

三生制药 (1530 HK)

辉瑞宣布快速推进 707 全球临床，拓展联用潜力

7 月 24 日，三生制药与辉瑞 (PFE US, 未评级) 就 707 (PD-1/VEGF 双抗) 达成的全球 (除中国) 授权协议正式生效。根据协议，三生将获得 12.5 亿美元首付款、最高 48 亿美元里程碑付款及双位数分级销售分成。同时，辉瑞还将以每股 25.2 港元认购三生制药 31,142,500 股股份，总金额约 7.85 亿港元 (折合约 1 亿美元)。此外，协议授予辉瑞 707 中国权益的选择权；若行使，三生将获得最高 1.5 亿美元的选择权费用。

■ **差异化结构设计赋予 707 潜在疗效与安全性优势。**辉瑞管理层指出，707 对比同类 PD-1/VEGF 双抗具备多重差异化特征，具有潜在同类最佳的抗血管生成活性及对 PD-1 的高亲和力。基于 707 的四价结构和“链式联动” (daisy chaining) 效应，707 可实现更优的 VEGF 与 PD-1 协同结合。例如，在肿瘤微环境中结合 VEGF 后，其与 PD-1 的结合强度可提升约 100 倍，或将有助于增强抗肿瘤活性并将活性集中于 VEGF 水平升高的肿瘤组织，从而改善安全性和耐受性。此外，707 的 Fc 区域源于天然免疫球蛋白 IgG4，固有降低免疫激活能力，可能将减少免疫相关的不良反应。

■ **辉瑞高度认可 707 的临床数据，对其开发前景充满信心。**辉瑞管理层认为 707 的 II 期临床入组患者接近真实世界的情况。基于 I/II 期临床数据，707 有潜力成为多个适应症的基础治疗选择。三生制药在今年 ASCO 上公布了 707 单药一线治疗 PD-L1+ NSCLC 的 II 期临床数据，在 34 例 10mg/kg Q3W 患者中，cORR 达 64.7%。蜘蛛图显示多例患者的肿瘤大小持续缩小并趋于稳定，初步体现了疾病缓解的深度和持久性。辉瑞管理层指出，肺部肿瘤被迅速杀死后可能形成空洞病灶，但其 CT 测量值仍会与基线比较，故单纯基于 CT 测量的病灶大小变化或 ORR 可能低估 707 在此类 NSCLC 中的真实临床获益。

■ **辉瑞将快速推进 707 在 NSCLC 及其他实体瘤的全球 III 期临床。**辉瑞正在制定详细的全球临床开发计划，将评估 707 单药及联用化疗、ADCs 等联合疗法的潜力。辉瑞的管线中具有与 707 联用潜力的 ADC 包括 PADCEV (Nectin-4 ADC)、sigvatatug vedotin (IB6 ADC) 和 PDL1V (PD-L1 ADC)。辉瑞目标快速启动 707 在 NSCLC 及其他实体瘤的全球 III 期临床，并计划在今年晚些时候公布部分临床方案细节。同时，辉瑞将探索 707 在胸部、泌尿生殖系统及胃肠道肿瘤中的潜力。我们认为，辉瑞在 45 个国家拥有超 4,000 个肿瘤临床研究点，其强大的全球临床资源有望加速 707 的开发进程，实现赶超。

■ **维持买入评级，目标价 37.67 港元。**三生制药将于 10 月 ESMO 会议上以海报形式公布 707 联合化疗一线治疗 mCRC 的 II 期临床数据。鉴于辉瑞快速推进 707 在多个肿瘤适应症的计划，我们上调了该品种风险调整后的销售额预期。基于 11 年 DCF 模型，上调目标价至 37.67 港元 (WACC: 9.99%，永续增长率: 3.0%)。

财务资料

(截至 12 月 31 日)

	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入 (百万人民币)	7,816	9,108	18,576	11,385	12,110
同比增长 (%)	13.8	16.5	104.0	(38.7)	6.4
归母净利润 (百万人民币)	1,549	2,090	9,325	3,000	3,119
同比增长 (%)	(19.1)	34.9	346.1	(67.8)	4.0
每股收益 (人民币)	0.64	0.86	3.84	1.23	1.28
市盈率 (倍)	40.9	30.1	6.8	21.1	20.2

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	37.67 港元
(此前目标价)	28.32 港元)
潜在升幅	32.4%
当前股价	28.45 港元

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

王云逸

(852) 3916 1729

cathywang@cmbi.com.hk

公司数据

市值 (百万港元)	69,159.6
3 月平均流通量 (百万港元)	1,138.6
52 周内股价高/低 (港元)	31.35/5.52
总股本 (百万)	2430.9

资料来源：FactSet

股东结构

TMF (Cayman) Ltd.	24.0%
Decade Sunshine	19.6%

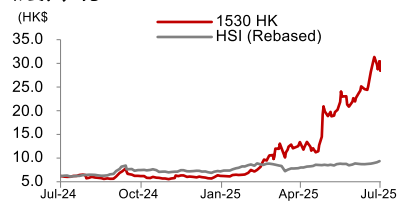
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	27.0%	22.4%
3 - 月	118.5%	89.2%
6 - 月	363.4%	266.2%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 盈利预测调整

