

医药	收盘价 港元 2.95	目标价 港元 4.80	潜在涨幅 +62.8%	2024年8月14日
----	----------------	----------------	----------------	------------

中国生物制药 (1177 HK)

1H24 符合预期，未来三年业绩将重回高增长区间，重申买入

我们调整了中国生物制药 (1177 HK) 的盈利预测及估值。我们认为，新产品和生物类似药组合的快速上量，叠加 2025 年再上市至少 6 款产品，有望驱动公司未来三年内收入维持双位数增速；同时多项降本增效努力下，利润率有望进一步提升。因此维持公司买入评级和 4.80 港元目标价。

⊕ **1H24 符合预期，未来三年重拾增长动能：**收入和经调整净利润分别增长 11%/14%，符合我们的预期。业绩亮点包括：1) 新产品放量迅速，创新药收入+15%、占比提升至 39%，仿制药恢复正增长 (+9%)；贝伐珠、利妥昔、长效升白等次新品表现优异。2) 降本增效成果显著，毛利率提升 0.3 个百分点，公司领先同行启用 10,000L 生物反应器实现规模效应、同时通过集采节省物料成本；销售+管理费用率进一步降低 0.5 个百分点，1H24 销售人员数降低 5.3% 但人效提升 17%。公司指引未来三年收入增速回升至双位数（创新药高双位数、仿制药正增长，创新药收入占比到 2026 年升至 50%）。

⊕ **维持买入评级和目标价：**我们基于最新业绩将公司 2024-26 年经调整归母净利润预测下调 3-5% 至 30 亿/36 亿/40 亿元，并将 DCF 估值模型起始年份向后滚动一年至 2025 年，维持 4.80 港元目标价。2H24-2025 年重点关注：1) PD-L1、长效升白等核心新品放量节奏；2) 即将上市的 CDK2/4/6、KRAS、雷莫芦、帕妥珠、凝血因子 VIIa、与 BI 合作的 MDM2-p53 等新产品，同时 PD-(L)1+安罗替尼组合有更多适应症将递交上市申请。

盈利预测变动

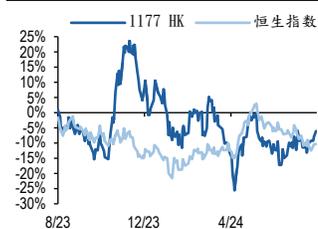
百万美元	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	29,295	29,395	0%	33,417	33,831	-1%	37,804	38,671	-2%
毛利润	23,804	23,885	0%	27,220	27,557	-1%	30,869	31,576	-2%
毛利率	81.3%	81.3%	0.0ppt	81.5%	81.5%	0.0ppt	81.7%	81.7%	0.0ppt
研发费用	(5,318)	(5,251)	1%	(5,899)	(5,899)	0%	(6,863)	(6,947)	-1%
研发费用率	18.2%	17.9%	0.3ppt	17.7%	17.4%	0.2ppt	18.2%	18.0%	0.2ppt
销售+管理费用	(12,213)	(12,258)	0%	(13,784)	(14,006)	-2%	(15,464)	(15,913)	-3%
销售+管理费用率	41.7%	41.7%	0.0ppt	41.2%	41.4%	-0.2ppt	40.9%	41.1%	-0.2ppt
经调整归母净利润	3,005	3,153	-5%	3,581	3,711	-4%	3,978	4,117	-3%
经调整归母净利率	10.3%	10.7%	-0.5ppt	10.7%	11.0%	-0.3ppt	10.5%	10.6%	-0.1ppt

资料来源：交银国际预测

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)	3.88
52周低位 (港元)	2.34
市值 (百万港元)	54,094.47
日均成交量 (百万)	31.64
年初至今变化 (%)	(14.99)
200天平均价 (港元)	2.89

资料来源: FactSet

丁政宁

Ethan.Ding@bocomgroup.com
(852) 3766 1834

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，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

