

买入 (维持)

01177.HK 中国生物制药

港股通 (沪/深)

目标价: 10.67 港元

现价: 8.93 港元

上半年抗肿瘤板块增长强劲, 创新药收获在即

2020年09月21日

预期升幅: 19.48%

主要财务指标

市场数据

日期	2020.09.18
收盘价(港元)	8.93
总股本(百万股)	18,873
流通股本(百万股)	18,873
总市值(亿港元)	1,685
流通市值(亿港元)	1,685
净资产(亿元)	315.14
总资产(亿元)	683.48
每股净资产(元)	2.50

数据来源: Wind

相关报告

《风雨过后, 天晴再扬帆》
20200423

《肿瘤板块逆风增长, 雄厚管线奠定长期增长》20200602

海外医药研究

分析师:

徐佳熹

兴业证券经济与金融研究院副院长

xujiaxi@xyzq.com.cn

SFC: BPU659

SAC: S0190513080003

联系人:

蔡莹琛

caiyingchen@xyzq.com.cn

SFC: BLT552

李伟

liweil9@xyzq.com.cn

SAC: S0190519110001

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额(百万元)	24,234	27,686	33,212	39,143
同比增长(%)	16.0%	14.2%	20.0%	17.9%
归母净利润(百万元)	2,707	3,397	4,161	5,083
同比增长(%)	-70.1%	25.5%	22.5%	22.1%
毛利率(%)	79.7%	79.4%	79.7%	80.0%
净利润率(%)	19.4%	20.7%	21.3%	22.3%
净资产收益率(%)	8.8%	10.3%	11.7%	13.1%
每股收益(元)	0.22	0.18	0.22	0.27
市盈率(倍)	37.4	44.7	36.4	29.8

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **上半年整体平稳增长, 抗肿瘤板块业绩贡献突出:** 公司 2020 年上半年实现营业收入 126.48 亿元人民币(下同), 同比增长 1.0%; 归母净利润 12.13 亿元, 同比下降 16.0%; 调整归母净利润 17.61 亿元, 同比增长 5.2%。若下半年疫情不出现反复, 公司经营有望回归正常的增长区间。从业务板块来看, 抗肿瘤药物上半年收入强劲增长 56.2%, 在营业收入中的占比也进一步提升至 31.8%, 成为公司最大的业务板块。
- **创新药逐步迎来收获, 产品结构有望进一步优化:** 公司目前有较多药物处于研发阶段, 2020 年上半年亦取得了积极的进展, 氟维司群、布地奈德、人血白蛋白(独家代理)等 20 多款产品获批。仅从二季度来看, 公司获得了 8 个临床试验批件、6 个生产批件和 3 个一致性评价批件, 同时申报了 20 个 IND、1 个一致性评价以及 17 个 NDA。整体来看, 公司研发推进顺利, 预计近几年每年都将有 30 多款新产品上市。此外, 公司数十款创新药已进入临床阶段, 其中进展较快的是 PD-1 单抗(上市申请已于 2020 年 5 月获 NMPA 受理)、TQA3526 (III 期临床)、TQB2450 (III 期临床) 等。随着这些创新药的陆续上市和销售放量, 创新药在公司收入中的占比将逐步提升, 公司产品结构也将得到进一步优化, 逐步由仿制向创新过渡, 实现业绩的长期可持续增长。
- **盈利预测与估值:** 我们维持 2020-2022 年预测收入 276.86、332.12、391.43 亿元, 归母净利润 33.97、41.61、50.83 亿元, 还原北京泰德无形资产摊销后 2020-2022 年归母净利润为 38.07、45.71 和 54.93 亿元。维持目标价 16.0 港元, 但考虑到公司于 7 月 20 日派发红股导致股本由 125.82 亿股扩大至 188.73 亿股, 目标价相应调整为 10.67 港元, 对应 2020-2022 年分别为 53.36、43.55 和 35.66 倍市盈率, 还原无形资产摊销后对应 2020-2022 年分别为 47.61、39.64 和 32.99 倍市盈率, 20PEG 为 2.26, 维持“买入”评级。

风险提示: 产品上市进度不及预期, 重点品种价格降幅超预期, 医保控费力度加大。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

