

## 集采阵痛显现，创新研发持续收获

## ——中国生物制药 (1177.HK) 2020 年一季报点评

海外公司简报

◆Q1 承压，业绩基本符合预期。公司 20Q1 实现收入 62.2 亿元 (+0.2%)，归母净利润 8.6 亿元 (+0.6%)，扣除无形资产摊销和未实现的公允价值调整影响的归母基本净利润为 8.3 亿元 (-14.6%)，每股基本盈利 6.62 分 (-14.6%)，整体业绩基本符合预期。公司现金及银行结余 161.1 亿元，派息每股 2 港仙。

◆安罗替尼等核心产品推动抗肿瘤线快速增长。抗肿瘤产品收入 19.8 亿元 (+61.2%)，占收入 31.9%，重磅品种安罗替尼估计贡献超 10 亿元收入，全年仍有望维持快速增长，并成为公司抗肿瘤条线最重磅品种。其他产品雷替曲塞、达沙替尼、卡培他滨布局全面，新产品硼替佐米与来那度胺贡献增量收入，有望受益于 19 年新医保目录调整实现放量，推动肿瘤线产品持续快速增长。

◆集采扩面影响将显，吸入制剂重磅品种有望放量。肝病产品实现收入 13.3 亿元 (-23.7%)，占收入 21.4%，增长乏力，预计恩替卡韦受集采扩面影响仍较大。抗感染领域受益疫情实现收入 4.2 亿元 (+41.9%)。骨科领域收入 4.7 亿元 (+10.9%)。呼吸领域实现收入 3.3 亿元 (+12.3%)，重磅吸入制剂品种布地奈德混悬液已获批，首个国产品种目前进院顺利，预期上市首年有望贡献 5~10 亿元收入。其他板块中，心血管与镇痛估计同比下滑明显，预计镇痛氟比洛芬酯注射液等受集采扩面冲击影响仍较大。

◆创仿结合，研发进入新一轮收获期。公司是国内医药行业研发标杆，Q1 研发投入达到 9.9 亿元，占总收入 16%，其中费用化开支达 9.7 亿元。在研管线中约有 40 个品种处于报产阶段，其中潜在重磅品种 PD-1 单抗于 5 月申报复发难治 cHL 适应症获受理，其他品种如阿达木单抗、重组凝血八因子、Pi3k 抑制剂、ALK/ROS1 抑制剂等有望于 20~21 年陆续报产。公司仿创并重的战略成效显著，潜力品种众多，预计 20~22 年每年有望上市超 10 个新产品。

◆维持“买入”评级。公司 Q1 新产品占收入比重达 32.9%，后续梯队有序的新产品上市有望带来增量。疫情期间公司捐赠近 2200 万元物资积极抗疫，我们维持 20~22 年 EPS 预测为 0.28/0.32/0.38 元。公司质地优秀，研发进入新一轮收获期，历经转型镇痛期后有望迎来加速增长，维持“买入”评级。

◆风险提示：药品带量采购风险，招标价格压力，审批政策风险。

## 业绩预测和估值指标

指标 (人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万)	20,889	24,234	27,011	31,506	37,254
营业收入增长率	41.0%	16.0%	11.5%	16.6%	18.2%
调整净利润 (百万)	2,841	3,132	3,489	4,094	4,790
调整净利润增长率	30.9%	10.2%	11.4%	17.4%	17.0%
EPS (元)	0.73	0.21	0.28	0.32	0.38
P/E	14	49	37	32	27

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 5 月 29 日，1HKD=0.901RMB

## 买入 (维持)

当前价：11.36 港元

## 分析师

林小伟 (执业证书编号：S0930517110003)  
021-52523871  
[linxiaowei@ebsecn.com](mailto:linxiaowei@ebsecn.com)

吴佳青 (执业证书编号：S0930519120001)  
021-52523697  
[wujiqing@ebsecn.com](mailto:wujiqing@ebsecn.com)

