



中国生物制药 (1177.HK)：业绩符合市场预期，创新药销售再创新高

2024 年业绩大致符合市场预期。维持“买入”评级，微调目标价至 5 港元。

● **2024 年收入和经调整净利润大致符合市场预期：**公司 2024 年总收入为人民币 288.7 亿元 (+10.2% YoY)，大致符合市场预期和我们预期，主要受益于创新药销售进一步加速增长 (+21.9% YoY) 以及仿制药全年重回正增长 (+3.1% YoY)；经调整 Non-HKFRS 归母净利润为 34.6 亿元 (+33.5% YoY)，大致符合市场预期，但略好于我们预期，主要由于所得税费用低于预期（有效税率为 9.3% vs. 2022 年/2023 年有效费率为 13.4%/14.7%）。收入按板块划分来看，全年板块增速排名情况和 1H24 一致，肿瘤板块依旧是所有板块中增速最快的 (+22% YoY)，外科镇痛依旧维持了板块收入增速第二快 (+18.9% YoY)，其次是呼吸板块 (+6.2% YoY)，而肝病板块和心脑血管板块则依旧呈同比下降态势。

● **创新产品收入增长愈发强劲，预计将在 2025 年继续保持：**2024 年创新产品收入在 2023 年快速增长 (+15.2% YoY) 的基础上，进一步加速增长 21.9% YoY 至 120.6 亿元，占总收入 41.8% (vs. 2023 年占总收入 37.8%)，达成此前半年报提供的指引（详情请参考我们[先前报告](#)）。创新药收入的高速增长主要由 2023 年上市的创新品种（亿立舒、贝伐、曲妥珠、利妥昔、八因子）贡献，叠加 2024 年新上市的创新药开始贡献（共计 6 款，即 PD-L1、ROS1、ALK、KRAS-G12C、帕妥珠、利拉鲁肽）。截至 2024 年底，公司创新产品已达到 17 个，预计 2025 年底/2026 年底/2027 年底将分别达到 22/27/30+ 个（累积数），分别贡献收入 50%/55%/60%。对比此前半年报业绩会演示材料，我们发现公司将 2025/2026 年创新药收入占比均分别上调 5%，反映出创新药收入好于此前预期的强势增长趋势。管理层表示，2025 年创新药+生物类似药合计有望贡献超过 30 亿元收入增长（约 25% YoY），其中核心驱动力仍是 2023-2024 年获批创新产品。

● **2025 收入双位数指引符合预期：**2025 年公司预计收入维持双位数增长，与此前给予市场的短中期收入双位数增长的指引一致（请见我们[先前报告](#)）。管理层表示，双位数的收入增长指引主要由创新药快速增长和仿制药正增长驱动。除此之外，毛利率有望进一步提升（2024 年：81.5%），主要得益于新的 1 万升生产线将开始投入使用从而将进一步降低生产成本，研发费用率有望维持现有水平（2024 年：17.6%），销售费用率预计将维持稳定（2024 年：34.9%），主要由于过去几年公司降本增效工作已经推广得较为全面以及未来 3 年将有较多创新产品上市。

● **2025 年预计达成 5 项 BD，现有研发管线将迎来多项数据读出：**2025 年研发重点数据读出包括 TQB3616 (CDK2/4/6 抑制剂) 1L HR+/HER2- 乳腺癌 3 期数据（预计 2025 ESMO），安罗替尼+贝莫苏拜单抗两项 1L NSCLC 适应症数据读出（分别是和 K 药头对头、替雷利珠头对头，预计于 2025 ASCO），TQC2731 (TSLP 单抗) 2 期哮喘数据和鼻窦炎伴鼻息肉 2 期数据对出，TDI01 (ROCK2 抑制剂) 特发性肺纤维化 2 期数据、TQC3721 (PDE3/4 抑制剂) COPD2 期数据、LM-108 (CCR8 单抗) 胰腺癌 2 期数据（预计 2025 ASCO）等。此外，2025 年有望达成 5 个 BD 交易，交易数与往年相比保持稳定，截至目前，公司已达成 2 项 license-in (先为达 CPX102, 清普美洛昔康 QP001)。

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

2025 年 3 月 21 日

评级

买入

目标价 (港元)	5.0
潜在升幅/降幅	+35%
目前股价 (港元)	3.7
52 周内股价区间 (港元)	2.2-4.3
总市值 (百万港元)	69,636
近 3 月日均成交额 (百万港元)	245

