

三生制药 (01530.HK)

707 重磅 BD 授权辉瑞，公司发展迈向新征程

买入 (维持)

2025 年 05 月 22 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 张翀翯

执业证书: S0600524120008

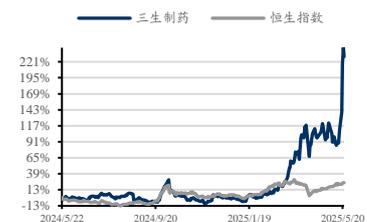
zhangchh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	7,836	9,108	19,229	13,174	14,885
同比(%)	14.08	16.24	111.13	(31.49)	12.98
归母净利润 (百万元)	1,549	2,090	9,908	4,474	5,169
同比(%)	(19.09)	34.93	373.98	(54.85)	15.54
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.65	0.87	4.13	1.87	2.15
P/E (现价&最新摊薄)	28.43	21.07	4.45	9.85	8.52

投资要点

- **事件: 707 海外授权辉瑞, 12.5 亿美金首付款创中国 BD 之最。**5月19日, 三生制药发布公告, 三生制药将 SSGJ-707 除中国内地外的全球开发、生产及商业化权益授予辉瑞, 保留中国内地权益并授予辉瑞中国商业化选择权。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, 根据公告, 辉瑞还将以 30 日成交量加权平均价认购公司 1 亿美元的普通股。
- **707 海外权益花落辉瑞, 公司加速迈向新征程, 关注后续持续催化。**JPM 大会上披露的 II 期临床阶段性分析数据展示了 707 显著的抗肿瘤活性和良好的安全性, 具备同类最佳潜力。SSGJ-707 正在国内推进 4 项 II 期临床研究: 单药一线治疗 PD-L1 阳性的 NSCLC、联合化疗一线治疗 NSCLC、一线和后线转移性结直肠癌 (mCRC)、以及包括子宫内膜癌、卵巢癌等在内的晚期妇科肿瘤等。此外, 公司近期登记了 707 头对头帕博利珠单抗在 PD-L1 阳性的一线治疗局部晚期或转移性非小细胞肺癌的 III 期临床。后续 707 的催化剂包括: 辉瑞海外临床推进、国内 III 期临床进展、ASCO 等会议数据读出。
- **存量品种稳健增长。**公司现有存量核心品种均是成熟品种且占据细分品类龙头, 我们看好核心产品稳健放量: 1) 特比澳: 公司第一大单品, 2024 年医保谈判未降价, 打开未来成长空间。2) 促红素: 公司拥有短效促红素双品牌, 新适应症纳入医保, 打开千万人群潜在市场。3) 蔓迪: 雄秃一线用药, 泡沫剂填补敏感人群用药空白, 巩固公司品类领先优势。
- **其他管线亮点纷呈, 看好口服紫杉醇大单品潜力。**公司在自免领域布局了丰富的管线, 重点在研管线包括 608 (IL-17A)、613 (IL-1 β)、611 (IL-4R) 等, 其中 IL-4R 为中美双报, 608 治疗银屑病已经递交 NDA。BD 引进方面, 口服紫杉醇、司美格鲁肽、Her-2ADC、克立福替尼均具有大单品潜力。实体瘤 TCE 三抗登记 I 期临床, 是全球首个进入临床的实体瘤 CD28 共刺激 TCE 三抗。
- **盈利预测与投资评级:** 707 海外预计 85 亿美金的销售峰值, 按 10% 销售分成, 20 倍 PE 后折现 (10% 折现率) 贡献 350 亿市值。国内 50 亿峰值, 3 倍 ps, 对应 150 亿市值。现有业务 20 亿+利润, 15 倍 PE, 对应 300 亿市值。目标市值约 800 亿元。我们预计公司年内将收到 12.5 亿美金首付款, 后续也有望陆续收到最高 48 亿美金的研发里程碑付款, 因此我们将 2025-2026 年的归母净利润从 26.3/28.7 亿元上调至 99.1/44.7 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 51.7 亿元, 对应 2025-2027 年 EPS 为 4.1/1.9/2.2 元, 当前市值对应 2025-2027 年 PE4.5/9.9/8.5 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新药研发及审批进展不及预期; 药品的销售不及预期; 政策影响对产品价格的不确定性。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	19.98
一年最低/最高价	5.47/22.00
市净率(倍)	2.85
港股流通市值(百万港元)	44,022.66