## 市场数据

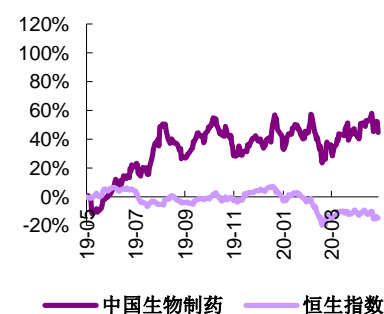
总股本(亿股)：125.82

总市值(亿港元)：1429.29

一年最低/最高(港元)：6.67-12.76

近 3 月换手率：49.4%

## 股价表现(一年)



## 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4	13	60
绝对	-2	-1	45

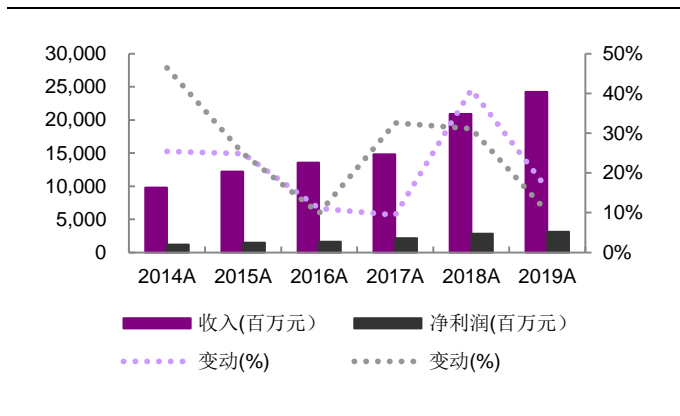
资料来源：Wind

## 相关研报

安罗替尼销售强劲——中国生物制药 (1177.HK) 投资价值跟踪报告……2018-07-10  
业绩稳健增长，安罗替尼入围医保谈判……2018-08-23  
肿瘤线快速增长超预期，研发进入新一轮收获期……2019-8-29  
龙头稳健增长……2019-11-26  
天晴速畅获批上市，高壁垒仿制药再下一城……2020-2-28

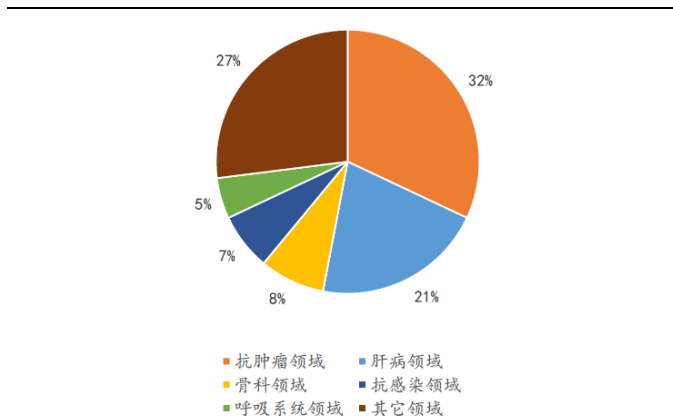
附录

图 1: 公司 14 年以来营收及利润增长 (亿元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 2: 公司 20Q1 收入分布



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

表 2: 公司预计 20~22 年批产的新产品

2020 年预计批产		2021 年预计批产		2022 年预计批产	
通用名	领域	通用名	领域	通用名	领域
注射用福沙匹坦双葡甲胺 (欧盟上市)	肿瘤	PD-1 单抗	肿瘤	PD-L1 单抗	肿瘤
塞来昔布胶囊	骨科消炎止痛	利妥昔单抗	肿瘤	曲妥珠单抗	肿瘤
依达拉奉氯化钠注射液	心脑血管	阿达木单抗注射液	自身免疫	贝伐珠单抗	肿瘤
人血白蛋白	血液制品	注射用重组人凝血因子 VIII	血友病	艾酚福韦片	肝病
氟维司群注射液 (美国 ANDA)	肿瘤	注射用紫杉醇(白蛋白结合型)肿瘤		依维莫司片	肿瘤
氟维司群注射液 (德国上市)	肿瘤	甲磺酸仑伐替尼胶囊	肿瘤	曲氟尿苷替匹嘧啶片	肿瘤
吸入用布地奈德混悬液	呼吸	沙美特罗氟替卡松粉吸入剂	呼吸	氢溴酸伏硫西汀片	精神
磷酸西格列汀片	内分泌	氟维司群注射液	肿瘤	阿瑞匹坦胶囊	肿瘤
孟鲁司特钠颗粒	呼吸	注射用多黏菌素 E 甲磺酸钠	抗感染	酒石酸阿福特罗雾化吸入用溶液	呼吸
盐酸莫西沙星氯化钠注射液	抗感染	艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊	消化	TQ-B3525 片 (化学创新药)	多适应症 肿瘤
达比加群酯胶囊	心脑血管	沙库巴曲缬沙坦钠片	心脑血管	TQ-B3101 胶囊 (化学创新药)	血液肿瘤 阿兹海默症
维格列汀片	内分泌	磷丙替诺福韦片	肝病	利斯的明贴剂	
依达拉奉氯化钠注射液 (新增适应症: 渐冻症)	心脑血管	碘克沙醇注射液	造影剂	洛索洛芬钠凝胶贴膏	骨科
注射用左泮托拉唑钠	消化	苹果酸舒尼替尼胶囊	肿瘤	罗替戈汀贴剂	帕金森
泊马度胺胶囊	肿瘤	恩格列净片	内分泌	西格列汀二甲双胍缓释片	内分泌
沙格列汀片	内分泌	卡格列净片	内分泌	培唑帕尼片	抗肿瘤
恩曲他滨替诺福韦片	抗感染	马来酸阿法替尼片	肿瘤	甲磺酸仑伐替尼胶囊	抗肿瘤
安罗替尼胶囊 (第四适应症: 甲状腺髓样癌)	肿瘤	注射用醋酸地加瑞克	肿瘤	氨氯地平阿托伐他汀钙片	心脑血管
顺苯磺阿曲库铵注射液	手术麻醉	右兰索拉唑肠溶胶囊	消化	富马酸丙酚替诺福韦片	抗感染
依托考昔片	骨科	安罗替尼胶囊 (第五适应症: 分化型甲状腺癌)	肿瘤	阿瑞匹坦胶囊	肿瘤
阿哌沙班片	心脑血管	帕立骨化醇注射液	骨科	鲁比前列酮软胶囊	消化
利伐沙班片	心脑血管	利马前列素片	椎管狭窄	罗沙司他胶囊	泌尿
硫酸氨基葡萄糖片	心脑血管	索磷布韦片	抗感染	骨化三醇口服液	骨科
碘帕醇注射液	造影剂	磷酸西格列汀片	内分泌	艾地骨化醇胶囊	骨科