● 上半年整体平稳增长，抗肿瘤板块业绩贡献突出

公司 2020 年上半年实现营业收入 126.48 亿元人民币(下同),同比增长 1.0%; 归母净利润 12.13 亿元,同比下降 16.0%。对 (1) 因收购北京泰德 24% 权益而产生之新增可识别无形资产摊销费用 (2) 权益投资及金融资产公允价值变动损益 (3) 可转换债券嵌入衍生部份公允价值变动损益 (4) 可转换债券债务部份实际利息费用调整后的归母净利润为 17.61 亿元,同比增长 5.2%。毛利率同比减少 2.5pct 至 77.9%,但仍处于正常水平。受国内疫情影响,上半年公司的营业收入增速和调整后归母净利润增速均显著下降。若下半年疫情不出现反复,公司经营有望回归正常的增长区间。

图 1、2016-2020H1 公司营业收入和毛利率

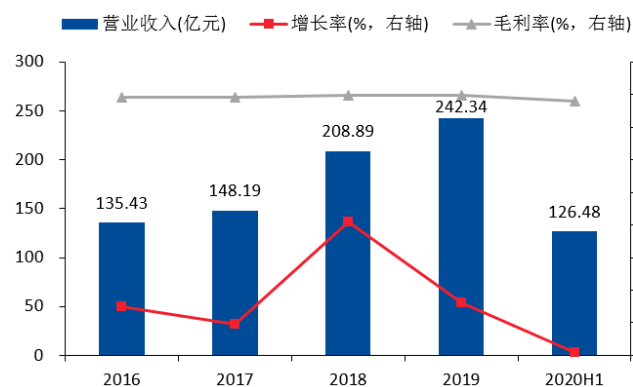
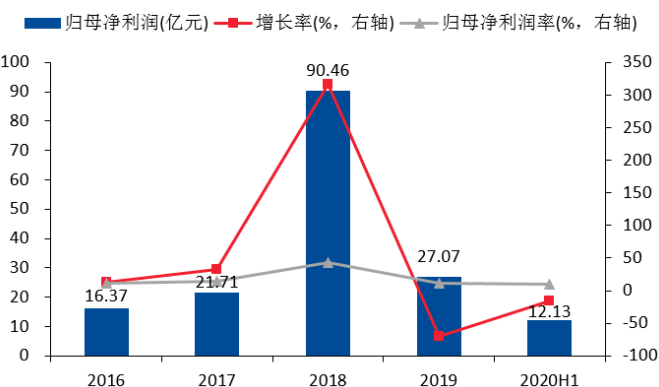


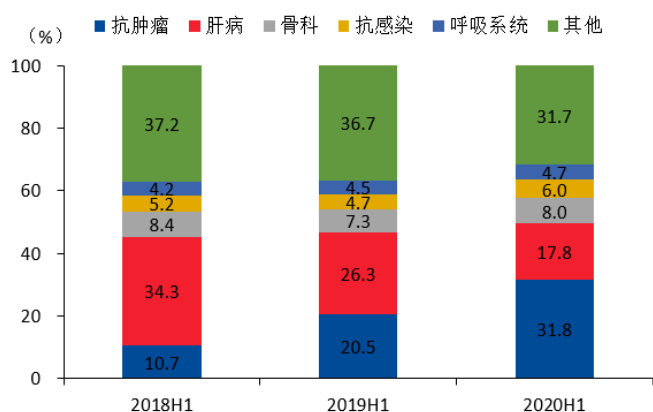
图 2、2016-2020H1 公司归母净利润



资料来源: 公司年报、中报, 兴业证券经济与金融研究院整理

从收入端来看, 抗肿瘤药物板块上半年收入强劲增长 56.2%, 在营业收入中的占比也进一步提升至 31.8%, 成为公司最大的业务板块, 主要原因是 (1) 肿瘤治疗需求刚性, 在疫情期间受影响相对较小; (2) 安罗替尼、来那度胺、达沙替尼、硼替佐米等多款抗肿瘤药物均实现了快速增长; (3) 阿比特龙和吉非替尼全国药品集采中标后快速放量, 贡献收入增量。肝病用药板块收入同比下滑 31.7% 至 22.49 亿元, 在营业收入中的占比继续下降至 17.8%。目前恩替卡韦集采对该板块的负面冲击已基本落地, 随着医院经营的恢复、恩替卡韦院外市场的开拓、新产品的上市, 该业务板块有望重新进入增长轨道。此外, 骨科用药、抗感染用药、呼吸系统用药板块上半年同比均实现了增长, 增速分别为 11.5%、28.5% 和 6.6%。