基础数据

每股净资产(元)	6.44
资产负债率(%)	25.51
总股本(百万股)	2,398.58
流通股本(百万股)	2,398.58

相关研究

《三生制药(01530.HK): SSGJ707 II 期数据积极, 创新药进入收获期》
2025-03-09

三生制药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,346.93	20,994.46	23,891.44	29,012.91	营业总收入	9,107.98	19,229.41	13,174.18	14,884.55
现金及现金等价物	1,618.40	10,542.20	14,956.76	19,545.50	营业成本	1,279.60	1,346.06	1,251.55	1,339.61
应收账款及票据	1,305.16	2,625.88	1,775.95	2,006.52	销售费用	3,351.35	3,461.29	3,952.25	4,465.36
存货	795.19	917.34	866.94	927.94	管理费用	501.95	576.88	592.84	640.04
其他流动资产	5,628.19	6,909.04	6,291.79	6,532.95	研发费用	1,326.53	1,922.94	2,107.87	2,381.53
非流动资产	14,865.81	15,182.88	15,872.95	16,236.61	其他费用	93.25	38.46	13.17	29.77
固定资产	4,993.46	5,312.48	5,816.83	6,365.78	经营利润	2,555.30	11,883.78	5,256.50	6,028.24
商誉及无形资产	5,986.67	5,819.72	5,668.44	5,483.15	利息收入	0.00	32.37	210.84	299.14
长期投资	499.16	469.16	509.16	509.16	利息支出	190.85	109.72	117.22	37.13
其他长期投资	2,439.33	2,639.33	2,939.33	2,939.33	其他收益	353.63	27.28	29.28	0.00
其他非流动资产	947.19	942.19	939.19	939.19	利润总额	2,718.09	11,833.70	5,379.40	6,290.25
资产总计	24,212.74	36,177.34	39,764.38	45,249.53	所得税	500.54	1,775.05	860.70	1,069.34
流动负债	5,463.52	6,928.17	5,355.21	5,678.14	净利润	2,217.55	10,058.64	4,518.69	5,220.91
短期借款	3,469.85	3,269.85	2,769.85	2,769.85	少数股东损益	127.23	150.88	45.19	52.21
应付账款及票据	179.56	235.49	214.01	229.07	归属母公司净利润	2,090.32	9,907.76	4,473.51	5,168.70
其他	1,814.12	3,422.83	2,371.35	2,679.22	EBIT	2,908.93	11,911.05	5,285.78	6,028.24
非流动负债	712.89	1,212.89	1,912.89	1,912.89	EBITDA	3,321.55	12,288.98	5,672.70	6,414.58
长期借款	37.63	537.63	1,237.63	1,237.63					
其他	675.26	675.26	675.26	675.26					
负债合计	6,176.41	8,141.05	7,268.10	7,591.03					
股本	0.15	0.15	0.15	0.15	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	2,600.07	2,750.95	2,796.14	2,848.35	每股收益(元)	0.87	4.13	1.87	2.15
归属母公司股东权益	15,436.26	25,285.33	29,700.15	34,810.15	每股净资产(元)	6.44	10.54	12.38	14.51
负债和股东权益	24,212.74	36,177.34	39,764.38	45,249.53	发行在外股份(百万股)	2,398.58	2,398.58	2,398.58	2,398.58
					ROIC(%)	11.08	37.93	12.99	12.80
					ROE(%)	13.54	39.18	15.06	14.85
					毛利率(%)	85.95	93.00	90.50	91.00
					销售净利率(%)	22.95	51.52	33.96	34.73
					资产负债率(%)	25.51	22.50	18.28	16.78
					收入增长率(%)	16.24	111.13	(31.49)	12.98
					净利润增长率(%)	34.93	373.98	(54.85)	15.54
					P/E	21.07	4.45	9.85	8.52
					P/B	2.85	1.74	1.48	1.27
					EV/EBITDA	4.60	3.04	5.83	4.44

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年5月21日ICNY=1.0883HKD,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>