

医药	收盘价 港元 6.82	目标价 港元 8.00个	潜在涨幅 +17.3%
----	----------------	-----------------	----------------

2025 年 7 月 18 日

中国生物制药 (1177 HK)

5 亿美元收购礼新医药带来差异化管线资产和技术平台，上调目标价

④ **5 亿美元净对价收购礼新医药**：7 月 15 日，中国生物制药发布公告，宣布拟以不超过 9.51 亿美元（折合人民币约 68 亿元）的交易对价收购礼新医药 95.09% 股权，具体付款分期安排见 [图表 1](#)。剔除礼新医药于交割日的估计现金及银行存款约 4.5 亿美元，公司就收购事项待作出的付款净额约为 5.01 亿美元（折合人民币约 36 亿元）。此前公司通过参与礼新医药 C 轮融资已获得其 4.91% 股权，因此本次交易完成后，礼新医药将成为中国生物制药的全资子公司。礼新医药主要研发及管理团队，将连同其双抗、ADC 等技术平台一起加入中国生物制药。截至公告日，礼新最大股东包括创始人秦莹（19.73%）和员工持股平台（20.01%），过往投资机构包括启明创投、泰格医药、上海生物医药基金等。

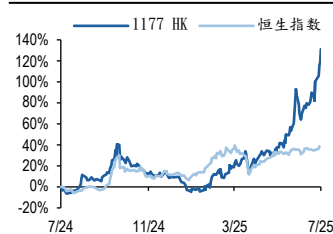
④ **基于四大差异化技术平台开发的潜在同类首创/最佳（FIC/BIC）管线，整合后将助力中生自研提速**：公司将纳入礼新的四大技术平台，包括仅在肿瘤微环境结合抗原的特异性抗体开发平台（LM-TME™）、针对难成药靶点的抗体开发平台（LM-Abs™）、可开发前药载荷和双重载荷的新一代抗体偶联药物平台（LM-ADC™）、以及有条件激活的免疫细胞衔接器平台（LM-TCE™）。礼新有 8 款候选药物处于临床阶段，其中 PD-1/VEGF 双抗和 GPRC5D ADC 已分别与默沙东和阿斯利康达成授权许可协议，总金额达到 40 亿美元。此外，礼新在研管线中的 LM-108 作为全球进展领先的 CCR8 单抗，也具有 FIC 潜力。LM-108 联合 PD-1 单抗的二期临床试验显示，其在 PD-1 经治的 MSI-H 患者、CCR8 高表达的二线胃癌和二线胰腺癌患者中均展现出优异的疗效，mPFS 分别达到 8.1/13.2/6.9 个月。公司已启动 LM-108 治疗 MSI-H 实体瘤的 III 期研究，并探索一线胃癌和胰腺癌的开发。公司预计 LM-108 的全球销售峰值将达到 80 亿美元。

④ **上调目标价**：我们预计本次收购将在短期内给公司带来授权合作收入；同时，公司持续的降本增效努力效果显著，我们下调费用率预测，最终 2025-27 年经调整净利润预测上调 6-10%。长期维度来看，预计礼新丰富的管线将为公司销售收入带来较大增量贡献，上调 DCF 目标价至 8.0 港元，维持 **买入** 评级，短期催化剂包括公司自研管线的潜在 BD 授权机会。

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)	6.82
52周低位 (港元)	2.73
市值 (百万港元)	121,973.31
日均成交量 (百万)	322.30
年初至今变化 (%)	113.13
200天平均价 (港元)	3.93

资料来源：FactSet

丁政宁

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

诸葛乐懿

Gloria.Zhuge@bocomgroup.com
(852) 3766 1845

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	26,199	28,866	34,175	38,706	43,606
同比增长 (%)	0.7	10.2	18.4	13.3	12.7
净利润 (百万人民币)	2,332	3,500	3,779	4,546	5,340
每股盈利 (人民币)	0.13	0.19	0.20	0.24	0.28
同比增长 (%)	-7.9	52.0	5.2	20.4	17.5
前EPS预测值 (人民币)			0.18	0.22	0.25
调整幅度 (%)			11.5	11.3	12.1
市盈率 (倍)	49.5	32.6	31.0	25.7	21.9
每股账面净值 (人民币)	1.62	1.70	1.60	1.74	1.91
市账率 (倍)	3.85	3.67	3.89	3.57	3.26

