

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

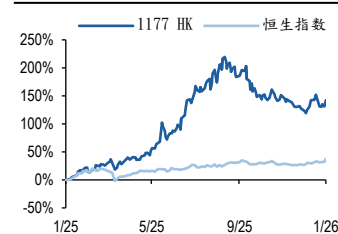
人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	33,474	35,708	-6%	37,163	38,822	-4%	40,932	43,742	-6%
毛利润	27,809	29,637	-6%	31,047	32,106	-3%	34,389	36,219	-5%
毛利率	83.1%	83.0%	0.1ppts	83.5%	82.7%	0.8ppts	84.0%	82.8%	1.2ppts
经调整归母净利润	4,768	5,078	-6%	4,748	4,375	9%	5,185	5,296	-2%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

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



资料来源：FactSet

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

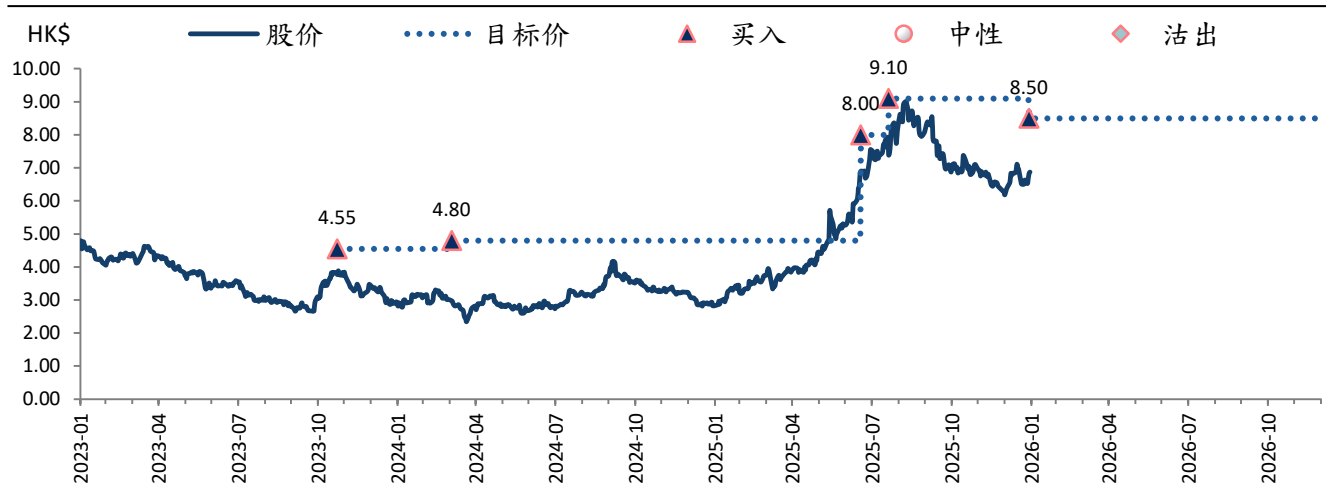
图表 1: 中国生物制药：DCF 估值模型

人民币，百万	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	33,474	37,163	40,932	44,709	48,023	50,615	52,242	53,564	54,765	55,934	57,202
EBIT	6,986	8,337	10,072	11,870	13,373	14,666	15,678	16,524	17,354	18,194	19,058
EBIT* (1-t)	5,938	7,087	8,561	10,090	11,367	12,466	13,326	14,045	14,751	15,465	16,200
加：折旧摊销	226	335	445	563	693	844	1,019	1,085	1,148	1,207	1,264
减：营运资金增加/(减少)	(1,277)	(1,880)	369	(2,223)	105	(1,954)	(70)	(1,763)	313	(1,748)	(130)
减：资本开支	(618)	(793)	(1,001)	(1,242)	(1,505)	(1,778)	(2,044)	(2,084)	(2,120)	(2,155)	(2,193)
自由现金流	4,269	4,748	8,374	7,187	10,661	9,578	12,232	11,283	14,091	12,769	15,140
永续增长率	2%										
自由现金流现值	68,005										
终值现值	92,268										
企业价值	160,273										
净现金	1,966										
少数股东权益	(17,308)										
股权价值 (百万人民币)	144,931										
股权价值 (百万港元)	159,424										
股份数量 (百万)	18,761										
每股价值 (港元)	8.50										

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	15.00%
有效税率	15.00%
WACC	9.40%

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
BMJ 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)
毛利	21,210	23,530	27,809	31,047	34,389
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)
经营利润	5,439	5,169	6,986	8,337	10,072
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
税前利润	5,895	6,858	9,650	9,553	10,653
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)
净利润	2,332	3,500	5,030	4,711	5,165
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
总流动资产	23,806	24,685	23,957	30,078	37,118
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
总长期资产	39,799	40,723	43,927	44,399	44,991
总资产	63,605	65,408	67,884	74,477	82,109
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
总流动负债	22,607	19,556	19,693	19,732	20,025
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	22,810	22,890	23,225
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
股东权益	30,474	31,961	31,177	34,279	37,679
非控股权益	7,695	10,813	13,896	17,308	21,204
总权益	38,170	42,774	45,074	51,587	58,884

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)
经营活动现金流	6,066	6,615	7,354	6,830	10,112
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
投资活动现金流	(757)	(1,709)	(4,218)	(793)	(1,001)
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)
融资活动现金流	(6,549)	(6,315)	(1,788)	(1,681)	(1,837)
汇率收益/损失	91	136	0	0	0
年初现金	8,655	7,505	6,232	7,579	11,936
年末现金	7,505	6,232	7,579	11,936	19,209

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	0.268	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
利润率分析(%)					
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
盈利能力(%)					
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
其他					
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、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、上海攀达科技发展股份有限公司、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，并可能受递送延误、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。