

医药

收盘价
港元 31.58

目标价
港元 39.50个

潜在涨幅
+25.1%

2025 年 11 月 27 日

三生制药 (1530 HK)

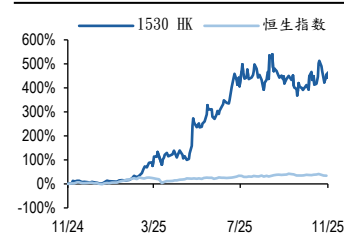
707 海外开发快速推进，蔓迪计划分拆聚焦创新主业；上调目标价

- ④ **合作伙伴大幅加速 707 海外临床开发：**辉瑞近期披露 SSGJ-707（PF-4404）的开发计划，表示将围绕“速度、广度、深度”三大维度展开，旨在将其打造成一款跨越多瘤种的基石型免疫疗法：**1）速度方面**，辉瑞计划在近期快速启动至少 7 项临床试验，包括两项全球多中心 III 期临床（据 ClinicalTrials.gov，均将于 12 月启动入组），分别针对 1L sq-/nsq-NSCLC（头对头 K 药）和转移性结直肠癌，及一项 II/III 期研究（1L ES-SCLC）和四项 I/II 期研究。**2）广度和深度方面**，辉瑞计划在 2026 年底拓展超 10 个新适应症和 10 种以上新联合疗法，包括系统评估 SSGJ-707 与辉瑞庞大 ADC 产品组合的联用方案，同时探索该药物在围手术期的应用。针对 PF-4404 的后续开发，目前辉瑞已在超过 25 个国家筛选出 500 余家临床中心，并完成美国本土的生产布局，以确保开发的高效且数据符合全球注册要求。近期公司在 SITC 大会上公布了 707 治疗 1L NSCLC 的 II 期数据（图表 1，摘要），与替雷利珠单抗相比，707 在 10mg/kg Q3W 的剂量（辉瑞 III 期选用剂量）下取得更优异的 ORR、安全性良好。
- ④ **筹划蔓迪分拆上市，回归聚焦主业：**公司近期宣布，计划分拆旗下消费医药业务蔓迪国际赴港交所上市，通过实物分派公司持股和全球发售新股的方式，分拆上市完毕后，公司将不再持有蔓迪国际任何股权（当前持股 87.16%）。我们认为，分拆蔓迪有望给公司带来短期投资收益，长期看，分拆消费医药业务可助公司聚焦处方药和创新药主业，回笼资金将支持自主开发的创新产品出海、及新品集中上市后的商业化推广。
- ④ **上调目标价：**优异的临床数据、合作伙伴的坚定支持和深厚研发经验，再次提升了我们对 707 全球成功开发的信心。我们相应上调长期里程碑收款达成的 PoS 及收款规模预测（维持 2025-27 年财务预测）；下调 DCF 模型中的 WACC 假设至 9.4%（无风险利率从 4%调整至 3%，与其他港股处方药企一致），升目标价至 39.5 港元。我们看好现有大品种在自身优势和温和竞争格局下的增长态势、2025-27 年上市新品种对业绩的增厚、及 707 海外临床潜力和长期商业化前景，维持买入和行业重点推荐。

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)	35.90
52周低位 (港元)	5.69
市值 (百万港元)	75,546.62
日均成交量 (百万)	21.32
年初至今变化 (%)	419.41
200天平均价 (港元)	27.32

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

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	7,816	9,108	17,470	12,821	12,018
同比增长 (%)	13.8	16.5	91.8	-26.6	-6.3
净利润 (百万人民币)	1,549	2,090	8,057	4,490	3,521
每股盈利 (人民币)	0.64	0.86	3.34	1.86	1.46
同比增长 (%)	-19.0	35.8	286.9	-44.3	-21.6
前EPS预测值 (人民币)			3.36	1.87	1.47
调整幅度 (%)			-0.7	-0.7	-0.7
市盈率 (倍)	45.3	33.3	8.6	15.5	19.7
每股账面净值 (人民币)	5.75	6.44	9.33	10.77	11.90
市账率 (倍)	5.00	4.46	3.08	2.67	2.42

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 707 + 化疗治疗 1L NSCLC 的 II 期研究结果

