



中国医药行业：坚定看好创新药长期价值潜力，重点推荐信达、康方

2024 YTD（截至 2024 年 3 月 12 日），MSCI 中国医药指数/恒生生物科技指数跑输大盘，医药各板块估值仍处于低位。我们坚定看好创新药，政策支持及出海进程加速有助于打开其长期增长空间。我们认为 2024-2025 年是中国医药企业的关键转折点，创新药有望从过去单一集中的肿瘤领域拓展到新的重大疾病领域。在本报告中，首席医药分析师阳景恢复覆盖信达生物（1801.HK）、康方生物（9926.HK）、荣昌生物（9995.HK）、康诺亚（2162.HK）、中国生物制药（1177.HK）、药明康德（2359.HK/603259.CH）、药明生物（2269.HK）和康龙化成（3759.HK/300759.CH）。这其中，我们重点推荐买入信达生物、康方生物。

• **医药板块估值处于历史低位：**2024 YTD（截至 3 月 12 日），MSCI 中国医药指数/恒生生物科技指数分别下跌 14%/15%（vs. 2023 年下跌 21%/24%），跑输同期 MSCI 中国指数走势（2024 YTD 下跌 2%）。2024 YTD 涨幅最大的子板块为医药流通（上涨 8%），其次是中药（上涨 0.2%），跌幅最大的子板块为 CXO（下跌 26%），我们关注的 Biotech、Pharma、器械、服务板块分别下跌 12%、6%、1%、11%。对比 2023 年，2024 YTD 医药流通反弹明显，中药股价未能延续 2023 年的增长趋势，Biotech、Pharma、CXO 等其他板块仍延续去年的下跌态势。目前各板块估值处于低位。

• **坚定看好创新药，政策支持及出海进程加速有助于打开长期增长空间：**一方面，从支付端来说，2022 年中国医疗支出仅占 GDP 约 7%，显著低于美欧日等发达国家地区。过去 10 年来看，医保基金支出/收入的复合年均增长率均为 12%。随着我国老龄化逐步加深，我们认为医保支出未来仍将维持稳定的增速。并且，考虑到政策逐步增加对创新药的支持力度，包括更加温和的医保砍价幅度及续约规则，加快创新药纳入医保速度，今年 2 月出台的鼓励以临床价值为导向的药物研发创新机制以及 3 月流传的全链条支持创新药发展征求意见稿，我们认为创新药药企有望受益于政策的进一步支持。另一方面，从供给端来说，中国企业创新能力逐步上升，我们近两年看到越来越多的创新药成功出海授权及海外获批，并且出海模式也愈加丰富，我们认为出海有望帮助具备全球竞争力的差异化创新药品最大化其价值，解锁长期增长空间。短期来说，我们认为 2024-2025 年是中国医药企业的关键转折点，创新药有望从过去单一集中的肿瘤领域拓展到新的重大疾病领域（例如：自免、减重），推荐重点关注研发商业化能力强劲、创新管线催化剂丰富的公司。

• **CXO 股票短期内仍存在受中美地缘政治影响而震荡的风险，业绩有望于 2H24 明显加速：**美国生物安全法案草案能否落地仍存不确定性，短期内我们预计 CXO 股票仍存在受中美地缘政治影响而震荡的风险。中长期来看，随着 2024 年底美国大选结束和 2024 年中降息之后全球生物医药融资恢复有望显著提振 CXO 公司业绩，我们预计 2H24 市场将回到基本面的关注上。考虑到 CXO 行业目前处于历史估值低位，我们认为中长期 CXO 股票仍有不错的升值空间。

阳景

首席医药分析师
Jing_yang@spdbi.com
(852) 2808 6434

胡泽宇 CFA

医药分析师
ryan_hu@spdbi.com
(852) 2808 6446

2024 年 3 月 15 日

信达生物（1801.HK）	买入
目标价（HKD）	55.0
潜在升幅	+33%
康方生物（9926.HK）	买入
目标价（HKD）	65.0
潜在升幅	+27%
荣昌生物（9995.HK）	买入
目标价（HKD）	33.0
潜在升幅	+23%
康诺亚（2162.HK）	买入
目标价（HKD）	60.0
潜在升幅	+51%
中国生物制药（1177.HK）	买入
目标价（HKD）	4.5
潜在升幅	+37%
药明康德（2359.HK）	买入
目标价（HKD）	72.0
潜在升幅	+60%
药明康德（603259.CH）	买入
目标价（RMB）	82.4
潜在升幅	+54%
药明生物（2269.HK）	持有
目标价（HKD）	30.0
潜在升幅	+86%
康龙化成（3759.HK）	买入
目标价（HKD）	17.5
潜在升幅	+64%
康龙化成（300759.CH）	持有
目标价（RMB）	23.3
潜在升幅	+0%

注：目前股价截至 2024 年 3 月 14 日



● **首选标的：信达生物、康方生物。**我们看好信达生物强大的商业化能力和丰富的研发管线，作为国内非肿瘤管线推进最快的头部 biotech，我们对其短中期业绩充满信心，并且 2024 年内几个主要催化剂也有望于提振股价（包括但不限于 GLP-1 商业化策略的公布，CLDN18.2 ADC 胃癌 PoC 数据和 PD-1/IL-2 PoC 数据读出）。此外，康方生物 2024 年卡度尼利销售有望超预期，并且我们认为其短期重大催化剂成功概率较高（2Q24 将公布依沃西和 K 药头对头中期分析结果）。

● **投资风险：**中美地缘政治紧张、美国降息晚于预期、反腐力度强于预期。

目录

2024 YTD 医药指数走势：医药板块估值处于历史低位，子板块医药流通反弹明显	4
创新药：政策支持及出海进程加速有助于打开长期增长空间	6
坚定的政策支持将进一步促进创新药研发	6
出海进程加速、模式多样化，有助于最大化实现创新药价值潜力	13
2024-2025 有望成为非肿瘤领域拓展的关键之年	16
关注研发商业化能力强劲、创新管线催化剂丰富的公司，重点推荐信达生物、康方生物	20
CXO：板块短期内能存在受中美地缘政治影响而震荡的风险，业绩有望于 2H24 明显加速	23
生物安全法案草案能否落地仍存不确定性	23
全球生物医药融资有望 2H24 开始显著恢复	26
CXO 板块短期仍存在受地缘政治影响而震荡的风险，中长期仍具不错增长空间	29
信达生物（1801.HK）：非肿瘤管线加速推进	32
康方生物（9926.HK）：拭目以待依沃西头对头试验结果	37
荣昌生物（9995.HK）：重点关注近期泰它西普出海机会	42
康诺亚（2162.HK）：国产首家 IL4R 有望年底上市	46
中国生物制药（1177.HK）：2024 有望达成双位数收入增速指引	51
药明康德（2359.HK/603259.CH）：低估值下中长期价值凸显	56
药明生物（2269.HK）：2H24 有望温和复苏	62
康龙化成（3759.HK/300759.CH）：2024 全年收入增速指引 10%	67

中国医药行业：坚定看好创新药长期价值潜力，重点推荐信达、康方

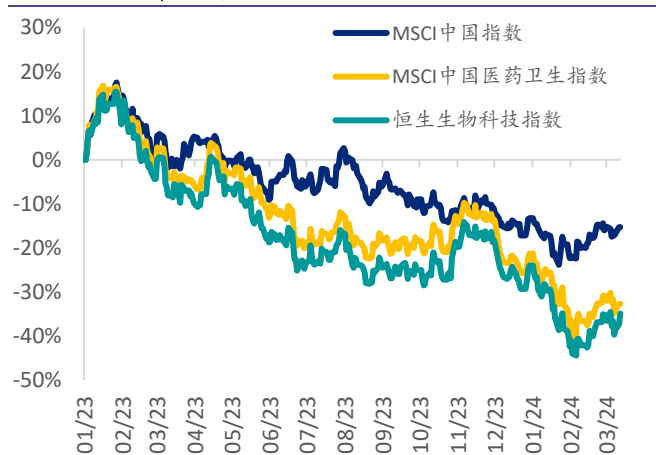
2024 YTD 医药指数走势：医药板块估值处于历史低位，子板块医药流通反弹明显

MSCI 中国医药指数/恒生生物科技指数于 2024 YTD（截至 2024 年 3 月 12 日）下跌 14%/15%（vs. 2023 年下跌 21%/24%），跑输同期 MSCI 中国指数走势（2024 YTD 下跌 2%/2023 年下跌 13%），医药板块整体延续了 2021 年中以来的下跌趋势。

按照子板块类型，2024 YTD 涨幅最大的子板块为医药流通（上涨 8%），其次是中药（上涨 0.2%），跌幅最大的子板块为 CXO（下跌 26%），我们关注的 Biotech、Pharma、医疗器械、医疗服务板块分别下跌 12%、6%、1%、11%。对比 2023 年，我们发现：

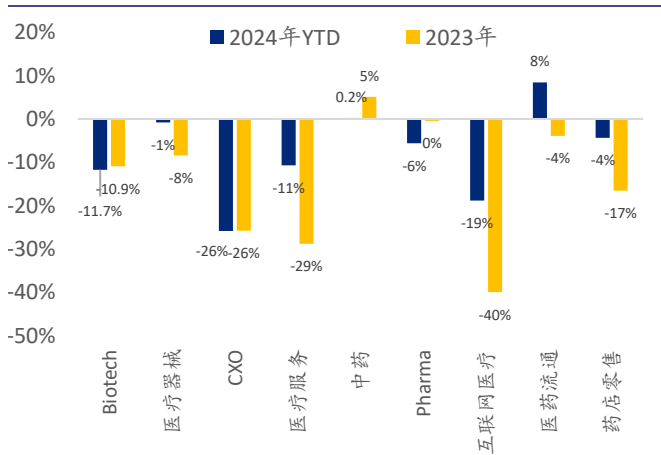
- 医药流通反弹明显（由 2023 年下跌 4%至 2024 YTD 涨幅最大子板块）；
- 中药股价未能延续 2023 年的增长趋势（中药 2023 年是涨幅最大的子板块，全年上涨 5%）；
- Biotech、Pharma、CXO 仍延续去年的下跌态势，其中 Biotech 和 CXO YTD 下跌幅度和 2023 年全年比起来差不多，Pharma YTD 下跌幅度看起来比去年还要略大一些；
- 其余板块亦延续去年的下跌态势，但 YTD 下跌幅度显著小于去年全年。

图表 1: MSCI 中国指数 vs. MSCI 中国医药指数 vs. 恒生生物科技指数



注：股价截至 2024 年 3 月 12 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

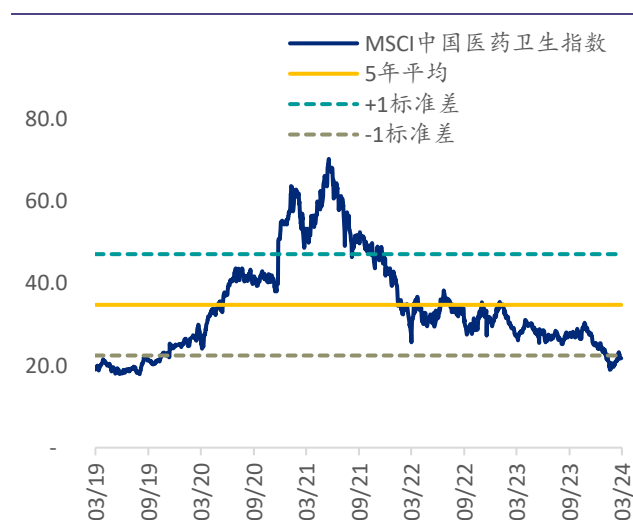
图表 2：医药子板块股价涨跌幅



注：股价截至 2023 年 3 月 12 日；板块涨跌幅按个股涨跌幅市值加权平均计算
资料来源：Bloomberg、浦银国际

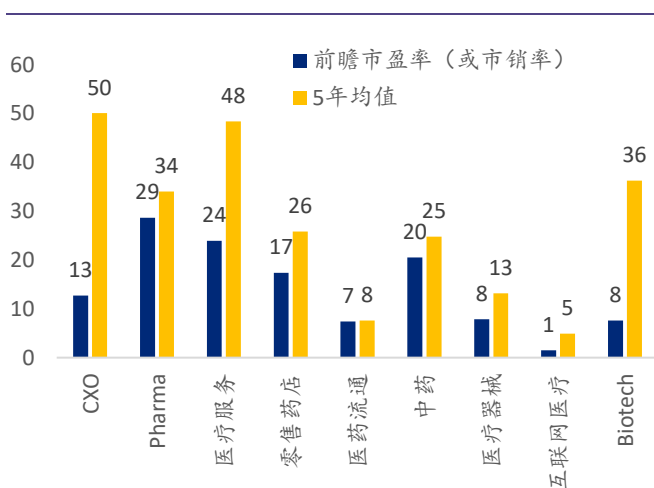
目前 MSCI 中国医药卫生指数前瞻市盈率为 22x，较过去 5 年均值 34.8x 低 1.1 个标准差。分子板块看，医疗板块中大部分子板块估值倍数已低于历史均值，其中 Biotech（目前 PS：8x；过去 5 年均值：36x）、CXO（目前 PE：13x；过去 5 年均值：50x）、医疗服务（目前 PE：24X；过去 5 年均值：48x）已明显低于过去 5 年历史均值。

