

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: 6.88 港元

业绩拐点已至, 来年向上可期

2020年12月02日

预期升幅: 55.09%

## 市场数据

日期	2020.12.01
收盘价(港元)	6.88
总股本(百万股)	18,861
流通股本(百万股)	18,861
总市值(亿港元)	1,298
流通市值(亿港元)	1,298
净资产(亿元)	316.72
总资产(亿元)	662.01
每股净资产(元)	1.68

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

《上半年抗肿瘤板块增长强劲, 创新药收获在即》20200921

## 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

liwei19@xyzq.com.cn

SAC: S0190519110001

## 主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24,234	24,454	28,340	33,834
增长率(%)	16.02%	0.91%	15.89%	19.38%
净利润(百万元)	4,694	4,078	4,917	5,823
增长率(%)	-56.26%	-13.12%	20.57%	18.43%
净利率(%)	19.37%	16.68%	17.35%	17.21%
净资产收益率(%)	11.65%	9.33%	10.28%	11.05%
每股盈利(元)	0.22	0.12	0.15	0.18
市盈率(倍)	28.75	49.79	41.29	34.87

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

## 投资要点

- **短期业绩压力释放:** 公司2020年前三季度实现营业收入181.26亿元人民币(下同), 同比下降6.2%; 归母净利润18.50亿元, 同比下降18.0%。前三季度收入和归母净利润下降的原因主要是(1)受疫情影响, 医院门诊量较去年同期大幅下降, 导致用药需求减小;(2)受药品带量采购影响, 氟比洛芬酯等中标产品价格有所下降, 恩替卡韦等产品未中标导致医院端销量下降较多。
- **业绩拐点已至, 持续向上可期:** 从疫情的影响来看, 近期国内部分地区出现了少数新冠肺炎散发病例, 但整体上仍控制得较好, 医院经营也已得到较好的恢复。从集采的影响来看, 公司已上市的产品中收入占比较大的品种(以2018年销售额计算), 如润众、凯纷、托妥、依伦平等均已在2019年9月进行的“4+7”扩围集采中降价或丢标, 集采的影响已在今年前三季度的业绩中得到较充分的反映, 未来集采对公司的影响将边际递减。公司目前进入临床及以后阶段的在研产品共398个, 其中有许多已处于上市前夕, 仅未来两年就预计有60多款产品获批。从研发管线来看, 公司正在快速向创新药转型。随着未来更多创新药的上市, 公司产品结构也将进一步改善, 驱动业绩的长期稳健增长。
- **盈利预测与估值:** 考虑到疫情对前三季度经营以及业务拓展等方面的影响, 我们下调2020-2022年预测收入至244.54、283.40和338.34亿元, 同比增长0.9%、15.9%和19.4%, 下调幅度分别为11.7%、14.7%和13.6%; 下调2020-2022年净利润至40.78、49.17和58.23亿元, 同比变动-13.1%、20.6%和18.4%, 下调幅度分别为28.9%、30.6%和33.3%。还原北京泰德无形资产摊销后2020-2022年归母净利润为27.62、32.45和37.68亿元。维持目标价10.67港元, 对应2020-2022年分别为77.21、64.04和54.07倍市盈率, 还原无形资产摊销后对应2020-2022年分别为65.75、55.95和48.19倍市盈率, 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

## 报告正文

### ● 短期业绩压力释放

公司 2020 年前三季度实现营业收入 181.26 亿元人民币（下同），同比下降 6.2%。分季度来看，2020 年前 3 个季度分别实现收入 62.22、64.26 和 54.78 亿元，同比分别变动 0.2%、1.69%和-19.36%，三季度收入下滑对前三季度整体收入拖累较大。前三季度归母净利润 18.50 亿元，同比下降 18.0%；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 22.94 亿元，同比下降 11.7%。毛利率为 77.5%，较去年同期减少 3.0pct。公司前三季度收入和归母净利润下降的原因主要是（1）受疫情影响，医院门诊量较去年同期大幅下降，导致用药需求减小；（2）受药品带量采购影响，羧比洛芬酯等中标产品价格有所下降，恩替卡韦等产品未中标导致医院端销量下降较多。