市场预期区间

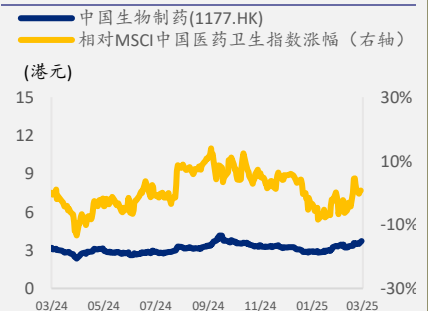


▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注：截至 2025 年 3 月 20 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际



- **维持“买入”评级，微调目标价至 5 港元：**我们将 2025E/2026E 经调整净利润分别下调 8%/9%，主要由于轻微下调收入预测（考虑到生物类似药集采影响）及轻微下调先前的毛利率预测导致。基于 DCF 估值模型（WACC：8.2%，永续增长率：3%），微调目标价至 5 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。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,199	28,866	32,404	35,713	39,609
同比变动 (%)	0.7%	10.2%	12.3%	10.2%	10.9%
归母净利润/(亏损)	2,332	3,500	3,145	3,567	4,063
PS (X)	2.0	1.8	1.6	1.4	0.6

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					
千人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,199,409	28,866,159	32,403,781	35,713,085	39,609,019
销售成本	(4,989,877)	(5,336,218)	(5,897,488)	(6,428,355)	(7,050,405)
毛利	21,209,532	23,529,941	26,506,293	29,284,730	32,558,614
研发费用	(4,402,973)	(5,089,203)	(5,703,065)	(6,249,790)	(6,891,969)
销售费用	(9,193,351)	(10,077,966)	(11,308,920)	(12,499,580)	(13,902,766)
管理费用	(1,873,284)	(2,081,510)	(2,336,604)	(2,535,629)	(2,772,631)
其他	(300,687)	(1,112,453)	(1,112,453)	(1,112,453)	(1,112,453)
经营利润	5,439,237	5,168,809	6,045,250	6,887,278	7,878,794
利息收入, 净额	(495,237)	(295,117)	(259,728)	(259,728)	(259,728)
其他收入, 净额	465,906	403,776	500,000	500,000	500,000
除所得税前亏损	5,409,906	5,277,468	6,285,522	7,127,550	8,119,066
所得税开支	(797,267)	(492,918)	(565,697)	(641,479)	(730,716)
税后收入	4,612,639	4,784,550	5,719,825	6,486,070	7,388,350
非控股权益应占亏损净额	2,765,459	2,864,848	2,574,587	2,919,487	3,325,618
归母净利润/(亏损)	2,331,939	3,499,834	3,145,238	3,566,583	4,062,732

资产负债表					
千人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及银行结余	9,451,878	9,569,584	7,512,723	10,648,045	10,176,611
应收账款	4,510,195	4,967,560	8,171,507	7,679,232	10,117,697
存货	1,993,472	2,373,145	2,797,256	3,190,802	3,647,126
其他流动资产	7,849,986	7,775,042	9,356,353	9,113,390	10,316,897
流动资产总值	23,805,531	24,685,331	27,837,840	30,631,469	34,258,332
物业、厂房及设备, 净额	8,080,907	8,691,382	8,944,567	9,299,743	9,768,134
使用权资产	1,831,254	1,596,774	1,565,465	1,534,769	1,504,676
商誉	680,452	915,689	915,689	915,689	915,689
其他无形资产	2,228,509	2,145,277	2,043,121	1,945,829	1,853,171
联营公司投资	12,243,675	1,620,085	1,520,085	1,420,085	1,320,085
其他	14,734,491	25,753,531	25,829,761	25,909,136	26,002,603
非流动资产总值	39,799,288	40,722,738	40,818,688	41,025,252	41,364,358
短期债务	11,135,940	7,585,825	7,585,825	7,585,825	7,585,825
应付账款	1,334,703	1,497,461	1,798,669	1,723,717	2,139,519
应计开支及其他应付款项	9,405,589	10,028,415	11,175,336	12,232,957	13,479,532
其他	730,543	444,789	491,771	540,691	598,297
流动负债总值	22,606,775	19,556,490	21,051,601	22,083,191	23,803,173
长期银行贷款	1,057,944	1,996,752	1,996,752	1,996,752	1,996,752
递延税项	781,543	237,553	272,628	309,150	352,155
其他	988,604	843,204	910,500	970,436	1,040,837
非流动负债总值	2,828,091	3,077,509	3,179,880	3,276,338	3,389,744
普通股	414,615	414,384	414,384	414,384	414,384
储备	30,059,854	31,546,405	33,622,262	35,976,207	38,657,610
少数股东权益	7,695,484	10,813,281	10,388,400	9,906,601	9,357,779
权益总额	38,169,953	42,774,070	44,425,046	46,297,192	48,429,773

