



中国生物制药 (1177.HK)：BI 战略合作开启，国内肿瘤管线更上层楼

• **公司和勃林格殷格翰达成战略合作，共同在中国大陆开发和商业化 BI 肿瘤管线：**今天（4月8日）公司宣布和勃林格殷格翰（Boehringer Ingelheim, BI）达成战略合作，共同在中国大陆开发和商业化 BI 肿瘤管线，包括3个处于临床开发阶段的资产及若干早期资产。目前交易对价未披露。产品收入将计入中生财务报表，预计将实现双位数利润率。

• **此战略合作是一项正面惊喜，显示出跨国药企对公司强大商业化能力的认可和公司出色的 BD 能力：**跨国药企与国内大药企达成多产品战略合作实属罕见，一方面显示出 BI 对公司在国内肿瘤领域商业化能力的高度认可，另一方面，公司能够赢得跨国大药企的信任，也说明公司人才文化日趋国际化，BD 能力出色。

• **3 个临床资产和公司现有管线具有协同互补性，有望达成共计 50 亿元销售峰值：**管理层认为 3 个临床资产和公司现有肿瘤管线可实现不错的协同互补效应，且均具备 FIC/BIC/TOP2 品种潜力。具体如下：

(1) **Brigimadlin (MDM2-p53 拮抗剂)：**具备 FIC 和 BIC 潜力，最快有望于 2025 年获批。BI 是该靶点第一家进入注册性临床的公司，相比于其他同靶点竞争对手（例如亚盛），具备先发优势及对 MDM2-p53 靶点的丰富的研究经验。目前 DDLPS（去分化脂肪肉瘤）适应症的国际关键性临床已经完成病人入组，将会尽快申报 NDA，最快有望于 2025 年获批。

(2) **Zongertinib (HER2 选择性 TKI 抑制剂)：**能与野生型和突变型 HER2 受体（包括 20 号外显子突变的）酪氨酸激酶结构域（TKD）结合，高选择性可避免与野生型 EGFR 靶点结合的毒性，安全性尤其突出，有潜力应用在多种 HER2 突变肿瘤上。目前进展最快的适应症为 1L HER2 TKD 突变的 nsq-NSCLC，处于国际关键性临床阶段，预计最快 2027 年可获批上市。虽然 Enhertu (HER2 ADC) 已被获批该适应症，但 ADC 毒副作用和不良反应不小，Zongertinib 有望凭借优异的安全性获得可观的市场份额。

(3) **BI 764532 (DLL3/CD3 双特异性 TCE)：**目前 2L SCLC 和神经内分泌瘤适应症处于国际临床二期，最快有望于 2028 年上市。BI764532 是 IgG-like 结构，虽然开发进度慢于安进/百济 DLL3 双抗 Bite，但 IgG-like 结构在科学上经过更多验证更为成熟。中国生物制药是中国 SCLC 领域最强大的药企之一（安罗替尼已获批 3L SCLC，安罗替尼联用 PD-L1 治疗 1L SCLC 预计 2Q24 获批），丰富的商业化经验可以帮助公司赢得更多市场份额，同时 2L SCLC 潜在获批亦可帮助公司实现 SCLC 领域全覆盖。

• **未来可期待与 BI 达成更多产品的合作：**管理层认为目前所披露的 3 项临床资产仅仅是与 BI 战略合作的开端，未来可能扩充至更多肿瘤早期产品及其他疾病领域。目前公司并没有与 BI 相冲突的产品管线。

• **上调目标价至 5.1 港元：**我们将 BI 合作管线加入我们的模型，预计 BI 管线估值约为人民币 90 亿元（假设：50 亿元销售峰值 x 60% 成功率 x 3 倍 PS）。基于 DCF 估值模型（WACC:8.2%，永续增长率:3%），我们的目标价从之前的 4.5 港元上调至 5.1 港元，维持“买入”评级。

• **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 9 日

评级

买入

目标价 (港元)	5.1
潜在升幅/降幅	+80%
目前股价 (港元)	2.8
52 周内股价区间 (港元)	2.5-4.8
总市值 (百万港元)	53,207
近 3 月日均成交额 (百万)	157

