

中国生物制药 (1177 HK)

创新药收入占比近半，全球化布局提速

中国生物制药公布 25 年业绩，收入同比增长 10.3% 至 318.3 亿元，其中创新产品收入同比增长 26.2% 至 15.2 亿元，占总收入的 47.8% (vs 2023 年的 37.8%)；经调整归母净利润同比增长 31.4% 至 45.4 亿元，若剔除科兴中维的分红，经调整归母净利润仍同比增长 15%。公司的 25 年收入比我们/ 彭博一致预期分别低 7.4%/ 3.9%，经调整归母净利润比我们/ 一致预期分别低 27.5%/ 9.0%，主要由于礼新医药从 Merck 获得的 3 亿美金里程碑付款未按预期计入 25 年收入。随着仿制药收入企稳以及创新药销售持续发力，我们认为 26 年公司业绩将继续稳健增长。

■ **创新研发进入收获期，管线价值持续兑现。** 25 年公司迎来 4 个创新产品获批上市，包括全球首个 CDK2/4/6 抑制剂库莫西利、全球首款高选择性 HER2 TKI 宗艾替尼、国内首款 24h 长效的非甾体抗炎药美洛昔康注射液(II)、以及首个国产重组人凝血因子 VIIa N01。此外，安罗替尼年内获批 4 个适应症，均为一线适应症，与贝莫苏单抗 (PD-L1) 形成协同矩阵，有望进一步释放销售潜力。公司在研创新药数量庞大，仅肿瘤领域就有 39 个处于临床阶段，其中包括多个具有全球 FIC 或 BIC 潜力的重磅资产，如 EGFR/c-Met 双抗 TQB2922、Claudin 18.2 ADC LM-302、CCR8 单抗 LM-108 等。此外，在肝病/代谢、呼吸/自免及镇痛领域也均有多个创新药处于 III 期临床。管理层目标在 26-28 年获批上市近 20 款创新产品和新适应症。

■ **对外合作实现重大突破，创新研发能力显著加强。** 26 年 2 月公司与赛诺菲达成全球独家许可协议，以 1.35 亿美元首付款，13.95 亿美元开发、监管和销售里程碑以及最高双位数销售提成授予赛诺菲罗伐替尼 (全球首个获批的 JAK/ROCK 双靶点抑制剂) 全球开发及商业化权益，是公司研发国际化的重要里程碑。此外，公司完成两项重磅收购：25 年 7 月以不超过 9.5 亿美元全资收购礼新医药，获得抗体及 ADC 技术平台；26 年 1 月以 12 亿元收购赫吉亚，补齐小核酸技术短板。管理层表示对外授权将是未来公司 BD 工作的核心目标。考虑到公司丰富的创新药管线，我们预计公司的对外授权有望持续落地，进一步增厚公司的业绩。

■ **2026 年将迎来多个重要数据读出。** 公司将在 2026 年继续披露多个重要临床数据，特别值得关注的包括：1) AACR 会议披露 PD-1/VEGF 双抗 LM299 治疗晚期实体瘤的 I 期数据；2) ESMO 会议公布 EGFR/c-Met 双抗 ADC TQB6411 治疗晚期恶性肿瘤的 I 期数据；3) AHA 会议披露 APOC3 siRNA Kylo-12 治疗严重高甘油三酯血症的 I 期数据。

■ **维持“买入”评级。** 基于 DCF 的目标价从 9.40 港元下调至 8.70 港元 (WACC: 10.01%，永续增长率: 2.0%，维持不变)，以反映我们对于非 BD 收入的预期下调。我们预计公司 2026E/27E/28E 收入同比增长 13.5%/7.1%/9.2% (非 BD 收入: 10.5%/10.0%/9.2%)，经调整归母净利润同比增长 5.4%/8.3%/10.5%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
销售收入 (百万人民币)	28,866	31,834	36,129	38,686	42,263
同比增长 (%)	10.2	10.3	13.5	7.1	9.2
调整后净利润 (百万人民币)	3,457	4,541	4,788	5,183	5,730
同比增长 (%)	33.5	31.4	5.4	8.3	10.5
调整后每股收益 (人民币)	0.19	0.25	0.26	0.28	0.31
市场平均预估每股收益 (人民币)	na	Na	0.26	0.28	0.29
调整后市盈率 (倍)	27.9	21.0	20.7	19.1	17.3

