



三生制药 (01530.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

PD-1/VEGF 许可协议生效，全球化步入新纪元事件

2025年7月24日晚，公司公告与辉瑞就PD-1/VEGF双特异性抗体(SSGJ-707)订立的许可协议生效，与辉瑞签署《中国大陆选择权协议》，同意授予辉瑞在中国大陆独家开发和商业化许可产品707项目的选择权，辉瑞方应支付的期权金和行权金合计不超过1.5亿美元。

点评

PD1/VEGF 双抗 707 与辉瑞签订协议生效，首付款及总潜在里程碑累计超 60 亿美元。此前5月签订协议中，三生制药授权辉瑞在全球(不包括中国内地)开发、生产、商业化及以其他方式开发707，总交易金额达60.5亿美元(首付款12.5亿美元+48亿美元里程碑付款)，以及许可地区净销售额的双位数梯度特许权使用费用。7月23日公司与辉瑞签订中国大陆选择权协议，辉瑞行权后将获得全球授权许可。此次授权协议约定辉瑞支付的所有款项分配比例：三生制药70%，控股子公司三生国健30%。

早期临床数据优异，竞争优势明显。SSGJ-707早期披露的数据中针对1L PD-L1阳性的NSCLC ORR达到70%，针对1L鳞状NSCLC，707的ORR达81.3%。针对3L mCRC，707的PD分别为33.3%，SD分别为66.7%，展现出亮眼数据。此外，2025年2月与百利天恒达成合作，探索707联合BL-B01D1治疗实体瘤。

临床进度全球前列，目前已开展K药头对头临床III期。目前全球在研的PD-1/VEGF双抗中，707仅次于康方生物的依沃西单抗，临床进度全球前列。2025年5月，公司开展了707对比帕博利珠单抗(K药)一线治疗PD-L1阳性的局部晚期或转移性非小细胞肺癌的III期临床研究，2025年4月707针对该适应症已被认定为突破性疗法。此外，多项II期临床积极推进中，包括：联合化疗一线治疗晚期非小细胞肺癌、转移性结直肠癌及晚期妇科肿瘤等。考虑到同靶点药物拓展多项适应症，预计707后续有望持续拓展更多新适应症。

盈利预测、估值与评级

根据公司近期707双抗BD交易金额及主业等情况，我们上调盈利预测，将公司2025年营收上调至189亿元，维持2026/27年营收118/133亿元，将公司2025年归母净利润调整至95亿元，维持2026/27年归母净利润32/36亿元。维持“买入”评级。

风险提示

新药研发进展、产品上市时间、产品销售不达预期等风险。

医药组

分析师：甘坛煥 (执业S1130525060003)

gantanhuan@gjzq.com.cn

市价(港币)：28.450元

相关报告：

1.《三生制药港股公司点评：核心产品增长可观，自免管线进展不断》，2024.8.25



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,816	9,108	18,910	11,837	13,262
营业收入增长率	13.94%	16.53%	107.62%	-37.41%	12.04%
归母净利润(百万元)	1,549	2,090	9,479	3,194	3,612
归母净利润增长率	-19.09%	34.93%	353.47%	-66.30%	13.07%
摊薄每股收益(元)	0.65	0.87	3.95	1.33	1.51
每股经营性现金流净额	0.85	1.34	4.02	1.49	1.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.04%	13.54%	36.97%	11.10%	11.17%
P/E	11.65	6.98	7.70	22.84	20.20
P/B	1.31	0.94	2.84	2.53	2.26