图表 3: MSCI 中国医药卫生板块前瞻市盈率(P/E)



注：数据截至 2023 年 3 月 12 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：医疗行业子板块前瞻市盈率（或市销率）

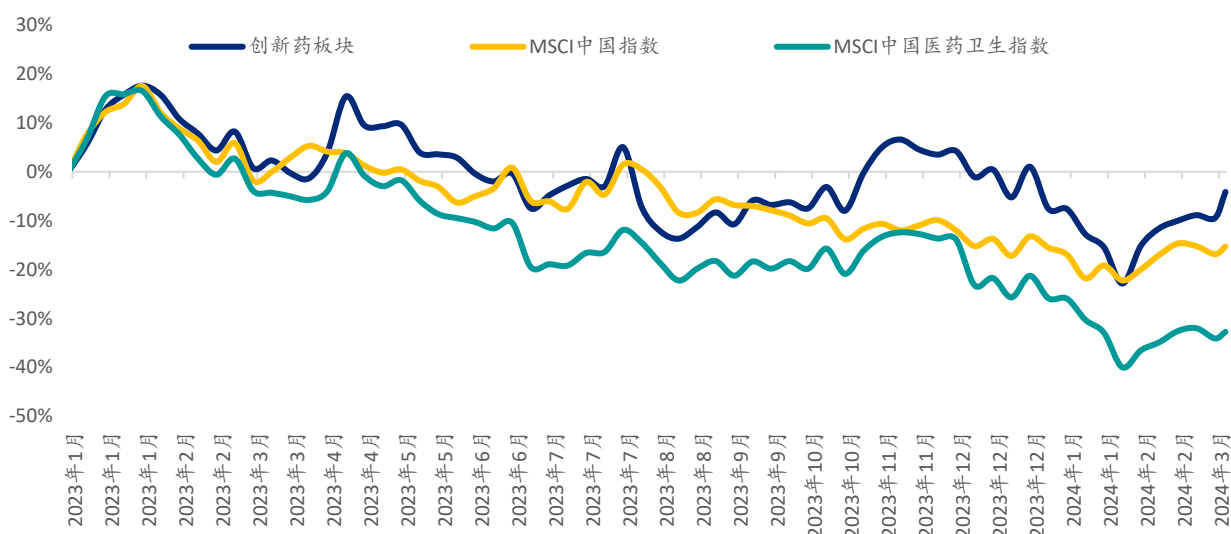


注：生物科技 Biotech、医疗器械和互联网医疗采用 PS，其余板块均为 PE；成分股详见各细分板块章节估值表；数据截至 2023 年 3 月 12 日；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

创新药：政策支持及出海进程加速有助于打开长期增长空间

创新药股价表现：创新药板块 2023 年跌幅为 13%，与 MSCI 中国医药卫生指数表现基本持平，2024 YTD 跌幅 4%，表现好于 MSCI 中国医药卫生指数。随着更多创新药政策支持有望出台及美联储有望于 2024 年中开始降息，创新药板块的估值或将得到回升。

图表 5：创新药板块 2023 年初至今股价涨跌幅



注：股价截至 2024 年 3 月 12 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

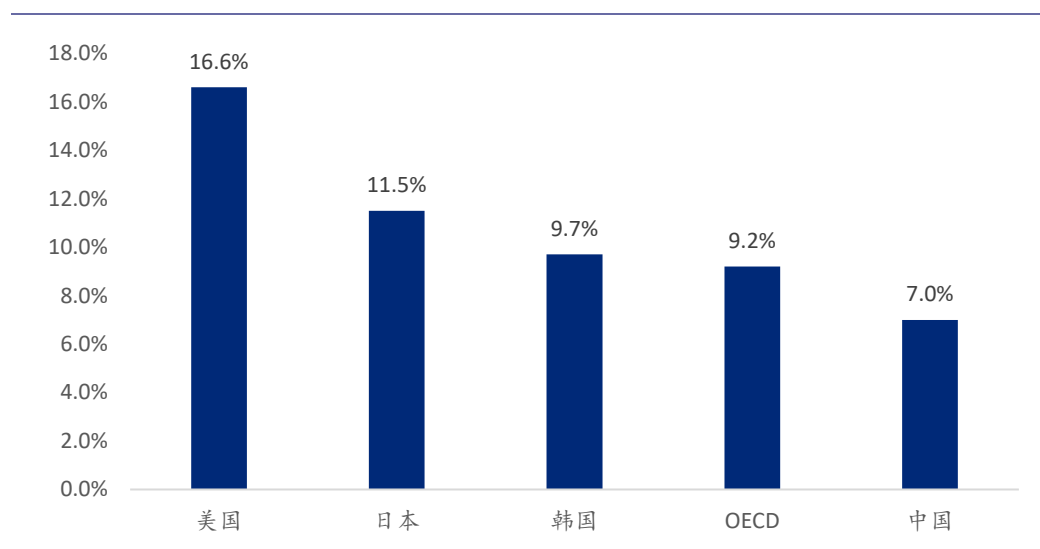
● 坚定的政策支持将进一步促进创新药研发

2024 年以来，在过去几年医保谈判砍价渐趋温和的大背景下，我们很欣喜地看到国家在坚定支持创新药的发展上提出了更多更明确具体的政策，包括：（1）2 月 5 日，国家医保局下发《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知（征求意见稿）》，试行以药企自主量化评价为基础的分类办理模式申报挂网，有助于创新价值高的药品在首发价格上享受更多自由度、简化申报资料、1-5 年稳定保护期，且从过去的各地单独挂网转变为集中受理挂网，有望加速新获批创新药的放量；（2）3 月 13 日，互联网上流传一份截至目前未经官方明确证实的国家发改委办公厅 2 月份发出的名为“国家发展改革委员会办公厅关于征求《全链条支持创新药发展实施方案（征求意见稿）》意见的函”，该文件更加明确地提出了针对创新药发展的各个环节（包括研发、审批、保险支付、创新药企业投融资）前所未有的积极的政策支持，有望能够解决目前创新药发展存在的结构性困境。我们认为，坚定支持创新药发展代表了国家长期政策的大方向，在未来有更多政策支持逐步落地的过程中，创新药的发展将得到更进一步促进和鼓励。

随着老龄化逐步加深，我们认为医保支出未来仍将维持稳定的增速

我国医疗支出占 GDP 比重仍远低于美国和日本，长期提升空间大。根据 OECD Health Statistics 统计数据，2022 年医疗支出占 GDP 比重最高的 3 个国家分别为美国、德国和法国，分别占比为 16.6%、12.7%和 12.1%，亚洲国家中日本、韩国分别为 11.5%、9.7%，OECD 成员国平均为 9.2%，当年我国卫生总费用占 GDP 比重为 7.0%（根据《2022 年卫生健康事业发展统计公报》，2022 年全国卫生总费用 8.5 万亿元）仍明显低于美欧日等发达国家级地区。随着我国老龄化程度加深，医疗支出占 GDP 比例有望逐步提升。

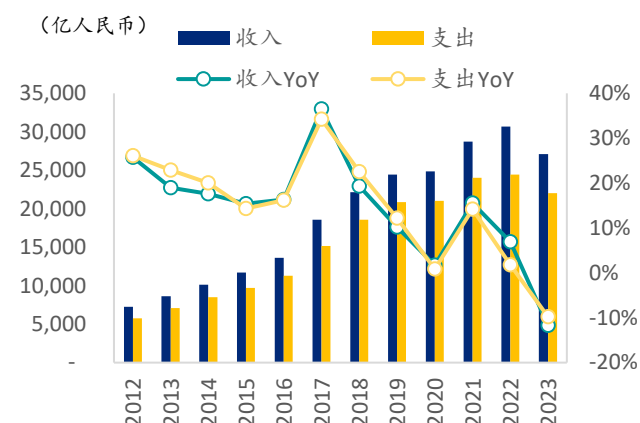
图表 6：2022 年各国医疗支出占 GDP 比重



资料来源：OECD Health Statistics，浦银国际

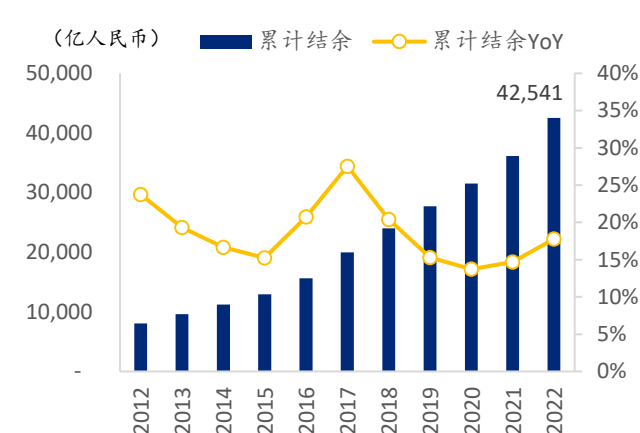
医保基金支出逐年增长，医保对创新药覆盖逐步提升。尽管 2023 年较 2022 年医保基金支出、收入均有所下降（基金支出下降约 10%，收入下降约 12%），我们认为这主要是由于 2022 年下半年新冠防疫政策放开后新冠爆发导致医保支出显著增加的高基数导致的一次性影响。结合过去 10 年（2013-2023）来看，医保基金支出/收入的复合年均增长率均为 12%，显示出人口结构逐渐老龄化趋势下医保基金的稳步增长。因此，随着我国老龄化逐步加深，我们认为医保支出未来仍将维持稳定的增速，并且随着医保对创新药的覆盖逐步加大，创新药药企有望受益于医保支出增加。

图表 7：我国基本医疗保险基金年度收支（2012-2022 年）



资料来源：国家医保局、浦银国际

图表 8：我国基本医疗保险基金累计结余（2012-2022 年）



资料来源：国家医保局、浦银国际

近年医保谈判成功率逐年提高，续约规则渐趋温和

近年来医保谈判成功率逐年提高，平均降幅基本稳定。2023 年医保谈判结果已于 2024 年 1 月 1 日起执行。此次共有 168 种药品进入谈判竞价环节，其中 148 种谈判药品，20 种竞价药品，涉及肿瘤、罕见病、慢性病等领域。此次医保谈判平均价格降幅 61.7%，谈判成功率达 84.6%，呈现平均价格降幅与过去 2 年基本持稳（过去 2 年降幅在 60%-62%区间）且谈判成功率逐年提升趋势，反映了医保局对于创新药定价预期逐步合理化、对于新产品纳入医保的鼓励态度。

图表 9：2019-2023 年医保谈判结果

年份	目录外新增药品数量	谈判成功率	平均价格降幅	目录内西药数量	目录内中成药数量	目录内药物数量合计	新合约起始日期
2019	70	58.8%	60.7%	1,370	1,339	2,709	2020 年 1 月 1 日
2020	96	69.6%	50.6%	1,264	1,315	2,800	2021 年 3 月 1 日
2021	67	78.8%	61.7%	1,486	1,374	2,860	2022 年 1 月 1 日
2022	108	82.3%	60.1%	1,586	1,381	2,967	2023 年 3 月 1 日
2023	126	84.6%	61.7%	1,698	1,390	3,088	2024 年 1 月 1 日

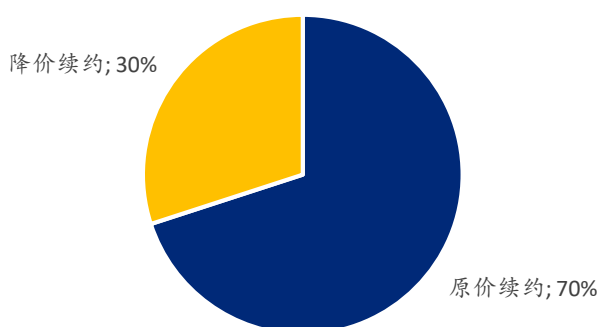
资料来源：国家医保局、浦银国际

多数目录内药品以原价续约。2023 年 7 月 4 日，国家医保局发布了《谈判药品续约规则》及《非独家药品竞价规则》公开征求意见稿（下文称《征求意见稿》），新的《征求意见稿》在 2022 年提出的简易续约规则的基础上对续约降幅计算公式进行了进一步的明确和细化，主要包括：

