

2025 年 05 月 28 日

与辉瑞达成 707 重磅授权，创新出海里程碑

三生制药 (1530. HK)

事件：

与辉瑞就 PD-1/VEGF 双特异性抗体 (SSGJ-707) 订立许可协议，根据许可协议，本公司及沈阳三生将向辉瑞授予独家许可，以在全球（不包括中国内地）（“许可地区”）开发、生产、商业化及以其他方式开发其突破性 PD-1/VEGF 双特异性抗体（“许可产品”或“SSGJ-707”）。本公司及沈阳三生将保留许可产品于中国内地的开发、制造、商业化及其他开发权。辉瑞将拥有在中国商业化许可产品的选择权。

根据许可协议，本集团将收到 1250 百万美元的首付款，并可获得总额最多为 4800 百万美元的潜在付款，包括开发、监管批准及销售里程碑付款。上述所有款项均不可退还且不可抵扣。本集团亦将就许可地区的产品净销售额收取双位数百分比的梯度特许权使用费。

点评：

根据三生国健公告：三生制药合计控制三生国健 80.88% 的股权；同时 SSGJ-707 的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。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 11.75 亿美元；同时未来会获得潜在里程碑付款。

创新管线积极推进：

SSGJ-707 是本集团基于其专有 CLF2 平台自主研发的靶向 PD-1/VEGF 的双特异性抗体。目前该产品正在中国开展多项临床研究，具体包括：

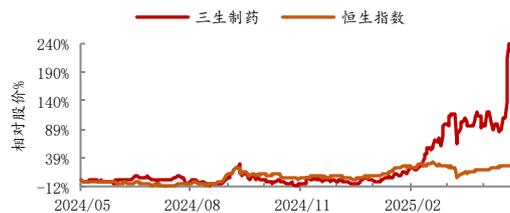
III 期临床研究：已计划启动经国家药品监督管理局（NMPA）药品审评中心（CDE）批准的用于一线治疗 PD-L1 阳性局部晚期或转移性非小细胞肺癌（NSCLC）的 III 期研究，且该适应症已获得中国突破性疗法认定。

II 期临床研究：SSGJ-707 注射液正在中国开展多项 II 期研究，涵盖适应症包括：

- 联合化疗一线治疗晚期 NSCLC；

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格(港元)：	
最新收盘价(港元)：	18.62
股票代码：	1530
52 周最高价/最低价(港元)：	22.0/5.47
总市值(亿港元)	446.62
自由流通市值(亿港元)	446.62
自由流通股数(百万)	2,398.58



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】三生制药 (1530. HK) 深度报告：
多轮驱动，迎接创新出海新篇章

2025. 03. 27

- 治疗转移性结直肠癌；
- 治疗晚期妇科肿瘤。

此外，该产品已获得美国食品药品监督管理局（FDA）的新药临床试验（IND）批准，即将在美国启动临床研究。

投资建议

考虑到公司达成重磅授权交易，同时国内销售保持良好势头以及多个新产品陆续获批上市，未来创新产品放量可期，调整前期盈利预测，我们预计公司2025-2027年的营业收入分别为 185.9/133.7/145.9 亿元（前值 102.0、115.9 和 128.9 亿元），同比增长 104.1%/-28.1%/18.5%；预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 95.9/53.2/60.8 亿元（前值 23.89、26.70 和 30.70 亿元），同比增长 358.7%/-44.5%/14.2%，EPS 分别为 4.00/2.22/2.54 元（前值 1.00、1.11 和 1.28 元），对应 2025 年 5 月 28 日的 18.62 元/股收盘价，PE 分别为 4.7/8.4/7.3 X；维持“买入”评级。

风险提示

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)	7815.94	9107.98	18590.47	13370.88	14590.34
YoY (%)	13.94%	16.53%	104.11%	-28.08%	9.12%
归母净利润(百万元)	1549.24	2090.32	9589.11	5324.74	6081.50
YoY (%)	-19.09%	34.93%	358.74%	-44.47%	14.21%
毛利率 (%)	84.98%	85.95%	93.01%	89.53%	90.06%
每股收益 (元)	0.64	0.86	4.00	2.22	2.54
ROE (%)	0.11	0.14	0.38	0.18	0.17
市盈率	11.75	7.07	4.66	8.39	7.34