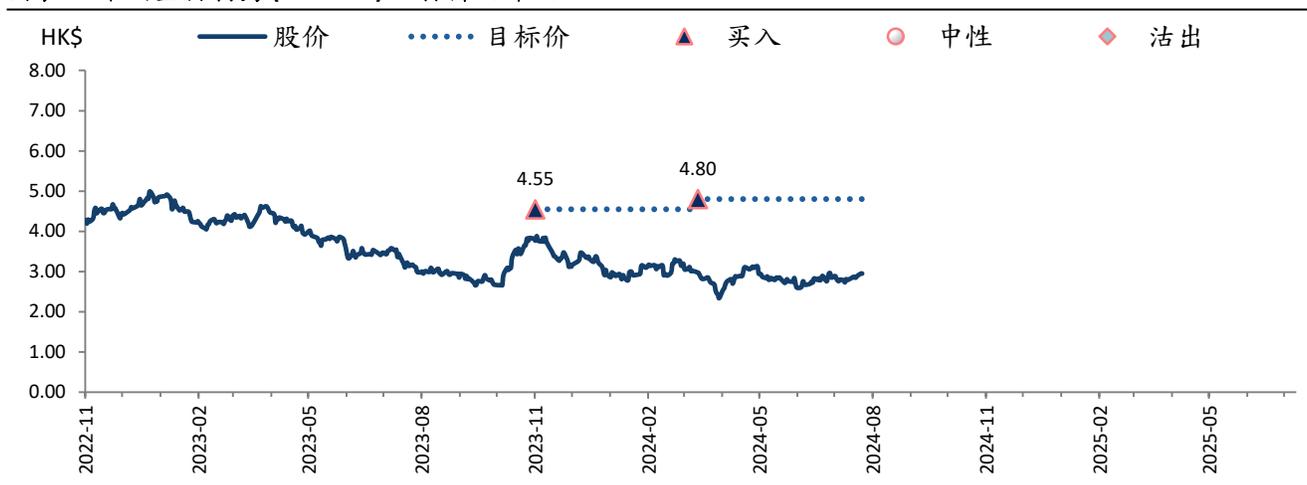
图表 1: 中国生物制药：DCF 估值模型

人民币，百万	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	29,295	33,417	37,804	41,898	45,156	47,884	50,117	51,640	52,868	53,899
EBIT	6,272	7,537	8,543	9,423	10,107	10,666	11,060	11,289	11,531	11,783
EBIT* (1-t)	5,332	6,406	7,261	8,009	8,591	9,066	9,401	9,596	9,801	10,015
加：折旧摊销	124	243	356	463	567	673	785	905	922	939
减：营运资金增加/（减少）	(845)	(1,312)	(1,290)	(1,412)	(1,165)	(1,401)	(1,258)	(1,436)	(1,459)	(1,876)
减：资本开支	(438)	(534)	(657)	(804)	(967)	(1,143)	(1,327)	(1,510)	(1,535)	(1,555)
自由现金流	4,173	4,803	5,670	6,256	7,026	7,196	7,600	7,555	7,730	7,523
永续增长率	2%									
自由现金流现值	42,597									
终值现值	50,173									
企业价值	92,770									
净现金	2,940									
少数股东权益	(13,673)									
股权价值（百万人民币）	82,037									
股权价值（百万港元）	90,240									
股份数量（百万）	18,791									
每股价值（港元）	4.80									

WACC	
无风险利率	3.00%
市场风险溢价	7.00%
贝塔	1.1
股权成本	10.70%
税前债务成本	5.00%
税后债务成本	4.30%
预期债权比例	20.00%
有效税率	15.00%
WACC	9.40%

资料来源：交银国际预测

图表 2: 中国生物制药 (1177 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 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
1548 HK	金斯瑞生物	买入	13.30	28.75	116.2%	2024年08月12日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	56.25	76.00	35.1%	2024年08月12日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	113.80	156.00	37.1%	2024年08月08日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	31.70	40.40	27.4%	2024年08月01日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	19.46	41.00	110.7%	2024年05月17日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	42.00	48.00	14.3%	2024年05月17日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	33.15	72.00	117.2%	2024年05月17日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	14.24	56.00	293.3%	2024年03月28日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	44.50	70.00	57.3%	2024年03月19日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	0.56	4.40	686.4%	2023年08月28日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	2.42	7.40	205.7%	2023年11月16日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	18.92	42.00	122.0%	2024年02月02日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	11.72	16.20	38.3%	2024年03月27日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	20.95	49.00	133.9%	2024年03月28日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	83.37	93.30	11.9%	2024年07月18日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	49.06	33.10	-32.5%	2024年07月18日	跨国处方药企
1177 HK	中国生物制药	买入	2.95	4.80	62.8%	2024年07月11日	制药
1093 HK	石药集团	买入	5.90	11.00	86.4%	2024年05月27日	制药
002422 CH	科伦药业	买入	31.21	40.00	28.2%	2024年04月29日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.08	14.00	73.3%	2024年04月01日	制药
2096 HK	先声药业	买入	5.55	11.50	107.1%	2024年02月19日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	42.67	45.50	6.6%	2024年04月18日	制药
3692 HK	翰森制药	中性	18.36	16.00	-12.9%	2024年03月27日	制药

