



## 中国生物制药 (1177.HK)：下调 2023-24E 盈利预测和目标价

公司收入增长 7%至 288 亿，基本符合我们的预期。毛利率略降 0.2pcts 至 79.9%，扣除联营合营公司贡献（含科兴中维）及一次性影响后的经调整归母净利润增长 16%至 30 亿。我们预计，短期内公司将在研发上加大投入、包括正式收购 F-Star 后的新增投入，因此下调 2023-24E 盈利预测、下调目标价至 5.50 港元。维持公司股票“买入”评级。

**降本增效成效显著，未来继续加码创新升级：** FY22 研发/销售/管理费用分别+16%/+1%/-2%。研发费用率+1.3pcts 至 15.5%，我们预计 2023-25E 仍将继续上升，考虑到公司将继续加码创新药的研发、而新收购的 F-Star 双抗平台也需要持续的研发投入。**SG&A 费用率**明显下滑 3.6pcts 至 43.7%，而销售团队人数仍增加 1%，反映年内主要子公司降本增效成果显著、营销人均产出进一步提升（+5%）。未来指引包括：**1) FY23 收入增速双位数；2) FY23/24/25 年创新药收入占比达到 30%/35%/40%以上，FY23 创新药收入达到百亿；3) 2022-30E 收入 CAGR 12-15%，2030 年收入达千亿左右，创新药和海外业务分别贡献约 60% 和 15%；4) FY23 完成五项产品引进交易，聚焦非肿瘤领域。**

**PD-1 出海打响第一炮：** 公司与康方生物的合资企业正大天晴康方近期将安尼可®（PD-1 派安普利单抗）在澳洲、新西兰、东南亚 11 国等地的权益授权给 Specialised Therapeutics，合作总对价约 7,300 万美元，在授权地区另有 15% 的销售提成。我们预计，此后合作伙伴将快速推进安尼可在授权地区的注册上市，最大化产品全球商业化价值、并对中国生物制药的利润产生积极贡献。

**下调目标价至 5.50 港元：** 我们继续基于 DCF 模型对公司估值，下调公司 2023E/24E 净利润预测 2%/10%至 36.7 亿/40.4 亿元，并引入 2025E 预测 45.3 亿元，对应 21% 2022-25E CAGR。我们下调港股目标价至 5.50 港元，对应 25.3x 2023E PE，与过去三年均值基本一致。

**投资风险：** 创新药研发失败或进度延误；后续集采负面影响大于预期。

图表 1：盈利预测变动

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	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	32,233	33,651	-4.2%	35,807	38,138	-6.1%	40,308	-	-
毛利润	25,807	26,753	-3.5%	28,740	30,320	-5.2%	32,353	-	-
毛利率	80.1%	79.5%	0.6	80.3%	79.5%	0.8	80.3%	-	-
归母净利润	3,666	3,734	-1.8%	4,042	4,482	-9.8%	4,529	-	-

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

丁政宁

医疗分析师  
ethan\_ding@spdbi.com  
(852) 2808 6442

胡泽宇 CFA

助理分析师  
ryan\_hu@spdbi.com  
(852) 2808 6446

2023 年 4 月 12 日

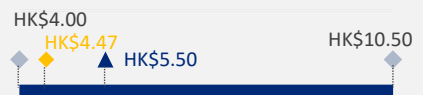
### 评级

买入

目标价 (港元)	5.50
潜在升幅/降幅	23%
目前股价 (港元)	4.47
52 周内股价区间 (港元)	3.58-5.39
总市值 (百万港元)	84,077
近 3 月日均成交额 (百万港元)	169

注：数据截至 2023 年 4 月 12 日

### 市场预期区间

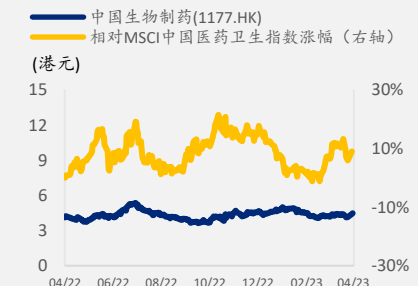


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：数据截至 2023 年 4 月 12 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



