

医药

收盘价  
港元 6.83      目标价  
港元 8.50↓      潜在涨幅  
+24.4%

2026 年 1 月 29 日

## 中国生物制药 (1177 HK)

### 业绩高增长动力充足，新技术平台布局彰显本土 MNC 潜力；维持买入

公司业绩增速有望在 2026-27 年维持双位数，得益于现有大单品和多个新上市产品贡献增量、可控的集采风险敞口及 BD 收入的常态化潜力。凭借前瞻性的视野和充足的资金储备，公司成长路径正快速从管线扩张升级为下一代技术平台布局、从引进升级为引进+出海并行，全球 MNC 大药企雏形初显。

- ④ **2026-27 年业绩增长动力充足：**我们预计 2026-27 年产品收入每年增长 10-11%，增量主要来自核心大单品和新品种：1) 安罗替尼医保未降价、且覆盖范围拓展至一线软组织肉瘤，2026 年内联合 PD-L1 的一线肺鳞癌、III 期 NSCLC 巩固治疗等大适应症有望获批，驱动新一轮销售增长。2) 生物类似药有望继续抢占份额；年初新增 4 万升生物药产能，当前总产能超 8 万升，为后续集采中选和放量提供支撑，公司产品中竞争格局较好、原研存量市场可观的帕妥珠有较大机会。3) 新品/次新品中，2025 年获批的库莫西利 (CDK2/4/6)、2026 年或将获批的 JAK/ROCK、抗菌肽喷雾、氟比洛芬贴膏二代、AT2R 拮抗剂、CD3/EpCAM 双抗有望贡献较大业绩增量。
- ④ **2026 年催化剂来自 PoC/早期数据密集读出及 BD 出海潜力：**1) 肿瘤：礼新 CCR8 单抗和 CLDN18.2 ADC 的 II 期，及 PD-1/TGF-β 融合蛋白的 PDAC II 期数据。公司积极布局 I/O 2.0，包括 PD-1/IL2、PD-L1/VEGF (双抗+ADC)，PD-1/CTLA4 (基于礼新 TME 平台) 等靶点组合。2) 呼吸：PDE3/4 抑制剂 COPD I 期数据。3) 自免/代谢：PPAR MASH 海外 III 期 (26 年底)、GLP-1/GIP 双靶 II 期数据、TYK2 银屑病 II 期，以及赫吉亚 Lp(a) siRNA、APOC3 siRNA 和 THR-β 激动剂 I 期。公司重点发展减重增肌方向，口服 Amylin、Activin-R2 及 INHBE siRNA 年内进入临床，长期内有望形成司美仿制药 + 基于 GLP-1 的口服/双靶 + siRNA 等新机制/靶点的多重布局。2026 年还可重点关注自研管线及礼新、赫吉亚诸多 BD 出海机会。
- ④ **维持买入：**基于我们对公司产品销售和授权合作收入确认节奏的最新预测、及对降本增效+收入结构改善带来的利润率改善空间，我们调整 2025-27 年净利润预测-6%/+9%/-2%，下调 DCF 目标价至 8.5 港元，对应 42 倍 /1.3 倍 2026 年市盈率/PEG (基于主业净利润预测)，维持买入。

#### 盈利预测变动

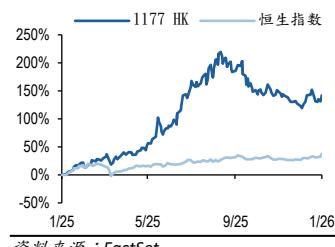
人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	33,474	35,708	-6%	37,163	38,822	-4%	40,932	43,742	-6%
毛利润	27,809	29,637	-6%	31,047	32,106	-3%	34,389	36,219	-5%
毛利率	83.1%	83.0%	0.1ppcts	83.5%	82.7%	0.8ppcts	84.0%	82.8%	1.2ppcts
经调整归母净利润	4,768	5,078	-6%	4,748	4,375	9%	5,185	5,296	-2%
经调整归母净利率	14.2%	14.2%	0.0ppcts	12.8%	11.3%	1.5ppcts	12.7%	12.1%	0.6ppcts

