

买入

2025 年 8 月 26 日

收入双位数增长，创新转型大踏步向前

►收入增长 10.7%: 2025 年 H1 公司实现营收 175.7 亿元（同比+10.7%，下同），其中肿瘤领域收入 66.9 亿（+49.0%），占比 38%；外科镇痛领域收入 31.1 亿（+33.2%），占比 18%。公司创新管线持续兑现，推动创新产品加速增长，2025 年 H1 收入达 78 亿元（+27.2%），占收入比 44%，于报告期内，集团共有 2 个创新产品获 NMPA 批准上市，分别为普坦宁（美洛昔康注射液(II)）和安启新（注射用重组人凝血因子 VIIa）。公司运营效率持续提升，毛利率 82.5%，同比增长 0.4pts。公司持续加大研发投入，研发费用率相比增加 1.9pts 至 18.1%。销售费用率微升 0.2pts 至 36.7%。公司其他收益和利润达 23.1 亿元（主要来自股息收入 15 亿元—主要来自科兴中维，投资收益 5.4 亿，对比 24 年其他收益和利润为 3.9 亿元），公司实现归母净利润 33.9 亿（+140.2%），经调整归母净利润 30.9 亿（+101.1%）。

►创新转型拥抱收获期: 公司将继续维持研发投入力度，深化创新转型。预计 25 年创新药占比可达 47%，27 年占比达 60%+。肿瘤板块中：安罗替尼已获批 9 个适应症，另有 3 个适应症处于上市申请阶段，还有多个适应症处于 III 期临床。艾贝格司亭 α 注射液（三代 rhG-CSF）和贝莫苏拜单抗(PD-L1)今年进院大幅提升，全年销售额分别可达 8 亿元。另公司生物类似药如贝伐珠单抗、利妥昔单抗、曲妥珠单抗和帕妥珠单抗也在持续放量。TQB3616（CDK2/4/6）、TQ05105（JAK/ROCK 抑制剂）、TQB2868（PD-1/TGF β 双功能融合蛋白）、TQB2102（HER2 双抗 ADC）、TQB2922（EGFR/cMET 双抗）、TQB6411（EGFR/cMet ADC）、LM-302（Claudin 18.2 ADC）、LM-108（CCR8 单抗）、LM-350(CDH17 ADC)、M701（CD3/EpCAM 双抗）等产品，无论从临床数据或进度皆有竞争力。肝病领域中口服拉尼兰诺（泛 PPAR 激动剂）和 TQA2225（重组人 FGF21-Fc 融合蛋白）在 MASH 治疗中疗效和进度皆具备领先水平。呼吸领域中的 TQC3721（PDE3/4 抑制剂）全球进度第二，TQC2731（TSLP）和 CPX102（III 型干扰素）在中国进行 III 期和 II 期临床。外科镇痛领域的 PL-5（抗菌肽）是首款非抗生素类抗菌药物有望年底上市。

►目标价 9.7 港元，买入评级: 我们采用 DCF 为公司估值，其中 WACC 为 10%，永续增长为 3%，并且我们认为公司的 TQC3721（PDE3/4 抑制剂）在中重度 COPD、LM-108（CCR8 单抗）在 MSI-H/dMMR 晚期实体瘤、TQB2868（PD-1/TGF β 双功能融合蛋白）在胰腺癌、TQB2102（HER2 双抗 ADC）在 Her2+乳腺癌、TQ05105（JAK/ROCK 抑制剂）在慢性移植物抗宿主病和 TQB3616（CDK2/4/6）在 HR+/HER2-二线乳腺癌等适应症上皆具备国际竞争力，考虑这些产品的潜在 BD 价值，测算得出目标价 9.7 港元，较现价有 16%上升空间，给予买入评级。

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要数据

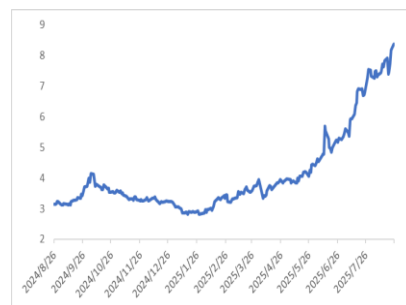
行业	医药
股价	8.36 港元
目标价	9.7 港元 (+16%)
股票代码	1177
已发行股本	187.61 亿股
市值	1568.4 亿港元
52 周高/低	8.4/2.67 港元
每股净现值	1.9 港元
主要股东	谢氏家族（46.31%）

