



中国生物制药 (1177.HK)：创新药有望推动 2024 年达成双位数收入增速指引

2023 年业绩弱于预期，主要系反腐背景下仿制药收入不及预期所致。随着创新药收入的增长及集采风险的出清，2024 年收入有望实现双位数增速。5 个 BD 交易有望于 24 年达成。维持“买入”评级和目标价 4.5 港元。

● **2023 年整体业绩弱于预期**：2023 年全年公司实现收入 262 亿元 (+0.7% YoY)，归母净利润 23.3 亿元 (-8.3% YoY)，经调整 Non-HKFRS 归母净利润 25.9 亿元 (+1.5% YoY)。全年收入和经调整归母净利润均低于我们预期和彭博一致预期，主要由于肿瘤、肝病、外科麻醉等板块收入不及预期。考虑到创新药全年收入为 98.9 亿元，基本符合公司之前指引，我们推测主要是反腐背景下仿制药收入不及预期所致。从 2H23 数据来看，收入达到 109.2 亿元 (+0.8% YoY, -28.5% HoH)，经调整 Non-HKFRS 归母净利润达到 11.1 亿元 (+2% YoY, -24.7% HoH)。按照收入板块分，肿瘤板块和心血管板块均实现同比较轻微正增长但环比下降，肝病板块和呼吸板块则均出现了同比环比下降，外科镇痛板块则是实现同比增长但环比下降。2H23 实现毛利率 84.1%，尽管同比下降 1.8 个百分点，但较上半年环比上升了 5.4 个百分点，我们推测是因创新药收入上升推动毛利率上涨。另外销售费用率也较 1H23 略有下降，反映出进一步降本增效的积极效果。

● **创新药收入再创新高，有望推动 2024 年收入实现双位数增速指引**：2023 年全年实现创新药收入 98.9 亿元 (+13.3% YoY)，占总收入约 38%。目前公司共有 11 个创新药，预计 2024 年底累计达成 15 个创新药获批（2024 年将获批品种为 TQB2450, TQ-B3139, TQ-B3101, 利拉鲁肽生物类似药），因此公司预计创新药占比将在 2024 年进一步提升至 43%。考虑到公司新获批重磅药物亿立舒医保后快速放量、2023 年获批的 4 个生物类似药快速占领市场份额及集采风险的出清，管理层认为 2024 年收入有望实现双位数收入增速指引。我们预测 2024 年收入可实现约 13% 同比增速。随着创新药占比的上升，我们认为毛利率有望进一步提升。此外，公司预计未来研发费用率将稳定在 17% 左右（2023 年研发费用率：16.8%），随着降本增效的继续推进，其他经营费用率有望进一步优化，因此我们预计 2024 年净利润率仍有上升空间，经调整净利润增速甚至可能会快于收入增速。

● **5 个 BD 交易有望于 2024 年实现**：管理层表示 2023-2025 三年间总的 BD 交易数有望达成 15 个，每年预计实现 5 个。截至目前，2024 年已经实现 2 个 BD 交易。另外，公司多项数据有望于 2024 年读出，包括但不限于 D-1553 (KRAS G12C) 二期 NSCLC 单药数据（预计 2024 AACR），TQB2916 (CD40 激动剂) 晚期恶性肿瘤一期数据，F-Star 的 FS222(CD137/PD-L1) 双抗一期数据（预计 2024 ASCO）和 TQB3616 (CDK2/4/6) 2L HR+/HER-乳腺癌三期数据（预计 2H24 读出）。

● **估值**：我们将公司 2024E/2025E 收入均下调 10%，同时上调毛利率预测、下调三项经营费用预测，这导致我们 2024E/2025E 经调整净利润预测略微下调。基于 DCF 估值模型 (WACC:8.2%，永续增长率:3%)，维持“买入”评级和目标价 4.5 港元。

● **投资风险**：销售未如预期、利润未如预期、研发延误或失败。

阳景

首席医药分析师

Jing_yang@spdbi.com

(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师

ryan_hu@spdbi.com

(852) 2808 6446

2024 年 4 月 3 日

评级

买入

目标价 (港元)	4.5
潜在升幅/降幅	+52%
目前股价 (港元)	3.0
52 周内股价区间 (港元)	2.5-4.8
总市值 (百万港元)	55,464
近 3 月日均成交额 (百万)	154