人民币百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	18,576	11,385	12,110	18,576	11,385	12,110	0.0%	0.0%	0.0%
毛利	17,166	9,878	10,398	17,166	9,878	10,398	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	11,632	3,857	3,996	11,614	3,839	3,977	0.2%	0.5%	0.5%
归母净利润	9,325	3,000	3,119	9,310	2,985	3,104	0.2%	0.5%	0.5%
基本每股收益 (元)	3.84	1.23	1.28	3.88	1.24	1.29	-1.2%	-0.8%	-0.9%
毛利率	92.41%	86.77%	85.87%	92.41%	86.77%	85.87%	Oppt	Oppt	Oppt
营业利润率	62.62%	33.88%	33.00%	62.52%	33.72%	32.84%	+0.1ppt	+0.16ppt	+0.15ppt
净利润率	50.20%	26.35%	25.76%	50.12%	26.22%	25.63%	+0.08ppt	+0.13ppt	+0.12ppt

资料来源：招银国际环球市场预测

图 2: DCF 估值分析

DCF 估值 (人民币百万元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
息税前利润	11,294	3,525	3,653	4,243	5,040	6,252	7,494	8,578	9,622	10,525	11,343
税率	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%
息税前利润*(1-税率)	9,215	2,876	2,980	3,462	4,112	5,101	6,114	6,998	7,850	8,587	9,254
+折旧与摊销	386	402	417	431	445	458	470	482	493	504	514
- 营运资金变化	-1,060	-212	-183	-298	-476	-468	-341	-377	-319	-260	-196
- 资本支出	-850	-800	-750	-700	-680	-680	-680	-680	-680	-680	-680
自由现金流	7,691	2,267	2,465	2,895	3,401	4,410	5,563	6,423	7,344	8,150	8,892
终值											131,028

永续增长率	3.00%
加权平均资本成本 WACC	9.99%
股本成本	12.45%
债务成本	5.00%
市场风险系数 β	0.90
无风险利率	3.00%
市场风险溢价	10.50%
目标负债率	30.00%
有效公司税率	15.00%

终值 (百万元人民币)	45,970
现值 (百万元人民币)	78,507
净负债 (百万元人民币)	-6,566
少数股东权益 (百万元人民币)	2,661
股权价值 (百万元人民币)	82,412
股权价值 (百万港元)	91,569
股份数 (百万股)	2,431
DCF 每股价值 (港元)	37.67

资料来源：招银国际环球市场预测

图 3: 敏感性分析

		加权平均资本成本 WACC				
		8.99%	9.49%	9.99%	10.49%	10.99%
永续增长率	4.00%	50.33	45.46	41.41	38.01	35.11
	3.50%	47.19	42.96	39.40	36.36	33.75
	3.00%	44.58	40.85	37.67	34.93	32.55
	2.50%	42.37	39.04	36.17	33.68	31.49
	2.00%	40.48	37.47	34.86	32.57	30.55

资料来源：招银国际环球市场预测

图 4: 招银国际与市场预测

人民币百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	18,576	11,385	12,110	15,460	11,691	12,867	20.2%	-2.6%	-5.9%
毛利	17,166	9,878	10,398	13,822	10,149	11,183	24.2%	-2.7%	-7.0%
营业利润	11,632	3,857	3,996	8,034	3,698	3,954	44.8%	4.3%	1.1%
归母净利润	9,325	3,000	3,119	4,222	3,082	3,674	120.9%	-2.7%	-15.1%
基本每股收益 (元)	3.84	1.23	1.28	2.73	1.15	1.30	40.8%	7.4%	-1.1%
毛利率	92.41%	86.77%	85.87%	89.40%	86.81%	86.91%	+3.01ppt	-0.04ppt	-1.05ppt
营业利润率	62.62%	33.88%	33.00%	51.97%	31.63%	30.73%	+10.65ppt	+2.25ppt	+2.27ppt
净利润率	50.20%	26.35%	25.76%	27.31%	26.36%	28.55%	+22.89ppt	-0.01ppt	-2.8ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	6,866	7,816	9,108	18,576	11,385	12,110
销售成本	(1,194)	(1,174)	(1,280)	(1,410)	(1,507)	(1,711)
毛利润	5,672	6,642	7,828	17,166	9,878	10,398
销售费用	(2,581)	(3,006)	(3,351)	(3,725)	(4,149)	(4,506)
行政费用	(393)	(481)	(502)	(544)	(579)	(605)
研发费用	(694)	(795)	(1,327)	(1,329)	(1,387)	(1,420)
其他	413	(139)	(89)	64	93	129
运营利润	2,417	2,221	2,560	11,632	3,857	3,996
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	(34)	(30)	349	0	0	0
净利息收入(支出)	(103)	(212)	(191)	(128)	(93)	(68)
税前利润	2,280	1,978	2,718	11,504	3,764	3,928
所得税	(371)	(392)	(501)	(2,119)	(693)	(723)
非控股权益	(7)	37	127	61	71	86
归母净利润	1,916	1,549	2,090	9,325	3,000	3,119

