

**评级：买入(维持)**

市场价格：7.80 港元

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

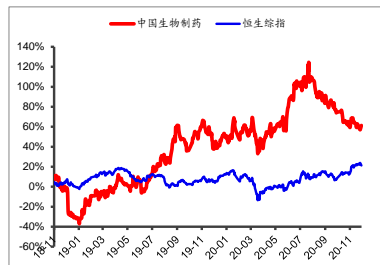
研究助理：高诚诚

Email: gaocc@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(亿股)	189
流通股本(亿股)	189
市价(港元)	7.80
市值(亿港元)	1471
流通市值(亿港元)	1471

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1 中国生物制药(1177.HK): 业绩符合预期，开启加速成长-(中泰证券)-20200829
- 2 中国生物制药(1177.HK): 肿瘤板块保持高速增长，Q1 业绩符合预期-(中泰证券)-20200529
- 3 中国生物制药(1177.HK): “首仿根基深厚，创新枝繁叶茂”-(中泰证券)-20200324

### 公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20888.6	24234.0	24153.1	29258.2	35603.8
增长率 yoy%	41.0%	16.0%	-0.3%	21.1%	21.7%
净利润	9046.3	2706.8	2686.5	3231.6	4099.4
增长率 yoy%	193.8%	-56.3%	-8.4%	26.5%	26.9%
每股收益(元)	0.48	0.14	0.14	0.17	0.22
每股现金流量	0.27	0.28	0.31	0.35	0.43
净资产收益率	28.6%	11.7%	10.0%	11.7%	13.4%
P/E	13.8	46.1	46.5	38.6	30.5
PEG	-	-0.82	-5.54	1.46	1.13
P/B	-	3.1	2.9	2.7	2.4

■ 备注:

