

中国生物制药 (1177 HK)

BD 集中兑现，平台创新价值获验证

中国生物制药 1H26 实现收入人民币 194.4 亿元，同比增长 10.6%，经调整净利润 33.4 亿元，同比增长 8.1%。若剔除 1H25 科兴中维 13.5 亿元税后分红，经调整净利润将同比大增 92.3%。基于我们的计算，若继续剔除收到的 1.35 亿美金首付款的税后金额（按照 15% 税率计算），公司的经调整净利润增速仍高达约 47%。创新产品收入同比增长 29.2% 至 7.8 亿元，占总收入的 40.2%（同比提升 5.8ppts）。管理层维持全年收入双位数增长的指引，并对利润增速保持信心。

■ **创新平台价值获全球验证。**2026 年至今，公司对外授权（BD）持续兑现，成为业绩最大亮点之一。3 月，公司与赛诺菲就全球首个获批的 JAK/ROCK 双靶点抑制剂罗伐昔替尼达成 15.3 亿美元全球独家许可协议（首付款 1.35 亿美元），创中国移植领域最大授权交易纪录；7 月，公司与阿斯利康就 PDE3/4 抑制剂 TQC3721 达成 19 亿美元授权合作（首付款 2 亿美元），为近三年中国呼吸领域最大对外授权。两项交易合计首付款超 3 亿美元，不仅将大幅增厚全年业绩，更是对正大天晴研发平台价值的验证。公司在研管线持续成熟，聚焦全球 FIC 和 BIC 领域。潜力管线包括获得 CDE 三项 BTD 认证的 HER2 双抗 ADC TQB2102、全球进展最快的 CCR8 单抗 LM-108、EGFR/c-Met 双抗 ADC TQB6411，LPA siRNA Kylo-11、PD-1/IL-2 双抗 TQB6628 等，BD 收入有望转为常态化，为公司铸造第二增长曲线。

■ **AI 从概念落地为生产力。**公司是行业内最早系统性布局 AI 的大型药企，三年累计 AI 相关投入达 6 亿元，AI 赋能贯穿早研、临床、生产和销售多个核心业务链条。公司已初步建立 AIDD 干湿闭环体系，实现湿实验数据自动回流与模型迭代，靶点建模从数年缩短至数小时。AT2R 拮抗剂 TRD205 是公司基于第二代 AI 药物发现平台开发的全球首个非阿片类镇痛新药，慢性术后神经痛 II 期数据已读出阳性结果，被 CDE 纳入突破性疗法认定。基于 AI 赋能和降本增效，销售费用率在 1H26 下降到 27%，公司预计全年在 30% 左右。

■ **未来一年催化剂密集。**HER2 双抗 ADC TQB2102 将于 2026 ESMO 公布 HER2 低表达乳腺癌 III 期数据；CCR8 单抗 LM-108 将在 2026 ESMO 公布一线胃癌的 II 期数据，并将启动一线胃癌的注册临床；PDE3/4 抑制剂 TQC3721 的干粉剂型将在 2026 ERS 读出 COPD 的 I 期数据，并将开启注册临床；可实现一年一针的 LPA siRNA 疗法 Kylo-11 将于 2026 ESC 公布 Lp(a) I 期数据。公司预计每年约 20 个 IND，管线梯队有望持续扩充。

■ **维持“买入”评级。**受益于与赛诺菲和阿斯利康的 BD 交易，我们预计公司 2026E/27E/28E 收入同比增长 14.0%/3.1%/10.0%（非 BD 收入：6.7%/9.4%/10.0%），经调整归母净利润同比增长 10.5%/3.3%/11.1%。维持基于 DCF 模型的目标价 8.70 港元（WACC: 9.98%，永续增长率：2.0%）。

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	36,284	37,427	41,156
同比增长 (%)	10.2	10.3	14.0	3.1	10.0
调整后净利润(百万人民币)	3,457	4,541	5,019	5,187	5,763
同比增长 (%)	33.5	31.4	10.5	3.3	11.1
调整后每股收益(人民币)	0.19	0.25	0.27	0.28	0.31
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	0.24	0.25	0.27
调整后市盈率(倍)	25.1	18.9	17.7	17.1	15.4

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)	8.70 港元)
潜在升幅	61.4%
当前股价	5.39 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)	100,701.1
3 月平均流通量(百万港元)	453.1
52 周内股价高/低(港元)	9.01/4.26
总股本(百万)	18683.0

资料来源：FactSet

股东结构

谢承润	21.7%
郑翔玲	15.9%

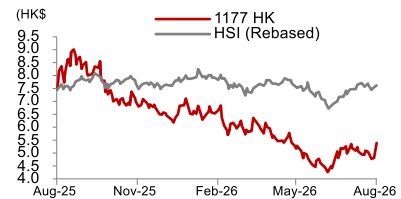
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	4.3%	2.0%
3 - 月	4.3%	4.1%
6 - 月	-18.9%	-16.7%

