

## 证券研究报告—动态报告

港股

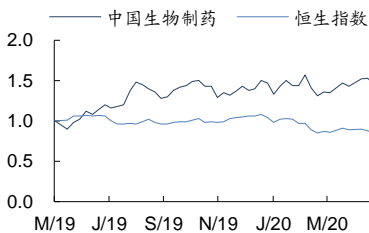
**中国生物制药(01177)**
**买入**

港股 II

**2020 年一季报点评**

(维持评级)

2020 年 06 月 01 日

**一年该股与恒生指数走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	12,582/12,582
总市值/流通(百万元)	153,497/153,497
上证综指/深圳成指	2,846/10,653
12 个月最高/最低(元)	12.76/4.49

**证券分析师: 谢长雁**

电话: 0755-22940793

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

**联系人: 陈曦炳**

电话: 0755-81982939

E-MAIL: chenxibing@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

## 肿瘤板块强劲, 研发投入增加

**● 业绩符合预期, 肿瘤板块增长强劲**

2020 年一季度中国生物制药实现营收 62.22 亿元 (+0.2%), 归母净利润 8.62 亿元 (+0.6%), 基本归母净利润 8.34 亿元 (-14.6%)。在疫情影响下, 公司营收端与去年同期基本持平, 符合我们的预期。分主要板块看, 抗肿瘤板块实现营收 19.84 亿元 (+61.2%), 增长强劲, 占总营收的比例提升至 31.9%。肿瘤板块的主要增长动力来自于安罗替尼、雷替曲塞等大品种的持续放量, 阿比特龙、伊马替尼、吉非替尼等受益于带量采购的品种的增长。

**● 研发投入保持增长, 重磅品种持续收获**

公司一季度研发投入 9.94 亿元, 其中费用化 9.74 亿元 (+12.6%), 研发费用率上升至 15.7% (+1.7pp)。公司多年来大力投入研发已经进入收获期, 未来三年, 公司预计每年将获得超过 30 个药品批件, 其中不乏峰值销售在 10 亿元以上的大单品。今年 5 月, 与康方合作的 PD-1 单抗的上市申请获受理, 重组 VIII 因子的上市申请也已获得受理。公司重点打造的肿瘤领域和呼吸领域已进入收获期, 对生物药领域的长期布局也将见到成果。

**● 风险提示:**

带量采购影响超出预期、在研品种上市时间不及预期

**● 投资建议: 转型创新关键期的龙头公司, 维持“买入”评级**

中国生物制药是具备长期投资价值的医药龙头公司, 在肿瘤、呼吸、生物药三大战略领域的布局已进入收获期: 肿瘤领域已成为营收占比最大的中流砥柱, 未来将持续驱动公司业绩增长; 呼吸领域将在重磅单品布地奈德的带领下实现大幅增长。受到疫情和集采的影响, 肝病、心血管和镇痛板块有一定压力, 我们预计集采品种在 2020 年大幅下滑后, 销售缓慢萎缩。我们维持对公司的盈利预测, 预计 2020~22 年的净利润为 31.6/38.2/47.1 亿元, 同比增长 17%/21%/23%; 并维持公司的合理估值区间为 13.1~16.0 港元 (对应 22 年 PE 32~39x), 相对当前股价有 7%~31% 增长空间, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

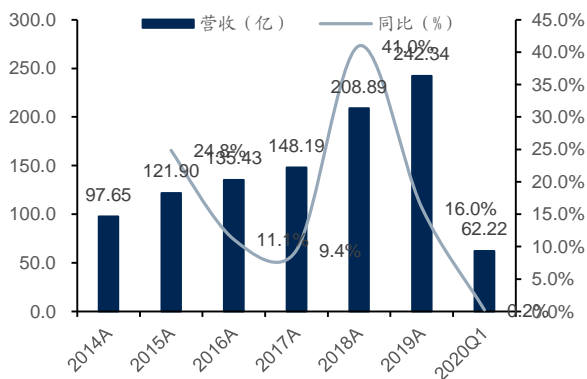
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24,234.0	28,288.6	34,254.9	41,888.5
(+/--%)	16.0%	16.7%	21.1%	22.3%
净利润(百万元)	2706.8	3163.7	3818.7	4708.2
(+/--%)	-70.1%	16.9%	20.7%	23.3%
摊薄每股收益(元)	0.2	0.3	0.3	0.4
EBIT Margin	17.6%	20.0%	20.4%	21.0%
净资产收益率(ROE)	8.7%	9.2%	10.0%	11.0%
市盈率(PE)	51.8	44.4	36.8	29.8
EV/EBITDA	31.0	23.8	20.3	16.9
市净率(PB)	4.9	4.5	4.0	3.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

