

三生制药

从授权收益回到可持续现金流

基本盘承压，707决定长期弹性。以公开证据、经营利润和可复算情景判断价值。

研究判断：中性观察

公开研究与学习资料；非个性化建议。情景现值不是12个月价格承诺。

最新可得延迟价 / 港元

14.70

2026-10-20 16:08 HKT

2026H1药品销售同比

-19.3%

总收入 +3.9%，含许可款

基准每股现值 / 港元

15.16

较参照价约 +3.1%

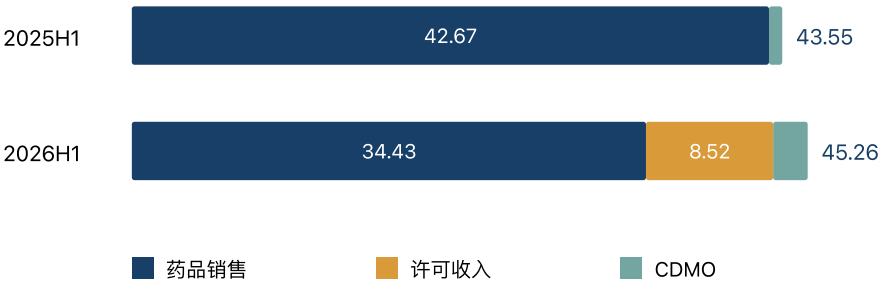
保守—乐观现值 / 港元

8.20—27.91

模型情景，非损失或收益边界

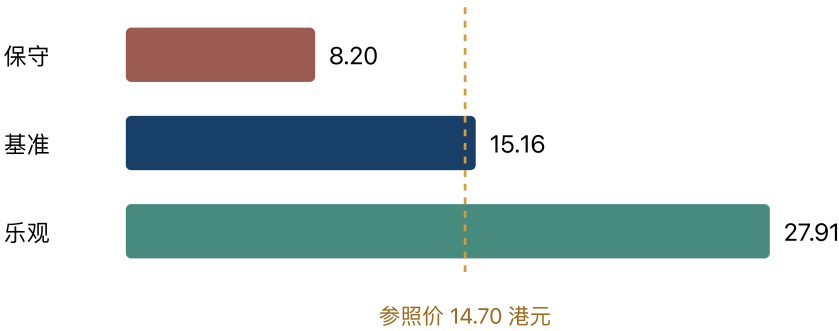
总收入增长，结构发生变化

人民币亿元；同为半年，避免全年与半年混比。



三种情景下的每股现值

统一币种、股本与权益口径；不对情景赋发生概率。



三生制药（01530.HK）投资分析报告

从授权收益回到可持续现金流：基本盘承压，707决定长期弹性

研究截止：2026年10月20日（北京时间）。研究性质：基于公开资料的独立情景研究。观察周期：未来12—24个月的经营验证，以及707更长期的商业化兑现。本文中的估值为估值日风险调整现值，不是承诺的12个月目标价。

1. 投资结论：有创新价值，但当前价格的安全边际不明显

研究判断为中性、等待验证。三生制药已经形成商业化基础，辉瑞合作显著增强资金与全球开发能力；但2025年以来药品销售走弱，财报总收入与调整利润被许可款抬高。只看三四倍的历史市盈率，容易把一次性获利当成长期盈利。

本报告以14.70港元为参考价，按“经营业务价值+可归母超额资金+707未来版税风险调整现值+其他未计入盈利的管线期权”估值，结果如下。所有情景参数均为研究假设，不是公司指引或市场一致预期。

情景	每股权益现值，港元	较14.70港元	成立条件
保守	8.20	-44.2%	存量业务修复有限，707上市较晚、份额与分成较低
基准	15.16	+3.1%	经营盈利有所修复，707部分全球适应症成功，保持较强竞争力
乐观	27.91	+89.8%	商业化业务明显回升，707更早上市且取得较大市场份额

基准现值距参考价只有约3%，不足以单独补偿临床、医保价格和资本配置风险。乐观值不是“应涨到的位置”，保守值也不是最大损失：严重临床失败、资金低效使用或竞争恶化可造成更大损失。报告不对三个情景分配发生概率，不把简单加权结果包装为确定目标。

最值得跟踪的三件事：药品销售何时止跌；707的全球随机研究能否证实疗效和安全性；充裕金融资源能否转化为每股长期回报。

2. 数据边界：价格、股数、汇率和利润要统一

项目	本报告使用值	时点与限制
股票	三生制药 / 3SBio, 01530.HK	港股上市主体；不是A股三生国健688336

项目	本报告使用值	时点与限制
参照股价	14.70港元	2026-10-20 16:08 HKT, StockAnalysis延迟报价；并非交易所实时行情
当前计算股数	2,513,207,578股	2026-10-14直接核验披露，剔除库存股份；未逐条完成10月15—20日变动对账
计算市值	约369.44亿港元 / 316.35亿元人民币	参照价格乘上述股数；不是照抄平台市值
汇率	1港元=0.85628元人民币；1美元=6.7200元人民币	CFETS 2026-10-20中间价；不是实际可成交兑换价格
最新财务期	2026年上半年	中期报表未经审计、经会计师审阅；并非2026全年业绩
摊薄压力分母	25.8亿股	模型压力情景；不是声称当前已发行该数量