- **老品种续约降幅计算规则明确，降幅长期趋缓：**《征求意见稿》中对于简易续约规则进行了一定程度的调整。(1)新增谈判进入目录且连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”超过8年的药品纳入常规目录管理。以2018年为医保目录执行首年进行计算，目录内超8年以上药品将在2025年开始正式进入常规目录，价格趋于稳定。(2)对于连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”4年及以内的品种支付标准同2022年，新增一条对于连续纳入目录“协议期内谈判药品部分”超过4年的品种，支付标准在前述计算值基础上减半。按照之前的要求，老品种再次续约的顶格降幅依然为25%，《征求意见稿》将降价幅度调整至原来的一半，降幅减小。(3)2022年通过重新谈判或补充协议方式增加适应症的药品，在2023年计算续约降幅时，将把上次已发生的降幅扣减。
- **企业可选择重新谈判，有望缩小降幅：**《征求意见稿》中新增企业可申请通过重新谈判确定降幅，重新谈判的降幅可不一定高于按简易续约规则确定的降幅。这项调整稳定了创新药降价预期，减轻了创新药的新增适应症与续约降价负担。
- **医保支付节点金额调增，同等降幅下梯度降价门槛提高：**《征求意见稿》中还需关注的一项调整是医保基金支出预算从2025年续约开始不再按照销售金额65%计算，而是以纳入医保支付范围的药品费用计算。医保支付节点金额从2025年开始，2亿元、10亿元、20亿元、40亿元相应调增为3亿元、15亿元、30亿元、60亿元。医保支付节点金额的调增，有助于提高创新药销售峰值。

在更温和的续约规则下，2023年底医保谈判多数目录内药品以原价续约。164个通过形式审查的目录内产品中，仅有25个参与现场谈判，超八成目录内产品通过简易续约模式完成续约。此次续约药品中，70%药品以原价续约；31个续约药品因销售额超出预期需要降价，但是平均降幅仅为6.7%；18个续约药品增加了新适应症，但仅有1个触发了降价机制。

图表 10：2023 年医保谈判中 70%续约药品以原价续约



资料来源：国家医保局、浦银国际

政策鼓励以临床价值为导向的药物研发创新

2024年2月5日，国家医保局下发《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知（征求意见稿）》，我们认为此征求意见稿显示出监管机构对鼓励以临床价值为导向的药物研发创新的明确政策导向，进一步释放市场定价、鼓励创新的积极信号。具体来说，文件提出：

- **试行以自主量化评价为基础的分类办理模式：**新上市的化学药品首次在全省药品采购平台申报挂网时，企业可以选择按国家医保局制定的自评表，从药学、临床价值和循证证据三方面自我评价，并按评价点数进入高、中、低三个组别。自评点数越高，表明药品创新价值含量越高，新上市药品首发价格的自由度就可以越高，并享受简化申报资料、1-5年稳定期保护（期间不纳入集采）等政策；
- **集中受理挂网模式：**新上市化学药品首发价格增加集中受理挂网模式，实现一次受理、全国通行，相较目前一个新药上市后需要每个省单独挂网可节省重复申报提交材料和等待审核时间。

全链条支持创新药发展，未来有望逐步出台具体细则

2024年3月13日下午，一份显示由国家发展改革委办公厅2月份发出的名为“国家发展改革委员会办公厅关于征求《全链条支持创新药发展实施方案（征求意见稿）》意见的函”的政策文件图片在网上流传。整体来说，该文件对于创新药发展的各个环节，包括创新药研发、审批、保险支付、创新药企业投融资，均提出了明确的政策支持（详情见下表）。这是我们首次看到如此详细的全链条支持政策文件稿。若其中政策能够真正落地，我们认为这对于创新药板块及相关产业链上下游（包括CXO板块）是一个长期重大利好。

在若干政策中，根据政策可执行的难易程度，我们预计将分为短中长期来逐步落地：

- **短期内，**我们认为加快创新药审评审批，加强监管前置指导，审批后创新药可快速挂网及入院，创新药不纳入DRG/DIP考核，医保谈判砍价变得更温和（支持谈判底价不低于包含研发费用在内的完全成本）、保持科创板上市政策执行的持续性和可预期性较容易实现
- **中期内，**我们认为建立创新药重点研发目录、创新药鼓励应用目录、设立创新药补充支付专项基金、建立试点地区、鼓励商业保险发展且出台个人购买商保优惠政策 实现程度较高
- **长期来看，**产业链上下游联合攻关及设立里程碑任务、引导长期基金开展创新药投资、推动政府和医药龙头设立创新药并购基金、支持中投公司设立医药投资平台为创新药出海提供融资支持、设立符合创新药投资特点的国有创投企业管理考核模式有可能实现。

图表 11: 《全链条支持创新药发展实施方案（征求意见稿）》解读

章节	内容	我们的解读
二、（二）基本原则	“尊重市场规律，完善创新药形成机制，促进创新药配备使用和多元支付， 给予企业合理回报 ，加强激励引导，稳定发展预期，更好提振投资信心、激发创新活力”	首次明确提出要“给予企业合理回报”，有望解决一直以来创新药价格过低导致企业和投资者缺乏信心创新的结构性问题
二、（三）发展目标	“到 2025 年布局一批创新药研发公共项目和产业化项目...推动一批高价值创新药加速多渠道配备使用， 加快纳入医保和高保支付体系。支持一批优质企业上市融资，稳定资本市场医药投融资规模 ”	- 明确医保商保支付体系的支持，将商保和医保并列，显示出政府对商保的重视，有助于解决一直以来商保发展缓慢无法支持创新药的困境 - 明确表示要支持优质企业融资，稳定医药投融资
二、（三）发展目标	“到 2027 年...获批上市的首创新药(First-in-Class)超过 10 个...实现海外注册上市的创新药超过 10 个”	- 海外上市创新药目标（2027 年 10 个）看起来有一定可能性，目前海外注册上市的创新药根据我们梳理为 5 个（百济的泽布替尼和替雷利珠单抗、君实特瑞普利单抗、和黄的特罗凯替尼、亿帆生物的艾贝格司亭 α 注射液） - 首创新药目前定义尚未明确是否是全球首创新药，若是，则目标较为进取
三、（一）加快新药研发和成果转化	“1.聚焦重点领域加快研发突破。优选新靶点、新机制、新结构、新剂和具有自主知识产权、填补临床诊疗空白的创新药纳入 创新药重点研发目录 ”	首次提出创新药重点研发目录的概念，显示出对创新药发展的重视和较以前更强的支持意愿
三、（一）加快新药研发和成果转化	“3.加快开展关键核心技术攻关...推进新型成药技术平台建设，突破放射性药物、口服生物药、新型疫苗和佐剂、高质量药用辅料等规模化制备技术，开发 儿童多单元定时定位递送、智能响应型递送 等新型递送载体和释药技术。发展多分子偶联、靶向蛋白降解、免疫调节、基因干预、干细胞再生、微生物组治疗、 mRNA 疫苗与核酸药物 等新型治疗药物”	利好新型递送技术、多分子偶联、PROTAC、免疫调节、基因干预、干细胞再生、微生物组治疗、mRNA 疫苗与核酸药物等新型治疗药物
三、（一）加快新药研发和成果转化	“5.深入推进创新药联合攻关。加大以龙头企业为主体，科研院所、医疗机构、产业链上下游单位共同参与的联合攻关支持力度。充分考虑创新药研发特点， 建立健全联合攻关综合评估机制，设置里程碑任务目标，进行分阶段评估验收和滚动接续支持 。支持重点园区、龙头企业建设一批创新药关键共性技术平台和中试验证基地，提高生产要素利用效率，加大联合攻关成果转化运用”	首次提出产业链上下游联合攻关，及设立里程碑任务，进行分阶段评估验收和滚动接续支持，可见政府全链条支持意愿强
三、（二）优化创新药审评审批机制	“6.加强创新药注册申报前置指导... 完善前置指导服务程序 ，国家与地方药品监管机构加强沟通协作，将 审评审批资源更多向高价值创新药倾斜 ...在研发攻关过程中给予“ 提前介入、一企一策、全程指导、研审联动 ”。”	- 首次明确提出加强监管前置指导，提前介入，可见： - 政府提高了对药监局对于创新技术创新药物的要求，提前了解前沿技术和提前介入有助于提高审评效率； - 对药企而言，提前和监管沟通可更好设计临床试验，间接可提高创新药临床试验的成功率
三、（二）优化创新药审评审批机制	“7.完善创新药加快上市注册程序...优先支持研发目录内品种，将临床试验默示许可时限从申请受理之日起 60 日缩短至 40 日，沟通交流会议等待时限缩短至 30 日内 ”	进一步缩减创新药审评天数，有助于提升药企发展创新药的意愿
三、（二）优化创新药审评审批机制	“8.推进创新药审评体系现代化建设。...加大药品审评、核查等人员编制和经费保障力度，合理提高人员待遇。”	有助于提高审评、核查人员人才质量，促进审评质量和审评效率的提升
三、（三）加快创新药配备使用	“10.加快高价值创新药推广应用。选择一批医疗机构综合实力突出、创新药发展基础较好、医保和上报支付能力较强、已有一定工作基础的重点地区...根据创新性、安全性、有效性、经济性等指标对创新药进行多维度评价， 制定创新药鼓励应用目录 。推进应用目录内品种配备使用和多元支付， 指引用药结构向临床价值高的创新药倾斜 。”	首次提出制定创新药鼓励应用目录，且鼓励用药向临床价值高的创新药倾斜，显示出政府对创新药更为强烈的支持意愿
三、（三）加快创新药配备使用	“11.健全创新药挂网采购机制。建立健全新上市创新药集中受理挂网模式，实行挂网申报资料前置审核，企业获得药品上市许可申请受理通知书后，即可自主选择 1 家具备条件的省级医保部门作为受理单位进行申报。受理单位提前接受办理， 待企业补充药品注册批件后 10 个工作日内完成挂网 。建立首发价	首次提出审批后 10 日内可完成挂网的政策，有利于提高创新药获批后放量速度和效率，促进销售