盈利摘要

截至12月31日财政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入（百万人民币）	26,199	28,866	32,105	35,377	39,359
变动%	0.7%	10.2%	11.2%	10.2%	11.3%
归母净利润（百万人民币）	2,332	3,500	5,597	4,499	4,837
变动%	-8.3%	50.1%	59.9%	-19.6%	7.5%
每股基本盈利（人民币分）	12.59	19.13	30.59	24.59	26.44
变动%	-7.8%	51.9%	59.9%	-19.6%	7.5%
市盈率@8.36港元（倍）	62.8	41.3	25.8	32.2	29.9
每股派息（港仙）	5.0	7.0	11.2	9.0	9.7
息率	0.6%	0.8%	1.3%	1.1%	1.2%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>					
	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测		2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入	26,199,409	28,866,159	32,104,528	35,377,250	39,358,733	盈利能力					
毛利	21,209,532	23,529,941	26,325,713	29,009,345	32,274,161	毛利率 (%)	81.0%	81.5%	82.0%	82.0%	82.0%
销售及管理费用	-11,066,635	-12,159,476	-13,451,797	-14,777,077	-16,388,977	EBITDA 利率 (%)	14.5%	9.5%	17.6%	15.4%	15.6%
其他费用	-4,703,660	-6,201,656	-6,902,473	-7,606,109	-8,462,128	净利率 (%)	13.3%	10.7%	15.0%	14.2%	14.5%
营运收入	5,439,237	5,168,809	5,971,442	6,626,159	7,423,057						
其他净收入	-142,816	-1,184,526	800,000	0	0	营运表现					
应占联营公司盈利	-525,710	-118,299	-9,646	-9,646	-9,646	SG&A/收入 (%)	42.2%	42.1%	41.9%	41.8%	41.6%
财务开支	-495,237	-295,117	-246,408	-246,408	-246,408	实际税率 (%)	18.6%	13.8%	26.1%	21.3%	20.2%
税前盈利	4,275,474	3,570,867	6,515,388	6,370,105	7,167,003	股息支付率 (%)	32.2%	34.1%	30.0%	30.0%	30.0%
所得税	-797,267	-492,918	-1,702,881	-1,357,089	-1,446,623	应付账款天数	97.6	102.4	102.4	102.4	102.4
年度盈利	3,478,207	3,077,949	4,812,507	5,013,016	5,720,380	应收账款天数	62.8	62.8	62.8	62.8	62.8
经调整归母净利润	2,588,783	3,456,964	5,596,802	4,498,749	4,836,544						
折旧及摊销	-982,624	-1,119,902	-1,104,372	-1,180,208	-1,255,067	财务状况					
EBITDA	3,788,087	2,746,082	5,657,424	5,436,305	6,158,344	负债/权益	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
增长						收入/总资产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
总收入 (%)	0.7%	10.2%	11.2%	10.2%	11.3%	总资产/股本	3.4	3.6	4.1	4.5	5.0
EBITDA (%)	-6.4%	-27.5%	106.0%	-3.9%	13.3%	盈利对利息倍数	9.6	13.1	27.4	26.9	30.1
资产负债表						现金流量表					
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>					
	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测		2023实际	2024预测	2025预测	2026预测	2027预测
现金	9,451,878	9,569,584	17,357,762	23,663,668	30,362,537	税前利润	5,409,906	5,277,468	11,352,540	9,047,257	9,644,155
应收账款	4,510,195	4,967,560	5,524,849	6,088,050	6,773,221	营运资金变化	-430,514	1,142,077	97,871	165,286	72,494
存货	1,993,472	2,373,145	2,569,979	2,831,961	3,150,680	其他经营性现金流变化	1,832,910	808,050	946,387	1,033,194	1,119,023
其他流动资产	7,849,986	7,775,042	8,050,092	8,328,061	8,666,228	所得税	-746,568	542,941	-1,671,061	-1,322,087	-1,408,121
总流动资产	23,805,531	24,685,331	33,502,682	40,911,739	48,952,666	营运现金流	6,065,734	7,770,536	10,725,737	8,923,650	9,427,551
固定资产	8,080,907	8,691,382	8,646,108	8,666,874	8,626,899	资本开支	-1,067,823	-1,446,198	-1,012,339	-1,012,339	-1,012,339
无形资产	2,908,961	3,060,966	3,626,816	3,844,959	4,048,983	其他投资活动	310,848	210,976	-406,778	-406,778	-406,778
其他非流动资产	28,809,420	28,970,390	28,970,390	28,970,390	28,970,390	投资活动现金流	-756,975	-1,235,222	-1,419,117	-1,419,117	-1,419,117
总资产	63,604,819	65,408,069	74,745,996	82,393,962	90,598,938	负债变化	-41,691	0	0	0	0
应付帐款	1,334,703	1,497,461	1,621,664	1,786,975	1,988,088	股本变化	-459,914	0	0	0	0
短期借款	11,135,940	7,585,825	7,585,825	7,585,825	7,585,825	负债变化	1,909,892	-4,094,105	0	0	0
其他短期负债	10,136,132	10,473,205	11,491,623	12,629,751	13,881,691	股息	-632,669	-1,179,896	-1,679,041	-1,349,625	-1,450,963
总短期负债	22,606,775	19,556,491	20,699,112	22,002,551	23,455,604	其他融资活动	-480,825	295,117	246,408	246,408	246,408
长期借款	1,057,944	1,996,752	1,996,752	1,996,752	1,996,752	融资活动现金流	-6,548,990	-5,067,290	-1,518,443	-1,198,627	-1,309,565
其他长期负债	1,770,147	1,080,757	1,080,757	1,080,757	1,080,757						
总负债	25,434,866	22,634,000	23,776,621	25,080,060	26,533,113	现金变化	-1,240,231	1,468,024	7,788,178	6,305,906	6,698,869
股东权益	38,169,953	42,774,070	50,966,762	57,307,305	64,053,873	汇率影响	90,524	-	-	-	-
每股账面值	2.06	2.34	2.79	3.13	3.50	期初持有现金	8,654,805	7,505,098	8,973,122	16,761,299	23,067,205
营运资金	1,198,756	5,128,840	12,803,570	18,909,188	25,497,062	期末持有现金	7,505,098	8,973,122	16,761,299	23,067,205	29,766,075

资料来源：公司资料，第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。