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	8.70 港元
(此前目标价)	9.40 港元
潜在升幅	47.7%
当前股价	5.89 港元

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

黄本晨, CFA

huangbenchen@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	110,500.6
3月平均流通量(百万港元)	422.4
52周内股价高/低(港元)	9.01/3.34
总股本(百万)	18760.7

资料来源：FactSet

股东结构

谢润润	21.6%
郑翔玲	15.8%

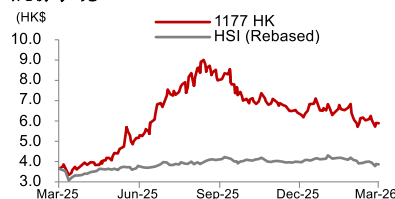
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.6%	3.9%
3-月	-8.3%	-5.1%
6-月	-25.9%	-22.4%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 盈利预测调整

人民币 百万元	新预测			过往预测			差值 (%)		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
销售收入	36,129	38,686	42,263	35,901	39,719	na	0.63%	-2.60%	na
毛利	30,173	32,446	35,489	29,480	32,655	na	2.35%	-0.64%	na
运营利润	9,944	10,785	11,909	8,458	9,676	na	17.57%	11.46%	na
经调整净利润	4,788	5,183	5,730	4,385	4,881	na	9.19%	6.20%	na
经调整每股收益 (元)	0.26	0.28	0.31	0.23	0.26	na	9.19%	6.20%	na
毛利率	83.51%	83.87%	83.97%	82.11%	82.21%	na	+1.40ppt	+1.66ppt	na
运营利润率	27.52%	27.88%	28.18%	23.56%	24.36%	na	+3.96ppt	+3.52ppt	na
经调整净利润率	13.25%	13.40%	13.56%	12.21%	12.29%	na	+1.04ppt	+1.11ppt	na

资料来源: 招银国际环球市场预测

图 2: 招银国际与市场预测

人民币 百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
销售收入	36,129	38,686	42,263	36,581	40,331	43,229	-1.24%	-4.08%	-2.23%
毛利	30,173	32,446	35,489	30,332	33,453	35,858	-0.53%	-3.01%	-1.03%
运营利润	9,944	10,785	11,909	8,824	9,498	10,098	12.69%	13.55%	17.93%
经调整净利润	4,788	5,183	5,730	4,694	5,107	5,353	1.99%	1.49%	7.04%
经调整每股收益 (元)	0.26	0.28	0.31	0.26	0.28	0.29	-1.09%	-1.68%	6.05%
毛利率	83.51%	83.87%	83.97%	82.92%	82.95%	82.95%	+0.6ppt	+0.92ppt	+1.02ppt
运营利润率	27.52%	27.88%	28.18%	24.12%	23.55%	23.36%	+3.4ppt	+4.33ppt	+4.82ppt
经调整净利润率	13.25%	13.40%	13.56%	12.83%	12.66%	12.38%	+0.42ppt	+0.74ppt	+1.17ppt

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 3: DCF 估值分析

DCF 估值 (百万元人民币)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
息税前利润	10,421	10,895	11,946	13,012	14,031	15,135	16,632	17,852	18,594	18,515
税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
息税前利润*(1-税率)	8,857	9,261	10,154	11,060	11,927	12,865	14,137	15,174	15,805	15,738
+折旧与摊销	1,148	1,116	1,086	1,059	1,034	1,011	990	970	952	935
-营运资金变化	231	-461	-665	-724	-977	-1,094	-1,460	-1,326	-1,014	-382
-资本支出	-700	-700	-700	-700	-700	-700	-700	-700	-700	-700
自由现金流	9,536	9,216	9,876	10,695	11,284	12,082	12,966	14,118	15,043	15,591
终值										198,443