价格来源：行情页；股本来源：10月14日翌日披露，第1页；汇率来源：CFETS当日公告。第三方行情页的约24.9亿股与本次核验的交易所股数不一致，因此不沿用其市值、自动市盈率和自动目标价。

全文财务表除另注外使用**人民币亿元**。亿元与十亿元相差10倍；模型文件为便于运算统一使用十亿元。历史值为事实，计算值为本报告复算，未来值均为假设。

3. 公司商业模式：三类收入，风险属性不同

公司收入可拆为药品销售、许可收入、CDMO服务。原有现金流来自血液、肾科、自免和脱发等领域；新药上市形成增量；707通过跨国合作获取首款、条件里程碑及未来销售分成。合并集团也包含有少数股东的子公司，不能把集团资产全部视作港股股东资产。

收入来源	经济意义	分析应关注
药品销售	临床需求、渠道和品牌变现	同口径销量、净实现价格、医保/采购、费用和回款
许可款	对研发资产的阶段性价值兑现	是否已触发、已收款、确认期间、税后归母和后续义务
CDMO	临床及其他生产服务	订单持续性、客户集中、毛利和产能；不能自动年年倍增
银行利息/投资收益	资金持有及配置回报	与经营利润区分，单独加现金时避免重复资本化

公司正式财报只列一个经营分部，上述是研究拆分而非其法定分部披露。2026中报，印刷第54—55页

4. 历史财务：2025高增长不能代表内生增长

指标，人民币亿元	2023全年	2024全年	2025全年	2025H1	2026H1
收入	78.16	91.08	176.96	43.55	45.26
毛利	66.42	78.28	163.47	37.16	37.95
研发费用	7.95	13.27	15.20	5.48	6.84
归母净利润	15.49	20.90	84.82	13.58	11.47
公司调整归母净利润	19.52	23.19	84.54	11.36	14.36
经营净现金流	20.83	32.01	96.69	9.70	8.99
基本EPS，人民币元	0.64	0.86	3.51	0.57	0.45

数据取自2024审计年报、2025审计年报，印刷第5、25、94页及2026中报，印刷第5、43、49页。2023通过后续审计年报比较栏核验；全年与半年不可直接同比。

2025年收入增长94.3%、归母净利润增长305.8%，主要受许可交易推动。2026H1收入增长3.9%，法定归母下降15.6%，公司调整归母增长26.5%。这三种表现可以同时成立：它们反映的是收入结构、非经营损益与调整定义的差别。

4.1 收入结构才揭示基本盘压力

收入类型，人民币亿元	2024全年	2025全年	2025H1	2026H1	2026H1同比
药品销售	89.28	80.06	42.67	34.43	-19.3%
许可收入	0	94.26	0	8.52	新增
CDMO	1.80	2.63	0.89	2.31	+160.9%
总收入	91.08	176.96	43.55	45.26	+3.9%

来源：2025年报收入附注，印刷第156页、2026中报收入附注，印刷第55页。

本报告计算：2025许可占总收入53.3%；2026H1许可占18.8%。剔除许可后，2025药品+CDMO收入约82.70亿元，同比下降9.2%；2026H1约36.74亿元，同比下降15.6%。后者仍包含可能与辉瑞临床供货相关的CDMO，**不能称为剔除全部合作影响后的有机收入**。

公司将药品销售压力归因于医保、集采及增值税政策等因素。缺乏公开量价拆分时，无法把收入下降全部解释为患者需求减少，也无法准确计算每个产品价格下降多少。判断修复要看随后同口径披露，而非仅看总收入是否增长。

4.2 费用下降存在改善，但需扣除许可收入对比率的稀释

2026H1销售及分销费用12.07亿元，同比下降25.3%；研发费6.84亿元，同比增长24.9%；毛利率约83.8%，上年同期85.3%。销售费率按总收入算从37.1%下降至26.7%；若以剔许可收入36.74亿元为分母，则约32.8%。**这说明实际费用效率有改善，但“降低约10个百分点”不能全当商业化效率提升**。研发费按剔许可收入计算约18.6%，显示创新投入仍占较大经营资源。

此处费率为研究复算，不是公司新披露指标。降本能否持续，需要结合推广活动、新药上市投入、渠道覆盖及应收款判断。2026中报，印刷第16—18页

5. 盈利质量：调整利润也需要再分析

2026H1法定归母11.47亿元与调整归母14.36亿元之间有2.90亿元差额。调整项包含股权激励、公允价值变动及部分非经营汇兑，**并未剔除707许可收入，也没有剔除利息收入**。同期净汇兑损失约5.03亿元（合并税前金额，与税后归母口径不同，不能直接对账），确实解释了部分法定利润压力；但把汇兑影响调回，不代表剩下利润全部具有同等持续性。