市场预期区间

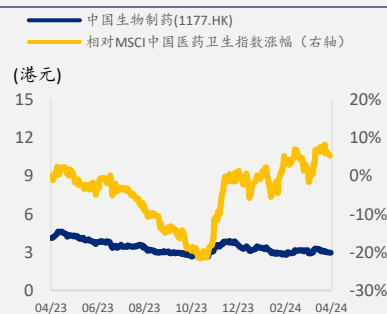


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

*数据截至 2024 年 4 月 8 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	32,500	35,888
同比变动 (%)	-3.1%	0.7%	13.0%	9.7%	10.4%
归母净利润/(亏损)	2,544	2,332	2,727	3,011	3,460
PS (X)	1.7	1.7	1.5	1.3	1.2

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 中国生物制药 (1177.HK)

利润表					
千人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,026,164	26,199,409	29,618,310	32,499,570	35,888,160
销售成本	(4,487,616)	(4,989,877)	(5,331,296)	(5,687,425)	(6,100,987)
毛利润	21,538,548	21,209,532	24,287,014	26,812,145	29,787,173
研发费用	(4,164,498)	(4,402,973)	(5,035,113)	(5,524,927)	(6,100,987)
销售费用	(9,809,372)	(9,193,351)	(10,396,027)	(11,407,349)	(12,560,856)
管理费用	(1,899,408)	(1,873,284)	(2,102,900)	(2,307,469)	(2,548,059)
其他	(298,824)	(300,687)	(300,687)	(300,687)	(300,687)
经营利润	5,366,446	5,439,237	6,452,288	7,271,713	8,276,583
利息收入, 净额	(429,494)	(495,237)	(536,531)	(536,531)	(536,531)
其他收入, 净额	277,917	465,906	500,000	350,000	400,000
除所得税前亏损	5,214,869	5,409,906	6,415,757	7,085,182	8,140,052
所得税开支	(696,716)	(797,267)	(962,364)	(1,062,777)	(1,221,008)
税后收入	4,518,153	4,612,639	5,453,393	6,022,405	6,919,044
非控股权益应占亏损净额	2,459,048	2,765,459	2,726,697	3,011,202	3,459,522
归母净利润/(亏损)	2,543,570	2,331,939	2,726,697	3,011,202	3,459,522