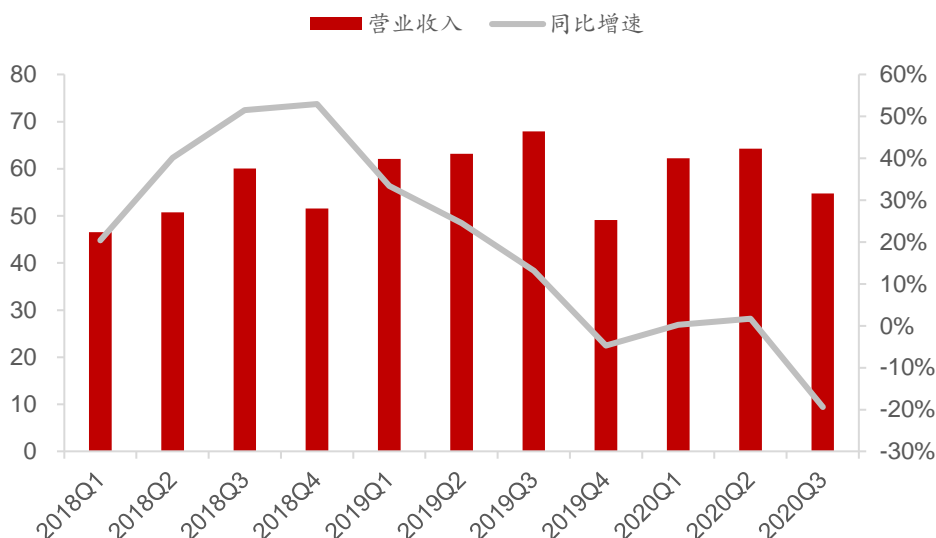
### 投资要点

- **事件：中国生物制药公布 2020 年三季度业绩公告，前三季度公司实现营业收入 181.26 亿元，同比下降 6.2%；归母净利润 18.50 亿元，同比下降 18.0%；扣除并购泰德无形资产摊销和可转债等影响，实现扣非归母净利润 22.94 亿元，同比下降 11.7%，货币资金结余 161.02 亿元。**
- **点评：疫情叠加集采影响，收入端整体有所下滑，业绩略低于预期。公司 Q3 单季实现收入 54.78 亿元，同比下降 19.36%。肿瘤、呼吸、抗感染、骨科领域 Q3 单季收入分别同比+8.42%、35.64%、14.61%、13.58%。收入端下滑主要在于肝病、心脑血管、消化系统、镇痛等领域受疫情和集采影响有所下滑，其中肝病领域收入单季同比下滑 52.03%。受疫情影响，镇痛等应用于手术和住院领域产品用药明显下降，恩替卡韦、氟比洛芬酯注射液等产品受集采影响有较大幅度下滑，剔除集采品种，预计公司收入增速仍达到 10%以上。**
- **新品种、新渠道快速放量，集采下公司应对积极，看好后续增长潜力。仿制药集采给国内药企带来很大挑战，公司作为国内仿创结合龙头药企，从产品布局和销售渠道调整两方面积极应对。产品方面，公司近年来新品种密集报产，2019 年新获生产批件 26 个，2020 年截止 11 月底新获生产批件 26 个。新产品的密集上市，给公司带来较大业绩增量，根据 WIND 医药库数据，我们预计公司 2019 年后新上市品种前三季度收入合计 17.5 亿元，占收入比重达到 9.6%，其中 2020 年单月销售额 1000 万以上产品达 11 个，布地奈德单月销售额超过 1 亿元，来那度胺和阿比特龙单月销售额超过 3000 万元，新产品放量明显，加速推进新老产品更迭。渠道结构调整方面，在疫情和集采导致医院端收入下滑的情况下，公司前三季度大力加强第三终端和电商渠道建设，我们预计前三季度公司医院渠道下滑近 10%、药店和基层渠道增长超过 20%、电商渠道预计取得翻倍增长，公司销售平台搭建更加完善，仿制药集采下，第三终端和电商渠道价值将更加凸显。**
- **持续加大研发投入，创新药收获在即。前三季度公司研发投入 21.07 亿元，占收入比重达到 11.6%。创新药、生物药研发占比分别达到 47%、12%以上。公司研发管线进一步丰富，目前进入临床阶段的创新药 36 个，生物药 16 个。八因子、阿达木、PD-1 等上半年申报生产，明年有望获批上市贡献增量。公司预计 PD-L1、TQB3525、TQB3101 有望于明年报产，创新药产品将迎来密集上市期。同时公司开始加大国际化进程推进力度，除氟维司群、福沙匹坦等**

ANDA 品种在海外获批外，公司创新药方面正在海外开展多个临床试验，其中 TQB3525、四代 EGFR 产品 TQB3804 分别正在进行血液瘤和肺癌的 I/II 期国际多中心临床。

- **盈利预测与估值：**根据公司三季度业绩，我们调整公司盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 26.87 亿元、32.32 亿元、40.99 亿元，同比分别增长-8.4%、26.5%、26.9%（此前预计分别增长 14.5%、22.0%和 24.0%），对应 EPS 分别为 0.14、0.17 和 0.22 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 47X、39X 和 30X。考虑公司研发管线丰富，集采风险落地，业绩迎来快速增长期，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品降价超过预期的风险；产品研发和上市不及预期的风险；产品销售不及预期的风险；政策不确定性的风险。

图表 1: 中国生物制药各季度收入表现情况 (亿元)



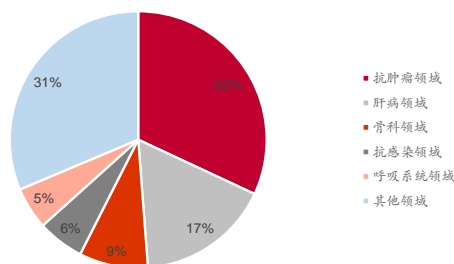
来源: 中泰证券研究所, WIND

图表 2: 公司各大疾病领域的收入变化情况 (亿元)

	2020 前三季	同比	2019 前三季	2018 前三季	三年 CAGR
抗肿瘤领域	57.92	37.8%	42.04	22.92	59.0%
肝病领域	30.52	-38.6%	49.66	50.47	-22.2%
骨科领域	15.72	12.7%	13.95	11.78	15.5%
抗感染领域	10.65	19.5%	8.91	7.16	21.9%
呼吸系统领域	9.64	17.3%	8.22	6.06	26.1%
其他领域	56.81	-19.3%	70.43	58.91	-1.8%
总计	181.26	-6.2%	193.21	157.30	7.3%