	格省域间协同快速挂网的工作机制,各地参考首发受理结果直接挂网,实现一次申报、全国同行,加快创新药进入市场。”	
三、(三) 加快创新药配备使用	“12.加快创新药多渠道配备使用。... 重点地区医疗机构在应用目录发布1个月内召开药事会 ...对于未纳入医疗机构用药目录的创新药,根据需求开辟临时采购绿色通道。完善“双通道”采购模式和医疗机构处方流转模式,推动处方合理外流。”	● 首次明确要求重点医院在应用目录发表 1 个月内召开药事会,利于提高创新药获批后放量速度和效率,促进销售
三、(三) 加快创新药配备使用	“13.完善重点地区医疗机构考核机制。 应用目录内品种费用不纳入门诊次均费用、门诊次均药品费用、住院次均药品费用等公立医疗机构绩效考核目标 。鼓励不同医疗机构设置差异化的配备要求,增加创新药配备使用评价指标。支持对应用目录内医保品种单列年度预算、单设考核指标,合理增加创新药使用规模。 细化疾病诊断相关分组付费/按病种分值付费(DRG/DIP)政策举措,探索对应用目录内品种实行豁免考核、点数加分,视情况确定实施期限。 ”	● 提出创新药可不纳入 DRG/DIP 考核,符合之前政策方向,不过此次所提的政策支持更为细化,包括增加创新配备使用评价指标等
三、(四) 提高创新药多元支付能力	“14.完善创新药医保价格和医保准入政策。建立健全上市创新药首发价格形成机制, 允许创新药参照国际同类药品定价 。在医保谈判准入中,优先支持应用目录内品种,给予医保准入谈判资格、提高医保支付意愿、在新增适应症或续约时缩小价格降幅等政策倾斜。 优化创新药医保谈判价格形成机制,谈判底价不低于包含研发费用在内的完全成本 ”	● 首次明确提出允许创新药参照国际同类药品定价,谈判底价不低于包含研发费用在内的完全成本,有望提升创新药价格,保证药企获得合理利润,长期促进中国创新药企研发意愿
三、(四) 提高创新药多元支付能力	“15.探索建立创新药医保支付新方式。... 鼓励重点地区设立创新药补充支付专项基金 ,中央财政视情况予以支持。对应用目录内品种...由医保基金先行支付,医保基金年度清算后,统计相关品种当年支付金额,通过专项基金对差额补充支付,期限不超过二年”	● 首次提出鼓励设立创新药补充支付专项基金,中央财政可支持,政策支持创新药支付的方式更加多样化
三、(四) 提高创新药多元支付能力	“16.完善创新药多元支付保障体系。支持符合条件的商业保险公司依法依规利用医疗、医保数据, 开发覆盖创新药的商业健康保险产品 。完善商业健康保险个人所得税优惠政策,允许使用基本医保个人账户结余资金为个人及家庭成员购买相关保险,重点地区探索通过创新药补充支付专项基金给予城市定制型保险保费补贴,支持商业保险将更多创新药纳入保障范围。...鼓励企事业单位等各类主体为员工购买商业健康保险。”	● 鼓励商业健康保险发展,符合之前政策方向 ● 首次明确提出,购买商业健康险可享受个人所得税优惠,医保个人账户结余资金可为个人及家庭成员购买商业保险 ● 鼓励发展城市惠民保类保险,符合之前政策方向
三、(五) 丰富创新药投融资支持渠道	“17.支持符合条件的创新药企业上市融资。 保持科创板上市政策执行的持续性和可预期性 ,为未盈利的创新药企业保留资本市场融资通道,继续支持符合条件的创新药企业通过首发上市、再融资和并购重组,利用资本市场做优做强。”	● 明确表示保持科创板上市政策执行的持续性和可预期性,显示出政府对创新药企投融资的关心(之前较为少见明确表达对创新药企投融资侧的关心)
三、(五) 丰富创新药投融资支持渠道	“18.培育创新药行业的中长期投资者。... 积极指导科技成果转化引导基金、先进制造产业投资基金等政府出资产业投资基金和中央企业创业投资基金等对符合条件的项目予以精准支持 。推进社保基金在内的养老基金和企业年金等中长期投资者探索开展创新药投资,给予更多考核激励和政策倾斜。推动重点地区政府、医药龙头企业设立专业化的创新药投资并购基金。... 支持中国投资有限责任公司设立医药投资平台,为创新药“走出去”提供融资支持,支持企业加快开拓国际市场 ”	● 首次提初引导长期基金开展创新药投资,给予政策倾斜 ● 首次提出推动重点地区政府、医药龙头企业设立创新药并购基金 ● 首次提出支持中投公司设立医药投资平台,为创新药出海提供融资支持
三、(五) 丰富创新药投融资支持渠道	“19.优化完善创新药投资的考核、退出机制。 探索建立符合创新药投资特点和发展规律的国有创投企业管理模式和考核机制 ,落实落细差异化监管政策。推动出台尽职免责实施细则,以建立专业化风控流程和整体目标考核为核心,鼓励国有创投企业投资新靶点、新机制、新结构、新技术... 积极推动发展并购基金和私募股权二级市场基金,丰富创投机构退出渠道 ”	● 首次明确提出符合创新药投资特点的国有创投企业管理考核模式,鼓励国有创投机构投资,丰富创投退出渠道,显示出对投融资的重视
四、保障措施	“23.建立各部门协同工作机制。 建立由发展改革委、工业和信息化部、卫生健康委、药监局、医疗保障局等参加的创新药协同发展部门工作会商机制 ,各部门作为轮值召集人定期(每季度)组织召开协调会议,研究解决推动创新药发展和十点工作执行阶段面临的具体问题,以适当形式将阶段性成果、重大问题上报国务院,涉及科技创新的同时报中央科技委”	● 首次提出建立创新药协同发展部门会上机制,每季度开协调会议,显示出强烈支持创新药发展的决心
四、保障措施	“26.指导有条件地区先行先试。2024 年起, 筛选一批符合条件的重点地区,在制定应用目录、配备使用、多元支付等方面先行先试... ”	● 明确提出试点地区先行先试

注:截至 2024 年 3 月 14 日,该《全链条支持创新药发展实施方案(征求意见稿)》尚未获得官方明确证实。

资料来源:浦银国际整理

● 出海进程加速、模式多样化，有助于最大化实现创新药价值潜力

中国企业创新能力逐步上升，我们近两年看到越来越多的创新药成功出海授权及海外获批，并且出海模式也由原来的单一产品授权进一步丰富成包括兼并收购、产品授权、合作开发、独立开展国际化运营在内的多种形式。出海有望帮助具备全球竞争力的差异化创新药品最大化其价值，解锁长期增长空间。

创新药出海加速，BD 与收并购齐头并进。 国产创新药海外 BD 从 2023 年 12 月起加速落地，其中 2024 年 1 月至今已有多项交易总额超 10 亿美元的 BD 项目宣布，其中金额最大的为 1 月 7 日宣布的船望制药与诺华签署两份独家许可合作协议。根据协议，船望制药将从诺华获得 1.85 亿美元的预付款，两项交易的潜在价值高达 41.65 亿美元。此外，安锐生物授权 ARTS-021 及宜联生物授权 YL211 的 BD 项目交易总额也超过 10 亿美元。除 BD 外，收并购也成为国产创新药走上海外市场的途径，如 2023 年 12 月阿斯利康宣布以 12 亿美元收购亘喜生物，2024 年 1 月诺华宣布收购信瑞诺医药，也从侧面印证了国产 biotech 管线及研发能力越来越多地得到全球药企的认可。

图表 12：2024 YTD 中国创新药出海 BD 交易

交易日期	许可方	受让方	项目	项目类型	交易总额
29/2/2024	环玛生物	BMS	未披露	未披露	
27/2/2024	普米斯	Bitterroot	未披露	未披露	
26/2/2024	和铂医药	Boostimmune	ADC	ADC	
19/2/2024	百奥赛图	Gilead	未披露	未披露	
25/1/2024	康宁杰瑞/思路迪医药	Glenmark	恩沃利单抗注射液	PD-L1	7 亿美元
23/1/2024	瑞科生物	SPIMACO	REC603 九价 HPV 疫苗	疫苗	
11/1/2024	药明生物	BioNTech	未披露靶点抗体	未披露	5 亿美元
8/1/2024	康华生物	HilleVax	重组六价诺如病毒疫苗及其衍生物	疫苗	2.7 亿美元
8/1/2024	百奥赛图	Radiance	ADC	ADC	
8/1/2024	安博生物 Ambrx	强生	股权 100%收购	未披露	20 亿美元
7/1/2024	船望制药	Novartis	RNAi 疗法	RNAi 疗法	41.7 亿美元
6/1/2024	箕星药业	Bayer	D 轮股权投资	未披露	3500 万美元
5/1/2024	英矽智能	美纳里尼	ISM5043	KAT6 抑制剂	
5/1/2024	信瑞诺医药	Novartis	剩余股权 100%收购		
4/1/2024	西岭源药业	科兴制药	甲磺酸艾立布林	化药	
4/1/2024	百奥赛图	Manhattan Bio	未披露靶点肿瘤抗体	未披露	
4/1/2024	安锐生物	Avenzo	ARTS-021	CDK2 抑制剂及一个将于 2025 年递交 IND 的临床前项目	10.4 亿美元
3/1/2024	瑞博生物	勃林格殷格翰 B	SiRNA	SiRNA	20 亿美元
2/1/2024	安锐生物	AstraZeneca	EGFR L858R 小分子抑制剂	EGFR L858R 小分子抑制剂	5.4 亿美元
2/1/2024	宜联生物	Roche	YL211	cMET ADC	10.5 亿美元

注：数据截至 2024 年 2 月 29 日

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 13: 2023 年中国创新药出海 BD 交易

交易日期	许可方	受让方	项目	项目类型	交易总额
28/12/2023	科望医药	Astellas Pharma	ES019 和另一个分子	PD-L1/SIRP α 双抗, BiME 双抗巨噬细胞衔接器	17.37 亿美元
26/12/2023	联拓生物	Janssen Pharmaceuticals	NBTXR3 二氧化锆纳米颗粒	放射增强剂	0.3 亿美元
21/12/2023	基石药业	Servier	艾伏尼布	IDH1 小分子抑制剂	0.5 亿美元
20/12/2023	翰森制药	GSK	HS -20093	B7H3 ADC	17.1 亿美元
15/12/2023	和铂医药	Seagen	HBM9033	MSLN ADC	11.03 亿美元
12/12/2023	百利天恒	BMS	BL -B01D1	EGFR/HER3 ADC	84 亿美元
4/12/2023	和誉	Merck KGaA	pimicotinib	CSF-1R 小分子抑制剂	6.055 亿美元
21/11/2023	海思科	Chiesi Farmaceutici	HSK31858	DPP-1 小分子抑制剂	4.62 亿美元
20/11/2023	祐森健恒	AstraZeneca	UA022	KRAS G12D 小分子抑制剂	4.19 亿美元
13/11/2023	传奇生物	Novartis	LB2102	DLL-3、CAR -T	11.1 亿美元
9/11/2023	诚益生物	AstraZeneca	ECC5004	GLP-1 小分子激动剂	20.1 亿美元
6/11/2023	普米斯	BioNTech	PM8002	PD-L1/VEGF 双抗	10.55 亿美元
30/10/2023	恒瑞医药	Merck Healthcare	HRS-1167、SHR-A1904	PARP1 抑制剂、Claudin 18.2 ADC	14 亿欧元
20/10/2023	翰森制药	GSK	HS-20089	B7H4 ADC	15.7 亿美元
17/10/2023	恒瑞医药	Elevar Therapeutics	卡瑞利珠单抗	PD -1	6 亿美元
12/10/2023	岸迈生物	Almirall	双特异性抗体	双抗(FIT -1g)	2.1 亿美元
12/10/2023	宜联生物	BioNTech	Her3 ADC	Her3 ADC	10 亿美元
8/10/2023	恒瑞医药	Dr. Reddy's Laboratories	马来酸吡咯替尼片	EGFR HER2	1.555 亿美元
26/9/2023	迈威生物	Legrand	Prolia 、Xgeva	地舒单抗生物类似药 (RANK)	
21/9/2023	创响生物	Celexor	IMG-018	LILRA4 ,ILT7 单抗	2.87 亿美元
12/9/2023	英矽智能	Exelixis	ISM3091	USP1 抑制剂	
12/9/2023	复宏汉霖	PT Kalbe Farma	斯鲁利单抗	PD -1	6.65 亿美元
28/8/2023	劲方医药	Verastem	3 款以 RAS 通路靶向药领衔的创新疗法	RAS 相关	6.365 亿美元
14/8/2023	恒瑞医药	One Bio	SHR -1905	TSLP	10.5 亿美元
7/8/2023	映恩生物	BioNTech	DB -1305	TROP2 ADC	
31/7/2023	迈威生物	Sothema	9MW0113(阿达木单抗, Humira 生物类似药)	TNF α 生物类似药	
11/7/2023	道尔生物	BioNTech	利用道尔生物的一项创新发现, 针对一个未被披露的靶点进行 研究、开发、制造和商业化创新 生物治疗药物	利用道尔生物的一项创新 发现, 针对一个未被披露的 靶点进行 研究、开发、制造 和商业化创新生物治疗 药物	
6/7/2023	百奥赛图	Pheon Therapeutics	RenMice		
3/7/2023	迈威生物	Searle	地舒单抗注射液	RANK	
1/6/2023	药华医药	Pint Pharma	ropeginterferon alfa -2b-njft	单 PEG 化长效干扰素	
1/6/2023	英派药业	Eikonolast Therapeutics	IMP1734	PARP1 抑制剂	
12/5/2023	礼新医药	AstraZeneca	LM-305	靶向 GPRC5D ADC	6 亿美元
9/5/2023	赞荣医药	Roche	ZN-A-1041 ADC	HER2 TKI	6.1 亿美元
8/5/2023	百力司康	卫材	BB-1701 ADC	HER2 ADC	20 亿美元
5/5/2023	君实生物	Dr. Reddy's Laboratories	特瑞普利单抗	PD -1	7.283 亿美元
2/5/2023	西比曼	杨森	C-CAR039 、C-CAR066	CD19 /CD20 和 CD20 CAR-T	
19/4/2023	森朗生物	Vaxcell Bio	BCMA -CAR T 产品	BCMA -CART	
13/4/2023	启德医药	Pyramid Biosciences	GQ1010	TROP2 ADC	10.2 亿美元

