

医药

收盘价
港元 28.45

目标价
港元 33.00个

潜在涨幅
+16.0%

2025 年 7 月 28 日

三生制药 (1530 HK)

辉瑞引进 PD-1/VEGF 双抗中国内地权益；上调峰值销售预测及目标价

我们上调了三生制药盈利预测及目标价。公司和辉瑞就 PD-1/VEGF 双抗达成的授权协议于近期正式生效，后者同步引进产品中国内地权益、并计划于近期启动全球 III 期临床开发，再次彰显该产品在多个大瘤种上的巨大潜在价值，以及与辉瑞丰富肿瘤管线的联用机会。我们维持买入评级，后续催化剂包括 707 更多数据读出和潜在 BD 授权交易，及 IL-17A、长效促红素 SSS06、特比澳 CLDT 适应症的获批上市等。

④ 与辉瑞授权协议正式生效，1.5 亿美元再售 SSGJ-707 中国内地权益，上调全球销售峰值预测：三生制药宣布，此前与辉瑞就 PD-1/VEGF 双抗 SSGJ-707 达成的全球授权协议正式生效。在此基础上，公司表示还将额外获得 1.5 亿美元款项，以进一步将 SSGJ-707 在中国内地独家开发和商业化的权利授予辉瑞，公司则将获得后续付款及双位数的梯度分成。此外，辉瑞还将以 25.2055 港元/股的价格（30 日成交量加权平均股价）认购三生制药价值 1 亿美元的股份，约占扩大后股本的 1.28%。辉瑞将尽快针对 NSCLC 等多个瘤种开展全球 III 期试验，首个研究即将在美国启动患者招募。辉瑞拥有极强大的创新药管线和全球商业化能力，未来 SSGJ-707 有机会与辉瑞多款 ADC、小分子靶向药产生联用。我们认为，辉瑞获得产品中国内地权益后，凭借丰富的肿瘤创新药推广经验，有望进一步强化产品在泛 PD-(L)1 市场竞争地位。因此，我们上调其经 PoS 调整全球销售峰值至 66 亿元人民币（约合 9 亿美元）。

④ 上调目标价：基于更高的合作收入预测，我们上调公司 2025-27 年收入预测 2-6%；同时考虑到高定价的创新药和高利润率的合作收入对总收入的贡献逐步提高，我们上调利润率预测，最终净利润预测上调 6-9%。我们上调 DCF 目标价至 33 港元，对应 25.8 倍/23.9 倍 2025 年/2026 年市盈率（剔除 707 BD 首付款影响）。虽然该目标估值倍数高于历史均值，但公司正从传统大单品主导业绩转向新品迭代+出海驱动长期增长，处于关键节点，未来估值中枢有较大上调空间，我们维持买入评级。

盈利预测变动

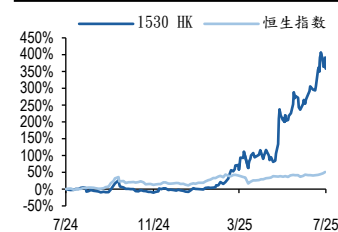
人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	20,316	19,236	6%	11,483	11,283	2%	12,393	12,193	2%
毛利润	18,812	17,735	6%	9,852	9,647	2%	10,658	10,425	2%
毛利率	92.6%	92.2%	0.4ppt	85.8%	85.5%	0.3ppt	86.0%	85.5%	0.5ppt
归母净利润	9,372	8,631	9%	2,972	2,813	6%	3,233	3,005	8%
归母净利率	46.1%	44.9%	1.3ppt	25.9%	24.9%	0.9ppt	26.1%	24.6%	1.4ppt

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	31.35
52周低位 (港元)	5.52
市值 (百万港元)	67,120.09
日均成交量 (百万)	104.89
年初至今变化 (%)	367.93
200天平均价 (港元)	14.20

资料来源：FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

图表 1: 三生制药：DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	20,316	11,483	12,393	13,475	14,944	16,377	17,907	19,486	20,939	22,206	23,463
EBIT	13,246	3,755	4,090	4,528	5,111	5,699	6,554	7,249	7,873	8,438	8,986
EBIT * (1-t)	11,060	3,135	3,415	3,781	4,267	4,759	5,473	6,053	6,574	7,046	7,503
加：折旧摊销	365	378	392	406	420	436	443	449	456	463	470
减：营运资金增加/（减少）	(129)	58	(139)	(8)	(103)	(271)	(220)	(249)	(150)	(131)	(78)
减：资本开支	(511)	(537)	(564)	(592)	(621)	(652)	(666)	(679)	(692)	(706)	(720)
自由现金流	10,785	3,035	3,104	3,586	3,964	4,271	5,030	5,574	6,187	6,671	7,175