资料来源：FactSet，公司资料，交银国际预测

#### 个股评级

买入

#### 1 年股价表现



#### 股份资料

52周高位 (港元)	9.01
52周低位 (港元)	2.86
市值 (百万港元)	122,159.40
日均成交量 (百万)	89.97
年初至今变化 (%)	10.52
200天平均价 (港元)	7.31

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

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。

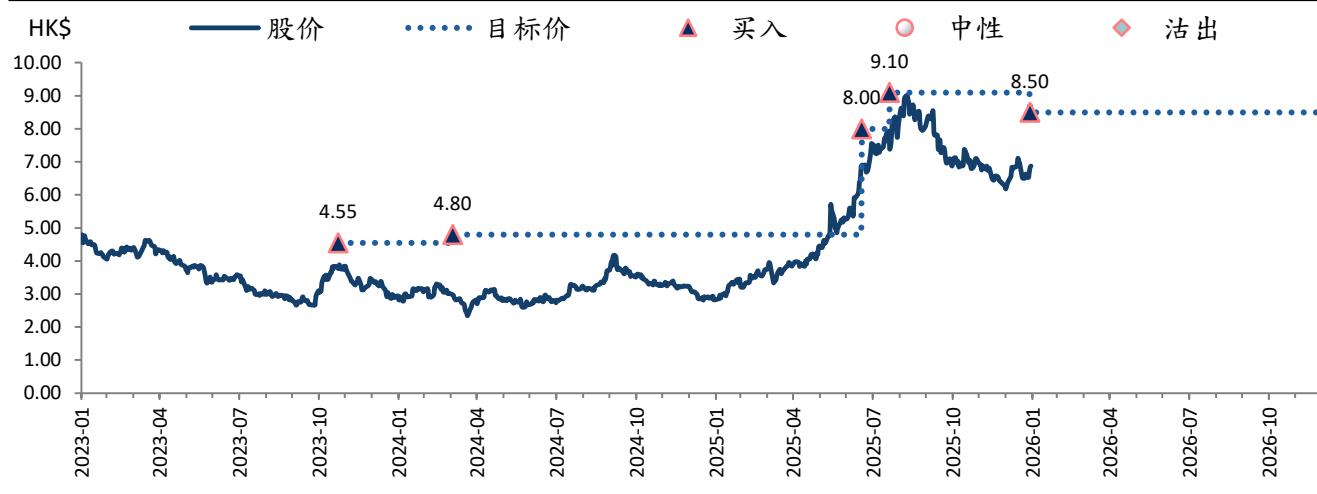
下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 中国生物制药 : DCF 估值模型

---

资料来源：交银国际预测

图表 2：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3：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
2595 HK	劲方医药	买入	31.00	51.00	64.5%	2026年01月23日	生物科技
13 HK	和黄医药	买入	23.96	35.10	46.5%	2026年01月23日	生物科技
9995 HK	荣昌生物	买入	84.55	136.00	60.8%	2026年01月13日	生物科技
9966 HK	康宁杰瑞制药	买入	9.03	13.00	44.0%	2025年12月10日	生物科技
1530 HK	三生制药	买入	23.92	39.50	65.1%	2025年11月27日	生物科技
LEGN US	传奇生物	买入	17.85	72.00	303.4%	2025年11月17日	生物科技
6160 HK	百济神州	买入	209.60	231.00	10.2%	2025年11月10日	生物科技
6990 HK	科伦博泰生物	买入	414.20	549.00	32.5%	2025年10月22日	生物科技
1952 HK	云顶新耀	买入	39.80	84.00	111.1%	2025年09月01日	生物科技
1801 HK	信达生物	买入	82.50	105.00	27.3%	2025年08月29日	生物科技
2162 HK	康诺亚	买入	55.80	78.00	39.8%	2025年08月28日	生物科技
9926 HK	康方生物	买入	110.30	183.00	65.9%	2025年08月27日	生物科技
6996 HK	德琪医药	买入	3.44	8.80	155.8%	2025年08月26日	生物科技
2268 HK	药明合联	买入	64.45	91.00	41.2%	2026年01月19日	医药研发服务外包
1548 HK	金斯瑞生物	买入	12.86	28.75	123.6%	2024年08月12日	医药研发服务外包
2269 HK	药明生物	中性	37.90	34.00	-10.3%	2025年08月21日	医药研发服务外包
AZN US	阿斯利康	买入	93.22	93.30	0.1%	2024年07月18日	跨国处方药企
BMY US	百时美施贵宝	沽出	54.62	33.10	-39.4%	2024年07月18日	跨国处方药企
1177 HK	中国生物制药	买入	6.87	8.50	23.7%	2026年01月29日	制药
2096 HK	先声药业	买入	11.69	16.40	40.3%	2025年08月22日	制药
3692 HK	翰森制药	买入	38.50	48.00	24.7%	2025年08月19日	制药
600867 CH	通化东宝	买入	8.99	14.00	55.8%	2024年04月01日	制药
1093 HK	石药集团	中性	10.69	7.30	-31.7%	2025年11月21日	制药
1276 HK	恒瑞医药	中性	69.95	69.50	-0.6%	2025年10月28日	制药
002422 CH	科伦药业	中性	31.18	40.20	28.9%	2025年06月19日	制药
6078 HK	海吉亚医疗	买入	12.99	18.00	38.6%	2025年03月31日	民营医院
2273 HK	固生堂	买入	29.96	42.00	40.2%	2025年01月27日	民营医院