5.1 一个透明的盈利桥接示例

以下是本报告的情景计算，不是公司披露的核心净利润：

- 起点：H1公司调整归母14.363亿元。
- 许可收入8.51584亿元。假设无另需扣除的直接成本、税率15%、许可收益70%分配至沈阳三生、30%分配至三生国健，并采用2025年末国健持股80.71%，示例税后归母许可贡献约6.82亿元。
- 利息收入2.23363亿元、融资成本0.309亿元。假设净利息统一按15%税率且全归母，示例净利息贡献约1.64亿元。

4. 扣除上述两项后，剩余半年利润约**5.91亿元**，机械年化约**11.81亿元**。

这项计算仍可能受主体税率、少数权益、许可履约成本和其他调整影响。年化忽略季节性、下半年医保与研发节奏，**不能当2026或2027盈利预测**。它的用途是提醒：直接将14.36亿元乘2后用于成熟业务估值，可能明显高估可持续经营盈利。

经济分配证据：国健官方2025H1投资者材料，第7页及发行人2025-038公告；持股来源：2025年报，印刷第109页；财务项：2026中报，印刷第56页。持股沿用年末值为模型简化，不声称是10月20日实时比例。

6. 现金、理财与资本配置：财务实力强，但不是全部可分配

2026-06-30资金/负债项目	人民币亿元	估值注意
现金及等价物	67.85	与定存、理财分类不同
流动非质押定存	55.49	到期期限与变现限制需看附注
非流动非质押定存	16.96	不是即期可用现金
流动公允价值金融资产	51.27	有投资及本金风险，不能一概按无风险现金看待
质押存款	1.35	不作为自由现金
衍生金融资产	0.58	非银行存款，价值可能波动
银行借款	13.21	需与金融资源分开扣减
租赁负债	0.67	经营/估值口径要一致
公允价值金融负债	3.62	不因会计调整就消失
合并少数股东权益	32.45	是账面权益，不等于现金归属的精确拆分

来源：2026中报，印刷第45—46、63页。公司业绩新闻所称194亿元“金融资源”定义较宽。本报告将上述资产前六项复算得到193.50亿元，四舍五入接近194亿元；**这是研究者对账推断，公司没有逐项确认该公式**。非流动权益投资8.89亿元未混入此近现金合计。

合并资产还要处理少数股东、已宣派股息、税费、营运资金、受限款和持续研发需求。**60 / 80 / 100亿元可加回超额资金是保守、基准、乐观情景假设，不是公司净现金披露或可立即派发金额**。本次没有足够披露精确重建每家子公司截至10月20日的可归母可分配现金，故不采用“194亿元全部加回”。

H1现金等价物从2025年末121.77亿元降至67.85亿元，不能等额称作烧钱：其中涉及定存与理财配置、净还债等。同期经营净流入8.99亿元；购置固定资产约2.45亿元，简单相减约6.54亿元，但其仍可能含BD收款，不是独立成熟药品自由现金流。所得税现金支付5.84亿元高于本期所得税费用2.24亿元，也会影响期间现金转换。中报现金流表，印刷第49—50页

资本配置的评价标准是每股价值：低估时回购可能有益，高价收购或缺乏回报的新投入会消耗资金。2025年度末期股息0.25港元，对参照价的历史股息率约1.70%，不能据此期待一次性许可净利全数分红；2026H1不派中期息。库存股也可能再出售，不能假设回购全部永久注销。

7. 存量产品：护城河与压力应逐项看

产品/领域	已有基础	主要挑战	下一期应核验的指标
特比澳，rhTPO	血小板减少领域既有品牌、医院网络与适应症积累	口服TPO受体激动剂、支付边界、院内竞争；不同适应症不能一概替代	净价、疗程/患者、分适应症收入、毛利；是否进入具体采购范围

产品/领域	已有基础	主要挑战	下一期应核验的指标
益比奥/赛博尔，rhEPO	肾科及血液相关贫血治疗基础	成熟EPO竞争、支付压力、其他贫血治疗机制	量价分开、渠道、长效产品增量与内部替代
益赛普，TNF抑制剂	已有风湿免疫渠道、预充式剂型	集采价格压力、TNF同类及其他机制竞争	价降后销量、单患者净收入和推广费用
赛普汀，伊尼妥单抗	HER2领域产品与临床使用积累	成熟抗HER2与ADC竞争、方案变化	适应症拓展、同线竞争和利润贡献
蔓迪，米诺地尔	消费者认知、电商渠道与剂型组合	同成分竞争、线上获客成本和促销依赖	复购、净价、营销投入后贡献利润
CDMO	707临床开发可能带来供货需求	低基数、单项目/客户集中、临床到商用不确定	合同期限、订单、毛利与临床需求持续性

产品定位与公司策略依据2026中报，印刷第7—9页，表中挑战和观察指标为本报告分析。

可核验的2024年单品销售：特比澳50.62亿元，益比奥+赛博尔10.19亿元，蔓迪13.37亿元；当年特比澳占总收入约55.6%。**这是2024年的集中度，不能写成2026年现状。**本次未取得可逐项核验的2025与2026H1完整单品量价，因此不按总销售降幅等比例推算每个产品，也不把产品差额都归到益赛普。2024年报，印刷第22页