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	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
税前利润	5,933,579	5,277,468	6,285,522	7,127,550	8,119,066
折旧	873,526	1,146,586	1,042,966	1,073,348	1,115,969
摊销	109,098	174,595	102,156	97,291	92,659
其他	(419,955)	(840,022)	(515,313)	(535,719)	(709,461)
营运资本变动	(430,514)	(29,701)	(3,693,943)	1,384,297	(2,365,520)
存货	135,323	(379,673)	(424,111)	(393,546)	(456,324)
应收账款	(816,029)	(457,365)	(3,203,947)	492,275	(2,438,465)
预付账款及其他流动资产变动	(480,790)	1,183,886	(1,581,311)	242,963	(1,203,507)
应付账款	284,301	162,758	301,208	(74,952)	415,802
应计开支及其他应付款项	658,831	622,826	1,146,921	1,057,621	1,246,575
其他营运资本变动	(212,150)	(1,162,133)	67,296	59,936	70,400
经营活动现金净额	6,065,734	5,728,926	3,221,388	9,146,767	6,252,713
购买物业及设备	(1,067,823)	(1,154,646)	(1,296,151)	(1,428,523)	(1,584,361)
新增无形资产	(406,778)	-	-	-	-
其他	(477,905)	(1,956,342)	-	-	-
投资活动现金净额	(756,975)	(13,315,431)	(949,671)	(1,137,793)	(1,208,650)
发行普通股所得款项	-	-	-	-	-
贷款所得款项	12,193,884	(2,611,307)	-	-	-
其他	(3,221,839)	(3,337,630)	(2,999,468)	(3,401,286)	(3,874,440)
融资活动现金净额	(6,485,469)	6,505,138	(4,328,577)	(4,873,653)	(5,515,497)
现金增加(减少)净额	(1,240,231)	(1,081,367)	(2,056,861)	3,135,322	(471,434)
汇率变动的影, 净额	90,524	-	-	-	-
期初现金	6,413,982	7,312,890	6,231,523	4,174,662	7,309,984
期末现金	7,312,890	6,231,523	4,174,662	7,309,984	6,838,550

财务和估值比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
每股盈利	0.13	0.19	0.17	0.19	0.22
每股净资产	2.06	2.34	2.43	2.53	2.75
每股销售额	1.41	1.58	1.77	1.95	2.17
同比变动 (%)					
收入	0.7%	10.2%	12.3%	10.2%	10.9%
税后利润	2%	4%	20%	13%	14%
归母净利润	-8%	50%	-10%	13%	14%
费用率 (%)					
研发费用/收入	16.8%	17.6%	17.6%	17.5%	17.4%
销售费用/收入	35.1%	34.9%	34.9%	35.0%	35.1%
管理费用/收入	7.2%	7.2%	7.2%	7.1%	7.0%
利润率 (%)					
毛利率	81.0%	81.5%	81.8%	82.0%	82.2%
归母净利润率	8.9%	12.1%	9.7%	10.0%	10.3%
回报率 (%)					
平均股本回报率	6.4%	6.8%	7.5%	7.2%	7.9%
平均资产回报率	7.2%	7.2%	7.6%	8.5%	9.2%
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.1	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率 (x)	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3
现金比率 (x)	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4
估值					
市盈率 (x)	22.1	14.5	16.2	14.3	12.5
市净率 (x)	1.4	1.2	1.1	1.1	0.5
市销率 (x)	2.0	1.8	1.6	1.4	0.6