盐酸伊达比星冻干粉	肿瘤	枸橼酸托法替布片	类风湿关节炎	琥珀酸唑罗曲坦片	偏头痛
转化糖注射液	肠外营养	奥美沙坦酯氨氯地平片	心脑血管	奥美钠镁咀嚼片	消化
螺内酯片 (药品补充申请批件)	水肿疾病	托伐普坦片	心脑血管	盐酸托莫西汀胶囊 (药品补充申请批件)	注意缺陷
TY01 素乾	特医	马昔腾坦片	心脑血管	盐酸托莫西汀口服液	注意缺陷
TY02 恬能	特医	舒更葡糖钠注射液	手术麻醉	福多司坦口服溶液	呼吸
TY04 海维舒	特医	依达拉奉注射液	心脑血管	盐酸替罗非班氯化钠注射液	心脑血管
		聚普瑞锌颗粒	消化	盐酸右美托咪定氯化钠注射液	手术麻醉
		TY021 田能欣	特医	TY13 海维安	特医
		枸橼酸托法替布片	类风湿关节炎	洛索洛芬钠凝胶	阵痛
		骨化三醇软膏	骨科	阿普斯特片	银屑病
				艾拉莫德片	类风湿关节炎

资料来源: 公司业绩宣传资料, 光大证券研究所

**表 3: 公司 1.1 类创新药管线**

项目名称	目前进度	治疗领域(项目信息)	适应症
TQA3526	临床 II 期	肝病领域	非酒精性脂肪性肝炎、原发性胆汁性肝硬化等
TQB3474	临床 I 期	肿瘤领域	实体瘤
TQB3616	取得临床批件/BE 备案号	肿瘤领域	拟用于激素受体阳性、人表皮生长因子受体 2 阴性晚期或转移性乳腺癌的治疗
TQF3354	取得临床批件/BE 备案号	内分泌领域	治疗 2 型糖尿病
AL2846	临床 II 期	肿瘤领域	治疗进展性和转移性甲状腺髓样癌、肝癌、前列腺癌、神经胶质瘤、胃癌和非小细胞肺癌
TQ-A3326	临床 I 期	肝病领域	治疗 HCV 基因 1、3 型感染
TQ-A3334	临床 II 期	肝病领域	拟用于乙型病毒性肝炎的治疗
TQ-B3101	临床 II 期	肿瘤领域	拟用于间变性淋巴瘤激酶阳性的局部晚期和转移的非小细胞肺癌、胃癌、淋巴瘤
TQ-B3139	临床 II 期	肿瘤领域	拟用于 ALK 阳性的肺癌、神经母细胞瘤、弥漫性大细胞淋巴瘤的治疗
TQ-B3234	临床 I 期	肿瘤领域	晚期 B-Raf V600E 突变型的黑色素瘤、结肠癌, 晚期 B-Raf WT 型的胰腺癌和非小细胞肺癌
TQ-B3395	临床 I 期	肿瘤领域	本品拟用于晚期非小细胞肺癌(NSCLC), HER2 阳性的晚期乳腺癌, 以及咽鳞癌、食道癌
TQ-F3083	临床 II 期	内分泌领域	拟用于成人 II 型糖尿病
TQB3399	临床 I 期	肿瘤领域	骨髓增殖性疾病
TQB3455	临床 I 期	肿瘤领域	急性粒细胞白血病
TQB3456	临床 I 期	肿瘤领域	拟用于治疗表皮生长因子受体 (EGFR) 发生突变的肿瘤患者
TQB3525	临床 II 期	肿瘤领域	拟用于 PI3KCA 突变或 PTEN 缺失或低表达引起的结肠癌、胃癌、乳腺癌等实体瘤的治疗
TQ-B3203	临床 I 期	肿瘤领域	结直肠癌、肺癌、前列腺癌
盐酸安罗替尼	申报生产	肿瘤领域	多种适应症
TQB2441	取得临床批件/BE 备案号	肿瘤领域	胃癌
TQB2450	临床 III 期	肿瘤领域	非小细胞肺癌、黑色素瘤
TQ-B2303	临床 I 期	肿瘤领域	恶性淋巴瘤和免疫性疾病
TQ-B211	临床 III 期/验证性临床	肿瘤领域	治疗 HER2 过度表达的转移性乳腺癌
TQ-B2302	临床 III 期/验证性临床	肿瘤领域	转移性结直肠癌和非小细胞肺癌
TQG202	临床 III 期/验证性临床	其他领域	出血性疾病(血友病)
TQ-Z2301	临床 III 期/验证性临床	其他领域	类风湿性关节炎