资料来源：公司资料，交银国际预测

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：中国生物制药收购礼新医药付款分期安排

	应付秦莹(Ying Qin Zang)的金额	应付礼新医药持股平台现有员工的金额	支付时间
首期	64.8% × 应付 Ying Qin Zang 的基础交易对价	56.7% × 应付持股平台现有员工的基础交易对价	交割日
第二期	80% × (应付 Ying Qin Zang 的对价 - 首期)	70% × (应付持股平台现有员工的对价 - 首期)	第二期付款日
第三期	6% × 应付 Ying Qin Zang 的基础交易对价 (如其于交割日后满一周年之日或之前未离开礼新医药)	9% × (应付持股平台现有员工的对价 - 交割日后一年内离职员工的对价)	交割日后满一周年之日后 30 个营业日之内
第四期	6% × 应付 Ying Qin Zang 的基础交易对价 (如其于交割日后满一周年之日或之前未离开礼新医药)	9% × (应付持股平台现有员工的对价 - 交割日后两年内离职员工的对价)	交割日后满两周年之日后 30 个营业日之内
第五期	8% × 应付 Ying Qin Zang 的基础交易对价 (如其于交割日后满一周年之日或之前未离开礼新医药)	12% × (应付持股平台现有员工的对价 - 交割日后三年内离职员工的对价)	交割日后满三周年之日后 30 个营业日之内

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2：中国生物制药：财务预测变动

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	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	34,175	33,455	2%	38,706	38,346	1%	43,606	43,246	1%
毛利润	27,926	27,337	2%	31,706	31,411	1%	35,763	35,468	1%
毛利率	81.7%	81.7%	0.0ppt	81.9%	81.9%	0.0ppt	82.0%	82.0%	0.0ppt
经调整归母净利润	3,374	3,179	6%	4,034	3,741	8%	4,730	4,294	10%
经调整归母净利润率	9.9%	9.5%	0.4ppt	10.4%	9.8%	0.7ppt	10.8%	9.9%	0.9ppt