永续增长率 2%

自由现金流现值 29,911

终值现值 36,304

企业价值 66,215

净现金 11,301

少数股东权益 -4,581

股权价值（百万人民币） 72,935

股权价值（百万港元） 80,228

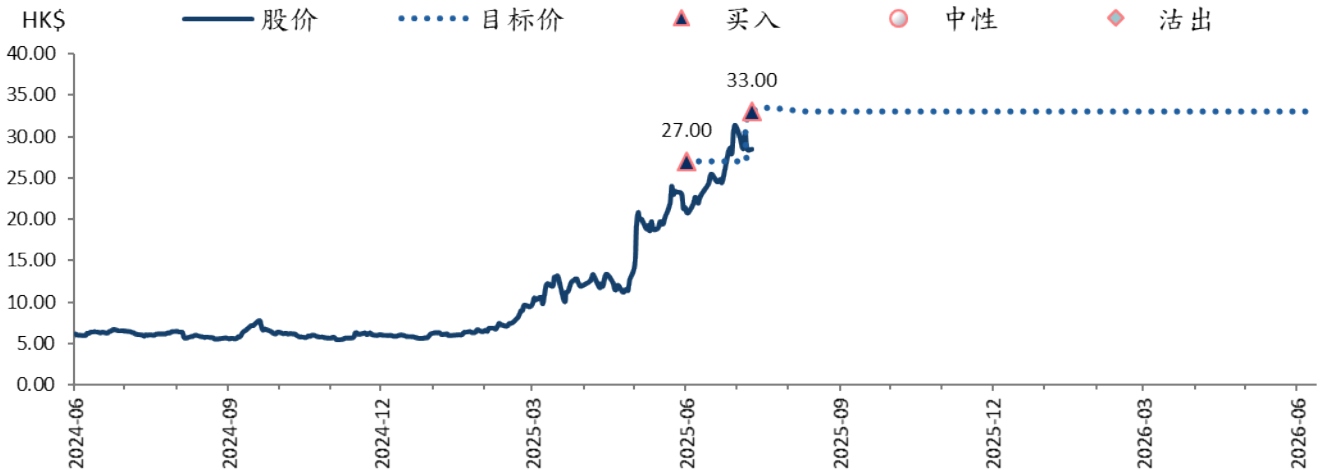
股份数量（百万） 2,431

每股价值（港元） 33.00

WACC	
无风险利率	4.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.0
股权成本	11.0%
税前债务成本	5.0%
税后债务成本	4.3%
预期债权比例	10.0%
有效税率	15.0%
WACC	10.3%