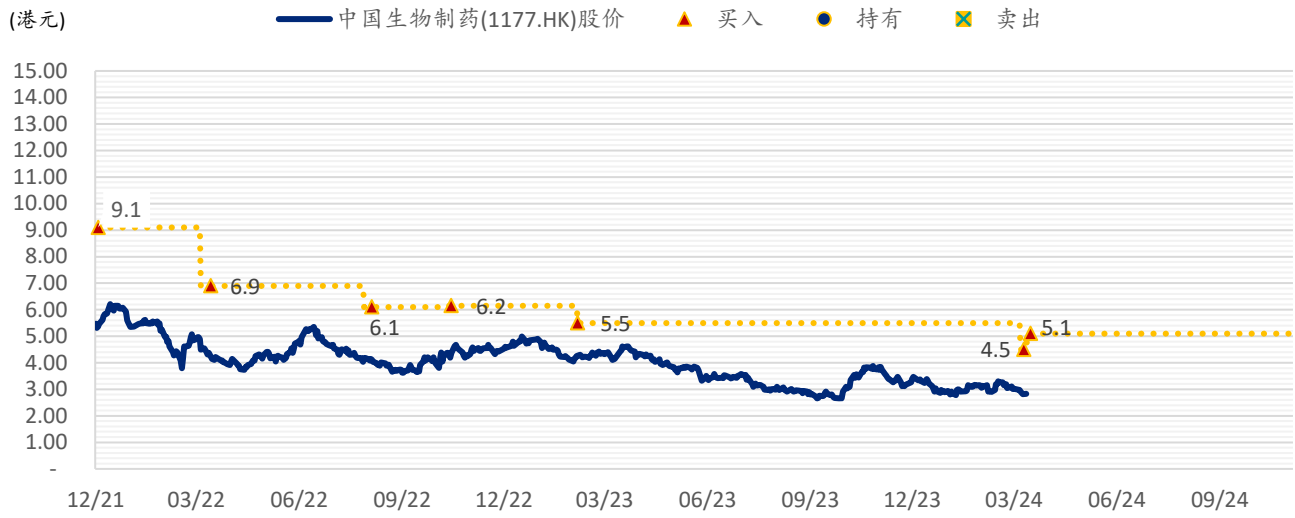
资产负债表					
千人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及银行结余	12,066,217	9,451,878	12,632,602	16,363,350	19,739,873
应收账款	4,638,396	4,510,195	6,038,792	7,139,116	8,789,328
存货	2,328,844	1,993,472	2,388,415	2,597,820	3,085,291
其他流动资产	6,901,448	7,849,986	9,082,175	9,969,137	11,299,359
流动资产总值	25,934,905	23,805,531	30,141,985	36,069,423	42,913,850
物业、厂房及设备, 净额	7,759,592	8,080,907	8,295,931	8,600,402	9,003,880
使用权资产	1,491,591	1,831,254	1,795,347	1,760,144	1,725,632
商誉	662,611	680,452	680,452	680,452	680,452
其他无形资产	1,251,839	2,228,509	2,122,390	2,021,323	1,925,070
於联营公司投资	13,198,157	12,243,675	11,843,675	11,693,675	11,593,675
其他	13,765,589	14,734,491	14,851,907	14,923,320	15,035,853
非流动资产总值	38,129,379	39,799,288	39,589,701	39,679,317	39,964,561
短期债务	6,217,153	11,135,940	11,135,940	11,135,940	11,135,940
应付账款	1,637,351	1,334,703	1,586,555	1,592,170	1,750,837
应付账款及其他应付款项	8,153,130	9,405,589	10,636,840	11,654,143	12,829,168
其他	4,143,043	730,543	786,842	821,083	875,040
流动负债总值	20,150,677	22,606,775	24,146,177	25,203,336	26,590,985
长期银行贷款	3,933,859	1,057,944	1,057,944	1,057,944	1,057,944
递延税项	831,791	781,543	943,383	1,041,817	1,196,927
其他	1,204,409	988,604	1,067,320	1,128,313	1,200,046
非流动负债总值	5,970,059	2,828,091	3,068,647	3,228,074	3,454,917
普通股	414,899	414,615	414,615	414,615	414,615
储备	29,332,136	30,059,854	32,241,211	34,650,173	37,417,791
少数股东权益	8,196,513	7,695,484	9,861,035	12,252,541	15,000,104
权益总额	37,943,548	38,169,953	42,516,861	47,317,329	52,832,510

E=浦银国际预测
资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

现金流量表					
千人民币	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
税前利润	5,214,869	5,409,906	6,415,757	7,085,182	8,140,052
折旧	858,516	931,151	969,709	995,512	1,032,048
摊销	62,592	111,425	106,119	101,066	96,253
其他	(1,128,629)	(4,113,871)	(604,132)	(1,134,664)	(1,472,464)
营运资本变动	654,544	17,599	(1,593,910)	(1,112,779)	(2,062,481)
存货	(391,103)	335,372	(394,943)	(209,405)	(487,470)
应收账款	(417,729)	128,201	(1,528,597)	(1,100,323)	(1,650,212)
预付账款及其他流动资产变动	52,192	(1,972,370)	(1,232,189)	(886,961)	(1,330,222)
应付账款	(55,801)	(302,648)	251,852	5,615	158,666
应付账款及其他应付款项	1,425,130	1,252,459	1,231,251	1,017,303	1,175,025
其他营运资本变动	41,855	576,585	78,716	60,993	71,733
经营活动现金流净额	5,661,891	2,356,211	5,293,543	5,934,317	5,733,409
购买物业及设备	(1,041,047)	(1,047,976)	(1,184,732)	(1,299,983)	(1,435,526)
新增无形资产	-	-	-	-	-
其他	(1,477,662)	(936,817)	-	-	-
投资活动现金流净额	(2,572,254)	2,374,293	(469,803)	(445,101)	(416,492)
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)	(619,696)	(711,959)
融资活动现金流净额	46,882	52,059	(1,643,016)	(1,758,467)	(1,940,394)
现金增加(减少)净额	3,136,519	4,782,563	3,180,724	3,730,748	3,376,523
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	14,224,362
期末现金	6,413,982	7,312,890	10,493,614	14,224,362	17,600,885