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	36,284	37,427	41,156	37,494	38,996	42,574	-3.23%	-4.02%	-3.33%
毛利	30,228	30,838	33,905	31,362	32,524	35,546	-3.62%	-5.18%	-4.62%
运营利润	11,580	10,807	11,984	10,817	10,824	11,923	7.06%	-0.16%	0.51%
经调整净利润	5,019	5,187	5,763	5,146	5,195	5,745	-2.48%	-0.17%	0.31%
经调整每股收益 (元)	0.27	0.28	0.31	0.28	0.28	0.31	-2.36%	-0.05%	0.43%
毛利率	83.31%	82.40%	82.38%	83.64%	83.40%	83.49%	-0.34ppt	-1.01ppt	-1.11ppt
运营利润率	31.91%	28.87%	29.12%	28.85%	27.76%	28.01%	+3.07ppt	+1.12ppt	+1.11ppt
经调整净利润率	13.83%	13.86%	14.00%	13.73%	13.32%	13.49%	+0.11ppt	+0.53ppt	+0.51ppt

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对比

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	36,284	37,427	41,156	36,268	39,163	42,757	0.04%	-4.43%	-3.75%
毛利	30,228	30,838	33,905	30,011	32,409	35,392	0.72%	-4.85%	-4.20%
运营利润	11,580	10,807	11,984	9,309	9,603	10,394	24.39%	12.54%	15.29%
经调整净利润	5,019	5,187	5,763	4,325	4,600	5,086	16.04%	12.75%	13.30%
经调整每股收益 (元)	0.27	0.28	0.31	0.24	0.25	0.27	13.35%	13.31%	13.40%
毛利率	83.31%	82.40%	82.38%	82.75%	82.75%	82.77%	+0.56ppt	-0.36ppt	-0.39ppt
运营利润率	31.91%	28.87%	29.12%	25.67%	24.52%	24.31%	+6.25ppt	+4.35ppt	+4.81ppt
经调整净利润率	13.83%	13.86%	14.00%	11.93%	11.75%	11.90%	+1.91ppt	+2.11ppt	+2.11ppt

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	11,699	10,775	11,854	12,806	13,898	15,086	16,757	18,261	19,376	19,715
税率	18.00%	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)	9,593	9,159	10,076	10,885	11,813	12,823	14,243	15,522	16,470	16,758
+折旧与摊销	1,148	1,146	1,143	1,140	1,137	1,134	1,130	1,127	1,123	1,119
- 营运资金变化	99	-404	-881	-1,012	-1,349	-1,498	-1,859	-1,735	-1,488	-1,212
- 资本支出	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000
自由现金流	9,840	8,901	9,337	10,013	10,601	11,459	12,514	13,914	15,104	15,665
终值										200,202
永续增长率	2.00%									
加权平均资本成本 WACC	9.98%									
股本成本	13.53%									
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	77,318									
总现值	145,944									
净负债	-13,026									
少数股东权益	15,930									
股权价值	143,040									
股份数 (百万股)	18,683									
DCF 每股价值 (RMB)	7.66									
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 = 0.88。

图 4: DCF 估值敏感性分析 (港元)

		WACC				
		8.98%	9.48%	9.98%	10.48%	10.98%
永续增长率	3.00%	11.15	10.22	9.43	8.74	8.14
	2.50%	10.58	9.75	9.04	8.42	7.87
	2.00%	10.09	9.35	8.70	8.13	7.62
	1.50%	9.67	9.00	8.40	7.87	7.40
	1.00%	9.31	8.68	8.14	7.65	7.21

资料来源：招银国际环球市场预测

风险提示

- 1) 在研药物临床开发失败或推进速度不及预期；2) 对外授权交易落地节奏以及落地金额不急预期；3) 国内市场竞争加剧可能造成已获批产品市占率提升不及预期或者价格下降；4) 潜在生物类似药集采对生物类似药产品销售前景的负面影响；5) 化学仿制药未来政策走向对化学仿制药业务带来的不确定性。

