

2025 年 05 月 28 日

达成 707 重磅授权，创新出海更上一层楼

三生国健(688336)

事件：

三生国健药业（上海）股份有限公司及本公司的关联方三生制药和沈阳三生制药有限责任公司共同授予被许可方辉瑞公司（Pfizer Inc.）在许可区域（即除中国大陆以外的其他国家和地区）及领域（即人类和兽医用途的所有治疗、诊断及预防适应症）的独家开发、生产和商业化许可产品 707 项目（即同时靶向 PD-1 和 VEGF 的双特异性抗体产品）的权利。

点评：

据公司公告：三生国健为三生制药下属控股子公司，三生制药合计控制本公司 80.88% 的股份；沈阳三生是三生制药间接控股的全资子公司，同时沈阳三生直接持有本公司 6.42% 的股份。按照各许可方对许可产品的前期研发投入、截至《许可协议》签署日各方拥有的有关许可产品的资产权属等合理因素于各方之间合理分配，具体分配比例为：三生国健 30%，沈阳三生 70%。

创新管线积极推进：

抗 PD-1/L1 抗体联合抗 VEGF 抗体的有效性和安全性已在多种肿瘤（肾细胞癌、肝细胞癌等）的临床试验中得到了验证；相比联合疗法，双抗更能使特异性在肿瘤组织局部富集，有望在增强抗肿瘤效果的同时降低联合疗法可能的毒副作用。许可产品目前已开展多项临床试验，其中：单药一线治疗 PD-L1 阳性非小细胞肺癌适应症已经获得 CDE 批准进入临床 III 期，联合化疗一线治疗非小细胞肺癌处在临床 II 期阶段、转移性结直肠癌处在临床 II 期阶段，晚期妇科肿瘤处在临床 II 期阶段。

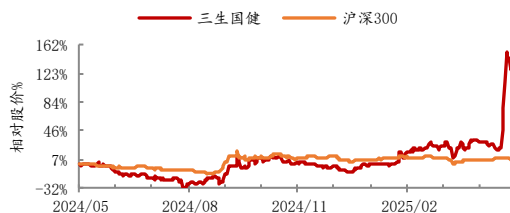
投资建议

考虑到公司达成重大 BD 授权，另外多个新产品即将陆续获批上市，未来创新产品放量可期，调整前期盈利预测，即我们预计 2025-2027 年收入为亿元 40.2/22.4/26.3 亿元（前值 13/15/19 亿元），同比增长 236.4%/-44.1%/17.4%，归母净利润分别为 28.5/11.2/13.9 亿元（前值 3/3.6/4.9 亿元），同比增长 305.0%/-60.6%/23.4%，EPS 分别为 4.63/1.82/2.25 元（前值 0.48/0.59/0.80 元），对应 2025 年 5 月 28 日的 54 元/股收盘价，PE 分别为 12/30/24 X。维持/“买入”评级。

风险提示

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	54
股票代码：	688336
52 周最高价/最低价：	62.0/15.22
总市值(亿)	333.06
自由流通市值(亿)	333.06
自由流通股数(百万)	616.79



分析师：崔文亮

邮箱：cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

联系电话：

分析师：孙子豪

邮箱：sunzh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523120003

联系电话：

相关研究

1. 【华西医药】三生国健（688336.SH）：营收稳步增长、创新管线积极推进

2025.04.29

新药研发不及预期，市场竞争加剧，产品上市后商业化表现不及预期，集采中标及降价影响。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,014	1,194	4,015	2,243	2,633
YoY (%)	22.8%	17.7%	236.4%	-44.1%	17.4%
归母净利润(百万元)	295	705	2,854	1,124	1,387
YoY (%)	497.6%	139.2%	305.0%	-60.6%	23.4%
毛利率 (%)	77.9%	74.5%	92.8%	84.6%	83.7%
每股收益 (元)	0.48	1.14	4.63	1.82	2.25
ROE	6.0%	12.7%	35.2%	12.3%	13.4%
市盈率	112.50	47.37	11.67	29.64	24.01

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,194	4,015	2,243	2,633	净利润	691	2,718	1,070	1,347
YoY (%)	17.7%	236.4%	-44.1%	17.4%	折旧和摊销	128	92	92	92
营业成本	304	289	345	430	营运资金变动	-78	-263	209	-31
营业税金及附加	9	36	20	24	经营活动现金流	281	2,577	1,394	1,391
销售费用	238	241	269	316	资本开支	-280	-73	-30	0
管理费用	79	80	90	92	投资	-954	0	0	0
财务费用	-51	-9	-52	-77	投资活动现金流	-750	-104	-52	17
研发费用	356	402	404	421	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	396	-20	-22	17	筹资活动现金流	-52	-314	-121	-149
营业利润	727	2,983	1,175	1,478	现金净流量	-521	2,159	1,221	1,258
营业外收支	-19	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	708	2,983	1,175	1,478	成长能力				
所得税	16	266	105	132	营业收入增长率	17.7%	236.4%	-44.1%	17.4%
净利润	691	2,718	1,070	1,347	净利润增长率	139.2%	305.0%	-60.6%	23.4%
归属于母公司净利润	705	2,854	1,124	1,387	盈利能力				
YoY (%)	139.2%	305.0%	-60.6%	23.4%	毛利率	74.5%	92.8%	84.6%	83.7%
每股收益	1.14	4.63	1.82	2.25	净利率	59.0%	71.1%	50.1%	52.7%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	12.3%	37.6%	11.9%	13.3%
货币资金	459	2,618	3,839	5,097	净资产收益率 ROE	12.7%	35.2%	12.3%	13.4%
预付款项	37	43	52	65	偿债能力				
存货	230	241	288	358	流动比率	8.39	12.49	13.75	13.71
其他流动资产	1,934	2,616	2,387	2,437	速动比率	4.81	9.17	10.57	10.95
流动资产合计	2,660	5,518	6,565	7,958	现金比率	1.45	5.92	8.04	8.78
长期股权投资	39	39	39	39	资产负债率	7.2%	6.5%	6.2%	6.4%
固定资产	789	697	605	512	经营效率				
无形资产	224	224	224	224	总资产周转率	0.21	0.56	0.25	0.26
非流动资产合计	3,305	2,976	2,913	2,821	每股指标 (元)				
资产合计	5,965	8,494	9,478	10,779	每股收益	1.14	4.63	1.82	2.25
短期借款	50	50	50	50	每股净资产	9.03	13.15	14.78	16.78
应付账款及票据	35	48	58	72	每股经营现金流	0.46	4.18	2.26	2.25
其他流动负债	232	344	370	459	每股股利	0.12	0.50	0.20	0.24
流动负债合计	317	442	478	580	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	47.37	11.67	29.64	24.01
其他长期负债	111	107	107	107	PB	2.37	4.11	3.65	3.22
非流动负债合计	111	107	107	107					
负债合计	428	549	584	687					
股本	617	617	617	617					
少数股东权益	-31	-167	-220	-261					
股东权益合计	5,537	7,945	8,894	10,091					
负债和股东权益合计	5,965	8,494	9,478	10,779					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。