特比澳与口服TPO-RA的竞争，需分别比较ITP、CIT和慢性肝病等人群的获批适应症、疗程、证据及支付，不能只比较一盒售价。新比澳长效给药有升级机会，也可能替代集团既有短效EPO，不应把两者销量完全独立叠加。本报告未完成各省同规格采购中标价核对，因此不给缺乏依据的品种降价百分比。

8. 707：重要资产，但要把合同拆开读

SSGJ-707=PF-08634404=PF'4404，辉瑞2026年9月新闻已称其为**tivunatamig**，靶点为PD-1×VEGF。它是主要估值弹性来源，尚不能视作已获批商业产品。辉瑞9月28日官方披露

合同部分	可核验披露	投资处理
境外独家许可首款	12.5亿美元	已收部分通过金融资产计值，不再进入未来DCF
中国期权预付	辉瑞披露已支付1亿美元	与行权费、股权投资分别列示
未来中国行权费	最高0.5亿美元，取决于事件	本次未找到足够行权衔接证据，不当作已收现金
潜在里程碑	合计最高48亿美元	取决于开发、监管和商业事件，不是确定订单
未来销售分成	阶梯双位数净销售额百分比	精确分档未公开；模型用12%/15%/18%作假设
股权投资	另有1亿美元认购公司股份	是融资，非许可营业收入，也伴随股数变化

原始依据：2025年7月生效公告、辉瑞SEC交易说明。三生宣传中“14亿美元首付款”与正式分项口径需要区别；不能直接解读为全部14亿美元已到账，再叠加所有期权费。

初始许可区域为中国内地以外，中国权利另设独家期权。部分2026公司新闻概括为全球合作，但本次未确认完整的行权日期、金额和后续条款。估值因此**不同时加入中国100%自营利润与全球版税**，也不单独加中国行权款。

2026H1确认的8.52亿元许可收入，财报解释主要来自本期辉瑞里程碑。本报告不会把它直接称为2025首付款的递延确认：2025年末许可合同负债规模远小于此数额。2026中报，印刷第15页、2025年报，印刷第192页

合作降低全球开发和商业执行门槛，但没有消除临床失败、终止合作、研发优先级调整或定价风险。交易价格体现伙伴的判断和战略需求，不能等同于确定的股东收益。

9. 临床证据：看分母、对照、随访与安全性

9.1 单药NSCLC：确认ORR67.6%来自34例队列

ASCO 2026摘要8514，II期开放单臂研究NCT06361927，纳入初治、无可靶向驱动变异、PD-L1 TPS≥1%的晚期NSCLC患者。数据截止2025-11-28，总给药83例；其中**10mg/kg每三周一次队列34例**，确认ORR67.6%（95%CI 49.5%—82.6%），中位随访15.2个月，中位PFS12.4个月，中位DOR与OS尚未达到。

83例合并安全人群≥3级治疗相关不良事件42.2%，包括≥3级肺炎8.4%、高血压7.2%、咯血6.0%。这些是分级治疗相关事件，不能混同“严重不良事件”定义。10mg组无5级TRAE也不能扩写为全部队列零死亡。ASCO原始摘要8514、JCO DOI

投资解释：疗效信号足以支持进一步研究，但样本小、置信区间宽、无随机对照且患者经筛选。**不能把83例当67.6%的分母，也不能拿该ORR直接证明优于其他双抗或K药。**需等待随机PFS/OS、跨地区一致性及出血等风险的充分评价。

9.2 子宫内膜癌：85.7%也不是全人群通用结论

ASCO摘要5627，II期开放联合化疗研究NCT06522828，总给药32例，5mg/kg、10mg/kg每三周给药各16例。截止2025-11-28，两剂量对应的可评估人群确认ORR分别为12/14 = 85.7%、12/15 = 80.0%；中位PFS、OS与DOR尚未达到。≥3级TRAE为22/32 = 68.8%，包含联合化疗影响，不能把全部毒性归于双抗，也不能忽略联合方案的总体耐受性。ASCO原始摘要5627

这说明“707 ORR85.7%”缺少癌种、剂量、可评估分母和随访就容易误导。不同研究的疗效人群与安全人群不一定相同，报告时必须逐一标明。

9.3 全球确证研究：登记不等于已完成，更不等于成功

研究	注册号	截至本次核验状态	预计人数	核心比较/终点	注册预计主要完成
Symbiotic-Lung-01	NCT07222566	III期，招募中	1,410	707 + 化疗 vs 帕博利珠单抗 + 化疗；OS及独立评审PFS	2029-02-27
Symbiotic-GI-03	NCT07222800	III期，招募中	800	707 + 化疗 vs 贝伐珠单抗 + 化疗；PFS及OS	2030-02-23
Symbiotic-GYN-18	NCT07578649	III期，尚未招募	600	pMMR晚期/复发内膜癌；对照帕博利珠单抗 + 化疗，主要PFS	2029-06-01

