)	(506)	(2,115)	(690)	(720)
营运资金变化	31	(162)	566	(1,060)	(212)	(183)
其他	(228)	386	11	(64)	(128)	(189)
净经营现金流	**2,134**	**2,083**	**3,201**	**8,634**	**3,119**	**3,235**
投资现金流						
资本开支	(975)	(704)	(963)	(850)	(800)	(750)
其他	(2,748)	(641)	(394)	192	221	257
净投资现金流	**(3,723)**	**(1,345)**	**(1,358)**	**(658)**	**(579)**	**(493)**
融资现金流						
已支付股息	(417)	(225)	(555)	(2,793)	(895)	(931)
淨借贷	1,928	1,188	(1,264)	(500)	(400)	(300)
其他	(748)	(1,316)	(434)	(1,354)	(93)	(68)
净融资现金流	**763**	**(353)**	**(2,253)**	**(4,647)**	**(1,388)**	**(1,299)**
净现金流变动						
年初现金	2,868	2,152	2,611	2,143	5,472	6,623
汇率变动	109	75	(59)	0	0	0
年末现金	**2,152**	**2,611**	**2,143**	**5,472**	**6,623**	**8,066**

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入 ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 ：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市 ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 **电话:** (852) 3900 0888 **传真:** (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显着区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局（“FINRA”）注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 规则 15a-6 定义的 “主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。