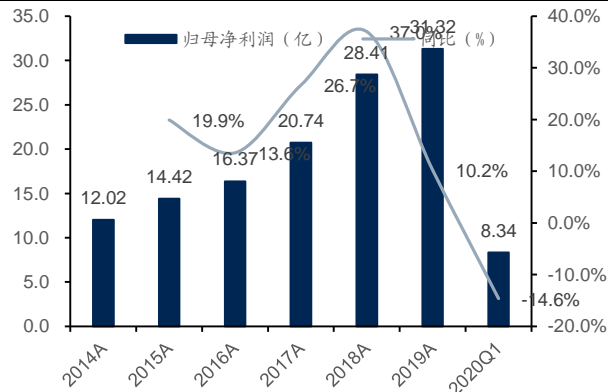
业绩符合预期。2020 年一季度中国生物制药实现营收 62.22 亿元 (+0.2%)，归母净利润 8.62 亿元 (+0.6%)，基本归母净利润 8.34 亿元 (-14.6%)。在疫情疫情影响下，公司营收端与去年同期基本持平，符合我们的预期。

图 1：中国生物制药营收（亿元）



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

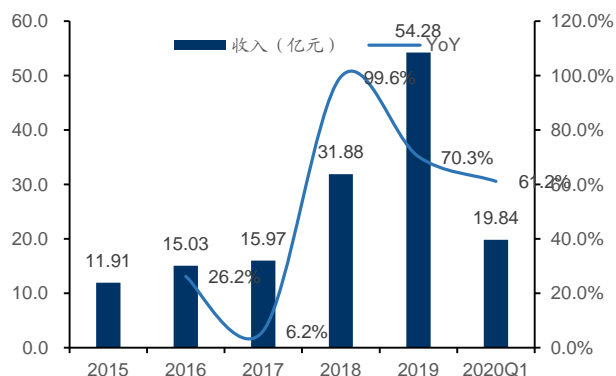
图 2：中国生物制药基本净利润（亿元）



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

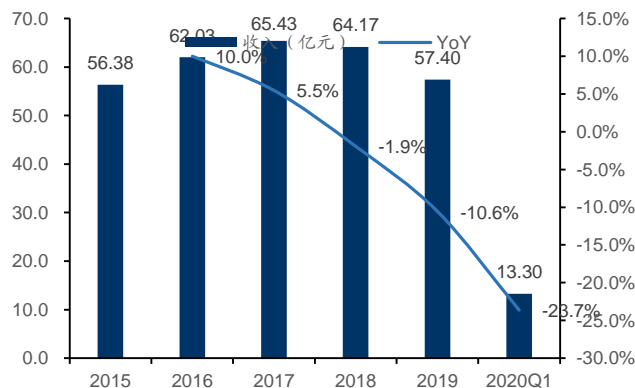
肿瘤板块增长强劲。抗肿瘤板块实现营收 19.84 亿元 (+61.2%)，增长强劲，占总营收的比例提升至 31.9%。肿瘤板块的主要增长动力来自于安罗替尼、雷替曲塞等大品种的持续放量，阿比特龙、伊马替尼、吉非替尼等受益于带量采购的品种的增长。