来源为2026-10-20直接读取的ClinicalTrials.gov注册信息：Lung-01、GI-03、GYN-18。上述注册最近更新发布2026-10-08；预计入组不是已入组，预计完成不是获批或读出承诺。GYN即使登记的预计启动日已到，状态仍为尚未招募，就不能写成已完成首例给药。

本次还检得其他I/II、II及II/III研究，覆盖肺癌、消化道和泌尿系统等。研究数量说明开发广度，不宜把同一分子多试验视作相互独立的成功概率相加。本报告不按“临床中心数×未来患者数”直接估算销售。

10. 竞争：707不是唯一的下一代免疫治疗候选物

对象	机制与已核事件	对三生投资逻辑的影响
依沃西单抗 / ivonescimab, 康方/Summit	PD-1×VEGF；中国已有获批适应症及随机III期证据，2026-08-12获批联合化疗一线鳞状NSCLC新适应症	有先发和证据成熟度优势；707需在真实随机证据及全球执行中竞争

对象	机制与已核事件	对三生投资逻辑的影响
pumitamig, BNT327/BMS-986545	PD-L1×VEGF-A；BioNTech/BMS全球开发，2026 ASCO披露肺癌II期中期数据	结合端与方案不同，不能按同机制标签认定疗效相同
既有免疫+化疗/抗血管方案	现行标准治疗、广泛可及性与证据基础	新双抗需要证明临床增益、可管理安全性与支付价值

官方依据：康方2026-08-12公告、BioNTech/BMS 2026-05-30原始材料。本报告不做缺乏可比性支撑的跨试验ORR排名。

对版税峰值销售的判断，至少需要分地区、癌种、治疗线次、PD-L1/分子亚组、上市顺序、净价、可及性和获益风险。单纯用肺癌总体发病人数乘疗程费用会显著高估可服务市场。由于缺乏足够可核的净价和未来竞争份额，本文采用显式情景峰销，不伪造精确TAM。

11. 其他管线：2026进入获批与商业化验证期

项目	靶点/类别	本次可核阶段	估值处理
608 / 安沐奇塔单抗，益赛拓	IL-17A	银屑病2026年2月已获批；其他适应症推进中	已上市业务纳入经营情景，不另加完整管线价值
SSS06 / 罗赛促红素α，新比澳	长效EPO	2026年3月已获批	收入同时考虑内部替代，不把长短效完全独立相加
613 / 安弗利奇塔单抗，益赛那	IL-1β	2026年8月急性痛风性关节炎已获批	准入、支付和推广效率决定放量
611	IL-4Ra	成人中重度AD的NDA于2026年2月受理	不把受理写成获批；未纳入成熟业务的增量才计期权
610	IL-5	成人重度嗜酸粒哮喘III期完成入组等	等待终点与监管，不按获批品种估值
601A	VEGF	BRVO黄斑水肿NDA已受理	眼科竞争、获批与商业化需验证
627、626	TL1A、BDCA2	UC II期、狼疮相关早期/II期推进	风险较高，不能因靶点热门预认未来BD收入
705、706	PD-1/HER2、PD-1/PD-L1	II期	与707阶段和权益不同，不能照搬成功概率

来源：三生2026H1官方业绩说明、三生国健2026H1正式报告，第20—24页及期后事项、公司发展历程。阶段截至各来源最近披露，非所有产品在10月20日均再次获得监管书面确认。

“获批=盈利兑现”并不成立：上市初期通常先投入准入、推广和患者教育。医保谈判可能扩大患者覆盖，也可能降低净价；新品对集团总利润的贡献，要看扣除费用后的增量，不能只统计新品数量。

11.1 9月MDR-001合作：付款方向必须看清

MindRank于2026-09-28披露，三生旗下蔓迪与万晟参与口服GLP-1候选药MDR-001的中国内地、香港与澳门独家商业化服务合作，潜在总额最高17.5亿元。产品IP、上市许可持有人地位及研发生产责任仍由MindRank保留。**这里三生子公司承担对外付款，不是获得17.5亿元BD收入。**合作方原始公告

本报告不把该项目单独加值，也不按最高额全额扣现金：III期、获批、分成/供货定价、条件付款和渠道利润尚需更详细披露。其机会在商业化协同，风险在竞争、净价、营销投入和付款义务。后续若有确定支付，应更新超额资金假设。

12. 估值方法：合并归母SOTP，避免四种重复计算

本报告采用以下关系式：

归母权益价值 = 经营业务税后归母利润×合理PE + 可归母超额资金 + 707未来版税rNPV + 未计入经营利润的其他管线期权。

其中rNPV是将可能成功后产生的现金流按成功概率、税率、权益比例和时间折现。它不是临床获批概率的客观测量值，只是可审计的决策模型。

必须排除的重复：

- 1. 已收首款已经进入资金，不再把首款放进707未来价值，更不对首款利润乘永续PE。
- 2. 成熟经营利润排除707许可款及超额现金净利息，否则与单独管线及资金价值重复。
- 3. 合并归母口径已经包含国健归属权益，不另加三生国健A股持股市值。
- 4. 已纳入2027经营利润的新上市产品不再给完整未来现金流估值；其他管线期权仅计未覆盖部分。

