

中信证券研究部


陈竹
首席医疗健康
分析师
S1010516100003



刘泽序
医疗健康分析师
S1010518060001

核心观点

公司 2020Q1-Q3 业绩略低于预期。抗肿瘤板块维持强劲增长，布地奈德有望快速放量。带量采购和疫情负面影响已充分释放，新产品有望带动业绩逐季改善。研发进入快速兑现期，商业合作稳步推进。

■ **公司 2020Q1-Q3 业绩略低于预期。**公司 2020Q1-Q3 实现收入、归母净利润、扣非归母净利润（扣除权益投资及金融资产之公允价值损益、应占无形资产年度摊销费用及可转换债券公允价值亏损和实际利息费用）181.26 亿、18.51 亿、22.94 亿元，同比-6.2%、-18.0%、-11.7%，业绩略低于预期，主要由于疫情与带量采购因素共同影响。

■ **抗肿瘤板块维持强劲增长，布地奈德有望快速放量。**公司抗肿瘤板块 2020Q1-Q3 实现收入 57.92 亿元、同比+37.8%，维持高增长，占公司总营收比例从 2019Q1-Q3 的 21.76% 提升至 2020Q1-Q3 的 31.95%，成为公司收入占比最大的板块。除了对板块贡献最大的安罗替尼外，预计硼替佐米、来那度胺、达沙替尼等品种均实现快速放量。安罗替尼第四个适应症甲状腺髓样癌预计年底或明年一季度获批，同时还有 27 个临床实验开展中。今年医保谈判中安罗替尼的适应症除了已有的非小细胞肺癌外，有望纳入软组织肉瘤和小细胞肺癌两个适应症，报销范围有望扩大。2020Q1-Q3 抗感染板块实现收入 10.65 亿元，同比+19.5%，主要由于疫情期间呼吸道感染用药增加，预计莫西沙星、利奈唑胺贡献较大。2020Q1-Q3 呼吸系统领域实现收入 9.64 亿元，同比+17.3%，预计公司 5 月份上市的布地奈德贡献较大。公司新上市的布地奈德放量迅速，作为国内首仿药，进口替代空间广阔（2019 年样本医院销售额约 60 亿元）。根据草根调研目前布地奈德产品已开发 1400 多家医院，10 月份单月销售额超过 1 亿，我们预计今年有望贡献 5 亿元收入。

■ **带量采购和疫情负面影响已充分释放，新产品有望带动业绩逐季改善。**受带量采购和新冠疫情等因素影响，公司 Q1-Q3 肝病领域和其他类疾病领域销售额 30.52 亿、56.81 亿元，同比-38.6%、-19.3%。公司过去大部分重点产品已被纳入带量采购，第三批带量采购公司拟中选的 7 个品种中，除盐酸氨基葡萄糖片外，其余品种公司市场份额较低，有望借助带量采购迅速放量。公司新产品（5 年内上市的产品）Q1-Q3 实现收入 66.6 亿元，占公司总收入 36.7%，同比+66.9%，增长迅速。我们认为带量采购对公司的冲击已经充分体现，叠加国内疫情的逐步稳定和公司大量新产品的快速放量，后续有望进入业绩逐季改善的周期。

■ **研发进入快速兑现期，商业合作稳步推进。**公司 2020Q1-Q3 研发费用 21.07 亿元，占总营收的 11.6%。在持续研发高投入下，公司研发成果丰硕，目前已有临床批件、正在进行临床试验和报产的在研产品共 398 件，产品管线丰富。2018 年、2019 年和 2020 年 Q1-Q3 公司获批上市产品数分别为 13、26、26 个，研发兑现速度明显加快。2020、2021、2022 年计划上市新产品 33、31、35 个。其中 PD-1 单抗（与康方生物合作）、利妥昔单抗、阿达木单抗、重组 VIII 因子和安罗替尼的第 5 个适应症有望明年获批上市；曲妥珠单抗、贝伐珠单抗有望在 2022 年获批上市。此外，公司还与奥克特砒码、亚盛医药、安博生物、Insilico Medicine（AI 辅助抗癌药开发）等企业开展产品引进或共同开发战略合作，进一步丰富产品管线，奠定公司未来长期增长的基础。

中国生物制药	01177.HK
评级	买入（维持）
当前价	7.80 港元
目标价	9.84 港元
总股本	18,861 百万股
港股流通股本	18,861 百万股
52 周最高/最低价	15.26/7.59 港元
近 1 月绝对涨幅	-0.26%
近 6 月绝对涨幅	-3.60%
近 12 月绝对涨幅	16.67%

- **风险因素。**带量采购导致产品销售额大幅下降风险；药品研发进展不达预期；新产品推广不及预计。
- **盈利预测及估值。**公司安罗替尼和布地奈德销售强劲，在研产品陆续上市，结合 2020 三季度业绩，并考虑到股本回购，维持 2020 年 EPS 预测为 0.15 元，调整 2021/2022 年 EPS 预测至 0.17/0.20 元（原预测 0.19/0.23 元），扣除无形资产摊销的 EPS 预测为 0.17/0.19/0.22 元。参考可比公司估值，并考虑公司新产品的放量潜力，给予公司 2021 年 44X PE（无形资产摊销前），对应目标价 9.84 港元（8.36 元人民币，以汇率 0.85 计），维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,889	24,234	24,552	28,463	33,192
营业收入增长率	40.96%	16.02%	1.31%	15.93%	16.61%
净利润(百万元)	9,046	2,707	2,751	3,211	3,796
净利润增长率	316.70%	-70.08%	1.65%	16.71%	18.20%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.48	0.14	0.15	0.17	0.20
毛利率%	79.91%	79.67%	79.50%	79.50%	79.50%
净资产收益率 ROE%	30.97%	8.70%	8.29%	8.99%	9.81%
每股净资产	1.5	1.6	1.8	1.9	2.1
PE	14	47	45	39	33
PB	4	4	4	4	3
每股收益 EPS(基本)(港元)	0.56	0.17	0.17	0.20	0.24
每股净资产 (港元)	1.8	1.9	2.1	2.2	2.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测
 除了无形资产摊销