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	9107.98	18590.47	13370.88	14590.34	净利润	2090.32	9589.11	5324.74	6081.50
YoY (%)	16.24%	104.11%	-28.08%	9.12%	折旧和摊销	412.62	50.00	55.00	60.00
营业成本	1279.60	1300.00	1400.00	1450.00	营运资金变动	565.51	-1254.36	574.31	-98.68
营业税金及附加					经营活动现金流	3201.26	8625.24	6225.92	6305.45
销售费用	3351.35	3346.29	3342.72	3355.78	资本开支	-963.24	-5.00	-9.00	-12.00
管理费用	501.95	557.71	534.84	510.66	投资	-945.75	-694.26	35.75	-455.13
财务费用	190.85	72.14	-156.58	198.77	投资活动现金流	-1357.72	-673.03	-5.68	-469.55
资产减值损失					股权募资	-242.45	0.00	0.00	0.00
投资收益	348.93	0.00	0.00	0.00	债务募资	-1282.23	1106.55	1404.38	1289.73
营业利润	2555.30	11934.09	6531.85	7692.57	筹资活动现金流	-2253.36	985.86	1246.02	1090.96
营业外收支					现金净流量	-468.51	8879.38	7407.58	6868.16
利润总额	2718.09	11888.17	6655.99	7491.38	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	500.54	2153.04	1250.16	1348.45	成长能力				
净利润	2217.55	9735.13	5405.83	6142.93	营业收入增长率	16.53%	104.11%	-28.08%	9.12%
归属于母公司净利润	2090.32	9589.11	5324.74	6081.50	净利润增长率	34.93%	358.74%	-44.47%	14.21%
YoY (%)	34.93%	358.74%	-44.47%	14.21%	盈利能力				
每股收益 (元)	0.86	4.00	2.22	2.54	毛利率	85.95%	93.01%	89.53%	90.06%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率率	22.95%	51.58%	39.82%	41.68%
货币资金	1618.40	10497.78	17905.35	24773.51	总资产收益率 ROA	8.63%	26.17%	12.53%	12.13%
预付款项					净资产收益率 ROE	13.54%	38.41%	17.61%	16.77%
存货	795.19	816.08	891.95	911.71	偿债能力				
其他流动资产	702.82	822.72	653.03	828.05	流动比率	1.71	2.66	3.19	3.47
流动资产合计	9346.93	21892.96	27849.13	35615.06	速动比率	1.44	2.46	3.02	3.30
长期股权投资	499.16	432.01	368.07	292.23	现金比率	0.30	1.28	2.05	2.41
固定资产	4993.46	4963.46	4933.46	4900.46	资产负债率	25.51%	24.38%	22.20%	21.92%
无形资产	5986.67	5971.67	5955.67	5940.67	经营效率				
非流动资产合计	14865.81	14753.66	14643.72	14519.88	总资产周转率	0.38	0.61	0.34	0.32
资产合计	24212.74	36646.63	42492.85	50134.94	每股指标 (元)				
短期借款	3469.85	4576.40	5980.78	7270.51	每股收益	0.86	4.00	2.22	2.54
应付账款及票据	179.56	230.10	232.36	233.59	每股净资产	6.44	10.41	12.60	15.12
其他流动负债	1700.50	3126.41	2332.67	2574.40	每股经营现金流	1.34	3.60	2.60	2.63
流动负债合计	5463.52	8220.97	8720.06	10277.90	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	37.63	37.63	37.63	37.63	估值分析				
其他长期负债	675.26	675.26	675.26	675.26	PE	7.07	4.66	8.39	7.34
非流动负债合计	712.89	712.89	712.89	712.89	PB	0.94	1.79	1.48	1.23
负债合计	6176.41	8933.85	9432.94	10990.79					
股本	0.15	0.15	0.15	0.15					
少数股东权益	2600.07	2746.10	2827.19	2888.62					
股东权益合计	18036.33	27712.77	33059.91	39144.14					
负债和股东权益合计	24212.74	36646.63	42492.85	50134.94					

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。

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。