经营利润假设已承担持续研发、总部费用、税及少数权益，并包含现有CDMO经营，不另加同一供货业务DCF。未来版税模型不再计已确认里程碑。未披露清楚的未来里程碑**统一暂不给价值**，而非假设永远收不到；实际触发后可更新。

12.1 三情景输入：事实与假设明确分开

模型参数	保守	基准	乐观
2027经营业务归母净利，人民币亿元	11	15	20
经营PE，倍	10	13	16
可加回超额资金，人民币亿元	60	80	100
707版税区域峰销，亿美元/年	30	60	100
模型版税率	12%	15%	18%
统一项目成功概率	25%	40%	55%
假设首销年份	2032	2030	2029
贴现率	16%	14%	12%
其他未覆盖管线现值，人民币亿元	0	10	30

以上整表均为研究假设。基准经营利润15亿元高于第5节机械年化约11.81亿元，本身就要求修复，不是无条件维持现状。10—16倍PE是研究者对成熟业务增长/政策风险的判断，并非经核验的同业中位数。其他管线的10 / 30亿元是组合期权占位假设，证据强度低于财报数据；可在模型中设为零。

经营修复的情景逻辑：保守假设价格/竞争压力持续，新品不足以抵消；基准假设销量、费用和新产品共同改善；乐观要求药品业务明显修复并保持研发效率。本文不提供伪精确的2026—2028报表收入/净利润预测，因为里程碑时点、各单品量价和费用拆分不足。

12.2 707版税逐年模型

归母税前经济系数采用70% + 30%×80.71% = **94.213%**。税率假设20%，与第5节盈利桥接的15%不同，体现未来全球版税税负保守情景；不是已公开合同税率。美元销售通过当日中间价换人民币，再通过人民币/港元汇率换每股价值。

首销起14年销售相对峰值系数为：10%、25%、45%、70%、90%、100%、100%、100%、90%、80%、60%、40%、20%、10%。之后不给终值。这是假设的销售爬坡和衰减，不是核验的专利到期表。成功概率对全部现金流统一折减，简化了适应症间的相关性。

每年人民币风险调整现金流 = 美元峰销×当年系数×版税率×80%税后比例×94.213%权益×成功概率×6.72。

逐年折现至2026-10-20，现金流假设每年末发生。模型版税区域是约定可分成区域的聚合销售，不代表公司100%拥有全球产品销售；中国行权未核实，不另加中国自营价值。辉瑞承担许可区域开发支出，本模型不另外计三生未来开发共担；若新增共担义务，应相应扣减。供货利润已在经营情景中考虑，不重复加入版税。

12.3 估值结果与组成

归母价值，人民币亿元	保守	基准	乐观
经营业务	110.00	195.00	320.00
可加回超额资金	60.00	80.00	100.00
707未来版税rNPV	6.51	41.27	150.53
其他未覆盖管线期权	0.00	10.00	30.00
权益现值合计	176.51	326.27	600.53
每股港元，25.1321亿股	8.20	15.16	27.91
每股港元，25.8亿股摊薄压力	7.99	14.77	27.18

本表可由仓库内 data/assumptions.json 及 tools/calculate.py 复算；年度现金流见 data/royalty_cashflows.csv 。股本、币种、税后归母与现金重复计算都会实质改变结果，不能只调整PE而忽略其他口径。

13. 敏感性：知道价格取决于什么，比记住单一目标价更重要

基准下，经营净利润每变化1亿元，按13倍PE影响每股约0.60港元；经营PE每变化1倍，影响约0.70港元；可加回资金每变化10亿元，影响约0.46港元。这些是其他条件不变时的线性计算。

707峰销与成功概率需结合看：完整3×3敏感性表见网页与 data/sensitivity.csv ，其余保持基准。版税率由15%降至12%，版税现值约下降20%；首销推迟两年且保持同样销售曲线，现值约下降23%，但现实中延迟还可能压缩竞争窗口或商业寿命，损失可能更大。

若把基准其他管线期权10亿元归零，每股约少0.46港元，基准价值降至约14.70港元；若可加回资金从80亿降到60亿，再少约0.93港元。当前价格的“便宜感”高度取决于经营修复、资金可归属和未兑现创新资产。

仅作估值辨识：按本报告一致币种及股本计算，2025法定利润对应历史PE约3.73倍；按2027基准经营净利15亿元对应的未扣资金整体PE约21.1倍。两个PE分母完全不同，不能说其中一个必然是正确交易倍数；差异本身说明授权收入对历史估值的扭曲。

14. 未来催化：日历、结果与股价反应分开

时间/窗口	可核事件或观察点	应如何使用
2026-10-26，计划	ESMO 2660P，707 + 化疗II期更新	截止日尚未现场报告；只列安排，不预写结果
2026年余下时间	新药准入、医保进度及部分全球研究推进	没有官方确定日的，不写具体日期或保证收款