资料来源：FactSet，交银国际预测，截至2026年1月29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	33,474	37,163	40,932
主营业务成本	(4,990)	(5,336)	(5,665)	(6,116)	(6,544)
<b>毛利</b>	<b>21,210</b>	<b>23,530</b>	<b>27,809</b>	<b>31,047</b>	<b>34,389</b>
销售及管理费用	(11,067)	(12,159)	(13,900)	(15,208)	(16,464)
研发费用	(4,403)	(5,089)	(5,763)	(6,226)	(6,665)
其他经营净收入/费用	(301)	(1,112)	(1,160)	(1,275)	(1,188)
<b>经营利润</b>	<b>5,439</b>	<b>5,169</b>	<b>6,986</b>	<b>8,337</b>	<b>10,072</b>
财务成本净额	(495)	(295)	(261)	(267)	(272)
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	2,964	1,465	808
<b>税前利润</b>	<b>5,895</b>	<b>6,858</b>	<b>9,650</b>	<b>9,553</b>	<b>10,653</b>
税费	(797)	(493)	(1,537)	(1,430)	(1,591)
非控股权益	(2,765)	(2,865)	(3,083)	(3,412)	(3,896)
<b>净利润</b>	<b>2,332</b>	<b>3,500</b>	<b>5,030</b>	<b>4,711</b>	<b>5,165</b>
作每股收益计算的净利润	2,332	3,500	5,030	4,711	5,165

## 资产负债简表(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	7,579	11,936	19,209
应收账款及票据	4,510	4,968	5,121	6,283	5,828
存货	1,993	2,373	2,587	2,820	3,073
其他流动资产	9,797	11,113	8,671	9,040	9,007
<b>总流动资产</b>	<b>23,806</b>	<b>24,685</b>	<b>23,957</b>	<b>30,078</b>	<b>37,118</b>
物业、厂房及设备	8,081	8,691	7,442	7,423	7,501
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
<b>总长期资产</b>	<b>39,799</b>	<b>40,723</b>	<b>43,927</b>	<b>44,399</b>	<b>44,991</b>
<b>总资产</b>	<b>63,605</b>	<b>65,408</b>	<b>67,884</b>	<b>74,477</b>	<b>82,109</b>
短期贷款	11,136	7,586	7,738	7,892	8,050
应付账款	1,335	1,497	1,482	1,366	1,502
其他短期负债	10,136	10,473	10,473	10,473	10,473
<b>总流动负债</b>	<b>22,607</b>	<b>19,556</b>	<b>19,693</b>	<b>19,732</b>	<b>20,025</b>
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
<b>总长期负债</b>	<b>2,828</b>	<b>3,078</b>	<b>3,117</b>	<b>3,158</b>	<b>3,200</b>
<b>总负债</b>	<b>25,435</b>	<b>22,634</b>	<b>22,810</b>	<b>22,890</b>	<b>23,225</b>
股本	415	414	414	414	414
储备及其他资本项目	30,060	31,546	30,763	33,864	37,265
<b>股东权益</b>	<b>30,474</b>	<b>31,961</b>	<b>31,177</b>	<b>34,279</b>	<b>37,679</b>
非控股权益	7,695	10,813	13,896	17,308	21,204
<b>总权益</b>	<b>38,170</b>	<b>42,774</b>	<b>45,074</b>	<b>51,587</b>	<b>58,884</b>