分板块来看，（1）抗肿瘤：前三季度实现收入 57.92 亿元，同比增长 37.8%，占总收入的 32.0%，前 3 个季度收入同比分别增长 61.2%、52.4%和 8.4%，第 3 季度收入环比有所下降。（2）肝病：前三季度实现收入 30.52 亿元，同比下降 38.6%，占总收入的 16.8%，前 3 个季度收入同比分别下降 23.7%、40.7%和 52.0%。该板块今年前 3 个季度收入持续大幅下滑的主要原因核心品种恩替卡韦在 2019 年 9 月进行的“4+7”扩围集采中未中标，医院端销售下降较多。（3）骨科：前三季度实现收入 15.72 亿元，同比增长 11.8%，占总收入的 8.7%，前 3 个季度收入同比分别增长 10.9%、10.9%和 13.6%。（4）抗感染：前三季度实现收入 10.65 亿元，同比增长 27.0%，占总收入的 5.9%，前 3 个季度收入同比分别增长 41.9%、23.4%和 14.6%。（5）呼吸系统：前三季度实现收入 9.64 亿元，同比增长 14.3%，占总收入的 5.3%，前 3 个季度收入同比分别变动 12.3%、-4.5%和 35.6%。

从费用端来看，今年前三季度销售费用和管理费用与去年同期基本持平；财务费用同比增长 99.2%至 2.65 亿元，主要原因是银行借款利息和可转换债务利息费用增加所致，但在营业收入中的占比仍然较低；研发费用同比小幅下降 6.2%至 19.27 亿元。随着公司在研项目的推进以及项目的增加，未来研发投入预计呈上升趋势。整体来看，公司费用控制依然较好。

### ● 业绩拐点已至，持续向上可期

在疫情和集采的双重压力下，今年前三季度公司收入和净利润均有所下滑。从疫情的影响来看，近期国内部分地区出现了少数新冠肺炎散发病例，但整体上仍控制得较好，医院经营也已得到较好的恢复。从集采的影响来看，公司已上市的产品中收入占比较大的品种（以 2018 年销售额计算），如润众、凯纷、托妥、依伦平等均已在 2019 年 9 月进行的“4+7”扩围集采中降价或丢标，集采的影响已在今年前三季度的业绩中得到较充分的反映，未来集采对公司的影响将边际递减。

公司目前进入临床及以后阶段的在研产品共 398 个，在研产品储备丰富。在这些在研产品中，也有许多已处于上市前夕。以目前的研发进度推算，仅未来两年就预计有 60 多款产品获批上市。从研发管线来看，公司正在快速向创新药转型，已有大量创新药进入临床及以后阶段，创新药产品储备行业领先。在研的创新药产品中，目前进展较快的重磅产品主要是安罗替尼（已于 2018 年上市，正在推进适应症扩展工作）、AK105/PD-1 单抗（上市申请已于 2020 年 5 月获 NMPA 受理）、TQB2450/PD-L1 单抗（食管癌术后维持 III 期临床）、TQB3804（肺癌 II/III 期临床）等。随着未来更多创新药的上市，公司产品结构也将进一步改善，创新药收入占比不断提升，驱动业绩的长期稳健增长。

- **盈利预测与估值：**考虑到疫情对前三季度经营以及业务拓展等方面的影响，我们下调 2020-2022 年预测收入至 244.54、283.40 和 338.34 亿元，同比增长 0.9%、15.9% 和 19.4%，下调幅度分别为 11.7%、14.7% 和 13.6%；下调 2020-2022 年净利润至 40.78、49.17 和 58.23 亿元，同比变动-13.1%、20.6% 和 18.4%，下调幅度分别为 28.9%、30.6% 和 33.3%。还原北京泰德无形资产摊销后 2020-2022 年归母净利润为 27.62、32.45 和 37.68 亿元。维持目标价 10.67 港元，对应 2020-2022 年分别为 77.21、64.04 和 54.07 倍市盈率，还原无形资产摊销后对应 2020-2022 年分别为 65.75、55.95 和 48.19 倍市盈率，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