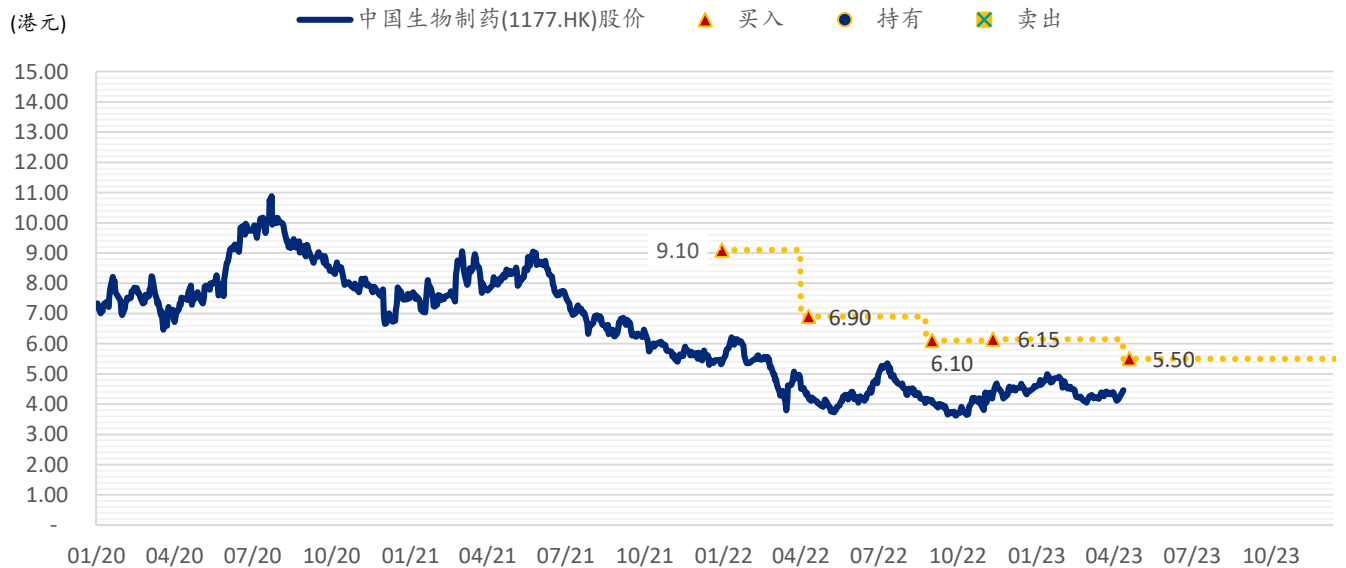
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 2：中国生物制药对标企业估值表

公司名称	股价 (当地 货币)	市值 (美元 百万)	过去 1 个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月滚动 远期 PE (x)		市盈率 (x)			EPS 同比变动 (%)			2022-25 EPS CAGR (%)
					现值	5 年 均值	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
<b>1177 HK 中国生物制药</b> <i>按经调整净利计算</i>	4.5	10,710	5.7	(2.2)	20.0	25.7	20.5	18.6	16.6	57.1	10.3	12.0	24.7%
							21.8	19.3	17.0	14.5	13.2	13.2	13.6%
600276 CH 恒瑞医药	45.6	42,293	9.0	18.4	55.4	50.6	58.9	48.2	35.7	17.4	22.1	35.0	21.6%
600196 CH 复星医药	33.8	12,061	4.4	(4.1)	16.9	22.5	17.8	15.1	12.8	33.1	17.3	18.0	22.6%
2196 HK 复星医药	23.4	12,061	6.8	(6.4)	10.4	16.2	10.9	9.2	7.8	31.3	18.4	17.8	22.3%
3692 HK 翰森制药	15.3	11,573	9.4	3.4	26.0	36.5	27.1	23.8	20.4	13.0	13.9	16.3	14.4%
1093 HK 石药集团	7.9	12,070	1.3	(3.2)	12.4	18.2	12.8	11.6	10.4	6.0	11.1	11.3	9.4%
2096 HK 先声药业	9.1	3,084	(2.4)	(21.7)	16.8	16.9	18.0	14.4	10.6	13.6	25.3	35.1	27.7%
512 HK 远大医药	4.8	2,148	13.4	3.3	6.9	10.9	7.2	6.2	NM	12.4	16.7	NM	NM
460 HK 四环医药	0.9	1,010	4.9	(10.5)	94.7	14.2	745.2	29.8	NM	100.5	2,400.0	NM	NM
2186 HK 绿叶制药	3.9	1,864	13.7	6.3	15.5	10.9	16.8	12.9	10.4	16.8	30.0	23.9	23.5%
<b>市值加权平均</b>					<b>32.5</b>	<b>30.9</b>	<b>40.3</b>	<b>28.2</b>	<b>21.6</b>				

\*中国生物制药采用 SPDBI 预测，除此之外 E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2023 年 4 月 12 日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：浦银国际目标价：中国生物制药



