申万宏源研究 SWS RESEARCH

医药生物

2025 年 08 月 19 日

中国生物制药 (01177)

——中报业绩超预期，收购礼新进一步扩充创新管线

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：	2025 年 08 月 18 日
收盘价（港币）	7.91
恒生中国企业指数	9033.68
52 周最高/最低（港币）	8.05/2.67
H 股市值（亿港币）	1,483.97
流通 H 股（百万股）	18,760.72
汇率（人民币/港币）	1.0976

一年内股价与基准指数对比走势：

资料来源：Bloomberg

相关研究

-

证券分析师
周文远 A0230518110003
zhouwy@swsresearch.com
研究支持
胡梦婷 A0230524060004
humt@swsresearch.com
联系人
胡梦婷
(8621)23297818×
humt@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

中国生物制药 2025 年上半年收入同比增长 10.7%，达到 175.8 亿元，归属于股东的净利润同比增长 12.3%至 33.9 亿元。剔除出售正大青岛股权获得的约 16 亿元一次性收益，以及其他一次性项目，公司经调整净利润同比增长 101.1%至 30.9 亿元，高于我们的预期。2025 年上半年，公司综合毛利率同比提升 0.4 个百分点至 82.5%。随着运营效率提升，销售和管理费用率同比下降 0.2 个百分点至 42.9%。上半年，研发费用同比增长 23.6%至 31.9 亿元，研发费用率为 18.1%。截至 2025 年 6 月底，公司资金储备约 305 亿元，净现金约 185 亿元。考虑到中期业绩高于预期，以及创新产品销售放量，我们将 25 年的调整后稀释每股盈利预测从 0.20 元上调至 0.23 元，将 26 年预测从 0.22 元上调至 0.27 元，将 27 年预测从 0.24 元上调至 0.29 元。我们将目标价从 4.9 港币上调至 10.2 港币，目标价对应 29%的上涨空间，维持买入评级。

创新产品快速增长。随着新产品销售放量，2025 上半年创新产品收入同比增长 27%至 78.0 亿元，收入贡献由 2024 年上半年的 39%增长至 44%。2025 年上半年，公司共获批两款创新产品，包括普坦宁（美洛昔康注射液（II））和安启新（重组人凝血因子 VIIa N01）。此外，仿制药收入同比增长 0.3%至 98 亿元。按治疗领域分类，上半年公司肿瘤和外科/镇痛产品的销售收入分别同比增长 25%和 20%，达到 67 亿元和 31 亿元，分别占公司整体收入的 38%和 18%。

创新管线进入收获期，有望驱动业绩增长。2025 年上半年，研发费用同比增长 23.6%至 31.9 亿元，其中创新药投入占比从 2024 年上半年的 76%提升至 78%。随着创新管线进入收获期，公司创新产品数量预计将增长至 2025 年的 21 款，以及 2027 年的超过 35 款，销售贡献有望从 2025 年的 50%增长至 2027 年的 60%。此外，公司预计将于 2025-2027 年上市约 20 款创新产品，包括潜在销售峰值超过 20 亿元的重磅产品，其中 TQB3616（CDK2/4/6 抑制剂）有望于 2025 年上市，以及 TQB2102（HER2 双抗 ADC）、TQC3721（PDE3/4）和 Lanifibranor（泛 PPAR 激动剂）有望于 2027 年上市。

收购礼新医药进一步拓展 ADC 和双抗管线。2025 年 7 月，公司宣布以净对价 5 亿美元收购礼新医药。目前，礼新医药拥有八款临床阶段产品，包含 LM-299（PD-1/VEGF）、LM-305（GRPC5D ADC）、LM-108（CCR8）、LM-302（Claudin 18.2 ADC），以及超过 20 款临床前资产。此外，礼新医药已与默沙东就 LM-299（PD-1/VEGF），以及与阿斯利康就 LM-305（GRPC5D）达成 BD 合作，首付款和近期里程碑付款共 9.43 亿美元，总对价约 40 亿美元。考虑到收购礼新医药，我们认为公司有望进一步增强研发能力，并丰富创新管线。

维持买入评级。考虑到中期业绩高于预期，以及创新产品销售放量，我们将 25 年的调整后稀释每股盈利预测从 0.20 元上调至 0.23 元，将 26 年预测从 0.22 元上调至 0.27 元，将 27 年预测从 0.24 元上调至 0.29 元。我们将目标价从 4.9 港币上调至 10.2 港币，目标价对应 29%的上涨空间，维持买入评级。

风险提示：产品销售低于预期；研发管线进度不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	26,199	28,866	32,016	35,577	40,434
同比增长率（%）	0.67	10.18	10.91	11.12	13.65
归母净利润（百万元）	2,332	3,500	4,458	4,739	4,969
同比增长率（%）	(8.32)	50.08	27.37	6.30	4.86
每股收益（元/股）	0.14	0.19	0.23	0.27	0.29
净资产收益率（%）	7.74	11.21	13.32	12.96	12.47
市盈率	57.82	38.04	30.63	28.81	27.48
市净率	3.53	3.11	2.87	2.44	2.10

