

2025 年 07 月 16 日

中国生物制药 (01177. HK)

投资评级：买入（维持）

——5 亿美元收购礼新医药，全球化进展再提速

证券分析师

刘闯

SAC: S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 07 月 15 日

收盘价 (港元)	6.37
一年内最高/最低 (港元)	6.42/2.67
总市值 (百万港元)	119,505.77
流通市值 (百万港元)	119,505.77
资产负债率 (%)	34.60

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **事件。**7 月 15 日，中国生物制药公告，将以约 5 亿美元的总价收购上海礼新医药 95.09% 股权，加上此前参与礼新 C 轮融资时既已取得的 4.91% 股权，交易完成后，礼新医药将成为中国生物制药全资子公司。礼新医药主要研发和管理团队也将连同其双抗、ADC 等研发平台一起，加入中国生物制药。根据公告，礼新医药 95.09% 股权出售对价为不超过 9.5 亿美元，剔除礼新持有的 4.5 亿美元现金后，中国生物制药收购的付款金额约为 5 亿美元。此前 2024 年 8 月，中国生物制药就以 1.42 亿元人民币参与礼新医药 C1 轮融资，取得后者 4.91% 的股权，并就 LM-108 及潜在的多个创新双特异性抗体或抗体偶联药物(ADC)在中国大陆地区达成战略合作。
- **礼新 FIC/BIC 在研创新管线极具全球价值。**1) LM-299 (PD-1/VEGF 双抗)：潜在 BIC，目前正在中国进行 I 期临床试验。2024 年 11 月，礼新医药以 8.88 亿美元的首付款和技术转移里程碑，以及最高 24 亿美元的其他里程碑付款，将 LM-299 全球开发、生产和商业化独家权益授予默沙东。2) LM-305 (GPC5 ADC)：潜在 FIC，目前正在全球进行多发性骨髓瘤 I 期临床试验。2023 年 5 月，礼新医药以 5500 万美元的近期付款，以及最高达 5.45 亿美元的潜在开发和商业里程碑付款，将 LM-305 全球研究、开发和商业化独家许可授予阿斯利康。3) LM-108 (CCR8 单抗)：潜在 FIC，目前正在中国进行 II 期注册临床试验，全球研发进度第一，有望为 PD-1/PD-L1 治疗失败患者提供新的治疗选择。4) LM-302 (Claudin 18.2 ADC)：潜在 FIC，目前正在中国进行 III 期注册临床试验。此外，礼新还有 LM-101 (SIRP- α 单抗)、LM-2417 (4-1BB/NaPi2b 双抗)、LM-24C5 (4-1BB/CEACAM5 双抗)、LM-168 (CTLA-4 肿瘤微环境特异性单抗) 等 4 项创新肿瘤管线处于临床阶段，并有 10 余项临床前双抗/ADC 项目预计在 1-2 年内进入临床，且均为全球 FIC 靶点。
- **礼新差异化双抗/ADC 技术平台有望显著提升中国生物制药在肿瘤领域的核心竞争力。**礼新管线中的全球领先双抗、ADC 等技术平台随着本次收购一起加入中国生物制药，对中国生物制药来讲，其肿瘤领域核心竞争力有望显著提升，并且或将带来更多出海机会。
- **盈利预测与评级：**考虑到经营性利润增长及科兴分红等因素，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 46.39、50.03、54.05 亿元，同比增速分别为 32.56%、7.84%、8.05%，对应 PE 分别为 24、22、21 倍。鉴于公司创新转型成果显著，创新管线具备出海潜力，维持“买入”评级。
- **风险提示。**临床研发失败风险，竞争格局恶化风险、销售不及预期风险等。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	26199	28866	32562	36315	40723
同比增长率 (%)	-8.97%	10.18%	12.80%	11.53%	12.14%
归母净利润 (百万元)	2332	3500	4639	5003	5405
同比增长率 (%)	-8.32%	50.08%	32.56%	7.84%	8.05%
每股收益 (元/股)	0.13	0.19	0.25	0.27	0.29
ROE (%)	7.7%	11.0%	12.7%	12.0%	11.5%
市盈率 (P/E)	25.63	15.56	23.96	22.22	20.56