资料来源：Bloomberg、浦银国际

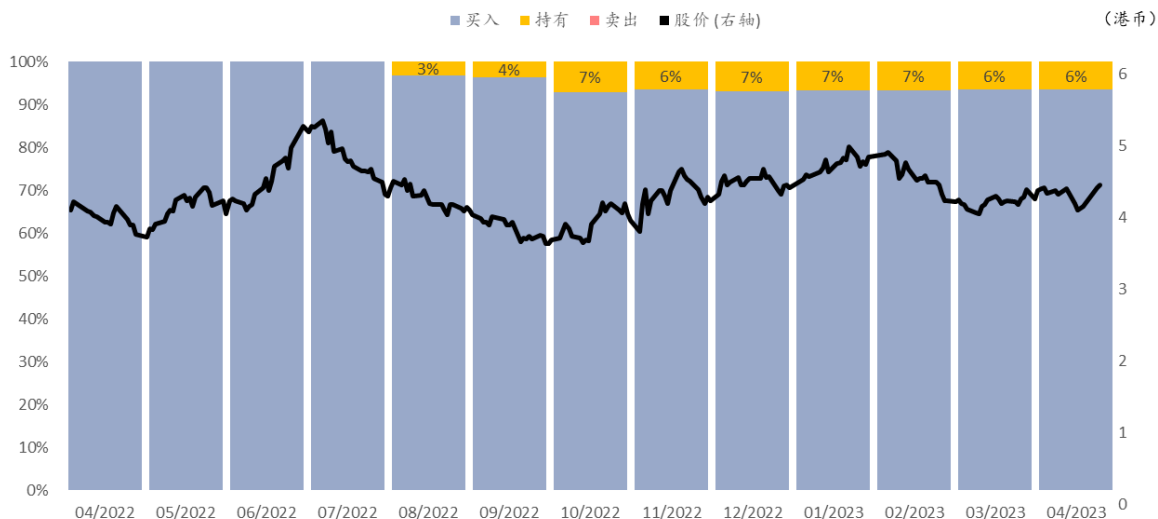
图表 4: SPDBI 医疗行业覆盖公司

股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2359 HK Equity	药明康德	85.3	买入	122.0	2023年3月21日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	82.9	买入	123.0	2023年3月21日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	36.1	买入	46.0	2023年4月3日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	51.2	持有	55.0	2023年4月3日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	50.0	买入	86.0	2023年3月23日	CRO/CDMO
241 HK Equity	阿里健康	5.9	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	20.2	持有	20.0	2023年3月15日	互联网医疗
1952 HK Equity	云顶新耀	15.9	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	47.8	买入	58.0	2023年3月30日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	28.6	买入	51.5	2023年3月13日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	37.0	买入	66.0	2023年3月13日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	4.2	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	252.0	买入	305.0	2023年3月6日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	153.6	买入	183.0	2023年3月6日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	154.0	买入	182.0	2023年3月6日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	40.5	买入	51.5	2023年3月29日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	45.4	买入	65.0	2023年3月16日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	3.7	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	9.6	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	16.0	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	25.0	买入	44.0	2023年3月1日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	15.5	买入	28.2	2023年3月1日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	66.6	买入	79.0	2023年3月20日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	13.3	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.9	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	24.9	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.0	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	2.4	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.1	买入	9.5	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	2.3	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	4.5	买入	5.5	2023年4月12日	制药
2325 HK Equity	云康集团	14.2	买入	23.8	2022年11月7日	ICL
300760 CH Equity	迈瑞医疗	308.4	买入	420.0	2022年10月31日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	27.8	买入	40.0	2023年4月3日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	11.8	买入	17.5	2023年4月11日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	10.4	买入	14.0	2023年4月4日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	2.5	买入	3.4	2023年4月4日	医疗器械

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 4 月 12 日港股收盘价

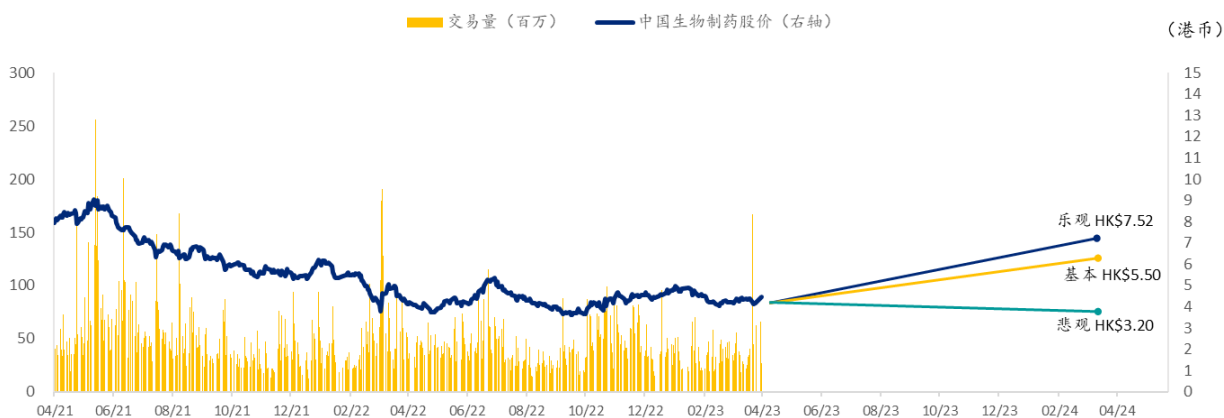
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 中国生物制药市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 中国生物制药 SPDBI 情景假设



### 乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 7.52 港元

概率: 35%

- 安罗替尼销量增速超出预期 (2022-25E CAGR > 20%) ;
- 派安普利单抗销量增速超出预期, 销售峰值超 35 亿;
- 稳态毛利率高于 85%。

### 悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 3.20 港元

概率: 5%

- 安罗替尼销量增速不及预期 (2022-25E CAGR ≤ 5%) ;
- 派安普利单抗销量增速不及预期, 销售峰值不及 15 亿;
- 稳态毛利率低于 70%。

资料来源: 浦银国际

## 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），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦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。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。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士。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。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(云康集团 2325.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义：

- “买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

- “超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com  
852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com  
852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站：www.spdbi.com  
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