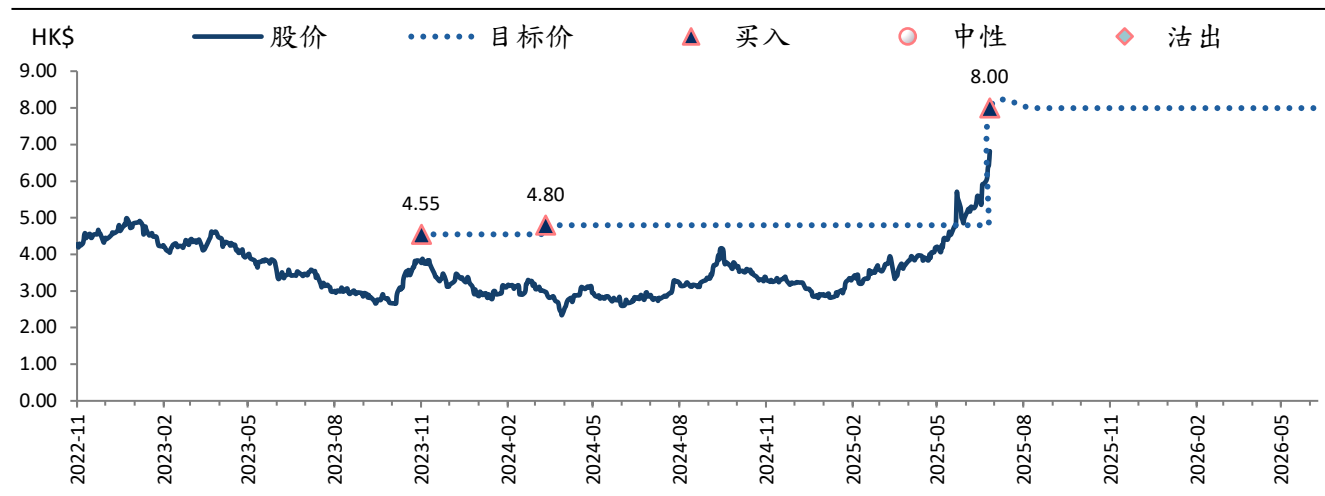
资料来源：交银国际预测

图表 3：中国生物制药：DCF 估值模型

人民币百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E																				
收入	34,175	38,706	43,606	48,626	52,800	56,320	58,236	60,083	61,704	63,417	65,248																				
EBIT	7,726	9,227	10,803	12,475	14,013	15,416	16,251	16,887	17,404	17,951	18,534																				
EBIT * (1-t)	6,567	7,843	9,182	10,604	11,911	13,104	13,814	14,354	14,794	15,258	15,754																				
加：折旧摊销	226	335	446	566	703	865	1,059	1,141	1,221	1,296	1,369																				
减：营运资金增加/（减少）	(1,251)	(734)	(1,398)	(1,021)	(1,338)	(1,096)	(1,119)	(924)	(1,012)	(963)	(1,098)																				
减：资本开支	(621)	(806)	(1,035)	(1,309)	(1,607)	(1,925)	(2,224)	(2,280)	(2,328)	(2,380)	(2,435)																				
自由现金流	4,921	6,638	7,195	8,841	9,669	10,949	11,530	12,292	12,674	13,212	13,590																				
永续增长率	2%	<table><tr><th colspan="2">WACC</th></tr><tr><td>无风险利率</td><td>3.00%</td></tr><tr><td>市场风险溢价</td><td>7.00%</td></tr><tr><td>贝塔</td><td>1.1</td></tr><tr><td>股权成本</td><td>10.70%</td></tr><tr><td>税前债务成本</td><td>5.00%</td></tr><tr><td>税后债务成本</td><td>4.30%</td></tr><tr><td>预期债权比例</td><td>20.00%</td></tr><tr><td>有效税率</td><td>15.00%</td></tr><tr><td>WACC</td><td>9.40%</td></tr></table>										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%
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%																														
自由现金流现值	69,310																														
终值现值	82,822																														
企业价值	152,132																														
净现金	2,478																														
少数股东权益	(18,208)																														
股权价值（百万人民币）	136,402																														
股权价值（百万港元）	150,042																														
股份数量（百万）	18,761																														
每股价值（港元）	8.00																														

资料来源：交银国际预测

图表 4：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 5：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
9926 HK	康方生物	买入	139.50	140.00	0.4%	2025 年 07 月 11 日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	72.65	72.50	-0.2%	2025 年 07 月 02 日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	30.60	27.00	-11.8%	2025 年 06 月 19 日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	89.10	84.00	-5.7%	2025 年 06 月 06 日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	68.95	66.00	-4.3%	2025 年 05 月 22 日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	384.40	400.00	4.1%	2025 年 05 月 16 日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	39.75	65.00	63.5%	2025 年 05 月 14 日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	57.25	57.00	-0.4%	2025 年 03 月 26 日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	3.80	6.60	73.7%	2025 年 03 月 24 日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	183.30	208.80	13.9%	2025 年 03 月 03 日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	27.50	44.00	60.0%	2025 年 01 月 07 日	生物科技
1548 HK	金斯瑞生物	买入	16.64	28.75	72.8%	2024 年 08 月 12 日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	中性	8.30	5.00	-39.7%	2024 年 11 月 26 日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	50.25	51.00	1.5%	2025 年 03 月 25 日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	28.30	25.00	-11.7%	2025 年 03 月 26 日	医药研发服务外包
6078 HK	海吉亚医疗	买入	15.26	18.00	18.0%	2025 年 03 月 31 日	医疗服务
AZN US	阿斯利康	买入	69.26	93.30	34.7%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
BMJ US	百时美施贵宝	沽出	48.06	33.10	-31.1%	2024 年 07 月 18 日	跨国处方药企
1177 HK	中国生物制药	买入	6.82	8.00	17.3%	2025 年 07 月 17 日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	34.50	33.00	-4.3%	2025 年 06 月 19 日	制药
2096 HK	先声药业	买入	11.94	14.30	19.7%	2025 年 06 月 04 日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.19	14.00	71.0%	2024 年 04 月 01 日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	34.99	40.20	14.9%	2025 年 06 月 19 日	制药
1093 HK	石药集团	中性	8.96	7.20	-19.6%	2025 年 05 月 30 日	制药
600276 CH	恒瑞医药	中性	57.73	51.00	-11.7%	2025 年 04 月 01 日	制药
1951 HK	锦欣生殖	买入	3.02	3.75	24.3%	2025 年 04 月 01 日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	35.70	42.00	17.6%	2025 年 01 月 27 日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至 2025 年 7 月 17 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	26,199	28,866	34,175	38,706	43,606
主营业务成本	(4,990)	(5,336)	(6,249)	(7,000)	(7,843)
毛利	21,210	23,530	27,926	31,706	35,763
销售及管理费用	(11,067)	(12,159)	(13,883)	(15,453)	(17,191)
研发费用	(4,403)	(5,089)	(5,721)	(6,333)	(6,972)
其他经营净收入/费用	(301)	(1,112)	(168)	(190)	(213)
经营利润	5,439	5,169	8,153	9,729	11,386
财务成本净额	(495)	(295)	(388)	(395)	(403)
应占联营公司利润及亏损	(41)	1,462	(38)	17	45
其他非经营净收入/费用	992	522	673	760	854
税前利润	5,895	6,858	8,400	10,111	11,882
税费	(797)	(493)	(1,271)	(1,521)	(1,785)
非控股权益	(2,765)	(2,865)	(3,351)	(4,044)	(4,757)
净利润	2,332	3,500	3,779	4,546	5,340
作每股收益计算的净利润	2,332	3,500	3,779	4,546	5,340