损益表	单位: 百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	24,234	24,454	28,340	33,834
营业成本	-4,926	-5,380	-5,897	-7,120
毛利润	19,308	19,074	22,444	26,713
销售费用	-9,320	-9,293	-10,769	-12,857
行政开支	-2,589	-2,470	-2,862	-3,417
研发开支	-2,399	-2,600	-3,013	-3,597
其他收入及收益	813	493	403	438
经营盈利	5,814	5,205	6,203	7,280
财务费用	-230	-354	-354	-354
税前盈利	5,584	4,851	5,849	6,926
所得税	-889	-773	-932	-1,103
少数股东损益	1,988	1,727	2,082	2,465
净利润	4,694	4,078	4,917	5,823
折旧及摊销	1,559	1,707	1,849	2,004
EBITDA	7,373	6,912	8,052	9,284
每股盈利(元)	0.22	0.12	0.15	0.18
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	16.02%	0.91%	15.89%	19.38%
EBITDA 增长率	-42.37%	-6.26%	16.50%	15.30%
EPS 增长率	-70.50%	-42.26%	20.57%	18.43%

资产负债表	单位: 百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
银行结余及现金	11,911	13,632	15,728	19,268
应收账款	2,712	2,691	3,258	3,489
存货	1,659	1,347	1,892	2,120
其他流动资产	8,631	9,918	11,315	13,092
流动资产	24,913	27,588	32,192	37,969
固定资产	7,477	8,639	9,823	11,010
无形资产	8,997	8,172	7,360	6,543
其他非流动资产	16,912	17,012	17,112	17,212
非流动资产	33,386	33,823	34,295	34,765
总资产	58,299	61,411	66,487	72,733
短期借款	667	667	667	667
应付账款	1,809	2,565	2,709	4,297
其他短期负债	5,647	5,351	6,872	7,315
流动负债	8,123	8,583	10,248	12,278
长期借款	7,885	7,096	6,387	5,748
其他固定负债	2,007	2,007	2,007	2,007
非流动负债	9,892	9,103	8,394	7,755
总负债	18,015	17,687	18,642	20,033
股东权益	40,285	43,725	47,845	52,701
负债权益合计	58,299	61,411	66,487	72,733

财务分析	2019A				2020E				2021E				2022E							
	<b>盈利能力</b>																			
经营利润率	23.99%	21.28%	21.89%	21.52%																
EBITDA/营业收入	30.42%	28.26%	28.41%	27.44%																
净利率	19.37%	16.68%	17.35%	17.21%																
<b>营运表现</b>																				
SG&A/收入	49.14%	48.10%	48.10%	48.10%																
研发开支/收入	9.90%	10.63%	10.63%	10.63%																
所得税率	15.93%	15.93%	15.93%	15.93%																
股息支付率	32.80%	32.80%	32.80%	32.80%																
存货周转天数	104.78	100.57	98.87	101.41																
应收账款周转天数	41.86	39.77	37.78	35.89																
应付账款周转天数	133.06	146.37	161.00	177.10																
<b>财务状况</b>																				
资产负债率	30.90%	28.80%	28.04%	27.54%																
负债权益比	44.72%	40.45%	38.96%	38.01%																
流动比率	3.07	3.21	3.14	3.09																
现金比率	1.47	1.59	1.53	1.57																
利息保障倍数	25.28	14.71	17.52	20.57																
净资产收益率	11.65%	9.33%	10.28%	11.05%																

估值比率(倍)	2019A				2020E				2021E				2022E							
	PE	28.75	49.79	41.29	34.87															
PB	1.93	2.68	2.45	2.22																

现金流量表	单位: 百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
除税前溢利	5,584	4,851	5,849	6,926
营运资金变化	-279	-494	-843	-207
融资成本	230	354	354	354
支付所得税	-1,102	-873	-1,032	-1,203
其他调整项	892	1,013	1,080	1,189
经营活动现金流	5,325	4,851	5,408	7,059
资本开支	-1,702	-1,961	-2,142	-2,308
其他投资活动	-2,122	745	824	883
投资活动现金流	-3,824	-1,216	-1,318	-1,425
已付股息	-820	-771	-930	-1,101
其他融资活动	3,621	-1,142	-1,064	-993
融资活动现金流	2,801	-1,914	-1,994	-2,094
净现金流	4,301	1,721	2,096	3,540
期初持有现金	6,235	10,631	12,352	14,448
汇率存款变动影响	95	0	0	0
期末持有现金	10,631	12,352	14,448	17,988

## 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.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.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、浦江中国控股有限公司、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、日照港裕廊股份有限公司、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、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份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。