财务和估值比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
每股盈利	0.14	0.13	0.15	0.16	0.19
每股净资产	2.04	2.06	2.29	2.55	2.85
每股销售额	1.40	1.41	1.60	1.75	1.94
同比变动 (%)					
收入	-3.1%	0.7%	13.0%	9.7%	10.4%
税后利润	-74%	2%	18%	10%	15%
归母净利润	-83%	-8%	17%	10%	15%
费用率 (%)					
研发费用/收入	16.0%	16.8%	17.0%	17.0%	17.0%
销售费用/收入	37.7%	35.1%	35.1%	35.1%	35.0%
管理费用/收入	7.3%	7.2%	7.1%	7.1%	7.1%
利润率 (%)					
毛利率	82.8%	81.0%	82.0%	82.5%	83.0%
归母净利率	9.8%	8.9%	9.2%	9.3%	9.6%
回报率 (%)					
平均股本回报率	22.6%	6.4%	5.9%	6.1%	6.1%
平均资产回报率	17.3%	7.2%	7.2%	7.6%	7.8%
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.3	1.1	1.2	1.4	1.6
速动比率 (x)	1.2	1.0	1.1	1.3	1.5
现金比率 (x)	0.6	0.4	0.5	0.6	0.7
估值					
市盈率 (x)	17.3	18.7	16.0	14.5	12.6
市净率 (x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
市销率 (x)	1.7	1.7	1.5	1.3	1.2

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

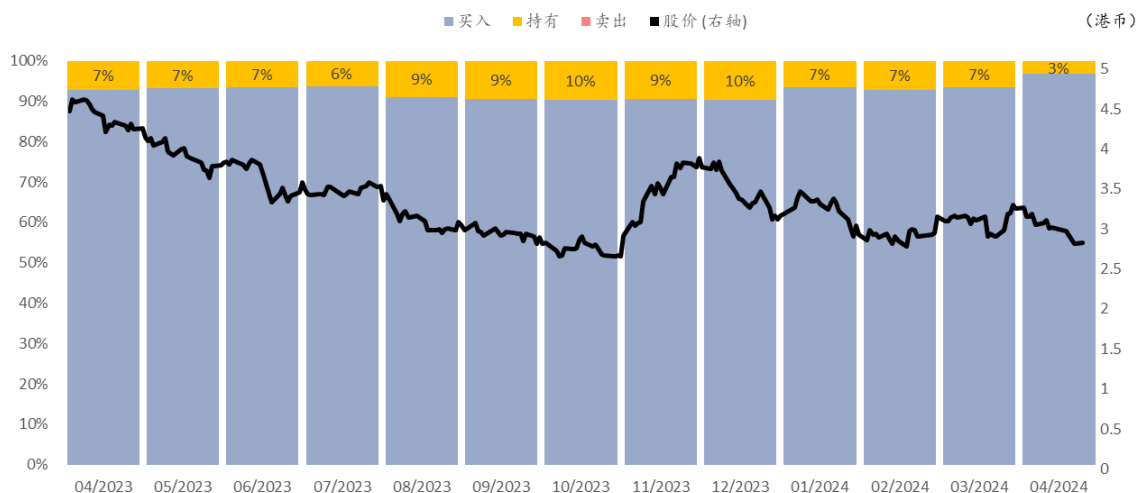
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	26.9	买入	39.0	2024年2月29日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	16.4	买入	25.0	2024年2月29日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	12.2	买入	47.0	2024年2月29日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	15.5	买入	60.0	2024年2月29日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	150.0	买入	275.0	2024年2月27日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	90.1	买入	165.0	2024年2月27日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	127.1	买入	175.0	2024年2月27日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	0.9	买入	5.4	2023年4月18日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	24.4	买入	25.0	2023年4月4日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	29.3	买入	33.0	2024年4月8日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	4.9	买入	15.0	2023年3月29日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	36.6	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	0.8	持有	4.25	2023年3月17日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	46.7	买入	65.0	2024年3月20日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	4.6	买入	13.6	2022年12月16日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	32.0	买入	58.0	2024年3月27日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.8	买入	22.5	2022年7月27日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	15.0	持有	19.0	2022年7月27日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	17.0	买入	28.1	2022年7月27日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	2.9	买入	5.6	2022年7月27日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.2	买入	6.0	2022年7月27日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.1	买入	6.1	2022年7月27日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	2.8	买入	5.1	2024年4月9日	制药
2359 HK Equity	药明康德	36.4	买入	48.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	46.1	买入	60.0	2024年3月19日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	9.1	买入	17.5	2024年4月2日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	19.7	持有	23.3	2024年4月2日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	14.1	持有	20.0	2024年3月27日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	276.3	买入	390.0	2023年11月1日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	12.5	买入	15.1	2024年4月3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	0.9	买入	3.4	2023年9月5日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	8.3	买入	15.5	2024年4月3日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	23.9	买入	27.9	2023年11月16日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	9.4	买入	16.0	2024年3月22日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	437.1	买入	454.0	2023年11月30日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	11.1	买入	13.1	2024年3月28日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	2.8	持有	4.3	2022年5月26日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	11.1	持有	15.0	2024年3月21日	互联网医疗