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	9,751	9,193	9,347	13,895	15,319	17,098
现金与现金等价物	2,152	2,611	2,143	6,188	7,350	8,803
应收账款	1,312	1,095	1,305	1,327	1,500	1,596
存货	713	778	795	859	909	1,024
预付款项	505	1,132	741	1,159	1,197	1,313
以公允价值计入损益的资产	4,861	3,303	3,769	3,769	3,769	3,769
其他流动资产	208	274	594	594	594	594
非流动资产	12,258	14,432	14,866	15,330	15,728	16,060
物业及厂房及设备 (净额)	4,114	4,692	4,993	5,335	5,660	5,970
无形资产	1,578	1,554	1,685	1,825	1,915	1,955
商誉	4,140	4,199	4,253	4,253	4,253	4,253
其他非流动资产	2,426	3,986	3,935	3,917	3,900	3,883
总资产	22,009	23,625	24,213	29,224	31,047	33,159
流动负债	1,844	3,728	5,464	3,180	2,832	2,675
短期债务	413	2,112	2,244	1,744	1,344	1,044
应付账款	250	212	180	186	199	226
应付税款	112	33	50	50	50	50
其他流动负债	1,069	1,371	2,990	1,201	1,240	1,355
非流动负债	4,801	3,384	713	713	713	713
长期债务	1,902	1,463	38	38	38	38
应付公司债	0	1,226	0	0	0	0
递延收入	423	412	390	390	390	390
其他非流动负债	2,477	283	285	285	285	285
总负债	6,645	7,111	6,176	3,893	3,545	3,387
股本	0	0	0	0	0	0
其他储备	9,468	10,752	12,942	20,176	22,276	24,459
股东权益总额	12,926	14,034	15,436	22,670	24,770	26,953
少数股东权益	2,438	2,480	2,600	2,661	2,732	2,818
总负债和股东权益	22,009	23,625	24,213	29,224	31,047	33,159

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	2,280	1,978	2,718	11,504	3,764	3,928
折旧摊销	398	351	413	386	402	417
税款	(346)	(471)	(506)	(2,119)	(693)	(723)
营运资金变化	31	(162)	566	(1,060)	(212)	(183)
其他	(228)	386	11	(82)	(146)	(208)
净经营现金流	2,134	2,083	3,201	8,631	3,115	3,232
投资现金流						
资本开支	(975)	(704)	(963)	(850)	(800)	(750)
其他	(2,748)	(641)	(394)	210	239	275
净投资现金流	(3,723)	(1,345)	(1,358)	(640)	(561)	(475)
融资现金流						
已支付股息	(417)	(225)	(555)	(2,797)	(900)	(936)
净借贷	1,928	1,188	(1,264)	(500)	(400)	(300)
其他	(748)	(1,316)	(434)	(647)	(93)	(68)
净融资现金流	763	(353)	(2,253)	(3,945)	(1,393)	(1,303)
净现金流变动						
年初现金	2,868	2,152	2,611	2,143	6,188	7,350
汇率变动	109	75	(59)	0	0	0
年末现金	2,152	2,611	2,143	6,188	7,350	8,803
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	7.6%	13.8%	16.5%	104.0%	(38.7%)	6.4%
毛利润	7.5%	17.1%	17.9%	119.3%	(42.5%)	5.3%
经营利润	22.5%	(8.1%)	15.3%	354.4%	(66.8%)	3.6%
净利润	17.3%	(16.9%)	39.8%	323.2%	(67.3%)	4.4%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	82.6%	85.0%	86.0%	92.4%	86.8%	85.9%
营业利润率	35.2%	28.4%	28.1%	62.6%	33.9%	33.0%
股本回报率	15.2%	11.8%	15.0%	49.3%	12.9%	12.4%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.4)
流动比率 (倍)	5.3	2.5	1.7	4.4	5.4	6.4
应收账款周转天数	71.5	56.2	48.1	48.1	48.1	48.1
存货周转天数	214.5	231.6	224.3	222.3	220.3	218.3
应付帐款周转天数	73.3	71.7	55.9	55.9	55.9	55.9
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	33.1	40.9	30.1	6.8	21.1	20.2
市盈率 (摊薄)	34.9	41.6	30.7	6.8	21.1	20.2
市帐率	4.1	3.8	3.5	2.5	2.3	2.1
股息 (%)	0.4	0.9	0.9	4.4	1.4	1.5
企业价值 / 销售额	9.0	7.9	6.8	3.3	5.4	5.1
企业价值 / EBIT	27.2	29.8	24.0	5.5	17.5	16.9
企业价值 / EBITDA	23.1	25.5	20.7	5.3	15.7	15.1

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。