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年8月13日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	26,026	26,199	29,295	33,417	37,804
主营业务成本	(4,488)	(4,990)	(5,492)	(6,197)	(6,935)
毛利	21,539	21,210	23,804	27,220	30,869
销售及管理费用	(11,709)	(11,067)	(12,213)	(13,784)	(15,464)
研发费用	(4,164)	(4,403)	(4,929)	(5,661)	(6,603)
其他经营净收入/费用	(299)	(301)	(304)	(165)	(186)
经营利润	5,366	5,439	6,357	7,610	8,616
财务成本净额	(429)	(495)	(493)	(503)	(513)
应占联营公司利润及亏损	331	(41)	1,369	(237)	(135)
其他非经营净收入/费用	431	992	870	987	1,116
税前利润	5,699	5,895	8,103	7,857	9,083
税费	(697)	(797)	(997)	(1,243)	(1,418)
非控股权益	(2,459)	(2,765)	(2,707)	(3,270)	(3,796)
净利润	2,544	2,332	4,399	3,344	3,870
作每股收益计算的净利润	2,544	2,332	4,399	3,344	3,870

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	8,655	9,452	11,928	15,626	20,042
应收账款及票据	4,638	4,510	5,121	5,682	6,332
存货	2,329	1,993	2,193	2,368	2,558
其他流动资产	10,313	7,850	8,014	8,548	9,117
总流动资产	25,935	23,806	27,256	32,225	38,049
物业、厂房及设备	7,760	8,081	7,481	7,294	7,118
无形资产	1,252	2,229	1,858	2,161	2,464
合资企业/联营公司投资	13,198	12,244	12,054	11,864	11,756
其他长期资产	15,920	17,246	17,687	17,861	18,035
总长期资产	38,129	39,799	39,078	39,180	39,373
总资产	64,064	63,605	66,334	71,405	77,422
短期贷款	6,217	11,136	11,359	11,586	11,818
应付账款	1,637	1,335	1,464	1,423	1,541
其他短期负债	12,296	10,136	10,136	10,136	10,136
总流动负债	20,151	22,607	22,959	23,145	23,495
长期贷款	3,934	1,058	1,079	1,101	1,123
其他长期负债	2,036	1,770	1,770	1,770	1,770
总长期负债	5,970	2,828	2,849	2,871	2,893
总负债	26,121	25,435	25,808	26,016	26,388
股本	415	415	415	415	415
储备及其他资本项目	29,332	30,060	29,709	31,302	33,150
股东权益	29,747	30,474	30,124	31,716	33,565
非控股权益	8,197	7,695	10,402	13,673	17,469
总权益	37,944	38,170	40,526	45,389	51,034

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	5,215	5,410	6,411	7,784	9,010
折旧及摊销	909	0	124	243	356
营运资本变动	(196)	(4,690)	(845)	(1,312)	(1,290)
其他经营活动现金流	337	119	(314)	(551)	(796)
经营活动现金流	6,265	838	5,377	6,165	7,280
资本开支	(1,546)	(362)	(438)	(534)	(657)
其他投资活动现金流	(2,525)	0	0	0	0
投资活动现金流	(4,071)	(362)	(438)	(534)	(657)
负债净变动	9,753	2,043	244	249	254
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(1,268)	(1,196)	(2,213)	(1,678)	(1,948)
其他融资活动现金流	(11,672)	(495)	(493)	(503)	(513)
融资活动现金流	(3,186)	351	(2,463)	(1,932)	(2,207)
汇率收益/损失	47	(31)	0	0	0
年初现金	9,600	8,655	9,452	11,928	15,626
年末现金	8,655	9,452	11,928	15,626	20,042

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.137	0.126	0.234	0.178	0.206
全面摊薄每股收益	0.134	0.123	0.229	0.174	0.202
每股账面值	1.581	1.621	1.603	1.688	1.786
利润率分析(%)					
毛利率	82.8	81.0	81.3	81.5	81.7
EBITDA利润率	24.1	20.8	22.1	23.5	23.7
EBIT利润率	20.6	20.8	21.7	22.8	22.8
净利率	9.8	8.9	15.0	10.0	10.2
盈利能力(%)					
ROA	4.0	3.7	6.6	4.7	5.0
ROE	6.7	6.1	10.9	7.4	7.6
ROIC	5.3	4.6	8.3	5.8	6.0
其他					
净负债权益比(%)	3.9	7.2	1.3	净现金	净现金
流动比率	1.3	1.1	1.2	1.4	1.6
存货周转天数	189.4	145.8	145.7	139.5	134.6
应收账款周转天数	65.1	62.8	63.8	62.1	61.1
应付账款周转天数	133.2	97.6	97.3	83.8	81.1

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10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竿指数**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竿指数**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竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年8月14日
中国生物制药 (1177 HK)

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。

本研究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】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

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、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股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Interra Acquisition Corp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、其附属公司、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、其附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，或可能以委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，并可能受递送延误、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。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。