11/4/2023	正大天晴康方	STA	派安普利单抗注射液	PD -1	7300 万美元
3/4/2023	映恩生物	BioNTech	DB-1303 和 DB-1311	HER2 ADC	16.7 亿美元
22/3/2023	高光制药	Biohaven Pharmaceuticals	BHV-8000	双靶点 TYK2 /JAK1	9.7 亿美元
2/3/2023	安基生技	Avenue Therapeutics	AJ201	激活核因子红系 2 相关因子 2(Nrf2)	
23/2/2023	康诺亚	AstraZeneca	CMG901	Claudin 18.2 ADC	11.88 亿美元
14/2/2023	和铂医药	Cullinan Oncology	HBM7008	B7H4x4-1BB 靶点的双抗	6.25 亿美元
13/2/2023	石药集团	Corbus Pharmaceuticals	SYS6002	Nectin -4ADC	6.925 亿美元
12/2/2023	恒瑞医药	Treeline Biosciences	SHR2554	EZH2 抑制剂	6.5 亿美元
2/2/2023	挚盟医药	GSK	CB06	TLR8 激动剂	
23/1/2023	和黄医药	武田	呋喹替尼	VEGF	11.3 亿美元
20/1/2023	迈威生物	Disc Medicine	DISC-3405	新靶点单抗	4.125 亿美元
10/1/2023	信诺维	AmMax	新一代 ADC	ADC	8.71 亿美元
6/1/2023	信诺维	剂泰医药	SOS1 抑制剂	SOS1	数亿美元
5/1/2023	映恩生物	Adcendo	ADC 平台"DITAC"	ADC	
4/1/2023	药明生物	GSK	多款早期发现阶段的 TCE 抗体	单抗	15 亿美元

资料来源：公司资料、浦银国际

国产创新药海外获批连续取得突破，帮助创新药打开新的估值空间。2023 年国产创新药迎来多项出海突破：1) 百济神州替雷利珠单抗于 2024 年 3 月在美国获批 2L 食管鳞癌适应症，此前于 2023 年 9 月欧洲获批用于治疗食管鳞癌；2) 君实生物特瑞普利单抗于 2023 年 10 月获 FDA 批准用于治疗 2 项鼻咽癌适应症，成为 FDA 批准上市的首个中国自主研发和生产的创新生物药，同时也是目前美国首个且唯一获批用于鼻咽癌治疗的药物；3) 和黄医药呋喹替尼于 2023 年 11 月获 FDA 批准用于治疗经治转移性结直肠癌；4) 亿帆医药艾贝格司亭 α 注射液于 2023 年 11 月获 FDA 批准用于治疗肿瘤患者在接受抗癌药物后出现的中性粒细胞减少症。海外市场广阔且定价环境更优，海外获批可在全球范围内最大程度实现创新药的价值，有望帮助创新药打开新的估值空间。

图表 14：部分已提交海外上市申请的药物获批进展

企业	药物	海外合作方	适应症	获批地区		
				中国	美国	欧洲
君实生物	特瑞普利单抗	Coherus	鼻咽癌	✓	✓ (2023.10)	已提交上市申请
百济神州	替雷利珠单抗	-	食管鳞癌	✓	✓ (2024.03)	✓ (2023.09)
亿帆医药	艾贝格司亭 α	Acrotech	升白药	✓	✓ (2023.11)	已提交上市申请
康方生物/正大天晴	派安普利单抗	Specialised Therapeutics	鼻咽癌	✓	已提交上市申请	-
豪森药业	阿美替尼	EQRx	NSCLC	✓	-	已提交上市申请
和黄医药	呋喹替尼	Takeda	结直肠癌	✓	✓ (2023.11)	已提交上市申请
恒瑞医药	卡瑞立珠单抗+阿帕替尼	Elevar	肝癌	✓	NDA 阶段	-
复宏汉霖	斯鲁利单抗	Intas	小细胞肺癌	✓	-	已提交上市申请

注：非完全统计；括号内为海外获批时间；

资料来源：公司资料、浦银国际

● 2024-2025 有望成为非肿瘤领域拓展的关键之年

我们认为 2024-2025 年是中国医药企业的关键转折点，创新药有望从过去单一集中的肿瘤领域拓展到新的重大疾病领域，比如减重、自身免疫病等。一方面，随着 3 款重磅 GLP-1 药物即将在 2024-2025 年陆续获批（司美格鲁肽减重适应症、替尔泊肽降糖和减重适应症、玛仕度肽减重适应症），我们认为中国 GLP-1 减重领域即将迎来爆发期。另一方面，2024-2025 年自免领域即将迎来重磅国产创新药的陆续获批，包括康方生物的依若奇单抗（IL-12/IL-23）、智翔金泰的赛立奇单抗（IL-17A）、恒瑞医药的艾玛昔替尼（JAK1）、和康诺亚的司普奇拜单抗司普奇拜单抗（IL-4R）等。我们认为首批获得自免药物获批的企业有望凭借先发优势快速占领市场，建立自免疾病领域的领导者地位。

中国 GLP-1 市场起飞在即，减重领域即将迎来爆发期

中国 GLP1 市场有望于 2024-2025 年开始腾飞。受益于减重适应症的巨大市场需求，2023 年诺和诺德 Ozempic、Wegovy、Rybelsus 分别销售 957 亿丹麦克朗（+66% YoY）、313 亿丹麦克朗（+407% YoY）、188 亿丹麦克朗（+71% YoY），礼来的 GLP-1R/GIPR 双靶点激动剂替尔泊肽 2023 销售额也达到 51.6 亿美元（+970% YoY），上市后迅速放量。

目前中国仅有 2 款 GLP-1 药物获批减重适应症，即华东医药的利拉鲁肽生物类似药和仁会生物的贝那鲁肽。绝大部分 GLP-1 药物减肥适应症仍处于 NDA 或临床开发阶段。

2024 年内有望迎来诺和诺德司美格鲁肽减肥适应症的获批（目前仅获批降糖适应症，减重适应症上市申请已于 2023 年 6 月 3 日获 CDE 受理）和礼来的替尔泊肽的获批（中国首款 GLP-1 双靶点药物，降糖与减重适应症上市申请分别于 2022 年 9 月和 2023 年 8 月 CDE 受理）。2025 年初，信达生物的玛仕度肽（从礼来引入），有望获得减重适应症的获批，成为首个国产品牌 GLP-1 双靶点药物。

此外，由于利拉鲁肽的核心专利在中国已经过期，而司美格鲁肽的核心专利预计将于 2026 年在中国过期，因此有多款国产利拉鲁肽/司美格鲁肽的生物类似药目前在研。考虑到利拉鲁肽减重效果有限（56 周减重 6.2%），因此我们认为在仿制药中，司美格鲁肽仿制药，而非利拉鲁肽仿制药，才能在中国 GLP-1 减肥药市场中占得一席之地。司美格鲁肽仿制药进度最快的包括：华东医药、惠升生物、联邦制药、丽珠、宸安生物等，上述厂商的司美格鲁肽仿制药均在临床 III 期。

图表 15：部分已获批及在研 GLP1R 管线

企业	药物	靶点	商品名	给药	给药频率	美国获批适应症(时间)	国内进展 2 型糖尿病	减重	销售额
海外主要 GLP1R 药物									
诺和诺德	利拉鲁肽 Liraglutide	GLP1R	诺和力 Victoza	皮下	1 次/天	2 型糖尿病 (2010 年)	获批	-	2023:DKK 8664m(-28%)
			Saxenda	皮下	1 次/天	减重 (2014 年)	-	-	2023:Saxenda&Wegovy 合计 DKK 41632m(+147%)
	司美格鲁肽 Semaglutide	GLP1R	诺和泰 Ozempic	皮下	1 次/周	2 型糖尿病 (2017 年)	获批	-	2023:DKK 95718m(+66%)
			Rybelsus	口服	1 次/天	2 型糖尿病 (2019 年)	NDA	III 期	2023:DKK 18750m(+71%)
			Wegovy	皮下	1 次/周	减重 (2021 年)	-	NDA	2023:Saxenda&Wegovy 合计 DKK 41632m(+147%)
礼来	度拉糖肽 Dulaglutide	GLP1R	度易达 Trulicity	皮下	1 次/周	2 型糖尿病 (2014 年)	获批	-	
	替尔泊肽 Tirzepatide	GLP1R/GIPR	Mounjaro	皮下	1 次/周	2 型糖尿病 (2022.05)	NDA	NDA	
	瑞他鲁肽 Retatrutide	GLP1R/GIPR/GCGR	-	皮下	1 次/周	-	III 期	I 期	
	Orforglipron	GLP1R	-	口服	1 次/天	-	III 期	III 期	
阿斯利康	艾塞那肽 Exenatide	GLP1R	百泌达 Byetta	皮下	2 次/天	2 型糖尿病 (2005 年)	获批	-	
			百达扬 Bydureon	皮下	1 次/周	2 型糖尿病 (2012 年)	获批	-	
			利时敏 Adlyxin/Lyxumia	皮下	1 次/天	2 型糖尿病 (2016 年)	获批	-	
赛诺菲	利司那肽 Lixisenatide	GLP1R	-	皮下	1 次/天	2 型糖尿病 (2014 年获批;2017 退市)	获批	-	
GSK	阿必鲁泰 Albiglutide	GLP1R	Tanzeum	皮下	1 次/周	2 型糖尿病 (2014 年获批;2017 退市)	III 期	-	
国内主要 GLP1R 药物 (II 期及之后阶段)									
华东医药	利拉鲁肽 (生物类似药)	GLP1R	利鲁平	皮下	1 次/天	-	获批 (2023.03)	获批 (2023.07)	
仁会生物	贝那鲁肽	GLP1R	谊生泰/菲塑美	皮下	3 次/天	-	获批 (2016.12)	获批 (2023.07)	
豪森	聚乙二醇洛塞那肽	GLP1R	孚来美	皮下	1 次/周	-	获批 (2019.05)	-	
信达生物	玛仕度肽	GLP1R/GCGR	-	皮下	1 次/周	-	III 期	III 期	
质肽生物	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	-	
倍特生物	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	-	
正大天晴	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	-	
抗创联生物	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	-	
华东医药	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	-	
惠升生物	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	-	
宸安生物	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	-	
联邦制药	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	I 期	
丽珠集团	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	-	
九源基因	司美格鲁肽	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	III 期	-	
博瑞医药	BGM0504	GLP1R/GIPR	-	皮下	1 次/周	-	II 期	II 期	
甘李药业	GZR18	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	II 期	II 期	
石药/天境	TG103	GLP1R	-	皮下	1 次/周	-	II 期	II 期	
豪森	HS-20094	GLP1R/GIPR	-	皮下	1 次/周	-	II 期	II 期	
恒瑞医药	HRS9531	GLP1R/GIPR	-	皮下	1 次/周	-	I 期	II 期	

注：*非完全统计；

资料来源：公司资料、浦银国际

国产重磅自免药物即将迎来陆续获批

从全球范围看，自免药物因患病人群多及需要长期用药，为大单品频出的治疗领域，如阿达木单抗（TNF- α ）、乌司奴单抗（IL-12/IL-23）全球销售额均为百亿美元级别。由于自免药物市场前景广阔，目前国内已有多家药企布局，其中 IL-17A、IL12/IL-23、JAK1 等为相对热门靶点，研发进度靠前的包括恒瑞医药的艾玛昔替尼（JAK1）与夫那奇珠单抗（IL-17A）、智翔金泰的赛立奇单抗（IL-17A）、康方生物的依若奇单抗（IL-12/IL-23）、康诺亚的司普奇拜单抗司普奇拜单抗等，均有望于 2024 年起在国内陆续获批上市。自身免疫疾病患者群体巨大，此前国内自免药物多出自 MNC，国产创新药选择较为有限。随着国产自免创新药的陆续获批，国产替代有望加速实现。

图表 16：研发进度较快的国产自免类创新药

公司	在研药物	靶点	类型	研发进度	NDA 日期
恒瑞医药	艾玛昔替尼	JAK1	化药	NDA	2023 年 8 月
	夫那奇珠单抗	IL-17A	单抗	NDA	2024 年 2 月
	SHR4640	URAT1	化药	III 期	-
康方生物	依若奇单抗	IL-12/IL-23	单抗	NDA	2023 年 8 月
	古莫奇单抗	IL-17A	单抗	III 期	-
智翔金泰	赛立奇单抗	IL-17A	单抗	NDA	2023 年 3 月
三生国健	SSGJ-608	IL-17A	单抗	III 期	-
	SSGJ-613	IL-1 β	单抗	III 期	-
康诺亚	司普奇拜单抗	IL-4R α	单抗	NDA	2023 年 12 月
泽璟制药	杰克替尼	pan-JAK	化药	NDA	2022 年 10 月
荃信生物	QX002N	IL-17A	单抗	III 期	-
	QX001S	IL-12/IL-23	单抗	NDA	2023 年 8 月
百奥泰	BAT2306	IL-17A/F	单抗	III 期	-
	BAT2206	IL-12/IL-23	单抗	III 期	-