市场预期区间

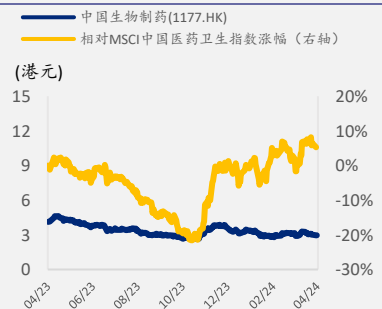


▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

*数据截至 2024 年 4 月 2 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 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,026	26,199	29,618	32,465	35,818
同比变动 (%)	-3.1%	0.7%	13.0%	9.6%	10.3%
归母净利润/(亏损)	2,544	2,332	2,727	3,008	3,452
PE (X)	1.8	1.8	1.5	1.4	1.3

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

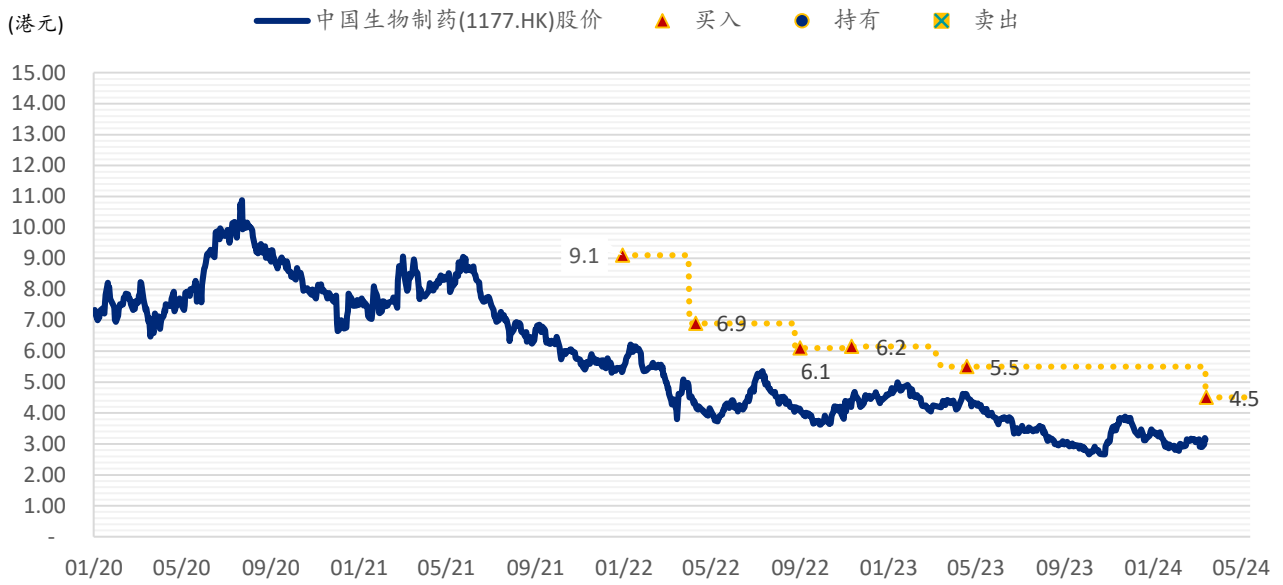
财务报表分析与预测 - 中国生物制药 (1177.HK)

