

授权辉瑞重磅交易落地，看好 707 具有 BIC 潜力

2025 年 05 月 22 日

➤ **SSGJ-707 授权辉瑞，首付款高达 12.5 亿美元。**5 月 20 日，三生制药 (01530.HK) 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。

➤ **看好 SSGJ-707 具有 BIC 潜力，创新管线迎来收获期。**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。II 期临床阶段性分析数据显示，SSGJ-707 在非小细胞肺癌 (NSCLC) 患者的治疗上获得了优异的客观缓解率 (ORR) 和疾病控制率 (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 (同类最优) 的潜力。今年 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非小细胞肺癌 (NSCLC)。此前，SSGJ-707 已获得 FDA 的 IND 批准。而除非小细胞肺癌外，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。我们看好 SSGJ-707 未来在国内外的市场潜力，建议密切关注其国内外研发进展及数据读出。此外，公司创新管线还有 30 个在研品种，有多个产品/适应症已处于上市申请阶段，公司创新管线已迎来收获期。

➤ **核心品种稳健增长，合作拓展商业化版图。**公司核心产品特比澳、蔓迪在 2024 年继续实现稳健增长及适应症/剂型扩展。2024 年公司达成 4 项合作，包括司美格鲁肽、紫杉醇口服溶液、苯磺酸克立福替尼、HER2 ADC，继续拓展商业化版图。看好公司产品组合进一步丰富，销售收入持续放量增长。

➤ **投资建议：**公司核心管线 BD 落地带来业绩弹性，我们上调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 182.44/127.52/147.31 亿元；归母净利润分别为 85.75/34.13/41.02 亿元，对应 EPS 分别为 3.57/1.42/1.71 元，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**集采风险，市场竞争加剧风险，政策变化风险，产品研发不及预期风险，仿制药风险。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,108	18,244	12,752	14,731
增长率(%)	16.5	100.3	-30.1	15.5
净利润	2,090	8,575	3,413	4,102
增长率(%)	34.9	310.2	-60.2	20.2
EPS	0.87	3.57	1.42	1.71
P/E	22	5	13	11
P/B	3.0	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 5 月 21 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB)

推荐

维持评级

当前价格：

20.85 港元


分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师 王维肖

执业证书：S0100523100004

邮箱：wangweixiao@mszq.com

相关研究

- 1.三生制药 (1530.HK) 2024 年年度业绩点评：核心品种推动业绩稳健增长，管线与合作助力未来增量-2025/03/28
- 2.三生制药 (1530.HK) 2024 年半年报点评：核心产品实现快速放量，持续加强创新研发-2024/08/25
- 3.三生制药 (1530.HK) 2023 年年报点评：核心产品业绩稳健，生物制品板块持续增长-2024/03/21
- 4.三生制药 (1530.HK) 深度研究：基本面稳健，生发产品蔓迪及后续管线持续发力-2024/03/08

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	9,347	17,205	19,127	21,693
现金及现金等价物	1,618	8,441	10,360	12,568
应收账款及票据	1,305	1,502	1,686	1,587
存货	795	1,014	872	1,198
其他	5,628	6,249	6,209	6,339
非流动资产合计	14,866	15,556	16,316	17,097
固定资产	4,993	5,090	5,187	5,284
商誉及无形资产	5,987	6,262	6,557	6,873
其他	3,886	4,204	4,572	4,940
资产合计	24,213	32,761	35,443	38,790
流动负债合计	5,464	6,084	6,183	6,418
短期借贷	3,470	3,470	3,470	3,470
应付账款及票据	180	206	265	267
其他	1,814	2,408	2,448	2,681
非流动负债合计	713	549	549	549
长期借贷	38	38	38	38
其他	675	512	512	512
负债合计	6,176	6,634	6,733	6,968
普通股股本	0	0	0	0
储备	15,554	23,419	25,911	28,915
归属母公司股东权益	15,436	23,301	25,794	28,798
少数股东权益	2,600	2,826	2,916	3,025
股东权益合计	18,036	26,128	28,710	31,823
负债和股东权益合计	24,213	32,761	35,443	38,790

现金流量表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,201	9,336	4,279	4,778
净利润	2,090	8,575	3,413	4,102
少数股东权益	127	226	90	108
折旧摊销	413	487	495	505
营运资金变动及其他	571	49	281	63
投资活动现金流	-1,358	-1,619	-1,255	-1,286
资本支出	-963	-859	-887	-918
其他投资	-394	-760	-368	-368
筹资活动现金流	-2,253	-895	-1,105	-1,283
借款增加	-1,293	0	0	0
普通股增加	-242	0	0	0
已付股利	-555	-710	-920	-1,098
其他	-163	-185	-185	-185
现金净增加额	-469	6,823	1,919	2,208

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,108	18,244	12,752	14,731
其他收入	0	0	0	0
营业成本	1,280	1,447	1,650	1,863
销售费用	3,351	3,922	4,463	5,156
管理费用	502	584	663	773
研发费用	1,327	1,460	1,658	1,768
财务费用	191	30	25	15
权益性投资损益	349	0	0	0
其他损益	-89	-53	-15	-15
除税前利润	2,718	10,748	4,278	5,141
所得税	501	1,946	775	931
净利润	2,218	8,801	3,503	4,210
少数股东损益	127	226	90	108
归属母公司净利润	2,090	8,575	3,413	4,102
EBIT	2,909	10,778	4,303	5,157
EBITDA	3,322	11,264	4,798	5,661
EPS (元)	0.87	3.57	1.42	1.71

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	16.53	100.31	-30.11	15.53
归属母公司净利润	34.93	310.22	-60.20	20.19
盈利能力(%)				
毛利率	85.95	92.07	87.06	87.36
净利率	22.95	47.00	26.76	27.85
ROE	13.54	36.80	13.23	14.24
ROIC	11.02	29.78	10.94	11.95
偿债能力				
资产负债率(%)	25.51	20.25	19.00	17.96
净负债比率(%)	10.47	-18.88	-23.87	-28.47
流动比率	1.71	2.83	3.09	3.38
速动比率	1.36	2.50	2.82	3.06
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.64	0.37	0.40
应收账款周转率	7.59	13.00	8.00	9.00
应付账款周转率	6.53	7.50	7.00	7.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.87	3.57	1.42	1.71
每股经营现金流	1.33	3.89	1.78	1.99
每股净资产	6.44	9.71	10.75	12.01
估值比率				
P/E	22	5	13	11
P/B	3.0	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	14.42	4.25	9.98	8.46

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048