图 3：肿瘤领域营收（亿元）



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：肝病领域营收（亿元）

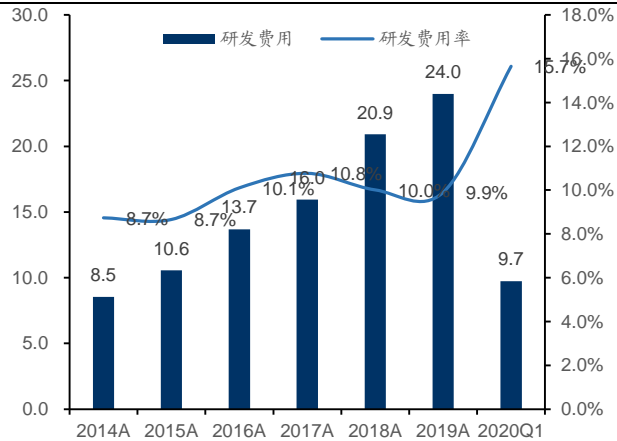


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

集采影响显现。受疫情和集采影响，肝病领域一季度营收 13.30 亿元 (-23.7%)，预计心血管、镇痛等受集采影响较大的领域同样出现下滑。

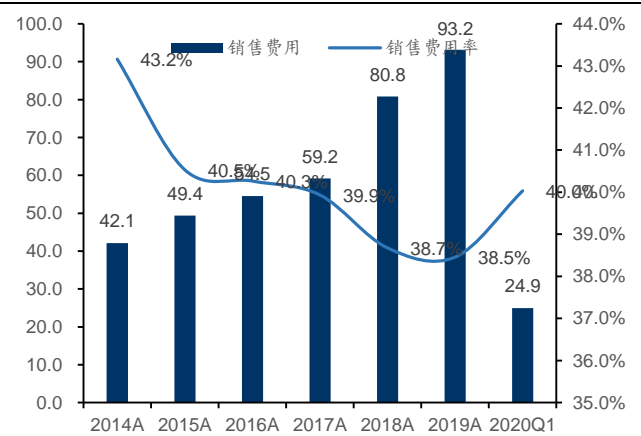
研发投入保持增长，重磅品种持续收获。公司一季度研发投入 9.94 亿元，其中费用化 9.74 亿元 (+12.6%)，研发费用率上升至 15.7% (+1.7pp)。公司多年来大力投入研发已经进入收获期，未来三年，公司预计每年将获得超过 30 个药品批件，其中不乏峰值销售在 10 亿元以上的大单品。今年 5 月，与康方合作的 PD-1 单抗的上市申请获受理，预计将在 2021 年上市；重组 VIII 因子的上市申请也已获得受理。公司重点打造的肿瘤领域和呼吸领域已进入收获期，对生物药领域的长期布局也将见到成果。

图 5：中国生物制药研发费用（亿元）



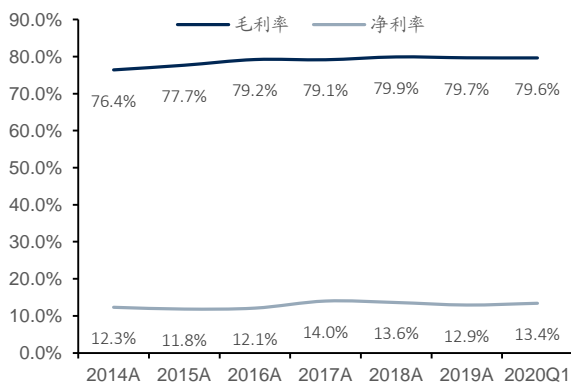
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：中国生物制药销售费用（亿元）



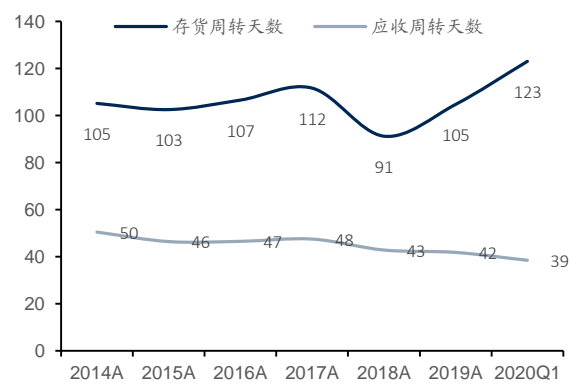
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：中国生物制药毛利率、净利率