时间/窗口	可核事件或观察点	应如何使用
后续财报	药品收入、研发/销售费、许可款、现金与少数权益	重点区分有机经营、阶段性回款和非经营损益
2029—2030，注册预计	Lung-01、GI-03等主要完成窗口	不是承诺读出、更不是预计获批的保证
长期	随机PFS/OS、分地区获批与商业化	证据提升才考虑提高成功概率或销售假设

ESMO安排来自辉瑞2026-09-28官方新闻。注册时间来自第9节原始研究登记。催化事件即使正面也可能已被股价反映；反之，会议摘要未超预期不等于资产必然失败，需看预设临床目标和完整证据。

15. 风险矩阵：哪些事实会改变判断

风险	传导到股东价值的路径	可观察信号	对模型的处理
药品基本盘继续下滑	经营利润与估值倍数同时下降	同口径药品收入、费用率、净现金回款	下调经营利润和PE，不靠BD掩盖
707疗效/安全失败	未来版税大幅缩水	随机终点、鳞癌出血、停药/死亡及监管意见	下调成功率、份额和净价；失败可接近零
竞争抢占窗口	晚上市、低份额、支付让利	对手随机数据、审批与商业化	延后首销、降低峰销/版税实得比例
伙伴调整优先级	入组或投入放缓、合作终止	项目状态、中心/患者进度与正式披露	不因研究数量多就无条件加值
资本配置低回报	金融资源变成成本或低收益资产	收购、对外许可付款、理财、回购价格	下调可加回资金及投资回报假设
汇率和金融资产波动	会计损益及人民币资金价值变化	美元存款、汇兑和对冲成本	同币种重估，避免把汇兑全视作无风险调整
稀释/库存再出售	每股权益下降或供给增加	期权、激励、配售与库存股再出售	用摊薄分母压力测试
子公司少数权益/治理	经济收益未全部归港股股东	关联交易、分红、少数权益及优先权	不加重复国健市值；核验资金可归属
法律争议/财务估计	潜在赔付、减值或费用波动	中报附注和后续公告	未决索赔不直接写成已确定损失

中报披露三生国健历史仲裁涉及约4.01亿元索赔、批准日仍在进行；这是未决风险，不是确认赔付。中报，印刷第73页。“调整”股权激励只是会计分析，激励依然可能有经济与摊薄成本。

16. 投资决策框架：先设条件，再看价格

当前14.70港元：中性观察，缺乏基准情景下明显安全边际。这不是对未来短期涨跌的判断。若投资者主要依赖历史PE很低或辉瑞首款很大，应先重做盈利与资金口径。

可复核的价格纪律：若要求相对本报告基准现值20%的折价，观察价格约为**12.13港元**；要求25%折价则约11.37港元。它们只是模型折价线，**不是自动买入点或止损保证**，基本面恶化时估值会下移。

提高积极程度的证据应包含：药品业务止跌、剔除许可和资金收益后的盈利改善、全球随机研究数据/执行更清晰、资金归属与用途更透明。若价格先升至乐观区间而证据没有同步提升，就需要重新检验是否提前透支成功。

减弱投资逻辑的信号包括：连续披露药品下滑而只强调总收入；707安全性或终点明显受损；大额低回报支出；多轮股本扩张抵消经营增长。即使股价下降，也不能只因“比买入价低”提高估值。

本文不依据任何个人持仓、成本、资产规模或风险承受能力给出仓位与交易指令。港股医药单一标的存在较大波动，模型现值不保证市场会在某个时间兑现。

17. 跟踪清单：下一次更新只需回答这些问题

- 1. 最新同口径药品收入是否同比止跌？是否有可核验的量价拆分？
- 2. 总收入中许可款占比多少？每项是收款、确认收入还是合同上限？
- 3. 调整归母仍包含多少许可收益、利息及其他调整？
- 4. 707随机研究是否按计划推进？关键终点、安全性与跨地区结果如何？
- 5. 中国期权是否有明确行权公告？是否改变分成与供货义务？
- 6. 新获批产品的收入和贡献利润是否覆盖推广费用与内部替代？
- 7. 资金由哪些现金、存款、理财组成？税后归母可加回资金如何变化？
- 8. 当前剔库存股数、摊薄股数及国健持股比例是否更新？
- 9. 新合作是收钱还是付款？是否已进入当前盈利或现金假设？
- 10. 哪一项新证据足以改变经营利润、成功率、峰销或贴现率？

18. 来源、可复算文件与研究限制

完整来源见仓库SOURCES.md，每一项列出标题、原始链接、日期、关键页码和用途；财务结构见 `data/financials.csv`，情景参数与年度现金流见 `data/`。来源原文保留各自版权，本仓库不重新分发完整财报和付费数据库内容。未独立审计企业原始数据；企业对市场份额、全球地位和潜力的表述不能自动作为独立验证结果。