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	9,650	9,553	10,653
折旧及摊销	983	1,209	226	335	445
营运资本变动	(431)	100	(1,277)	(1,880)	369
其他经营活动现金流	104	29	(1,245)	(1,178)	(1,355)
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,066</b>	<b>6,615</b>	<b>7,354</b>	<b>6,830</b>	<b>10,112</b>
资本开支	(1,475)	(1,394)	(618)	(793)	(1,001)
其他投资活动现金流	718	(315)	(3,600)	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(757)</b>	<b>(1,709)</b>	<b>(4,218)</b>	<b>(793)</b>	<b>(1,001)</b>
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)	(1,719)	(1,610)	(1,765)
其他融资活动现金流	(7,826)	(1,734)	(261)	(267)	(272)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(6,549)</b>	<b>(6,315)</b>	<b>(1,788)</b>	<b>(1,681)</b>	<b>(1,837)</b>
汇率收益/损失	91	136	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>8,655</b>	<b>7,505</b>	<b>6,232</b>	<b>7,579</b>	<b>11,936</b>
<b>年末现金</b>	<b>7,505</b>	<b>6,232</b>	<b>7,579</b>	<b>11,936</b>	<b>19,209</b>

## 财务比率

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	0.126	0.191	0.268	0.251	0.275
全面摊薄每股收益	0.123	0.187	0.262	0.246	0.270
每股账面值	1.621	1.701	1.662	1.827	2.008
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	81.0	81.5	83.1	83.5	84.0
EBITDA利润率	24.5	22.1	21.5	23.3	25.7
EBIT利润率	20.8	17.9	20.9	22.4	24.6
净利率	8.9	12.1	15.0	12.7	12.6
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	3.7	5.4	7.4	6.3	6.3
ROE	6.1	8.2	11.2	9.1	8.8
ROIC	4.6	6.7	9.2	7.7	7.5
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	12.3	7.8	4.9	净现金	净现金
流动比率	1.1	1.3	1.2	1.5	1.9
存货周转天数	145.8	162.3	166.7	168.3	171.4
应收账款周转天数	62.8	62.8	55.8	61.7	52.0
应付账款周转天数	97.6	102.4	95.5	81.5	83.8

## 交銀國際

香港中環德輔道中68號萬宜大廈9樓

總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

### 評級定義

#### 分析員個股評級定義:

**買入:** 預期個股未來12個月的總回報**高於**相關行業。

**中性:** 預期個股未來12個月的總回報與相關行業**一致**。

**沽出:** 預期個股未來12個月的總回報**低於**相關行業。

**無評級:** 對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

#### 分析員行業評級定義:

**領先:** 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤**標杆指數具吸引力**。

**同步:** 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤**標杆指數一致**。

**落後:** 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤**標杆指數不具吸引力**。

香港市場的**標杆指數**為**恒生綜合指數**，A股市場的**標杆指數**為**MSCI中國A股指數**，美國上市中概股的**標杆指數**為**標普美國中概股50（美元）指數**

## 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有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

交銀國際證券有限公司及/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、交銀國際控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、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、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、山东快驴科技发展股份有限公司、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、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司及牧原食品股份有限公司有投资银行业务关系。

交銀國際證券有限公司及/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銀國際證券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交銀國際證券事先以书面同意，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。

交銀國際證券、其联属公司、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、或对其实有兴趣。此外，交銀國際證券、其联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，或可能以委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銀國際證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。交銀國際證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，交銀國際證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，旨在供交銀國際證券之客户作一般阅览之用，而并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銀國際證券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交銀國際證券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交銀國際證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銀國際證券。

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。

交銀國際證券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。