注：股价截至 2024 年 4 月 8 日港股收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

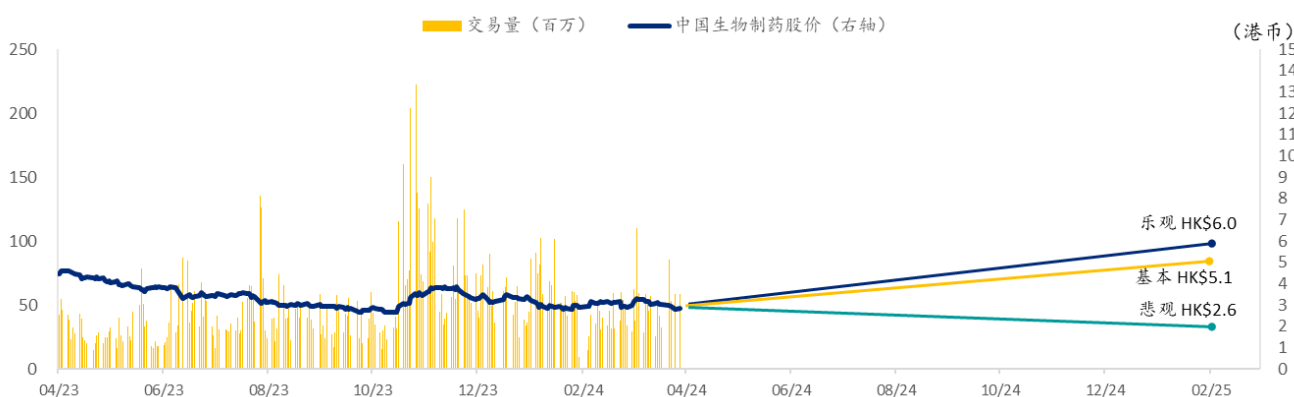
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4：中国生物制药市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：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

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：6.0 港元

目标价：2.6 港元

概率：20%

概率：20%

- 销售好于预期；
- 创新药收入增速高于预期；
- BD 交易好于预期；
- 稳态毛利率高于 85%。

- 销售弱于预期；
- 创新药收入弱于预期；
- BD 交易数量未达目标，交易资产质地一般，或交易条款昂贵；
- 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