本次主要未决事项：10月15—20日股本变动未完整逐条对账；2025/2026H1完整单品量价缺失；中国期权最终状态与部分里程碑细节未确认；国健权益比例沿用2025年末；194亿元资源与可归母资金并无官方逐项桥接；实际分档版税、专利/商业寿命、上市时间与份额未知。

这些缺口已进入情景与敏感性，而没有被填成确定数据。本报告为公开研究与学习用途，不是个性化投资建议、收益承诺或交易指令；使用者应结合后续正式公告和自身情况独立判断。

▼ 完整原始来源索引

原始来源与核验索引

核验日：2026-10-20。页码优先为报告印刷页码，PDF页码另注。本文列示的是研究所用来源，不代表企业宣传得到独立审计。网页与注册信息后续可能更新，应对照本报告截止日。

编号	来源与日期	定位及用途
F01	2024年度审计年报，2025-04-30	印刷22页/PDF24：2023—24产品销售；比较栏核验2023财务
F02	2025年度审计年报，2026-04-29	印刷5、25、94页：财务；109页/PDF111：80.71%国健持股；156页/PDF158：收入；192页：合同负债
F03	2026中期报告英文原版，2026-09-30	印刷5、15、43：调整定义与利润；55—56：收入/利息；45—46、63：资产；49—50：现金流；61：EPS分母；73：仲裁。未经审计，已审阅
F04	2026中期报告中文原版，2026-09-30	与F03对照；印刷7—9页产品、19页资金与外汇。采用完整PDF，未采用被访问校验替换的演示材料
F05	2026H1公司业绩新闻，2026-08-21	新产品、194亿元金融资源、公司口径；财务数字以正式报表为准
F06	2025公司业绩新闻，2026-03-30	与首款宣传口径交叉核验，未用其代替正式合同分项

编号	来源与日期	定位及用途
M01	StockAnalysis 1530报价，读取 2026-10-20	延迟价14.70，16:08 HKT；不用其不一致的股数、市值与自动PE
M02	10月14日翌日披露，2026-10-14	第1页，发行总数2,538,321,078、库存25,113,500、剔库存2,513,207,578
M03	9月份份月报，2026-10-02	第2—3页；用于对账，不拿月末股数冒充当前股数
M04	CFETS人民币汇率中间价公告， 2026-10-20	USD/CNY6.7200、HKD/CNY0.85628；动态页面若不显示日期，需选该日；非实际兑换价
D01	Pfizer最初许可公告，2025-05-19	707许可、潜在里程碑与双位数阶梯版税
D02	三生交易生效公告，2025-07-24	境外许可及中国期权区分、地域与生效日
D03	Pfizer SEC 2025Q3 Form10-Q， 2025-11	Note 2：1.25bn首款、100m期权预付、≤50m条件行权费、另100m股权投资
D04	国健2025H1官方PPT，2025-09	第7页：707交易利益分配国健30%
D05	发行人2025-038公告，2025-07-25	原始公告报刊披露，70/30分配与中国期权利益分配
C01	ASCO 2026摘要8514，JCO DOI	Wu L等；NCT06361927；截止2025-11-28；83例总给药、34例10mg队列与67.6%确认ORR。会议摘要，不等同完整III期论文
C02	ASCO 2026摘要5627	Zhou Q等；NCT06522828；32例联合化疗、可评估分母14/15；≥3级TRAE22/32
C03	NCT07222566，API	Lung-01；2026-10-20读取，最近更新2026-10-08；III期、预计1410例、主要完成2029-02-27
C04	NCT07222800，API	GI-03；III期、预计800例、主要完成2030-02-23
C05	NCT07578649，API	GYN-18；III期、尚未招募、预计600例；不能把预计启动当实际给药
C06	Pfizer ESMO预告，2026-09-28	tivunatamig命名；2660P安排2026-10-26，报告截止日之后
P01	三生国健2026H1报告，2026-08-21	第20—24页及期后事项：自免研发、新药批准，注意期末/期后区别
P02	公司发展历程，读取2026-10-20	608、613等中文通用名与批准进展；与F05/P01交叉
P03	康方2026-08-12官方公告	依沃西单抗新适应症与先发竞争；不据此做跨试验排名
P04	BioNTech/BMS ASCO原始材料， 2026-05-30	pumitamig身份及II期中期数据；机制为PD-L1×VEGF-A
P05	MindRank原始新闻，2026-09-28	MDR-001商业化服务、保留IP/MAH、潜在交易17.5亿元；收款方为MindRank，不是三生

信息层级与缺失处理

优先顺序：监管/交易所正式披露及财务报表 → 注册研究和学会原始摘要 → 企业新闻 → 第三方行情。公司引用的数据库市场份额不视为本报告独立复核。对缺失的单品数据、中国期权行权、版税分档、专利寿命和税后主体分配，保留不确定性，不以旧记忆、新闻标题或模型假设填作事实。

公开文件仅包含研究文字、有限事实摘录及本报告自建模型；未发布完整第三方PDF、付费研究或私人账户资料。