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：中国生物制药主要流动资产周转天数



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 200401	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (19A)	PEG (20E)	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
1177.H K	中国生物 制药	12.20	1,535	0.22	0.25	0.30	0.37	52.2	44.7	37.0	30.0	8.2%	2.2	买入
1093.H K	石药集团	15.18	947	0.60	0.72	0.87	1.03	23.5	19.4	16.1	13.6	21.0%	1.0	无评 级
3692.H K	翰森制药	33.65	1,992	0.43	0.52	0.65	0.72	71.7	59.1	47.4	42.8	32.7%	3.1	无评 级

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理。注：石药集团、翰森制药的盈利预测为万得一致预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	10631	18864	23814	28576	营业收入	24234	28289	34255	41888
应收款项	9767	8964	10854	13273	营业成本	4926	6235	7709	9453
存货净额	1659	1886	2359	2921	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	销售费用	9320	10526	12516	15110
<b>流动资产合计</b>	<b>24913</b>	<b>32569</b>	<b>41597</b>	<b>52082</b>	管理费用	5715	6800	7972	9461
固定资产	6914	7752	8654	9451	财务费用	(15)	(33)	(40)	(48)
无形资产及其他	22894	21978	21063	20147	投资收益	111	111	111	111
投资性房地产	2770	2770	2770	2770	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	808	1078	1454	1830	其他收入	944	1342	1342	1342
<b>资产总计</b>	<b>58299</b>	<b>66148</b>	<b>75537</b>	<b>86280</b>	营业利润	5343	6214	7551	9366
短期借款及交易性金融负债	667	1438	1670	1258	营业外净收支	241	241	241	241
应付款项	2129	2972	3528	4487	<b>利润总额</b>	<b>5584</b>	<b>6455</b>	<b>7792</b>	<b>9607</b>
其他流动负债	5328	6406	7734	9407	所得税费用	889	968	1169	1441
<b>流动负债合计</b>	<b>8123</b>	<b>10816</b>	<b>12932</b>	<b>15152</b>	少数股东损益	1988	2323	2804	3457
长期借款及应付债券	7885	6885	6785	6685	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2707</b>	<b>3164</b>	<b>3819</b>	<b>4708</b>
其他长期负债	2007	2676	3426	3883					
<b>长期负债合计</b>	<b>9892</b>	<b>9561</b>	<b>10211</b>	<b>10567</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>18015</b>	<b>20376</b>	<b>23143</b>	<b>25720</b>	净利润	2707	3164	3819	4708
少数股东权益	9173	11496	14300	17758	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	31112	34275	38094	42802	折旧摊销	1269	1654	1748	1852
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>58299</b>	<b>66148</b>	<b>75537</b>	<b>86280</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(15)	(33)	(40)	(48)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(5170)	3167	270	108
每股收益	0.22	0.25	0.30	0.37	其它	1988	2323	2804	3457
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>793</b>	<b>10307</b>	<b>8642</b>	<b>10126</b>
每股净资产	2.47	2.72	3.03	3.40	资本开支	(1651)	(1576)	(1734)	(1734)
ROIC	10%	11%	15%	18%	其它投资现金流	3931	0	(1714)	(2742)
ROE	9%	9%	10%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1798</b>	<b>(1846)</b>	<b>(3824)</b>	<b>(4852)</b>
毛利率	80%	78%	77%	77%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	20%	20%	21%	负债净变化	7378	(1000)	(100)	(100)
EBITDA Margin	23%	26%	25%	25%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	16%	17%	21%	22%	其它融资现金流	(12951)	771	232	(412)
净利润增长率	-70%	17%	21%	23%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1805</b>	<b>(229)</b>	<b>132</b>	<b>(512)</b>
资产负债率	47%	48%	50%	50%	<b>现金净变动</b>	<b>4396</b>	<b>8232</b>	<b>4950</b>	<b>4762</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	6235	10631	18864	23814
P/E	51.8	44.4	36.8	29.8	货币资金的期末余额	10631	18864	23814	28576
P/B	4.9	4.5	4.0	3.6	企业自由现金流	(1960)	8041	6212	7689
EV/EBITDA	31.0	23.8	20.3	16.9	权益自由现金流	(7520)	7840	6378	7218

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032