Efficacy ^{a,2}	Part 1: nonsquamous ²			Part 2: squamous ²				
				Cohort A ²		Cohort B ²		
	SSGJ-707 [↓] 5-mg/kg ⁺ carboplatin ⁺ + pemetrexed [↓] (n=30) ²	SSGJ-707 [↓] 10-mg/kg ⁺ carboplatin ⁺ + pemetrexed [↓] (n=29) ²	Tislelizumab [↓] + carboplatin ⁺ + pemetrexed [↓] (n=31) ²	SSGJ-707 [↓] 5-mg/kg ⁺ carboplatin ⁺ + paclitaxel [↓] (n=26) ²	SSGJ-707 [↓] 10-mg/kg ⁺ carboplatin ⁺ + paclitaxel [↓] (n=24) ²	SSGJ-707 [↓] 10-mg/kg ⁺ carboplatin ⁺ + paclitaxel [↓] (n=16) ²	SSGJ-707 [↓] 10-mg/kg ⁺ carboplatin ⁺ + nab- paclitaxel [↓] (n=13) ²	Tislelizumab [↓] + carboplatin ⁺ + paclitaxel [↓] (n=21) ²
Confirmed ORR, % [↓] (95% CI) ²	50.0 [↓] (31.3-68.7) ²	58.6 [↓] (38.9-76.5) ²	38.7 [↓] (21.8-57.8) ²	38.5 [↓] (20.2-59.4) ²	75.0 [↓] (53.3-90.2) ²	37.5 [↓] (15.2-64.6) ²	69.2 [↓] (38.6-90.9) ²	47.6 [↓] (25.7-70.2) ²
PR pending, % ^{b,2}	3.3 ²	10.3 ²	9.7 ²	15.4 ²	0 ²	43.8 ²	7.7 ²	28.6 ²
Safety ²	Part 1 (nonsquamous) and part 2 (squamous) ²							
	SSGJ-707 5-mg/kg ⁺ chemotherapy (n=69) ²	SSGJ-707 10-mg/kg ⁺ chemotherapy (n=105) ²	SSGJ-707 20-mg/kg ⁺ chemotherapy (n=3) ²	Tislelizumab ⁺ chemotherapy (n=67) ²				
TRAE, n (%) ^{c,2}								
Any grade ²	57 (82.6) ²	95 (90.5) ²	3 (100) ²	56 (83.6) ²				
Grade ≥3 ²	26 (37.7) ²	41 (39.0) ²	3 (100) ²	22 (32.8) ²				
Grade 5 ²	0 ²	3 (2.9) ^{d,2}	0 ²	1 (1.5) ²				
SAE ²	13 (18.8) ²	17 (16.2) ²	2 (66.7) ²	15 (22.4) ²				
Leading to discontinuation ²	0 ²	2 (1.9) ²	0 ²	1 (1.5) ²				
VEGF-related AEs, n (%) ^{e,2}								
Any grade ²	26 (37.7) ²	43 (41.0) ²	2 (66.7) ²	11 (16.4) ²				
Grade ≥3 ²	4 (5.8) ²	9 (8.6) ²	0 ²	1 (1.5) ²				
irAE, n (%) ^{f,2}								
Any grade ²	7 (10.1) ²	15 (14.3) ²	1 (33.3) ²	11 (16.4) ²				
Grade ≥3 ²	1 (1.4) ²	5 (4.8) ²	1 (33.3) ²	4 (6.0) ²				

资料来源: SITC 2025, 交银国际

图表 2: 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	17,470	12,821	12,018	13,130	14,480	16,082	17,679	19,158	20,498	21,830	23,000
EBIT	10,709	5,500	3,978	4,399	5,097	5,886	6,683	7,471	8,199	8,929	9,591
EBIT * (1-t)	8,995	4,620	3,341	3,695	4,282	4,944	5,614	6,276	6,887	7,500	8,056
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)	21	(120)	81	13	(146)	(233)	(146)	(141)	(100)	(127)	(112)
减：资本开支	(511)	(537)	(564)	(592)	(621)	(652)	(666)	(679)	(692)	(706)	(720)
自由现金流	8,871	4,342	3,251	3,521	3,935	4,495	5,244	5,906	6,550	7,129	7,694

永续增长率 2%

自由现金流现值 33,550

终值现值 46,988

企业价值 80,539

净现金 11,411

少数股东权益 -4,601

股权价值 (百万人民币) 87,349

股权价值 (百万港元) 96,084

股份数量 (百万) 2,433

每股价值 (港元) 39.50

资料来源: 交银国际预测

WACC	
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	7.0%
贝塔	1.0
股权成本	10.0%
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	9.4%