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

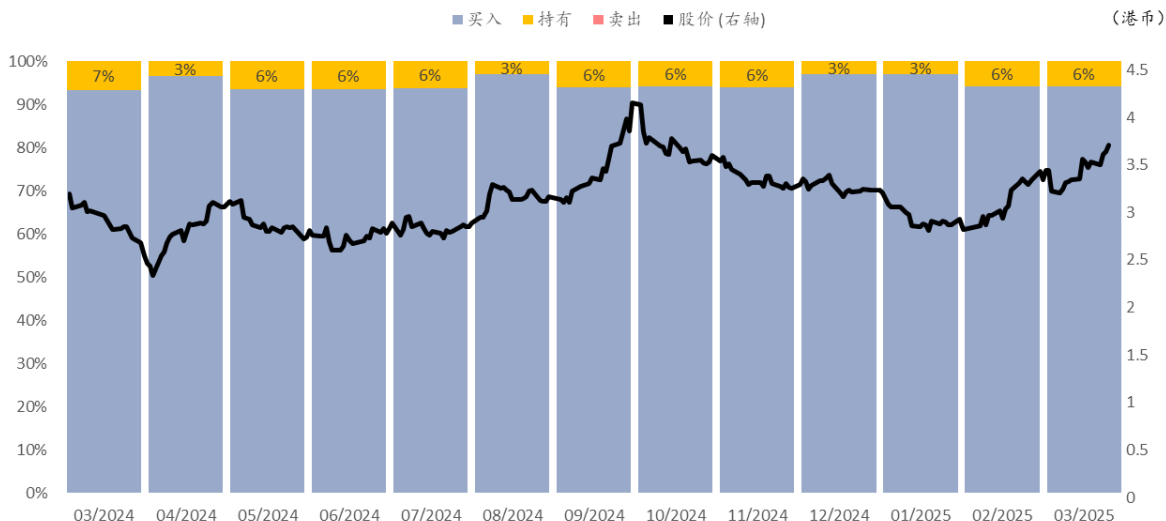
图表 3: SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	行业
6990.HK Equity	科伦博泰	264.2	买入	230.0	生物科技
13.HK Equity	和黄医药	25.8	买入	41.3	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	16.1	买入	26.5	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	29.7	买入	43.0	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	37.3	买入	55.0	生物科技
ONC US Equity	百济神州	262.6	买入	324.0	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	157.6	买入	194.0	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	227.6	买入	273.0	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	3.8	买入	5.4	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	64.0	买入	25.0	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	21.6	持有	26.0	生物科技
688331 CH Equity	荣昌生物	36.8	持有	35.0	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	9.0	买入	9.2	生物科技
688428 CH Equity	诺诚健华	18.0	持有	14.5	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	43.2	买入	60.0	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	2.1	买入	12.5	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	3.8	持有	4.25	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	74.5	买入	65.0	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	7.0	买入	13.6	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	39.2	买入	58.0	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	0.9	买入	22.5	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	33.9	持有	19.0	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	38.5	买入	28.1	生物科技
2256.HK Equity	和誉	8.5	买入	5.6	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	8.5	买入	6.0	生物科技
600276 CH Equity	恒瑞医药	46.6	买入	61.0	制药
1177 HK Equity	中国生物制药	3.7	买入	5.0	制药
2359 HK Equity	药明康德	71.7	买入	90.0	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	69.6	买入	93.0	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	17.4	买入	16.8	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	27.8	持有	22.4	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	27.7	持有	18.5	CRO/CDMO
2268 HK Equity	药明合联	45.9	买入	35.0	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	244.0	买入	350.0	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	20.0	买入	15.1	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	3.3	买入	10.0	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.4	买入	7.5	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.2	买入	3.4	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	13.1	买入	15.5	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	19.8	买入	27.9	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	16.1	买入	16.4	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	372.2	买入	454.0	医疗器械
688236 CH Equity	春立医疗	13.7	买入	16.2	医疗器械
1858 HK Equity	春立医疗	9.2	买入	10.6	医疗器械
1789 HK Equity	爱康医疗	5.7	买入	6.8	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	4.3	买入	10.5	ICL
241 HK Equity	阿里健康	5.2	持有	4.0	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	7.4	持有	6.6	互联网医疗

注: 股价截至 2025 年 3 月 20 日; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

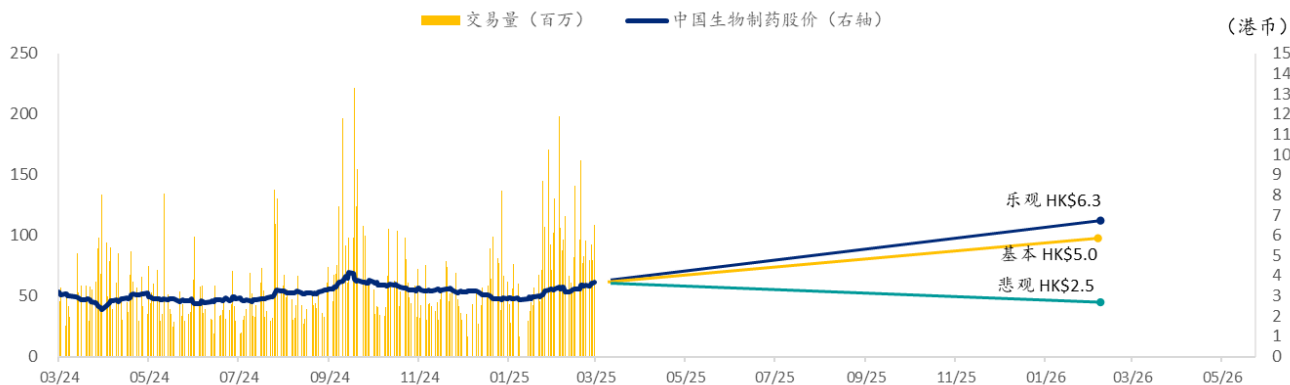
SPDBI 乐观与悲观情景假设

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

目标价：6.3 港元

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%。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：2.5 港元

概率：20%

- 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。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

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