图 3、2018H1-2020H1 公司收入构成



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

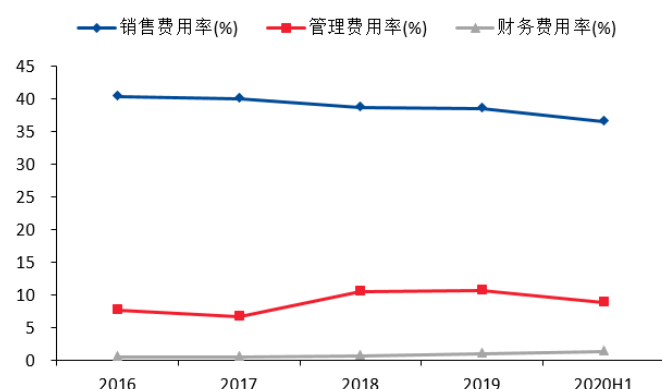
表 1、2019H1-2020H1 公司各业务板块收入增速

	2019H1	2020H1
抗肿瘤	146.5	56.2
肝病	-1.4	-31.7
骨科	12.3	11.5
抗感染	16.3	28.5
呼吸系统	37.6	6.6
其他	27.3	-12.8
平均	28.8	1.0

资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

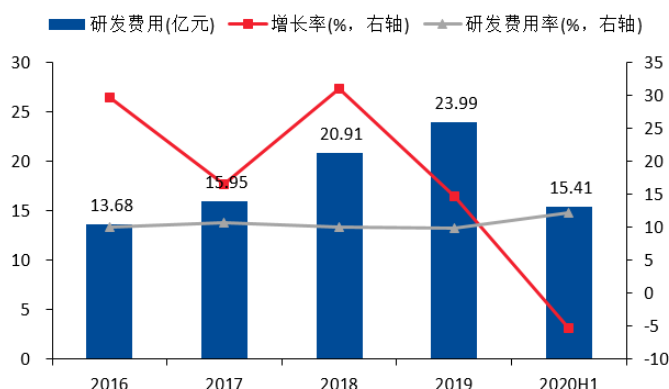
从费用端来看，销售费用率同比减少 2.9pct 至 36.5%；管理费用率小幅增加 0.5pct 至 8.8%；财务费用同比增长 102.2%，主要是银行借款利息和可转换债利息费用增加所致，但在营业收入中的占比仍然较低；研发费用同比小幅下降 5.2% 至 15.41 亿元。整体来看，上半年公司期间费用控制相对较好，在疫情期间实现了平稳过渡。

图 4、2016-2020H1 公司期间费用率



资料来源：公司年报、中报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2016-2020H1 公司研发费用



资料来源：公司年报、中报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **创新药逐步迎来收获，产品结构有望进一步优化：**公司目前有较多药物处于研发阶段，其中包括 120 多个已进行临床前研究立项的药物和 230 多个已开展临床试验的药物。2020 年上半年公司在研发方面亦取得了积极的进展，氟维司群、布地奈德、人血白蛋白（独家代理）等 20 多款产品获批。仅从二季度来看，公司获得了 8 个临床试验批件、6 个生产批件和 3 个一致性评价批件，同时申报了 20 个 IND、1 个一致性评价以及 17 个 NDA。整体来看，公司研发推进顺利，继续保持了较高的研发效率，预计近几年每年都将有 30 多款新产品上市。此外，从产品结构来看，公司目前已上市的产品虽然仍以仿制药为主，但数十款创新药已进入临床阶段，其中进展较快的是 PD-1 单

抗（用于治疗至少经过二线系统化疗复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤的上市申请已于 2020 年 5 月获 NMPA 受理）、TQA3526（脂肪肝 III 期临床）、TQB2450（食管癌术后维持 III 期临床）等。随着这些创新药的陆续上市和销售放量，创新药在公司收入中的占比将逐步提升，公司产品结构也将得到进一步优化，逐步由仿制向创新过渡，巩固行业龙头地位，实现业绩的长期可持续增长。

- **盈利预测与估值：**我们维持 2020-2022 年预测收入 276.86、332.12、391.43 亿元，归母净利润 33.97、41.61、50.83 亿元，还原北京泰德无形资产摊销后 2020-2022 年归母净利润为 38.07、45.71 和 54.93 亿元。维持目标价 16.0 港元，但考虑到公司于 7 月 20 日派发红股导致股本由 125.82 亿股扩大至 188.73 亿股，目标价相应调整为 10.67 港元，对应 2020-2022 年分别为 53.36、43.55 和 35.66 倍市盈率，还原无形资产摊销后对应 2020-2022 年分别为 47.61、39.64 和 32.99 倍市盈率，20PEG 为 2.26，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品上市进度不及预期，重点品种价格降幅超预期，医保控费力度加大。