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 17：2022 年和 2023 年全球畅销药 Top 10

2022 年排名					2023 年排名				
No.	通用名	商品名	用途	企业	No.	通用名	商品名	用途	企业
1	mRNA 疫苗	Comirnaty	COVID-19	辉瑞	1	帕博利珠单抗	可瑞达	肿瘤	默沙东
2	阿达木单抗	修美乐	类风湿性关节炎	艾伯维	2	司美格鲁肽	Ozempic+ Rybelsus+ Wegovy	降糖、减肥	诺和诺德
3	帕博利珠单抗	可瑞达	肿瘤	默沙东	3	阿哌沙班	艾乐妥	抗凝血	BMS/辉瑞
4	Nirmatrevir +Ritonavir	Paxlovid	COVID-19	辉瑞	4	阿达木单抗	修美乐	类风湿性关节炎	艾伯维
5	mRNA 疫苗	Spikevax	COVID-19	莫德纳	5	比克替拉韦+恩曲他滨+富马酸丙酚替诺福韦	必妥维	HIV	吉利德
6	阿哌沙班	艾乐妥	抗凝血	BMS/辉瑞	6	度普利尤单抗	达必妥	特应性皮炎	赛诺菲/再生元
7	比克替拉韦+恩曲他滨+富马酸丙酚替诺福韦	必妥维	HIV	吉利德	7	mRNA 疫苗	Comirnaty	COVID-19	辉瑞
8	来那度胺	瑞复美	肿瘤	BMS	8	乌司奴单抗	喜达诺	银屑病	强生/田边三菱
9	乌司奴单抗	喜达诺	银屑病	强生/田边三菱	9	纳武利尤单抗	欧狄沃	肿瘤	BMS/小野制药
10	阿柏西普	艾力雅	糖尿病黄斑水肿	再生元/拜耳	10	达雷妥尤单抗	兆珂	肿瘤	强生

资料来源：各公司资料、医药网、浦银国际。

图表 18：部分自免药物年销售额

药品	靶点	企业	2023 年销售额
阿达木单抗	TNF-α	艾伯维	144 亿美元
乌司奴单抗	IL-12/ IL-23	强生	109 亿美元
奥瑞珠单抗	CD20	罗氏/Biogen	73 亿美元 (64 亿瑞士法郎)
瑞莎珠单抗	IL-23A	艾伯维	78 亿美元
司库奇尤单抗	IL-17A	诺华	50 亿美元
戈利木单抗	TNF-a	强生/默沙东	强生 22 亿+默沙东 7 亿美元
英夫利西单抗	TNF-a	强生/默沙东	强生 18+默沙东 1.9 亿美元

资料来源：公司资料、浦银国际整理。

● 关注研发商业化能力强劲、创新管线催化剂丰富的公司，重点推荐信达生物、康方生物

我们推荐关注研发商业化能力强劲、创新管线催化剂丰富的公司，重点推荐买入信达生物、康方生物。我们看好信达生物强大的商业化能力和丰富的研发管线，作为国内非肿瘤管线推进最快的头部 biotech，我们对其短中期业绩充满信心，并且 2024 年内几个主要催化剂也有望于提振股价（包括但不限于 GLP-1 商业化策略的公布，CLDN18.2 ADC 胃癌 PoC 数据和 PD-1/IL-2 PoC 数据读出）。此外，康方生物 2024 年卡度尼利销售有望超预期，并且我们认为其短期重大催化剂成功概率较高（2Q24 将公布依沃西和 K 药头对头中期分析结果）。

除此之外，我们认为和黄医药在 2024 年中至下半年催化剂也较为密集，包括索乐替尼布 ITP、wAIHA 数据读出，塞沃替尼美国申报和呋喹替尼胃癌中国获批及结直肠癌在欧洲和日本获批。

图表 19：重点创新药企 2024 年催化剂

公司	药品	2024 年催化剂
百济神州	泽布替尼（BTK）	1. 海外销售好于预期
	替雷利珠单抗（PD-1）	2. 欧盟：获批用于 1L 和 2L NSCLC 3. 美国：获批用于 2L ESCC（3 月 14 日宣布已获批）和 1L ESCC（PDUFA: 2024 年 7 月） 4. 欧盟：1H24 提交用于 1L ESCC 和 1L GC 的申请 5. 读出与 OX40、HPK1 和 LAG3 联用治疗 NSCLC 患者的随机 II 期试验数据 6. 读出与 LAG3 和 TIM3 联用治疗头颈部癌症患者的随机 II 期试验数据
	Sonrotoclax（BCL-2）	7. 启动复发/难治性 CLL 患者的 III 期研究
	BTK-CDAC	8. 一期 MM、MDS 和 AML 数据读出 9. 启动复发/难治性 MCL 和复发/难治性 CLL 患者的 III 期研究
	早期临床开发	10. B 细胞恶性肿瘤一期数据读出 11. 启动新的临床试验，包括 4 项 ADC 项目、EGFR-CDAC、PRMT5、泛 KRAS
信达生物	玛仕度肽 IBI362（GLP-1R/GCGR）	1. 商业化策略公布
	IBI344（ROS1）	2. 中国获批（24 年底）
	IBI351（KRAS）	3. 中国获批（24 年底）
	IBI311（IGF1R）	4. 甲状腺眼病于国内提交上市申请（1H24）
	IBI112（IL-23p19）	5. 银屑病于国内提交上市申请
	IBI302（VEGF/C）	6. 新生血管性年龄相关性黄斑变性临床 III 期完成并于国内提交上市申请（4Q24-1Q25）
	IBI343（CLDN18.2 ADC）	7. 胃癌 PoC 数据读出（1H24）
	IBI363（PD-1/IL-2）	8. PD-1 耐药/不响应实体瘤 PoC 数据读出（1H24）
康方生物	IBI112（IL-23p19）	9. 银屑病于国内提交上市申请
	依沃西（AK112，PD-1/VEGF）	1. 联合化疗治疗 EGFR-TKI 治疗后进展的 nsq-NSCLC 中国获批（24 年中） 2. 1L PD-L1（+）NSCLC（对照 K 药）三期中期分析结果公布（2Q24）及具体数据读出（2H24） 3. 联合化疗治疗 2L EGFR-TKI 治疗后进展的 nsq-NSCLC 三期临床数据读出
	卡度尼利（AK104，PD-1/CTLA-4）	4. 联合化疗 1L GC/GEJC 三期临床数据读出 5. 联合化疗士贝伐 1L CC 三期临床数据读出&NDA（1Q24）

	依若奇 (AK101, IL-12/1L-23)	6. 潜在出海授权
	Ebronicimab/AK102 (PCSK9)	7. 中重度银屑病中国获批 (2H24)
	Gumokimab/AK111 (IL-17)	8. 原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症杂合子型家族性高胆固醇血症中国获批 (24年中)
	安尼可 (派安普利)	9. 中重度银屑病三期临床数据读出
康诺亚	CM310 (IL-4Rα)	10. 联合化疗 1L 治疗鼻咽癌获批
	n.a.	1. 成年人特应性皮炎获批 (24年底) 及商业化策略公布
		2. 成人特应性皮炎三期数据读出 (1H24)
		3. 慢性鼻窦炎伴鼻息肉适应症申报上市 (1H24)
荣昌生物	维迪西妥单抗 (HER2 ADC)	4. 潜在 BD 交易
	泰它西普	1. 二期乳腺癌和尿路上皮癌新数据更新
	RC88 (间皮素 ADC)	2. 潜在出海授权
		3. 妇科肿瘤 1b/2 期数据读出
		4. 潜在出海授权
再鼎医药	VYVGART	1. 皮下剂型 gMG 于国内获批 (24年中)
	Rotrectinib	2. 皮下剂型 CIDP 国内提交上市申请 (1H24)
	舒巴坦钠-度洛巴坦钠	3. ROS1+ NSCLC 国内获批 (24年中)
	爱普盾 TTFields	4. 不动杆菌感染国内获批 (1H24)
	Adagrasib	5. 2L NSCLC 国内提交上市申请 (2H24)
		6. 胸膜间皮瘤适应症国内获批
		7. 1L NSCLC 脑转移三期 METIS 数据 (1Q24)
		8. 1L PC 三期 PANOVA-3 数据读出 (4Q24)
		9. 2L+ NSCLC 国内提交上市申请
		10. 1L NSCLC TPS<50% 二期数据 (KRYSTAL-17) 读出
		11. 2L+ NSCLC 三期数据 (KRYSTAL-12) 读出
		12. 2L CRC FDA 审评结论 (PDUFA: 2024 年 6 月)、临床数据读出
	TIVDAK	13. 2L+ CC 国内提交上市申请
	KarXT	14. Karuna 公布评估用于治疗精神分裂症长期安全性的 EMERGENT-4 和 EMERGENT-5 研究的主要数据 (2H24)
		15. 精神分裂症 FDA 审评结论 (PDUFA: 2024 年 9 月)
	ZL-1102 (IL-17)	16. 启动启动针对轻中度慢性斑块状银屑病(CPP)的全球 2 期研究 (24年中))
和黄医药	呋喹替尼	1. 2L 胃癌国内获批 (3Q24)
		2. 2L 子宫内膜癌临床数据公布并在中国提交上市申请 (1H24)
		3. 3L CRC 欧洲获批 (24年中)
		4. 3L CRC 日本获批 (3Q24)
		5. 海外销售好于预期
	索乐匹尼布	6. ITP 适应症国内获批 (24年底)
		7. ITP 三期具体数据读出 (24年中)
		8. wAIHA 关键性临床数据读出 (24年中)
		9. 潜在出海授权
	赛沃替尼	10. 2L MET+ NSCLC 提交美国加速审评上市申请 (24年底)
		11. MET 外显子 14 跳跃突变 NSCLC 国内提交完全上市申请 (24年初)
	他泽司他	12. 3L 滤泡性淋巴瘤国内提交上市申请 (24年中)
		13. 3L 滤泡性淋巴瘤桥接试验数据读出
中国生物制药	TQ-B3139 (ALK)	1. 1L ALK 阳性 NSCLC 适应症国内获批上市
	TQ-B3101 (ROS1/ALK/c-Met)	2. ROS1 阳性 NSCLC 适应症国内获批上市
	TQ-B2450 (PD-L1)	3. 1L 小细胞肺癌等适应症国内获批上市 (1H24)
	TQ-B3525 (PI3Kδ/α)	4. 滤泡淋巴瘤适应症国内获批上市
	4-1BB/PD-L1 (F-Star)	5. I 期数据读出 (2024 ASCO)
		6. 潜在出海授权