注：股价为 2020 年 11 月 30 日收盘价

注：以上盈利预测扣

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	20,889	24,234	24,552	28,463	33,192
营业成本	(4,197)	(4,926)	(5,033)	(5,835)	(6,804)
毛利率	79.91%	79.67%	79.50%	79.50%	79.50%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(8,079)	(9,320)	(9,404)	(10,845)	(12,580)
营业费用率	-	-	-	-	-
	38.67%	38.46%	38.30%	38.10%	37.90%
管理费用	(4,534)	(5,148)	(5,156)	(5,977)	(6,904)
管理费用率	-	-	-	-	-
	21.70%	21.24%	21.00%	21.00%	20.80%
财务费用	(153)	(230)	(301)	(216)	(125)
财务费用率	-0.73%	-0.95%	-1.23%	-0.76%	-0.38%
投资收益	60	111	120	130	140
营业利润	11,429	5,584	5,641	6,583	7,782
营业利润率	54.71%	23.04%	22.97%	23.13%	23.45%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	11,429	5,584	5,641	6,583	7,782
所得税	(696)	(889)	(897)	(1,047)	(1,237)
所得税率	-6.09%	-	-	-	-
		15.93%	15.90%	15.90%	15.90%
少数股东损益	1,686	1,988	1,992	2,325	2,749
归属于母公司股东的净利润	9,046	2,707	2,751	3,211	3,796
净利率	43.31%	11.17%	11.21%	11.28%	11.44%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	11,429	5,584	5,641	6,583	7,782
所得税支出	-696	-889	-897	-1,047	-1,237
折旧和摊销	1,153	1,439	1,665	1,896	2,127
营运资金的变化	351	223	448	-218	-269
其他经营现金流	-7,143	-1,032	-421	-346	-265
经营现金流合计	5,094	5,324	6,435	6,868	8,138
资本支出	-1,550	-1,449	-1,720	-1,710	-1,710
投资收益	60	111	120	130	140
其他投资现金流	874	-2,486	-400	-300	-300
投资现金流合计	-616	-3,824	-2,000	-1,880	-1,870
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	305	5,199	-467	200	200
股利支出	-754	-821	-677	-688	-803
其他融资现金流	-1,728	-1,578	301	216	125
融资现金流合计	-2,178	2,800	-842	-272	-478
现金及现金等价物净增加额	2,301	4,300	3,593	4,716	5,789

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,676	11,911	15,505	20,221	26,010
存货	1,209	1,659	1,661	1,867	2,177
应收账款、预付账款、按金及其他应收款	8,652	9,767	9,575	10,816	12,281
其他流动资产	2,001	1,576	1,576	1,576	1,576
流动资产	18,538	24,913	28,317	34,480	42,045
物业、厂房及设备	5,804	6,914	7,919	8,733	9,366
长期股权投资	326	808	808	808	808
无形资产	8,349	7,704	6,754	5,754	4,704
其他长期资产	16,762	17,960	18,360	18,660	18,960
非流动资产	31,242	33,386	33,842	33,956	33,838
资产总计	49,780	58,299	62,159	68,436	75,883
短期借款	2,906	667	0	0	0
应付账款、应付票据和其他应付	6,517	7,243	7,449	8,694	10,206
其他流动负债	246	213	266	250	243
流动负债	9,669	8,123	7,715	8,944	10,449
长期借款	507	7,885	8,085	8,285	8,485
其他长期负债	2,055	2,007	2,007	2,007	2,007
非流动性负债	2,562	9,892	10,092	10,292	10,492
负债合计	12,231	18,015	17,807	19,235	20,941
股本及储备	29,213	31,112	33,186	35,710	38,703
其他	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益合计	29,213	31,112	33,186	35,710	38,703
少数股东权益	8,337	9,173	11,165	13,491	16,239
股东权益合计	37,550	40,285	44,352	49,201	54,942
负债股东权益总计	49,780	58,299	62,159	68,436	75,883

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	40.96%	16.02%	1.31%	15.93%	16.61%
营业利润增长率	172.39%	51.14%	-	16.71%	18.20%
净利润增长率	316.70%	70.08%	-	16.71%	18.20%
毛利率	79.91%	79.67%	79.50%	79.50%	79.50%
EBITDA Margin	44.76%	12.49%	13.11%	13.51%	13.74%
净利率	43.31%	11.17%	11.21%	11.28%	11.44%
净资产收益率	30.97%	8.70%	8.29%	8.99%	9.81%
总资产收益率	18.17%	4.64%	4.43%	4.69%	5.00%
资产负债率	24.57%	30.90%	28.65%	28.11%	27.60%
所得税率	-6.09%	-	-	-	-
		15.93%	15.90%	15.90%	15.90%
股利支付率	8.34%	45.50%	25.00%	25.00%	25.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。