注：“每股收益”为经调整归属于母公司所有者的净利润除以总股本

Sino Biopharmaceutical announced 1H25 revenue of Rmb17.58bn (+10.7% YoY) and net profit of Rmb3.39bn (+12.3% YoY). Excluding the one-off gains of c.Rmb1.6bn from disposal of equity interest of CP Qingdao in 1H24 and other one-off items, its adjusted net profit reached Rmb3.09bn (+101.1% YoY), beating our expectation. Its blended gross margin increased 0.4ppts YoY to 82.5% in 1H25. With the rising operating efficiency, its SG&A ratio decreased 0.2ppts YoY to 42.9%. Its total R&D expenses reached Rmb3.19bn (+23.6% YoY) in 1H25, with the R&D expense ratio of 18.1%. As of the end of June 2025, the company has cash balance of c.Rmb30.5bn and net cash of c.Rmb18.5bn. Considering the higher-than-expected interim results and the sale ramp-up of innovative products, we raise our adjusted diluted EPS forecast from Rmb0.20 to from Rmb0.23 in 25E, from Rmb0.22 to Rmb0.27 in 26E and from Rmb0.24 to Rmb0.29 in 27E. We raise our target price from HK$4.9 to HK$10.2. With 29% upside, we maintain BUY rating.

Rapid growth of innovative products. With the sales ramp up of new products, sales of innovative drugs increased 27% YoY to Rmb7.80bn, representing 44% of its total revenue in 1H25 (vs 39% in 1H24). In 1H25, the company launched two innovative products, including Putanning (Meloxicam Injection (II)) and Anqixin (Recombinant Human Coagulation Factor VIIa N01). In addition, sales of generics reached Rmb9.8bn (+0.3% YoY). In terms of the therapeutic fields, sales of oncology and surgery/analgesia products reached Rmb6.7bn (+25% YoY) and Rmb3.1bn (+20% YoY), accounting for 38% and 18% of its total revenue in 1H25.

Innovative products to drive the growth with innovative pipelines entering the harvest period. Its total R&D expenses reached Rmb3.19bn (+23.6% YoY) in 1H25, with 78% (vs 76% in 1H24) of R&D costs invested in innovative drugs. With its innovative pipelines entering the harvest period, the number of innovative products is expected to increase to 21 in 2025E and over 35 in 2027E, with the sales contribution rising from 50% in 2025E to 60% in 2027E. The company expects to launch c.20 innovative drugs in 2025E-2027E, including blockbusters products with peak sales potential of over Rmb2.0bn, such as TQB3616 (CDK2/4/6 inhibitor) in 2025E, and TQB2102(HER2 bispecific ADC), TQC3721 (PDE3/4) and Lanifibranor (pan-PPAR agonist) in 2027E.

Acquisition of LaNova Medicines to further expand its ADC and bispecific pipelines. In July 2025, the company announced the acquisition of LaNova Medicines with the net consideration of US$500m. Now, LaNova Medicines has eight clinical-stage products, including LM-299(PD-1/VEGF), LM-305(GPRC5D ADC), LM-108(CCR8), LM-302(Claudin 18.2 ADC), and over 20 pre-clinical assets under development. In addition, LaNova Medicines has reached BD collaborations with MSD for LM-299(PD-1/VEGF) and AstraZeneca for LM-305 (GPRC5D), with upfront and near-term milestone payments of US$943m and total consideration of c.US$4.0bn. With the acquisition of LaNova Medicines, we expect the company to further strengthen its R&D capabilities and enrich its innovative pipelines.

Maintain BUY. Considering the higher-than-expected interim results and the sale ramp-up of innovative products, we raise our adjusted diluted EPS forecast from Rmb0.20 to from Rmb0.23 in 25E, from Rmb0.22 to Rmb0.27 in 26E and from Rmb0.24 to Rmb0.29 in 27E. We raise our target price from HK$4.9 to HK$10.2. With 29% upside, we maintain BUY rating.

Risks: Lower-than-expected product sales; delay of key R&D pipeline.

利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	**26,199**	**28,866**	**32,016**	**35,577**	**40,434**
销售成本	**(4,990)**	**(5,336)**	**(5,613)**	**(6,190)**	**(6,874)**
毛利	**21,210**	**23,530**	**26,403**	**29,386**	**33,561**
其他收入	**756**	**1,207**	**2,313**	**2,710**	**1,020**
销售、行政及管理费用	(11,067)	(12,159)	(13,970)	(13,207)	(14,516)
税息折旧及摊销前利润	5,923	6,288	6,099	10,352	12,611
息税前利润	4,914	5,051	5,416	9,669	11,928
财务费用	(495)	(295)	(253)	(260)	(240)
税前利润	**5,410**	**5,277**	**7,850**	**12,119**	**12,709**
所得税开支	(797)	(493)	(1,291)	(1,818)	(1,906)
非控股权益	(2,765)	(2,865)	(2,101)	(5,563)	(5,833)
归属于母公司股东的净利润	**2,332**	**3,500**	**4,458**	**4,739**	**4,969**

资料来源：中国生物制药 2023 和 2024 年报，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。