利润表						现金流量表					
千人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	千人民币	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,026,164	26,199,409	29,618,310	32,464,570	35,818,160	税前利润	5,214,869	5,409,906	6,415,757	7,077,027	8,123,322
销售成本	(4,487,616)	(4,989,877)	(5,331,296)	(5,681,300)	(6,089,087)	折旧	858,516	931,151	969,709	995,512	1,031,880
毛利润	21,538,548	21,209,532	24,287,014	26,783,270	29,729,073	摊销	62,592	111,425	106,119	101,066	96,253
研发费用	(4,164,498)	(4,402,973)	(5,035,113)	(5,518,977)	(6,089,087)	其他	(1,128,629)	(4,113,871)	(604,132)	(1,134,187)	(1,471,162)
销售费用	(9,809,372)	(9,193,351)	(10,396,027)	(11,395,064)	(12,536,356)	营运资本变动	654,544	17,599	(1,593,910)	(1,098,299)	(2,070,017)
管理费用	(1,899,408)	(1,873,284)	(2,102,900)	(2,304,984)	(2,543,089)	存货	(391,103)	335,372	(394,943)	(204,036)	(487,125)
其他	(298,824)	(300,687)	(300,687)	(300,687)	(300,687)	应收账款	(417,729)	128,201	(1,528,597)	(1,086,132)	(1,647,527)
经营利润	5,366,446	5,439,237	6,452,288	7,263,558	8,259,853	预付账款及其他流动资产变动	52,192	(1,972,370)	(1,232,189)	(875,522)	(1,328,058)
利息收入, 净额	(429,494)	(495,237)	(536,531)	(536,531)	(536,531)	应付账款	(55,801)	(302,648)	251,852	2,192	158,993
其他收入, 净额	277,917	465,906	500,000	350,000	400,000	应计开支及其他应付款项	1,425,130	1,252,459	1,231,251	1,004,945	1,162,709
除所得税前亏损	5,214,869	5,409,906	6,415,757	7,077,027	8,123,322	其他营运资本变动	41,855	576,585	78,716	60,252	70,992
所得税开支	(696,716)	(797,267)	(962,364)	(1,061,554)	(1,218,498)	经营活动现金净额	5,661,891	2,356,211	5,293,543	5,941,118	5,710,277
税后收入	4,518,153	4,612,639	5,453,393	6,015,473	6,904,824	购买物业及设备	(1,041,047)	(1,047,976)	(1,184,732)	(1,298,583)	(1,432,726)
非控股权益应占亏损净额	2,459,048	2,765,459	2,726,697	3,007,736	3,452,412	新增无形资产	-	-	-	-	-
归母净利润/(亏损)	2,543,570	2,331,939	2,726,697	3,007,736	3,452,412	其他	(1,477,662)	(936,817)	-	-	-
						投资活动现金净额	(2,572,254)	2,374,293	(469,803)	(443,701)	(413,269)
						发行普通股所得款项	-	-	-	-	-
						贷款所得款项	3,217,110	2,042,872	-	-	-
						其他	(506,064)	(569,123)	(561,146)	(618,983)	(710,496)
						融资活动现金净额	46,882	52,059	(1,643,016)	(1,757,061)	(1,937,509)
						现金增加(减少)净额	3,136,519	4,782,563	3,180,724	3,740,356	3,359,498
						汇率变动的影响, 净额	-	-	-	-	-
						期初现金	6,213,974	6,413,982	7,312,890	10,493,614	14,233,970
						期末现金	6,413,982	7,312,890	10,493,614	14,233,970	17,593,469
资产负债表						财务和估值比率					
千人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及银行结余	12,066,217	9,451,878	12,632,602	16,372,958	19,732,457	每股数据 (人民币)					
应收账款	4,638,396	4,510,195	6,038,792	7,124,924	8,772,451	每股盈利	0.14	0.13	0.15	0.16	0.19
存货	2,328,844	1,993,472	2,388,415	2,592,451	3,079,576	每股净资产	2.04	2.06	2.29	2.55	2.85
其他流动资产	6,901,448	7,849,986	9,082,175	9,957,697	11,285,755	每股销售额	1.40	1.41	1.60	1.75	1.93
流动资产总值	25,934,905	23,805,531	30,141,985	36,048,029	42,870,238	同比变动 (%)					
物业、厂房及设备, 净额	7,759,592	8,080,907	8,295,931	8,599,002	8,999,848	收入	-3.1%	0.7%	13.0%	9.6%	10.3%
使用权资产	1,491,591	1,831,254	1,795,347	1,760,144	1,725,632	税后利润	-74%	2%	18%	10%	15%
商誉	662,611	680,452	680,452	680,452	680,452	归母净利润	-83%	-8%	17%	10%	15%
其他无形资产	1,251,839	2,228,509	2,122,390	2,021,323	1,925,070	费用率 (%)					
於联营公司投资	13,198,157	12,243,675	11,843,675	11,693,675	11,593,675	研发费用/收入	16.0%	16.8%	17.0%	17.0%	17.0%
其他	13,765,589	14,734,491	14,851,907	14,922,451	15,034,068	销售费用/收入	37.7%	35.1%	35.1%	35.1%	35.0%
非流动资产总值	38,129,379	39,799,288	39,589,701	39,677,047	39,958,745	管理费用/收入	7.3%	7.2%	7.1%	7.1%	7.1%
短期债务	6,217,153	11,135,940	11,135,940	11,135,940	11,135,940	利润率 (%)					
应付账款	1,637,351	1,334,703	1,586,555	1,588,747	1,747,739	毛利率	82.8%	81.0%	82.0%	82.5%	83.0%
应计开支及其他应付款项	8,153,130	9,405,589	10,636,840	11,641,786	12,804,494	归母净利率	9.8%	8.9%	9.2%	9.3%	9.6%
其他	4,143,043	730,543	786,842	820,666	874,184	回报率 (%)					
流动负债总值	20,150,677	22,606,775	24,146,177	25,187,138	26,562,358	平均股本回报率	22.6%	6.4%	5.9%	6.1%	6.1%
长期银行贷款	3,933,859	1,057,944	1,057,944	1,057,944	1,057,944	平均资产回报率	17.3%	7.2%	7.2%	7.6%	7.8%
递延税项	831,791	781,543	943,383	1,040,618	1,194,467	财务杠杆					
其他	1,204,409	988,604	1,067,320	1,127,572	1,198,564	流动比率 (x)	1.3	1.1	1.2	1.4	1.6
非流动负债总值	5,970,059	2,828,091	3,068,647	3,226,134	3,450,975	速动比率 (x)	1.2	1.0	1.1	1.3	1.5
普通股	414,899	414,615	414,615	414,615	414,615	现金比率 (x)	0.6	0.4	0.5	0.7	0.7
储备	29,332,136	30,059,854	32,241,211	34,647,400	37,409,330	估值					
少数股东权益	8,196,513	7,695,484	9,861,035	12,249,789	14,991,705	市盈率 (x)	18.1	19.7	16.8	15.2	13.3
权益总额	37,943,548	38,169,953	42,516,861	47,311,804	52,815,650	市净率 (x)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
						市销率 (x)	1.8	1.8	1.5	1.4	1.3