资料来源：交银国际预测

图表 2: 三生制药（1530 HK）评级及目标价



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 3: 交银国际医药行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
1530 HK	三生制药	买入	28.45	33.00	16.0%	2025 年 07 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	149.10	140.00	-6.1%	2025 年 07 月 11 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	70.00	72.50	3.6%	2025 年 07 月 02 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	89.15	84.00	-5.8%	2025 年 06 月 06 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	66.95	66.00	-1.4%	2025 年 05 月 22 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	370.40	400.00	8.0%	2025 年 05 月 16 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	44.21	65.00	47.0%	2025 年 05 月 14 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	59.65	57.00	-4.4%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	5.38	6.60	22.7%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	176.20	208.80	18.5%	2025 年 03 月 03 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	28.00	44.00	57.1%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	17.84	28.75	61.2%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	9.14	5.00	-45.3%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	56.25	51.00	-9.3%	2025 年 03 月 25 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	31.50	25.00	-20.6%	2025 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	16.92	18.00	6.4%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	72.66	93.30	28.4%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	48.43	33.10	-31.7%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
1177 HK	中国生物制药	买入	6.77	8.00	18.1%	2025 年 07 月 18 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	34.30	33.00	-3.8%	2025 年 06 月 19 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	12.34	14.30	15.8%	2025 年 06 月 04 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.25	14.00	69.7%	2024 年 04 月 01 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	35.17	40.20	14.3%	2025 年 06 月 19 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	8.63	7.20	-16.5%	2025 年 05 月 30 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	56.40	51.00	-9.6%	2025 年 04 月 01 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.28	3.75	14.4%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	37.10	42.00	13.2%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet, 交银国际预测 数据截至 2025 年 7 月 28 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	7,816	9,108	20,316	11,483	12,393
主营业务成本	(1,174)	(1,280)	(1,503)	(1,631)	(1,735)
毛利	6,642	7,828	18,812	9,852	10,658
销售及管理费用	(3,487)	(3,853)	(4,408)	(4,811)	(5,156)
研发费用	(795)	(1,327)	(1,158)	(1,286)	(1,413)
经营利润	2,360	2,649	13,246	3,755	4,090
财务成本净额	(35)	(43)	(14)	4	24
其他非经营净收入/费用	(346)	113	105	59	36
税前利润	1,978	2,718	13,337	3,818	4,150
税费	(392)	(501)	(2,201)	(630)	(685)
非控股权益	(37)	(127)	(1,765)	(216)	(232)
净利润	1,549	2,090	9,372	2,972	3,233
作每股收益计算的净利润	1,549	2,090	9,372	2,972	3,233

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,611	2,143	11,223	13,583	15,656
应收账款及票据	1,095	1,305	1,478	1,605	1,790
存货	778	795	894	983	1,061
其他流动资产	4,709	5,104	5,277	5,339	5,416
总流动资产	9,193	9,347	18,871	21,509	23,924
物业、厂房及设备	4,692	4,993	5,249	5,517	5,799
其他长期资产	9,740	9,872	10,514	10,436	10,708
总长期资产	14,432	14,866	15,763	15,953	16,507
总资产	23,625	24,213	34,634	37,463	40,430
短期贷款	2,112	2,244	2,244	2,244	2,244
应付账款	1,577	3,177	3,553	3,841	4,048
其他短期负债	39	42	42	42	42
总流动负债	3,728	5,464	5,839	6,128	6,335
长期贷款	2,689	38	38	38	38
其他长期负债	695	675	675	675	675
总长期负债	3,384	713	713	713	713
总负债	7,111	6,176	6,552	6,841	7,047
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	14,034	15,436	23,717	26,041	28,570
股东权益	14,034	15,436	23,717	26,041	28,570
非控股权益	2,480	2,600	4,365	4,581	4,813
总权益	16,514	18,036	28,081	30,622	33,383

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	1,978	2,718	13,337	3,818	4,150
折旧及摊销	351	395	365	378	392
营运资本变动	(162)	566	(129)	58	(139)
税费	(471)	(506)	(2,139)	(678)	(680)
其他经营活动现金流	386	29	(335)	(353)	(373)
经营活动现金流	2,083	3,201	11,099	3,223	3,350
资本开支	(625)	(682)	(511)	(537)	(564)
其他投资活动现金流	(721)	(676)	(225)	512	182
投资活动现金流	(1,345)	(1,358)	(736)	(25)	(382)
负债净变动	1,188	(1,264)	0	0	0
权益净变动	0	0	714	0	0
股息	(225)	(555)	(2,042)	(647)	(704)
其他融资活动现金流	(1,316)	(434)	45	(191)	(191)
融资活动现金流	(353)	(2,253)	(1,283)	(838)	(895)
汇率收益/损失	75	(59)	0	0	0
年初现金	2,152	2,611	2,143	11,223	13,583
年末现金	2,611	2,143	11,223	13,583	15,656

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.635	0.863	3.884	1.231	1.340
全面摊薄每股收益	0.635	0.847	3.815	1.210	1.316
每股账面值	5.748	6.444	9.756	10.712	11.753
利润率分析(%)					
毛利率	85.0	86.0	92.6	85.8	86.0
净利率	19.8	23.0	46.1	25.9	26.1
盈利能力(%)					
ROA	6.6	8.6	27.1	7.9	8.0
ROE	9.4	11.6	33.4	9.7	9.7
ROIC	7.3	10.3	30.9	9.0	9.1
其他					
净负债权益比(%)	13.3	0.8	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.5	1.7	3.2	3.5	3.8

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点多智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司及宜搜科技控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。