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	6,859	7,816	9,108	18,910	11,837	13,262	货币资金	2,149	2,610	1,618	11,493	14,689	18,219
增长率	7.5%	13.9%	16.5%	107.6%	-37.4%	12.0%	应收款项	1,829	2,228	2,046	3,236	2,473	2,770
主营业务成本	1,188	1,174	1,280	1,510	1,610	1,789	存货	712	778	795	797	984	1,093
%销售收入	17.3%	15.0%	14.0%	8.0%	13.6%	13.5%	其他流动资产	5,070	3,577	4,887	4,562	4,421	4,449
毛利	5,672	6,642	7,828	17,400	10,227	11,473	流动资产	9,761	9,193	9,347	20,088	22,566	26,532
%销售收入	82.7%	85.0%	86.0%	92.0%	86.4%	86.5%	%总资产	44.4%	38.9%	38.6%	57.8%	61.0%	65.1%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	624	596	499	499	499	499
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	4,086	4,692	4,993	4,844	4,698	4,557
销售费用	2,580	3,006	3,351	3,536	3,906	4,377	%总资产	18.6%	19.9%	20.6%	13.9%	12.7%	11.2%
%销售收入	37.6%	38.5%	36.8%	18.7%	33.0%	33.0%	无形资产	5,763	5,795	5,987	5,927	5,868	5,809
管理费用	385	481	502	529	627	676	非流动资产	12,228	14,432	14,866	14,656	14,452	14,252
%销售收入	5.6%	6.2%	5.5%	2.8%	5.3%	5.1%	%总资产	55.6%	61.1%	61.4%	42.2%	39.0%	34.9%
研发费用	693	795	1,327	1,343	1,539	1,724	资产总计	21,989	23,625	24,213	34,744	37,018	40,784
%销售收入	10.1%	10.2%	14.6%	7.1%	13.0%	13.0%	短期借款	363	2,112	3,470	2,970	2,670	2,570
息税前利润 (EBIT)	2,224	2,038	2,909	11,897	4,024	4,550	应付款项	249	212	180	168	224	248
%销售收入	32.4%	26.1%	31.9%	62.9%	34.0%	34.3%	其他流动负债	1,181	1,404	1,814	2,458	1,776	1,989
财务费用	-50	59	191	0	0	0	流动负债	1,794	3,728	5,464	5,596	4,669	4,808
%销售收入	-0.7%	0.8%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	长期贷款	4,065	2,689	38	38	38	38
投资收益	-94	-30	349	0	0	0	其他长期负债	729	695	675	675	675	675
%税前利润	-4.1%	-1.5%	12.8%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	6,588	7,111	6,176	6,309	5,382	5,521
营业利润	1,940	2,364	2,555	11,897	4,036	4,564	普通股股东权益	12,963	14,034	15,436	25,641	28,777	32,331
营业利润率	28.3%	30.2%	28.1%	62.9%	34.1%	34.4%	其中：股本	0	0	0	31	31	31
营业外收支							未分配利润	13,133	14,190	15,554	25,728	28,864	32,417
税前利润	2,274	1,978	2,718	11,897	4,024	4,550	少数股东权益	2,438	2,480	2,600	2,794	2,859	2,932
利润率	33.2%	25.3%	29.8%	62.9%	34.0%	34.3%	负债股东权益合计	21,989	23,625	24,213	34,744	37,018	40,784
所得税	366	392	501	2,225	765	865	比率分析						
所得税率	16.1%	19.8%	18.4%	18.7%	19.0%	19.0%	每股指标						
净利润	1,908	1,586	2,218	9,672	3,260	3,686	每股收益	0.78	0.64	0.86	3.95	1.33	1.51
少数股东损益	-7	37	127	193	65	74	每股净资产	5.32	5.75	6.44	10.69	11.99	13.47
归属于母公司的净利润	1,915	1,549	2,090	9,479	3,194	3,612	每股经营现金净流	0.89	0.85	1.34	4.02	1.49	1.54
净利率	27.9%	19.8%	23.0%	50.1%	27.0%	27.2%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表(人民币 百万)							回报率						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	净资产收益率	14.77%	11.04%	13.54%	36.97%	11.10%	11.17%
净利润	1,915	1,549	2,090	9,479	3,194	3,612	总资产收益率	8.71%	6.56%	8.63%	27.28%	8.63%	8.86%
少数股东损益	-7	37	127	193	65	74	投入资本收益率	9.41%	7.67%	11.02%	30.76%	9.49%	9.73%
非现金支出	-16	344	133	193	77	87	增长率						
非经营收益							主营业务收入增长率	7.48%	13.94%	16.53%	107.62%	-37.41%	12.04%
营运资金变动	70	-162	566	-234	91	-197	EBIT 增长率	21.11%	-8.40%	42.76%	308.99%	-66.17%	13.07%
经营活动现金净流	2,180	2,083	3,201	9,648	3,567	3,702	净利润增长率	15.97%	-19.09%	34.93%	353.47%	-66.30%	13.07%
资本开支	-974	-704	-963	0	0	0	总资产增长率	14.45%	7.44%	2.49%	43.49%	6.55%	10.17%
投资	-2,943	-794	-946	0	0	0	资产管理能力						
其他	194	153	551	0	-12	-13	应收账款周转天数	70.6	55.4	47.4	32.4	57.0	47.3
投资活动现金净流	-3,722	-1,345	-1,358	0	-12	-13	存货周转天数	212.6	228.3	221.2	189.8	199.1	209.0
股权募资	-476	0	-242	785	0	0	应付账款周转天数	72.7	70.7	55.1	41.4	43.8	47.5
债权募资	1,633	-3	-1,282	-500	-300	-100	固定资产周转天数	197.5	202.2	191.4	93.6	145.1	125.6
其他	-443	-351	-729	0	0	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	715	-353	-2,253	285	-300	-100	净负债/股东权益	-12.03%	-2.53%	-6.73%	-40.75%	-47.68%	-53.07%
现金净流量	-718	459	-469	9,874	3,196	3,530	EBIT 利息保障倍数	22.0	9.6	15.2	—	—	—
							资产负债率	29.96%	30.10%	25.51%	18.16%	14.54%	13.54%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究