资料来源: 公司业绩宣传资料, 光大证券研究所

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	20,889	24,234	27,011	31,506	37,254
成本	(4,197)	(4,926)	(5,402)	(6,301)	(7,451)
毛利	16,692	19,308	21,609	25,205	29,803
销售费用	(8,079)	(9,320)	(10,372)	(12,067)	(14,268)
行政开支	(2,190)	(2,589)	(2,228)	(2,599)	(3,073)
经营利润	11,522	5,702	7,039	8,274	9,697
财务成本	(153)	(230)	(256)	(299)	(353)
税前利润	11,429	5,583	6,900	8,097	9,473
所得税	(696)	(889)	(849)	(996)	(1,165)
期内全面收益	10,733	4,694	6,051	7,101	8,307
少数股东权益	1,686	1,988	2,562	3,007	3,518
净利润	9,046	2,707	3,489	4,094	4,790
每股收益(人民币)	0.73	0.22	0.28	0.32	0.38
收入增长(%)	41.0%	16.0%	11.5%	16.6%	18.2%
净利润增长(%)	316.7%	-70.1%	28.9%	17.4%	17.0%
每股收益增长(%)	149.8%	-70.6%	28.4%	17.4%	17.0%
资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>非流动资产</b>	31,242	33,386	37,973	43,323	49,065
物业、厂房及设备	5,804	6,914	7,617	8,251	8,976
预付租金-非流动资产	1,222	1,293	1,293	1,293	1,293
无形资产	8,349	7,704	6,667	5,775	4,967
<b>流动资产</b>	18,538	24,913	26,844	28,636	32,565
存货	1,209	1,659	2,275	3,121	4,281
应收账款	2,924	2,712	2,516	2,333	2,164
现金及现金等价物	6,676	11,911	14,167	15,295	18,234
<b>资产总计</b>	49,780	58,299	64,817	71,959	81,630
<b>流动负债</b>	9,669	8,123	8,495	8,885	9,294
应付账款	1,832	1,809	1,900	1,995	2,095
其他应付	4,684	5,457	5,730	6,016	6,317
流动资产净值	8,870	16,790	18,349	19,750	23,271
<b>非流动负债</b>	2,562	9,892	10,680	11,547	12,502
<b>负债总计</b>	12,231	18,015	19,175	20,433	21,796
股本及储备	29,213	31,524	33,907	36,784	41,574
股本	279	278	278	278	278
储备	29,391	31,246	33,628	36,506	41,295
公司拥有人应占权益总额	29,213	31,524	33,907	36,784	41,574
<b>非控股权益</b>	8,337	9,173	11,735	14,742	18,260
<b>权益总额</b>	37,550	40,285	45,642	51,527	59,834
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
经营溢利	11,429	5,583	6,900	8,097	9,473
无形资产摊销	38	1,176	1,085	940	809
固定资产折旧	503	735	846	917	825
经营活动所得现金净额	5,094	5,109	6,337	7,117	7,833
购买物业、厂房及设备	(1,550)	(1,550)	(1,550)	(1,550)	(1,550)
出售设备所得款项	0	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	(616)	(5,035)	(4,830)	(6,841)	(5,853)
<b>筹资活动现金流入小计</b>	(2,178)	643	749	852	958
偿还债务支付的现金	(1,716)	(1,887)	(2,076)	(2,284)	(2,512)
偿还银行贷款利息	(153)	(230)	(256)	(299)	(353)
<b>现金增加(减少)净额</b>	2,301	5,676	2,256	1,129	2,938
期初现金及现金等价物	6,235	11,911	14,167	15,295	18,234

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 (2019 年现金流量数据为预测值)



## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