来源: 中泰证券研究所, 公司公告

图表 3: 公司各大疾病领域的收入占比情况



来源: 中泰证券研究所, 公司公告

图表 4: 安罗替尼正在开展的 II 期及以后的临床试验

登记号	治疗方案	适应症	试验阶段	首次公示日期
CTR20191776	安罗替尼+化疗	鳞状非小细胞肺癌	III期	2019-09-19
CTR20191086	安罗替尼+化疗	非小细胞肺癌	III期	2019-06-11
CTR20200299	安罗替尼+TQB2450	放化疗后未进展的、局部晚期/不可切除非小细胞肺癌	III期	2020-03-17
CTR20201065	安罗替尼+TQB2450	三阴乳腺癌	III期	2020-06-01
CTR20201133	安罗替尼+TQB2450	晚期肾细胞癌	III期	2020-06-12
CTR20192538	安罗替尼+TQB2450+化疗	广泛期小细胞肺癌	III期	2019-12-06
CTR20200879	安罗替尼+AK105	晚期肝细胞癌	III期	2020-05-27
CTR20200753	安罗替尼+AK105	胃或胃食管结合部腺癌	III期	2020-05-21
CTR20192554	安罗替尼+AK105	消化道、泌尿系统神经内分泌肿瘤	II期	2020-03-20
CTR20200342	安罗替尼+AK105	晚期MSI-H或dMMR实体瘤患者	II期	2020-03-05
CTR20192550	安罗替尼+AK105	晚期头颈部肿瘤患者	II期	2019-12-18
CTR20181003	安罗替尼单药	骨原发恶性肿瘤	II期	2018-07-24
CTR20181165	安罗替尼+GP方案	复发/转移性鼻咽癌受试者	II期	2018-08-27
CTR20180291	安罗替尼单药	晚期胃肠胰神经内分泌肿瘤G3患者	II期	2018-05-03
CTR20140777	安罗替尼+最佳支持治疗	结直肠癌	II期	2015-07-03

来源: WIND 医药库, 中泰证券研究所

图表 5: 中国生物制药财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	24913	33058	39671	47907	营业收入	24234	24153	29258	35604
现金及等价物	11911	19890	24221	29663	营业成本	4926	5516	6182	6884
应收账款	9767	9734	11792	14349	毛利	19308	18637	23076	28720
存货	1659	1857	2081	2318	其他收入	863	937	997	1073
其他流动资产	1576	1576	1576	1576	研发费用	2399	2567	3218	4094
<b>非流动资产</b>	33386	33982	34359	35274	销售费用	9320	9147	11109	13554
固定资产	6914	7187	7725	8559	管理费用	2589	2389	2894	3521
投资性房地产	563	563	563	563	财务费用	230	309	351	403
无形资产	7704	8026	7865	7946	公允价值变动收益	0	0	0	0
其他非流动资产	18205	18205	18205	18205	其他收益及亏损	-49	-103	-103	-103
<b>资产总计</b>	58299	67040	74030	83180	<b>税前利润总额</b>	5584	5059	6398	8116
					所得税	889	759	960	1217
<b>流动负债</b>	8123	14352	16018	18089	<b>净利润</b>	4694	4300	5438	6899
短期借款	667	665	805	980	其他综合收益净额	133	133	133	133
应付账款	7243	7219	8745	10642	<b>综合收益总额</b>	4828	4434	5572	7032
其他流动负债	213	6468	6468	6468	EBITDA	7280	6892	8387	10334
<b>非流动负债</b>	9892	9828	11452	13480	EPS (元)	0.14	0.14	0.17	0.22
长期借款	7885	7858	9519	11584					
其他非流动负债	2007	1970	1933	1896	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	18015	24180	27471	31569	<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	9173	9811	10817	12416	<b>成长能力</b>				
股本	278	416	416	416	营业收入	16.0%	-0.3%	21.1%	21.7%
资本公积	12181	12181	12181	12181	EBIT	-49.8%	-7.7%	25.7%	26.2%
留存收益	18653	20451	23145	26599	归属于母公司净利润	-56.3%	-8.4%	26.5%	26.9%
归属母公司股东权益	31112	33048	35742	39195	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	58299	67040	74030	83180	毛利率(%)	79.7%	77.2%	78.9%	80.7%
					净利率(%)	19.4%	17.8%	18.6%	19.4%
					ROE(%)	11.7%	10.0%	11.7%	13.4%
					ROIC(%)	12.4%	11.0%	12.5%	13.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	30.9%	36.1%	37.1%	38.0%
					净负债比率(%)	-8.34%	-26.52%	-29.85%	-33.13%
					流动比率	3.07	2.30	2.48	2.65
					速动比率	2.86	2.17	2.35	2.52
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.45	0.39	0.41	0.45
					应收账款周转率	2.63	2.48	2.72	2.72
					应付账款周转率	0.72	0.76	0.77	0.71
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.14	0.14	0.17	0.22
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.31	0.35	0.43
					每股净资产(最新摊薄)	2.14	2.27	2.47	2.74

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	5325	5906	6634	8183
税前利润	5584	5059	6398	8116
折旧摊销	1466	1524	1638	1815
营运资金变动	-279	-190	-756	-897
其他经营现金流	-1447	-487	-646	-851
<b>投资活动现金流</b>	-1052	2120	2015	2730
资本性支出	-1386	-2120	-2015	-2730
其他投资现金流	-2438	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	2801	4193	-288	-11
债务变化	5199	6227	1801	2239
支付股利	-2021	-1863	-1738	-1848
其他筹资现金流	-377	-171	-351	-403
<b>现金净增加额</b>	7074	12218	8362	10901

来源: 中泰证券研究所

**■ 投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。