图表 3: 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 4: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	31.58	39.50	25.1%	2025 年 11 月 27 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	28.19	72.00	155.4%	2025 年 11 月 17 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	205.20	231.00	12.6%	2025 年 11 月 10 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	85.30	112.00	31.3%	2025 年 10 月 31 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	453.00	549.00	21.2%	2025 年 10 月 22 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	46.40	84.00	81.0%	2025 年 09 月 01 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	94.90	105.00	10.6%	2025 年 08 月 29 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	60.55	78.00	28.8%	2025 年 08 月 28 日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	120.60	183.00	51.7%	2025 年 08 月 27 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	4.45	8.80	97.7%	2025 年 08 月 26 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	22.38	37.60	68.0%	2025 年 08 月 08 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	10.21	5.00	-51.0%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	66.95	70.00	4.6%	2025 年 08 月 20 日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	15.17	28.75	89.5%	2024 年 08 月 12 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	31.94	34.00	6.5%	2025 年 08 月 21 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	12.58	18.00	43.1%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	93.32	93.30	0.0%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	49.25	33.10	-32.8%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
2096 HK	先声药业	买入	13.87	16.40	18.3%	2025 年 08 月 22 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	40.50	48.00	18.5%	2025 年 08 月 19 日	制药
1177 HK	中国生物制药	买入	7.09	9.10	28.4%	2025 年 08 月 19 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.78	14.00	59.5%	2024 年 04 月 01 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	7.95	7.30	-8.1%	2025 年 11 月 21 日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	73.55	69.50	-5.5%	2025 年 10 月 28 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	34.59	40.20	16.2%	2025 年 06 月 19 日	制药
2273 HK	固生堂	买入	29.92	42.00	40.4%	2025 年 01 月 27 日	民营医院
1951 HK	锦欣生殖	中性	2.36	3.30	39.8%	2025 年 08 月 27 日	民营医院

资料来源: FactSet ; 交银国际预测 数据截至 2025 年 11 月 27 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	17,470	12,821	12,018
主营业务成本	(1,174)	(1,280)	(1,398)	(1,500)	(1,622)
毛利	6,642	7,828	16,072	11,321	10,395
销售及管理费用	(3,487)	(3,853)	(4,140)	(4,411)	(5,072)
研发费用	(795)	(1,327)	(1,223)	(1,410)	(1,346)
经营利润	2,360	2,649	10,709	5,500	3,978
财务成本净额	(35)	(43)	25	42	62
其他非经营净收入/费用	(346)	113	586	456	449
税前利润	1,978	2,718	11,319	5,999	4,489
税费	(392)	(501)	(1,811)	(960)	(718)
非控股权益	(37)	(127)	(1,451)	(549)	(250)
净利润	1,549	2,090	8,057	4,490	3,521
作每股收益计算的净利润	1,549	2,090	8,057	4,490	3,521

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	10,118	13,693	16,281
应收账款及票据	1,095	1,305	1,471	1,620	1,738
存货	778	795	851	875	930
其他流动资产	4,709	5,104	5,149	5,453	5,384
总流动资产	9,193	9,347	17,589	21,641	24,333
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	10,411	10,484	10,694
总长期资产	14,432	14,866	15,661	16,001	16,493
总资产	23,625	24,213	33,250	37,642	40,827
短期贷款	2,112	2,244	2,244	2,244	2,244
应付账款	1,577	3,177	3,511	3,843	4,024
其他短期负债	39	42	42	42	42
总流动负债	3,728	5,464	5,797	6,129	6,310
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	6,510	6,842	7,023
股本	0	0	0	0	0
储备及其他资本项目	14,034	15,436	22,688	26,199	28,953
股东权益	14,034	15,436	22,688	26,200	28,953
非控股权益	2,480	2,600	4,051	4,601	4,851
总权益	16,514	18,036	26,740	30,800	33,804

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	11,319	5,999	4,489
折旧及摊销	351	395	365	378	392
营运资本变动	(162)	566	21	(120)	81
税费	(471)	(506)	(1,765)	(985)	(723)
其他经营活动现金流	386	29	(374)	(391)	(411)
经营活动现金流	2,083	3,201	9,567	4,880	3,828
资本开支	(625)	(682)	(511)	(537)	(564)
其他投资活动现金流	(721)	(676)	(123)	362	243
投资活动现金流	(1,345)	(1,358)	(634)	(175)	(320)
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)	(1,755)	(978)	(767)
其他融资活动现金流	(1,316)	(434)	83	(153)	(153)
融资活动现金流	(353)	(2,253)	(958)	(1,131)	(920)
汇率收益/损失	75	(59)	0	0	0
年初现金	2,152	2,611	2,143	10,118	13,693
年末现金	2,611	2,143	10,118	13,693	16,281

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	3.337	1.860	1.458
全面摊薄每股收益	0.635	0.847	3.279	1.827	1.433
每股账面值	5.748	6.444	9.327	10.770	11.902
利润率分析(%)					
毛利率	85.0	86.0	92.0	88.3	86.5
净利率	19.8	23.0	46.1	35.0	29.3
盈利能力(%)					
ROA	6.6	8.6	24.2	11.9	8.6
ROE	9.4	11.6	30.1	14.6	10.4
ROIC	7.3	10.3	27.8	13.6	9.8
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	3.0	3.5	3.9

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、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或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、地平线、多点数智有限公司、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、山东快驴科技发展股份有限公司、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、捷康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司及协创数据技术股份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、其联属公司、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、其联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，在参与有关报告内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。