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

图表 2: 浦银国际目标价: 中国生物制药



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: SPDBI 医药行业覆盖公司

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
13.HK Equity	和黄医药	26.8	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	16.8	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	13.0	买入	47.0	2024年2月29日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	16.0	买入	60.0	2024年2月29日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	156.4	买入	275.0	2024年2月27日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	93.9	买入	165.0	2024年2月27日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	127.0	买入	175.0	2024年2月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	1.0	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	22.8	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	27.7	买入	33.0	2024年3月15日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.8	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	37.7	买入	60.0	2024年3月21日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.6	买入	12.5	2023年3月28日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.0	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	46.6	买入	65.0	2024年3月20日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	4.3	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	31.5	买入	58.0	2024年3月27日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.9	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	14.3	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	18.2	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	2.8	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.4	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.2	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.0	买入	4.5	2024年4月3日	制药
2359 HK Equity	药明康德	36.8	买入	48.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	47.1	买入	60.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	9.4	买入	17.5	2024年4月2日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	20.6	持有	23.3	2024年4月2日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	14.2	持有	20.0	2024年3月27日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	281.5	买入	390.0	2023年11月1日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	12.7	买入	30.0	2023年9月4日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023年9月5日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	3.7	买入	14.0	2023年9月5日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.0	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	8.4	买入	17.6	2023年11月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	24.5	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	10.0	买入	16.0	2024年3月22日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	432.5	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	11.2	买入	13.1	2024年3月28日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.1	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	12.3	持有	15.0	2024年3月21日	互联网医疗

注: 股价截至 2024 年 4 月 2 日港股收盘;

资料来源: Bloomberg、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个人。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。

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个人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) 浦银国际持有本报告所述公司(云康集团 2325.HK)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。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

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