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	36,284	37,427	41,156
销售成本	(4,990)	(5,336)	(5,708)	(6,056)	(6,589)	(7,251)
毛利润	21,210	23,530	26,127	30,228	30,838	33,905
运营费用	(15,470)	(17,249)	(19,003)	(18,648)	(20,031)	(21,921)
销售费用	(9,193)	(10,078)	(10,993)	(10,373)	(11,163)	(12,203)
行政费用	(1,873)	(2,082)	(2,144)	(2,118)	(2,205)	(2,386)
研发费用	(4,403)	(5,089)	(5,866)	(6,158)	(6,663)	(7,332)
运营利润	5,740	6,281	7,124	11,580	10,807	11,984
其他收入	613	23	520	1,200	1,100	1,100
其他费用	4,102	3,977	4,962	5,227	5,681	6,252
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	17,581	17,189	18,929
所得税	(797)	(493)	(1,629)	(2,203)	(1,722)	(1,900)
税后利润	8,637	9,374	10,547	15,379	15,467	17,029
非控股权益	(2,765)	(2,865)	(2,971)	(4,515)	(4,391)	(4,846)
停业部门损益	485	1,580	0	0	0	0
净利润	6,357	8,089	7,576	10,863	11,076	12,183
调整后净利润	2,589	3,457	4,541	5,019	5,187	5,763
总股息	834	1,178	1,656	1,656	1,610	1,777

资产负债表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	23,806	24,685	34,465	41,533	50,116	60,074
现金与现金等价物	9,452	9,570	12,181	19,348	27,527	36,604
应收账款	4,510	4,968	6,264	5,965	6,152	6,765
存货	1,993	2,373	2,257	2,456	2,672	2,941
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	31,386	39,969	49,928
非流动资产	39,799	40,723	41,545	42,447	42,152	41,858
物业及厂房及设备 (净额)	8,081	8,691	8,700	8,830	8,947	9,052
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	2,687	2,537	2,387
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	83,980	92,267	101,933
流动负债	22,607	19,556	25,200	25,791	26,431	27,104
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	1,589	1,729	1,902
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	34,515	35,155	35,829
股本	415	414	414	414	414	414
留存收益	31,830	34,521	33,209	37,072	40,828	44,974
其他储备	(1,770)	(2,975)	(2,951)	(3,951)	(4,451)	(4,451)
股东权益总额	30,474	31,961	30,671	33,534	36,791	40,937
少数股东权益	7,695	10,813	11,415	15,930	20,321	25,167
总负债和股东权益	63,605	65,408	76,010	83,980	92,267	101,933

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	12,237	11,479	12,669
折旧摊销	1,074	1,321	1,212	1,148	1,146	1,143
税款	(747)	(1,001)	(1,604)	(2,203)	(1,722)	(1,900)
营运资金变化	(431)	100	2,624	191	(264)	(708)
其他	235	(800)	116	225	199	207
净经营现金流	6,066	6,615	9,292	11,598	10,838	11,411
投资现金流						
资本开支	(1,068)	(960)	(1,239)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
收购与投资	(1,244)	(214)	(5,359)	(1,200)	0	0
处理短期投资所得现金	1,740	(1,985)	(5,260)	0	0	0
其他	(185)	1,450	(556)	200	200	200
净投资现金流	(757)	(1,709)	(12,414)	(2,000)	(800)	(800)
融资现金流						
已支付股息	(3,855)	(2,215)	(1,820)	(1,656)	(1,610)	(1,777)
净借贷	(1,712)	(2,735)	6,399	500	500	500
股票回购	(396)	(1,252)	(110)	(1,000)	(500)	0
其他	(586)	(113)	(312)	(275)	(249)	(257)
净融资现金流	(6,549)	(6,315)	4,157	(2,431)	(1,859)	(1,533)
净现金流变动						
年初现金	8,655	7,505	6,232	12,181	19,348	27,527
汇率变动	91	136	118	0	0	0
年末现金	7,505	6,232	7,385	19,348	27,527	36,604
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%	14.0%	3.1%	10.0%
毛利润	(7.7%)	10.9%	11.0%	15.7%	2.0%	9.9%
经营利润	(6.9%)	9.4%	13.4%	62.6%	(6.7%)	10.9%
净利润	(6.5%)	27.3%	(6.3%)	43.4%	2.0%	10.0%
调整后净利润	(13.3%)	33.5%	31.4%	10.5%	3.3%	11.1%
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%	83.3%	82.4%	82.4%
营业利润率	21.9%	21.8%	22.4%	31.9%	28.9%	29.1%
调整后净利润率	9.9%	12.0%	14.3%	13.8%	13.9%	14.0%
股本回报率	21.1%	25.9%	24.2%	33.8%	31.5%	31.3%
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	1.6	1.9	2.2
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)	34.0	25.1	18.9	17.7	17.1	15.4
市帐率	2.3	2.0	2.0	1.7	1.5	1.3
市现率	14.2	12.8	9.0	7.5	8.0	7.6
股息 (%)	1.0	1.4	2.0	1.9	1.9	2.1

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守守则的相关定义）（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策。

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或赔偿责任。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策。

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关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。