永续增长率	2.00%
加权平均资本成本 WACC	10.01%
股本成本	13.57%
债务成本	4.00%
市场风险系数 β	1.05
无风险利率	2.50%
市场风险溢价	10.50%
目标负债率	35.00%
有效公司税率	15.00%

终值现值	76,414
总现值	146,836
净负债	-14,987
少数股东权益	15,618
股权价值	146,204
股份数 (百万股)	18,761
DCF 每股价值 (RMB)	7.79
DCF 每股价值 (HK\$)	8.70

资料来源：招银国际环球市场预测。港元:人民币 = 0.90。

图 4: DCF 估值敏感性分析 (港元)

		WACC				
		9.01%	9.51%	10.01%	10.51%	11.01%
永续增长率	3.00%	11.06	10.16	9.40	8.73	8.15
	2.50%	10.52	9.72	9.02	8.42	7.89
	2.00%	10.05	9.33	8.70	8.14	7.65
	1.50%	9.64	8.99	8.41	7.90	7.44
	1.00%	9.29	8.69	8.15	7.68	7.25

资料来源：招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	26,199	28,866	31,834	36,129	38,686	42,263
销售成本	(4,990)	(5,336)	(5,708)	(5,956)	(6,240)	(6,775)
毛利润	21,210	23,530	26,127	30,173	32,446	35,489
运营费用	(15,470)	(17,249)	(19,003)	(20,229)	(21,661)	(23,580)
销售费用	(9,193)	(10,078)	(10,993)	(11,798)	(12,702)	(13,834)
行政费用	(1,873)	(2,082)	(2,144)	(2,123)	(2,141)	(2,296)
研发费用	(4,403)	(5,089)	(5,866)	(6,308)	(6,819)	(7,450)
运营利润	5,740	6,281	7,124	9,944	10,785	11,909
其他收入	613	23	520	1,450	1,050	1,050
其他费用	4,102	3,977	4,962	5,484	6,030	6,587
应占联营公司的(亏损)/溢利	(526)	(118)	(151)	(150)	(150)	(150)
利息支出	(495)	(295)	(278)	(275)	(249)	(257)
税前利润	9,435	9,867	12,176	16,453	17,465	19,139
所得税	(797)	(493)	(1,629)	(1,648)	(1,750)	(1,925)
税后利润	8,637	9,374	10,547	14,805	15,715	17,214
非控股权益	(2,765)	(2,865)	(2,971)	(4,204)	(4,462)	(4,909)
停业部门损益	485	1,580	0	0	0	0
净利润	6,357	8,089	7,576	10,601	11,253	12,305
调整后净利润	2,589	3,457	4,541	4,788	5,183	5,730
总股息	834	1,178	1,656	1,541	1,636	1,800
资产负债表						
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	23,806	24,685	34,465	43,428	52,847	63,132
现金与现金等价物	9,452	9,570	12,181	21,309	30,193	39,673
应收账款	4,510	4,968	6,264	5,939	6,359	6,947
存货	1,993	2,373	2,257	2,416	2,531	2,748
预付款项	3,636	2,452	3,022	3,022	3,022	3,022
以公允价值计入损益的资产	2,812	4,951	10,147	10,147	10,147	10,147
其他流动资产	20,994	19,735	24,318	33,281	42,700	52,986
非流动资产	39,799	40,723	41,545	40,947	40,382	39,845
物业及厂房及设备(净额)	8,081	8,691	8,700	8,530	8,377	8,239
使用权资产	1,831	1,597	1,534	1,457	1,384	1,315
递延税项	567	516	507	507	507	507
合资及联营公司投资	12,244	1,620	1,637	1,487	1,337	1,187
无形资产	2,229	2,145	3,556	3,378	3,209	3,049
商誉	680	916	3,496	3,496	3,496	3,496
以公允价值计入损益的资产	4,700	4,439	2,109	2,109	2,109	2,109
其他非流动资产	9,468	20,798	20,006	19,983	19,962	19,944
总资产	63,605	65,408	76,010	84,375	93,228	102,978
流动负债	22,607	19,556	25,200	25,765	26,339	26,980
短期债务	11,136	7,602	8,395	8,895	9,395	9,895
应付账款	1,335	1,497	1,497	1,563	1,637	1,777
应付税款	272	318	696	696	696	696
其他流动负债	459	110	87	87	87	87
应计费用	9,406	10,028	14,524	14,524	14,524	14,524
非流动负债	2,828	3,078	8,724	8,724	8,724	8,724
长期债务	1,058	1,997	7,584	7,584	7,584	7,584
可转换债券	16	0	0	0	0	0
递延收入	782	238	286	286	286	286
其他非流动负债	972	843	854	854	854	854
总负债	25,435	22,634	33,924	34,489	35,064	35,704
股本	415	414	414	414	414	414
留存收益	31,830	34,521	33,209	36,805	40,622	44,822
其他储备	(1,770)	(2,975)	(2,951)	(2,951)	(2,951)	(2,951)
股东权益总额	30,474	31,961	30,671	34,267	38,085	42,285
少数股东权益	7,695	10,813	11,415	15,618	20,080	24,989
总负债和股东权益	63,605	65,408	76,010	84,375	93,228	102,978