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表				资产负债表			
	单位：人民币(百万)				单位：人民币(百万)		
	2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
营业收入	32,562	36,315	40,723	货币资金	11,876	19,202	26,800
增长率	12.8%	11.5%	12.1%	应收款项	8,683	9,119	9,887
营业成本	6,088	6,723	7,528	存货	2,029	2,054	2,091
%销售收入	18.7%	18.5%	18.5%	其他流动资产	9,717	9,929	10,473
毛利	26,474	29,592	33,196	流动资产	32,305	40,304	49,250
%销售收入	81.3%	81.5%	81.5%	权益性投资	1,720	1,820	1,920
其他收入	0	0	0	固定资产	8,868	9,134	9,483
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	4,975	5,166	5,338
销售费用	11,234	12,347	13,642	非流动资产	42,517	44,274	46,095
%销售收入	34.5%	34.0%	33.5%	资产总计	74,822	84,578	95,345
管理费用	2,182	2,252	2,443	应付款项	1,488	1,587	1,777
%销售收入	6.7%	6.2%	6.0%	短期借款	6,586	6,386	6,186
研发费用	5,373	5,992	6,516	其他流动负债	12,715	13,453	14,269
%销售收入	16.5%	16.5%	16.0%	流动负债	20,789	21,426	22,233
财务费用	103	19	-134	长期债务	1,947	1,997	1,947
%销售收入	0.3%	0.1%	-0.3%	其他长期负债	1,081	1,081	1,081
息税前利润 (EBIT)	7,698	9,110	10,702	非流动负债	3,028	3,078	3,028
%销售收入	23.6%	25.1%	26.3%	负债总计	23,817	24,503	25,260
投资收益	-86	-73	-96	归属母公司股东权益	36,600	41,603	47,008
%税前利润	-1.1%	-0.8%	-0.9%	少数股东权益	14,406	18,471	23,077
除税前利润	7,595	9,091	10,836	负债股东权益合计	74,822	84,578	95,345
利润率	23.3%	25.0%	26.6%				
所得税	1,063	1,273	1,625	比率分析			
所得税率	14.0%	14.0%	15.0%		2025E	2026E	2027E
净利润(含少数股东损益)	6,532	7,818	9,211	每股指标			
少数股东损益	3,592	4,066	4,605	每股收益	0.25	0.27	0.29
归属于母公司的净利润	4,639	5,003	5,405	每股净资产	1.95	2.22	2.51
增长率	32.6%	7.8%	8.0%	每股经营现金净流	0.53	0.56	0.58
净利率	14.2%	13.8%	13.3%	每股股利	0.00	0.00	0.00
				回报率			
				净资产收益率	12.68%	12.03%	11.50%
				总资产收益率	6.20%	5.92%	5.67%
				投入资本收益率	11.12%	11.44%	11.63%
				增长率			
				营业收入增长率	12.80%	11.53%	12.14%
				EBIT增长率	51.74%	18.35%	17.47%
				净利润增长率	32.56%	7.84%	8.05%
				总资产增长率	14.39%	13.04%	12.73%
				资产管理能力			
				应收账款周转天数	57.5	55.9	53.4
				存货周转天数	130.2	109.3	99.1
				应付账款周转天数	88.3	82.3	80.5
				固定资产周转天数	97.1	89.2	82.3
				偿债能力			
				流动比率	1.55	1.88	2.22
				速动比率	1.43	1.77	2.10
				净负债/股东权益	-6.56%	-18.01%	-26.63%
				EBIT利息保障倍数	23.5	29.7	35.7
				资产负债率	31.83%	28.97%	26.49%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。