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 20：创新药企业估值表

代码	公司名称	股价	市值	过去 1 个月	年初至今	12 个月前瞻		市销率 (x)			收入同比变动 (%)		
		(当地货币)	(当地货币 百万)	股价变动 (%)	股价变动 (%)	现值	3 年均值	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
6160 HK	百济神州	101.8	142,993	18.7	(24.1)	5.6	13.7	7.5	5.9	4.6	73.7	25.4	28.0
1877 HK	君实生物	11.9	27,905	(1.7)	(75.4)	9.9	14.7	14.8	10.5	8.0	18.9	41.3	30.9
1801 HK	信达生物	40.6	65,796	12.6	21.0	7.7	9.4	10.2	8.2	6.2	29.7	24.2	32.1
9995 HK	荣昌生物	24.0	25,086	41.2	(58.5)	11.3	30.3	19.8	12.5	8.1	50.1	58.9	54.4
6185 HK	康希诺	17.7	9,503	9.3	(73.5)	8.2	9.8	22.5	9.1	5.8	-62.6	147.4	55.8
9688 HK	再鼎医药	16.0	15,893	5.7	(34.9)	4.5	21.0	7.6	5.0	3.3	24.0	52.9	52.4
9926 HK	康方生物	48.0	40,371	17.5	11.6	11.2	15.5	7.7	12.6	7.8	473.4	-38.7	60.8
9969 HK	诺诚健华	5.0	10,273	0.8	(63.4)	8.5	27.0	12.7	9.3	6.2	18.9	35.7	50.4
13 HK	和黄药业	25.4	22,130	15.7	5.8	3.8	6.6	3.6	4.0	3.3	96.5	-15.2	20.5
2162 HK	康诺亚	35.7	9,973	15.7	(30.1)	20.2	78.7	26.3	28.5	9.2	247.8	-7.7	210.5
9966 HK	康宁杰瑞	5.2	4,988	21.4	(52.1)	10.6	111.2	18.2	12.8	6.3	50.3	42.9	102.2
2171 HK	科济药业	6.5	3,759	44.5	(56.4)	13.3	156.7	23.0	16.2	7.7	NA	41.8	111.9
2696 HK	复宏汉霖	14.6	7,946	13.9	14.2	1.2	3.2	1.4	1.2	1.1	60.8	15.0	14.5
2137 HK	腾盛博药	1.0	744	(41.7)	(86.2)	5.1	5.3	6.2	5.8	3.3	NA	6.4	76.9
1477 HK	欧康维视	5.9	4,104	19.0	(39.9)	6.1	26.8	14.2	7.2	3.7	67.1	97.9	92.6
6855 HK	亚盛医药	24.0	6,951	9.4	(6.8)	10.1	20.4	16.9	11.7	6.4	80.4	44.5	81.1
9939 HK	开拓药业	1.0	434	(36.6)	(90.2)	NA	4.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2616 HK	基石药业	1.0	1,220	(41.0)	(79.5)	1.2	7.4	1.8	1.2	1.1	32.3	41.7	12.4
1952 HK	云顶新耀	29.4	9,525	84.9	69.2	11.0	46.8	109.9	13.0	6.7	521.5	747.4	93.4
2552 HK	华领医药	1.6	1,710	2.5	(56.7)	1.9	9.0	10.8	2.2	1.1	727.7	379.3	99.5
1167 HK	加科思	1.8	1,433	(35.4)	(65.4)	14.1	20.3	18.8	24.3	5.2	-27.2	-22.6	369.2
1672 HK	歌礼制药	1.7	1,732	(2.3)	(63.9)	28.2	20.3	29.1	52.3	9.7	0.9	-44.3	436.2
6996 HK	德琪医药	1.1	715	(13.1)	(79.4)	1.2	31.2	2.0	1.3	0.9	106.3	54.4	44.4
6978 HK	永泰生物	3.4	1,750	(9.8)	(26.6)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2256 HK	和誉开曼	2.7	1,882	20.2	(16.5)	3.7	186.0	57.1	3.2	10.6	NA	1,665	-69.5
2126 HK	药明巨诺	2.0	842	7.9	(53.1)	1.9	10.1	4.0	2.3	1.2	31.3	79.1	89.5
3681 HK	中国抗体	1.4	1,507	(1.4)	(23.8)	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1875 HK	东曜药业	1.6	1,267	1.9	(31.7)	NA	4.7	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2181 HK	迈博药业	0.5	1,856	(4.3)	3.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6622 HK	兆科眼科	1.7	928	3.7	(43.7)	5.1	28.8	40.9	7.8	2.1	NA	424.0	272.5
2142 HK	和铂医药	1.5	1,176	(3.8)	(45.6)	NA	17.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA
6998 HK	嘉和生物	1.1	579	26.7	(57.1)	NA	15.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA
600276 CH	恒瑞医药	44.9	286,609	7.3	16.6	48.9	47.3	62.1	50.9	41.8	18.5	22.0	21.8
3692 HK	翰森制药	15.0	88,763	22.6	0.8	25.6	26.6	29.5	26.1	23.8	5.7	13.1	9.7
2096 HK	先声药业	5.4	14,119	3.4	(53.4)	10.4	15.8	8.1	10.9	8.7	70.0	-25.7	25.7

注：E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2024 年 3 月 12 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

CXO: 板块短期内能存在受中美地缘政治影响而震荡的风险，业绩有望于 2H24 明显加速

● 生物安全法案草案能否落地仍存不确定性

生物安全法案草案能否落地仍存不确定性。目前有 2 个《生物安全法案》草案（S.3558 和 H.R.7085）在同步推进，上述 2 项法案内容类似（H.R.7085 相较 S.3558 多列举了部分搜集资料）均将华大基因、华大智造、Complete Genomics（华大基因美国子公司）和药明康德及其子公司定义为有潜在风险的生物科技企业（biotechnology company of concern），要求美国联邦行政部门（Executive agency）：1）不得由上述公司获得设备或服务；2）不得与使用上述公司设备或服务的实体签约。

通常一项议案的落地需要通过 5 个步骤：1）议案提出；2）专门委员会审议（如国土安全委员会）；3）参议院和众议院全院大会审议；4）两院统一文本；5）总统签署。目前 S.3558 及 H.R.7085 仍处于前两个步骤中，能否落地仍然存在较大不确定性。

S.3558

美国当地时间 3 月 6 日上午（北京时间 6 日晚间），美国参议院国土安全委员会举行了提案听证会，美参议院版本《生物安全法案》（S.3558；由 Gary Peters 提出）在会上以 11-1 的票数通过，下一步预计会在议案整理及修改后将进行：1）参议院全体议员审议投票；2）众议院审议投票；3）总统签署法案。目前参议院全体议员审议投票时间尚未公布。

根据美国法案信息披露网站 GovTrack 预测，S.3558 被通过颁布的概率已由此前显示的 18%，增加 30%（截至 3 月 12 日）。

H.R.7085

该法案由美中战略竞争特别委员会主席 Mike Gallagher 于 2024 年 1 月 25 日提交，该法案此前的提出造成了国内药明系及 CXO 板块的大跌。

根据 GovTrack 预测，H.R.7085 被通过颁布的概率目前为 9%（截至 3 月 12 日）。

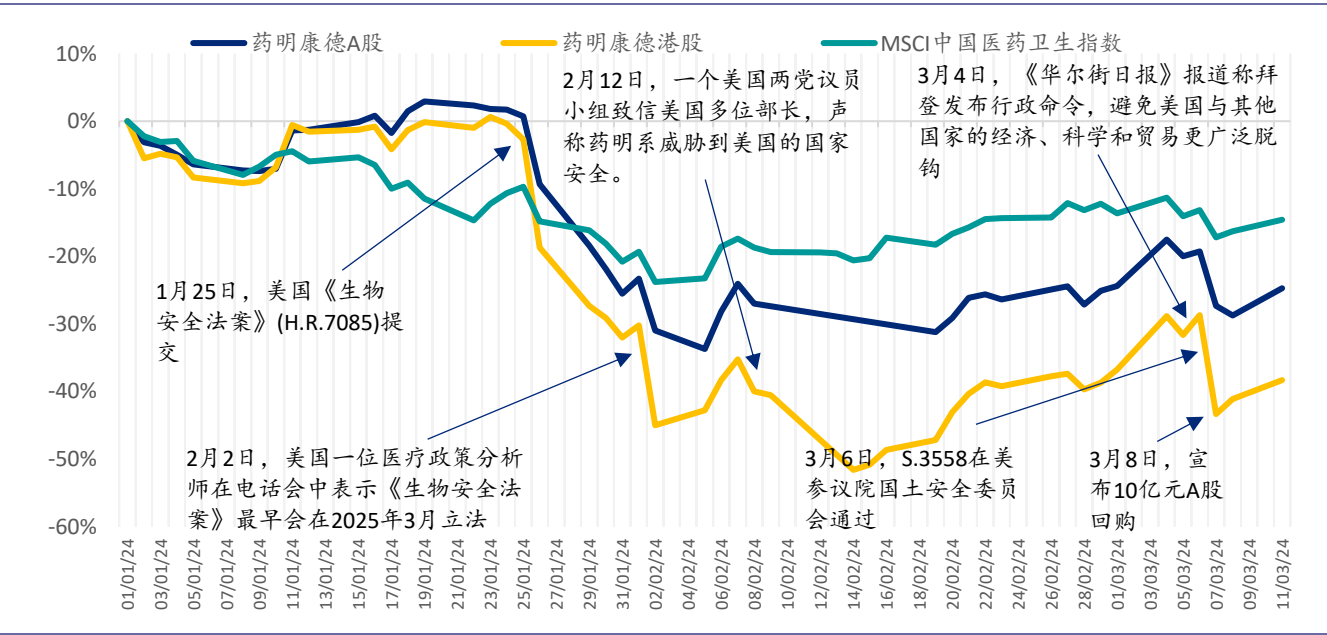
图表 21: S.3558 与 H.R.7085 近期进展

事件日期	事件简述
S.3558	
2023 年 12 月 20 日	民主党参议员加里·彼得斯（Gary Peters）提交 S.3558 法案。
2023 年 3 月 6 日	美国参议院国土安全委员会举行了提案听证会，该法案以 11-1 的票数通过。听证会上唯一一张反对票来自共和党参议员 Rand Paul，其反对票理由为“担心这里被禁止的一家公司实际上在整个供应链中有许多不同的应用，目前还没有足够充分的研究以了解此次禁止的后果”。
H.R.7085	
2024 年 1 月 25 日	美中战略竞争特别委员会主席迈克·加拉格尔（Mike Gallagher）提交 H.R.7085 法案

资料来源：浦银国际整理

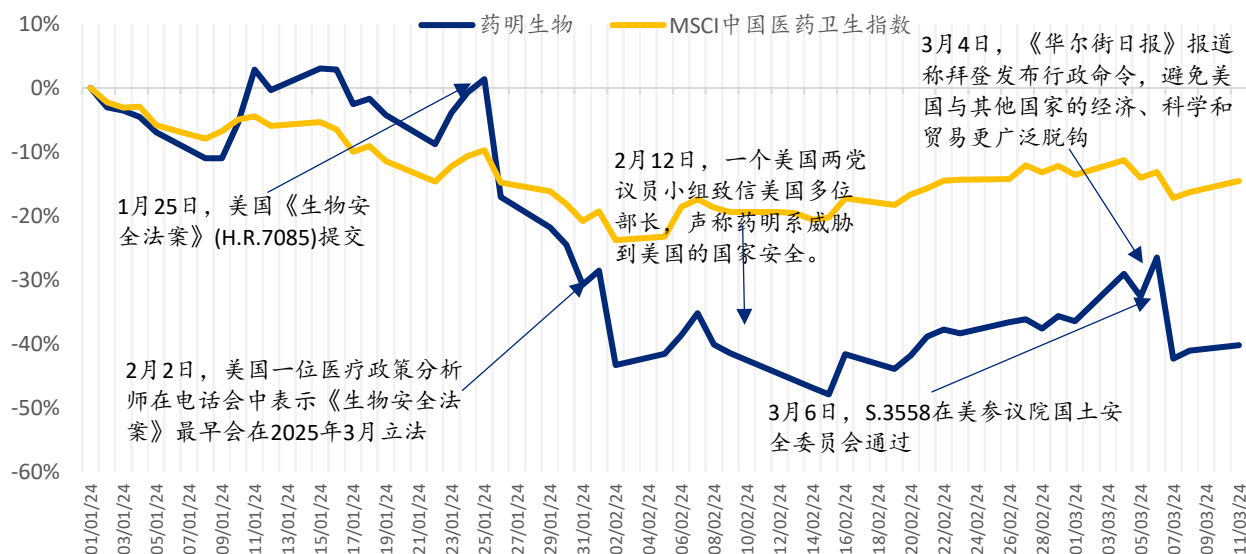
年内药明康德、药明生物、康龙化成等 CXO 龙头均股价受地缘政治影响均出现剧烈波动。以美国《生物安全法案》直接点名的药明康德为例，在《生物安全法案》（H.R.7085）于 2024 年 1 月 25 日（美国时间）提交后的两个交易日内，公司 A 股连续两日跌停，港股则连续两日跌幅超 10%；在 3 月 6 日 S.3558 议案获美国参议院国土安全委员会通过后公司 A 股再次跌停，港股跌超 20%。