现金流量表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	5,934	6,994	6,943	10,990	11,665	12,834
折旧摊销	1,074	1,321	1,212	1,148	1,116	1,086
税款	(747)	(1,001)	(1,629)	(1,648)	(1,750)	(1,925)
营运资金变化	(431)	100	2,586	231	(461)	(665)
其他	235	(800)	210	125	199	207
净经营现金流	6,066	6,615	9,322	10,845	10,769	11,537
投资现金流						
资本开支	(1,068)	(960)	(700)	(700)	(700)	(700)
收购与投资	(1,244)	(214)	0	0	0	0
处理短期投资所得现金	1,740	(1,985)	0	0	0	0
其他	(185)	1,450	220	300	200	200
净投资现金流	(757)	(1,709)	(480)	(400)	(500)	(500)
融资现金流						
已支付股息	(3,855)	(2,215)	(1,656)	(1,541)	(1,636)	(1,800)
净借贷	(1,712)	(2,735)	2,000	500	500	500
股票回购	(396)	(1,252)	0	0	0	0
其他	(586)	(113)	(3,237)	(275)	(249)	(257)
净融资现金流	(6,549)	(6,315)	(2,893)	(1,316)	(1,385)	(1,557)
净现金流变动						
年初现金	8,655	7,505	6,232	12,181	21,309	30,193
汇率变动	91	136	0	0	0	0
年末现金	7,505	6,232	12,181	21,309	30,193	39,673
增长率	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日						
销售收入	(9.0%)	10.2%	10.3%	13.5%	7.1%	9.2%
毛利润	(7.7%)	10.9%	11.0%	15.5%	7.5%	9.4%
经营利润	(6.9%)	9.4%	13.4%	39.6%	8.5%	10.4%
净利润	(6.5%)	27.3%	(6.3%)	39.9%	6.2%	9.3%
调整后净利润	(13.3%)	33.5%	31.4%	5.4%	8.3%	10.5%
盈利能力比率	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日						
毛利率	81.0%	81.5%	82.1%	83.5%	83.9%	84.0%
营业利润率	21.9%	21.8%	22.4%	27.5%	27.9%	28.2%
调整后净利润率	9.9%	12.0%	14.3%	13.3%	13.4%	13.6%
股本回报率	21.1%	25.9%	24.2%	32.6%	31.1%	30.6%
资产负债比率	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	na	na	na	na	na	na
流动比率 (倍)	1.1	1.3	1.4	1.7	2.0	2.3
应收账款周转天数	63.7	59.9	64.4	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	158.1	149.3	148.0	148.0	148.0	148.0
应付账款周转天数	108.7	96.9	95.8	95.8	95.8	95.8
估值指标	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日						
市盈率 (调整后)	37.9	27.9	21.0	20.7	19.1	17.3
市帐率	2.5	2.2	2.2	2.0	1.7	1.4
市现率	15.9	14.4	10.1	9.0	9.1	8.5
股息 (%)	0.9	1.2	1.8	1.6	1.7	1.8

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。