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7,505	6,232	6,765	12,447	18,512
应收账款及票据	4,510	4,968	5,332	5,061	6,647
存货	1,993	2,373	2,587	2,820	3,073
其他流动资产	9,797	11,113	8,741	9,194	9,248
总流动资产	23,806	24,685	23,424	29,521	37,481
物业、厂房及设备	8,081	8,691	7,444	7,438	7,550
无形资产	2,229	2,145	2,161	2,464	2,767
合资企业/联营公司投资	12,244	1,620	1,589	1,603	1,639
其他长期资产	17,246	28,266	32,735	32,910	33,084
总长期资产	39,799	40,723	43,930	44,415	45,040
总资产	63,605	65,408	67,354	73,936	82,521
短期贷款	11,136	7,586	7,738	7,892	8,050
应付账款	1,335	1,497	1,790	1,471	1,967
其他短期负债	10,136	10,473	10,473	10,473	10,473
总流动负债	22,607	19,556	20,001	19,836	20,491
长期贷款	1,058	1,997	2,037	2,077	2,119
其他长期负债	1,770	1,081	1,081	1,081	1,081
总长期负债	2,828	3,078	3,117	3,158	3,200
总负债	25,435	22,634	23,118	22,994	23,690
股本	415	414	414	414	414
储备及其他资本项目	30,060	31,546	29,657	32,320	35,451
股东权益	30,474	31,961	30,072	32,734	35,865
非控股权益	7,695	10,813	14,164	18,208	22,965
总权益	38,170	42,774	44,236	50,942	58,830

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	5,410	5,277	7,972	9,609	11,298
折旧及摊销	983	1,209	226	335	446
营运资本变动	(431)	100	(1,251)	(734)	(1,398)
其他经营活动现金流	104	29	(852)	(1,140)	(1,417)
经营活动现金流	6,066	6,615	6,095	8,070	8,929
资本开支	(1,475)	(1,394)	(621)	(806)	(1,035)
其他投资活动现金流	718	(315)	(3,600)	0	0
投资活动现金流	(757)	(1,709)	(4,221)	(806)	(1,035)
负债净变动	1,910	(2,735)	192	195	199
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(633)	(1,846)	(1,145)	(1,382)	(1,625)
其他融资活动现金流	(7,826)	(1,734)	(388)	(395)	(403)
融资活动现金流	(6,549)	(6,315)	(1,341)	(1,582)	(1,829)
汇率收益/损失	91	136	0	0	0
年初现金	8,655	7,505	6,232	6,765	12,447
年末现金	7,505	6,232	6,765	12,447	18,512

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	0.126	0.191	0.201	0.242	0.285
全面摊薄每股收益	0.123	0.187	0.197	0.237	0.279
每股账面值	1.621	1.701	1.603	1.745	1.912
利润率分析 (%)					
毛利率	81.0	81.5	81.7	81.9	82.0
EBITDA利润率	24.5	22.1	24.5	26.0	27.1
EBIT利润率	20.8	17.9	23.9	25.1	26.1
净利率	8.9	12.1	11.1	11.7	12.2
盈利能力 (%)					
ROA	3.7	5.4	5.6	6.1	6.5
ROE	6.1	8.2	8.5	8.9	9.1
ROIC	4.6	6.7	7.0	7.5	7.7
其他					
净负债权益比 (%)	12.3	7.8	6.8	净现金	净现金
流动比率	1.1	1.3	1.2	1.5	1.8
存货周转天数	145.8	162.3	151.1	147.0	143.0
应收账款周转天数	62.8	62.8	56.9	47.7	55.6
应付账款周转天数	97.6	102.4	104.5	76.7	91.6

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 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杆指数**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杆指数**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杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司及富卫集团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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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。