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	24913	28915	33994	41201	
现金及现金等价物	11911	19273	25265	32455	
交易用投资	1576	1527	1483	1443	
应收款项	2864	3220	3814	4458	
其他应收款	6903	3452	1726	863	
存货	1659	1444	1707	1982	
非流动资产	33386	33321	33343	33181	
可供出售投资	0	0	0	0	
联营和共同控制实体的投资	808	862	921	985	
投资物业	563	537	511	485	
固定资产	6914	7721	8327	8741	
商誉	13897	13897	13897	13897	
土地使用权	1293	1337	1338	1318	
其他	9910	8967	8349	7755	
总资产	58299	62236	67337	74382	
流动负债	8123	8833	9723	10714	
短期借款	667	533	427	341	
应付款项	1809	2095	2476	2876	
预收账款	5434	5977	6575	7232	
其他	213	227	245	265	
非流动负债	9892	8374	7232	6364	
长期借款	7885	6308	5046	4037	
其他	2007	2066	2186	2327	
负债合计	18015	17207	16955	17078	
股本	278	417	417	417	
储备	40006	44611	49965	56886	
母公司股东应占权益	30833	33098	35523	38794	
非控制性股东权益	9173	11514	14442	18092	
总权益	40285	45029	50382	57304	
总负债和总权益	58299	62236	67337	74382	
现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
除所得税后溢利	5584	6831	8440	10397	
折旧和摊销	1559	1700	1849	1991	
营运资本的变动	-1170	4094	1845	998	
其他经营活动	-1445	-868	-1170	-1537	
经营活动产生现金流量	4528	11757	10964	11849	
资本性支出	-2078	-1925	-1819	-1737	
其他投资活动	-1001	463	158	149	
投资活动产生现金流量	-3079	-1462	-1661	-1588	
借款变动	4909	-1940	-1575	-1260	
发行股份	44	139	0	0	
其他融资活动	-2106	-1132	-1736	-1812	
融资活动产生现金流量	2847	-2934	-3311	-3072	
现金净变动	4296	7361	5992	7190	
现金的期初余额	6235	10631	17993	23985	
现金的期末余额	11911	19273	25265	32455	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业额	24234	27686	33212	39143	
销售成本	-4926	-5703	-6742	-7829	
毛利	19308	21983	26470	31315	
其他收入	863	941	1063	1174	
销售费用	-9320	-10382	-12454	-14483	
管理费用	-2589	-2852	-3288	-3719	
其他费用	-2559	-2741	-3255	-3836	
经营溢利	5702	6949	8535	10451	
财务费用	-230	-230	-207	-166	
应占子公司溢利	111	111	111	111	
除所得税前溢利	5584	6831	8440	10397	
所得税开支	-889	-1093	-1350	-1664	
除所得税后溢利	4694	5738	7089	8734	
少数股东权益	1988	2341	2928	3651	
归属母公司净利润	2707	3397	4161	5083	
EPS(元)	0.22	0.18	0.22	0.27	

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业额增长率	16.0%	14.2%	20.0%	17.9%
净利润增长率	-70.1%	25.5%	22.5%	22.1%
盈利能力				
EBITDA/营业额	26.0%	26.6%	26.8%	26.8%
毛利率	79.7%	79.4%	79.7%	80.0%
净利率	19.4%	20.7%	21.3%	22.3%
ROE	8.8%	10.3%	11.7%	13.1%
偿债能力				
资产负债率	30.9%	27.6%	25.2%	23.0%
流动比率	3.07	3.07	3.27	3.50
速动比率	2.86	3.11	3.32	3.66
营运能力				
资产周转率	0.45	0.46	0.51	0.55
应收账款周转率	8.60	9.53	9.75	9.67
应付账款周转率	2.71	2.92	2.95	2.93
存货周转率	3.44	3.68	4.28	4.24
每股资料				
每股收益	0.22	0.18	0.22	0.27
每股经营现金流	0.36	0.62	0.58	0.63
每股净资产	2.47	1.78	1.90	2.08
估值比率(倍)				
PE	37.38	44.65	36.45	29.84
PB	3.25	4.53	4.22	3.87

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证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兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。