图表 22: 药明康德股价图



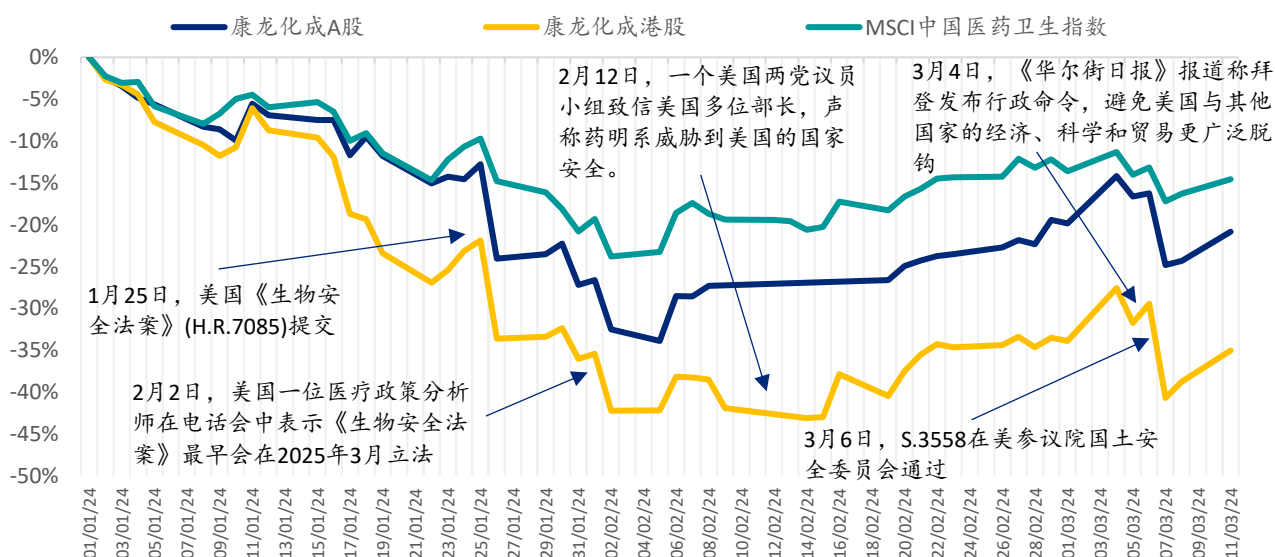
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 23：药明生物股价图



资料来源：动脉橙、浦银国际

图表 24：康龙化成股价图



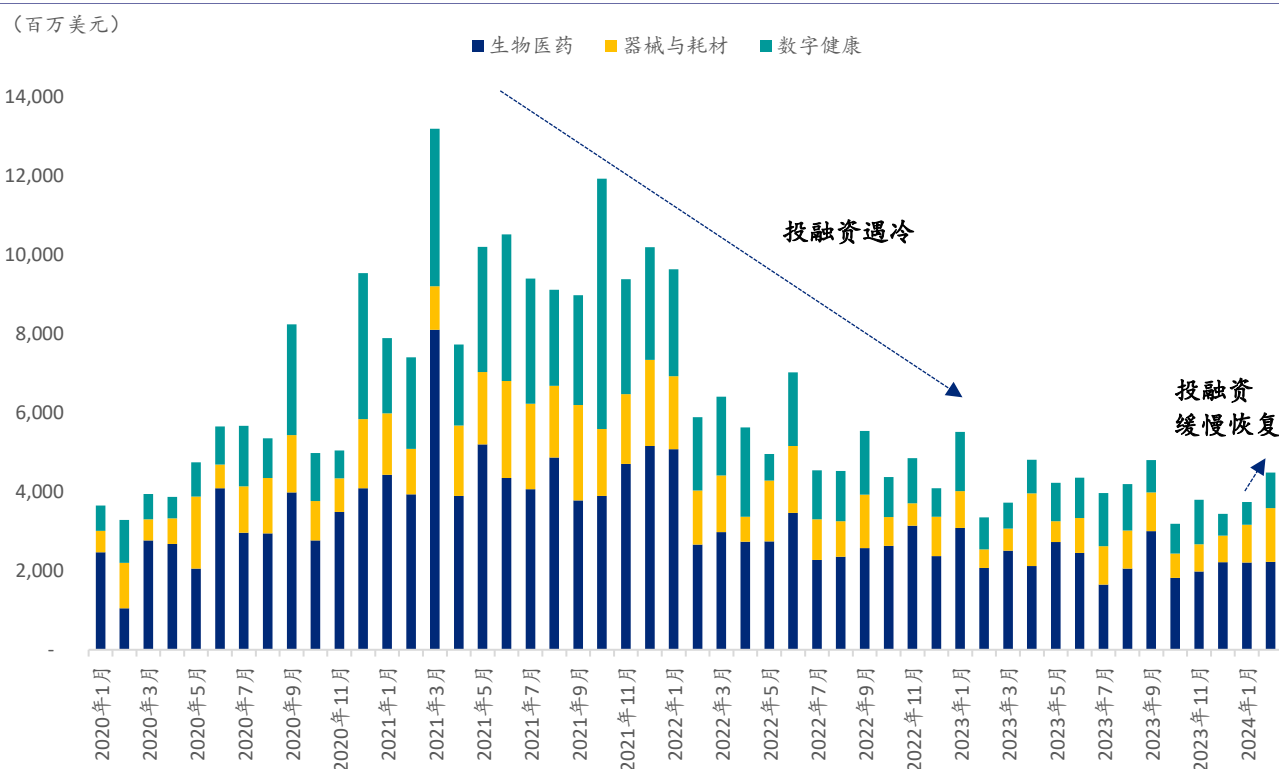
资料来源：动脉橙、浦银国际

● 全球生物医药融资有望 2H24 开始显著恢复

全球医药健康投融资 2024 年 1-2 月环比上升，初显缓慢恢复迹象。根据动脉橙数据，全球生物医药、器械与数字健康领域合计融资额 2024 年 1 月、2 月分别环比上升 8.7%、20%，尽管与去年同期比 1 月仍处于下滑状态，2 月已经反弹至同比正增长，初显缓慢恢复迹象。

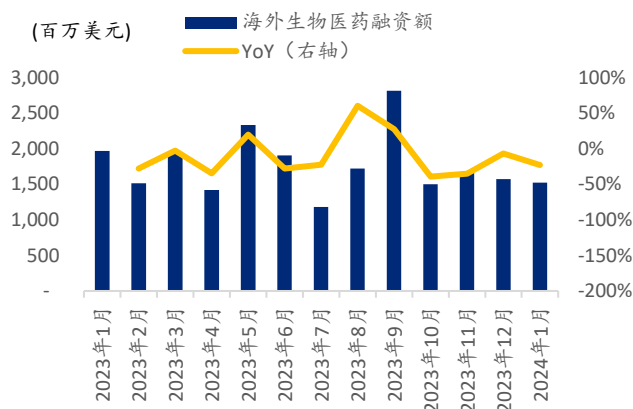
其中，海外生物医药融资恢复速度较器械慢，2024 年 2 月生物医药融资录得+0.6% QoQ/7.5% YoY，显著慢于器械融资（2 月录得 43% QoQ/191% YoY）。考虑到生物医药融资和 CXO 板块更直接相关，我们认为随着美联储加息周期接近尾声且有望于 2024 年中开始降息，全球生物医药融资有望在 2024 年中起显著恢复。获得融资后，生物科技公司将加大研发投入，有望导流更多项目订单至 CXO 公司，转化为 CXO 公司收入。

图表 25：全球医药健康领域融资额（仅含生物医药、器械与数字健康）



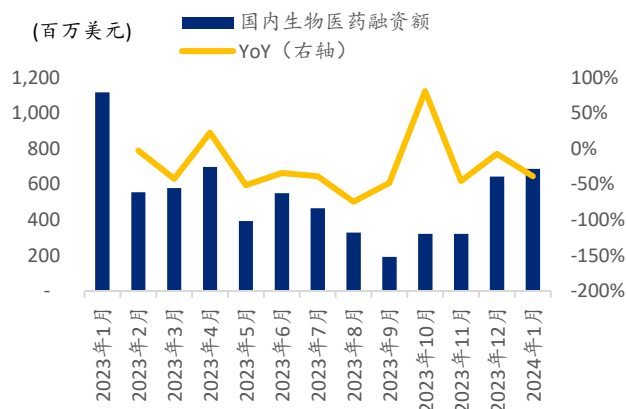
资料来源：动脉橙、浦银国际

图表 26：海外生物医药融资额



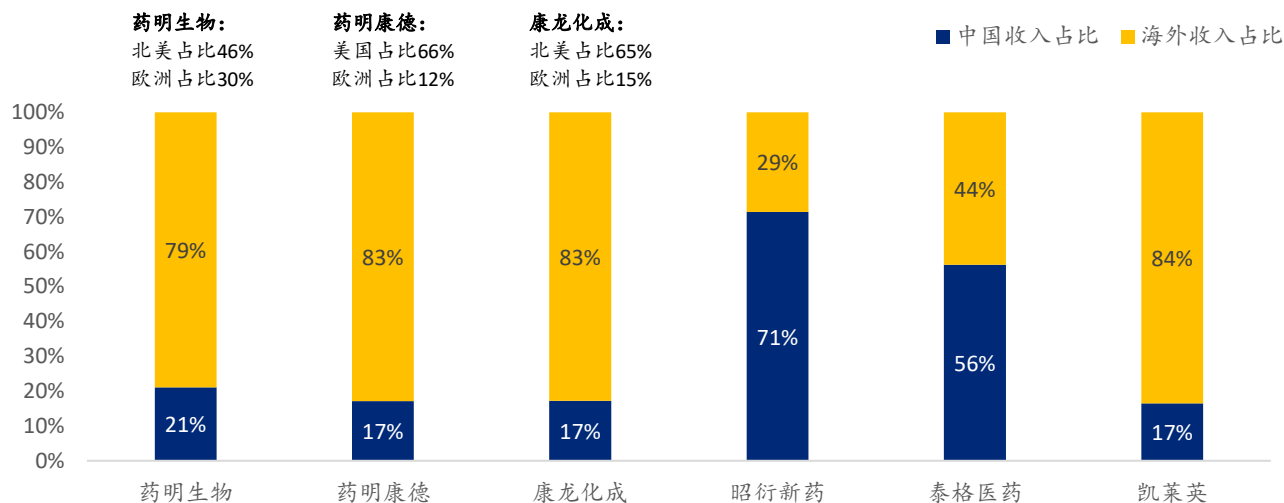
资料来源：动脉橙、浦银国际

图表 27：国内生物医药融资额



资料来源：动脉橙、浦银国际

图表 28：主要 CXO 公司海内外收入占比（1H23）



资料来源：公司资料、浦银国际

根据我们对海外 CXO 企业 2024 年业绩指引的梳理，海外 CXO 收入增速中值约为 5%，净利润增速则预期在规模效应及降本增效下高于收入增速。较为平缓的收入增速指引也反映了各家企业对 2024 年 CXO 订单需求在全球生物医药融资潜在缓慢回暖下相对谨慎的看法，符合我们的判断。

图表 29：海外 CXO 公司 2024 年业绩指引

公司	2023 年业绩	2024 年收入及净利指引	指引 更新日期
ICON	收入：+4.9% 净利润：+21%	收入：+3.2%–8.4% 经调整摊薄 EPS：+13.4%–19.6%	2024 年 2 月
IQVIA	收入：+4% 净利润：+24.5%	收入：+2.8%-4.4% 经调整摊薄 EPS：+7.4% - 10.3%	2024 年 2 月
Catalent	收入：-13% 净利润：由盈转亏 注：上述增速为 2023 自然 年数据, Catlent 报告财年为 截至 2023 年 6 月的 12 个 月)	收入：+0.9–5.6% 注：根据 2024 财年指引收入 43-45 亿美元(财 年截止日为 2025 年 6 月), 2023 财年收入 42.63 亿美元计算	2023 年 11 月
Medpace	收入：+29.2% 净利润：+15.3%	收入：13.8%–16.7% 注：根据 2024 年收入指引 21.5-22.0 亿美元推 算	2024 年 2 月
Lonza	收入：+7.9% 净利润：-46.2%	收入： ● 2024 年收入增速平缓 (flat CER sales growth) ● 2024–2028 增速 11-13% (恒定汇率下) 核心 EBITDA 利润率：27-29%	2024 年 1 月
Charles River	收入：+3.9% (内生收入 +6.5%) 净利润：-2.4%	收入：+1.0-4.0% (内生收入+0-3%) Non-GAAP EPS：+2%-7%	2024 年 2 月
LabCorp	收入：+2.5% 净利润：-67.3%	收入：+4.7%-6.5% 经调整 EPS：+5.5%-13.6%	2024 年 2 月

资料来源：公司资料、浦银国际

- **CXO 板块短期仍存在受地缘政治影响而震荡的风险，中长期仍具不错增长空间**

当前 CXO 行业估值较过去 3 年均值低 0.9 个标准差（采用 Wind 中 CXO 指数（931750.CSI）中成分股），行业龙头药明康德（603259.CH）/药明生物（2269.HK）/康龙化成（300759.CH）/泰格医药（300347.CH）/凯莱英（002821.CH）较过去 3 年均值低约 1.0 个标准差。

图表 30：CXO 行业估值水平



注：采用 Wind 中 CXO 指数（931750.CSI）中成分股，均为 A 股标的
资料来源：Wind、浦银国际

**图表 31：药明康德(603259.CH)
PE Band**



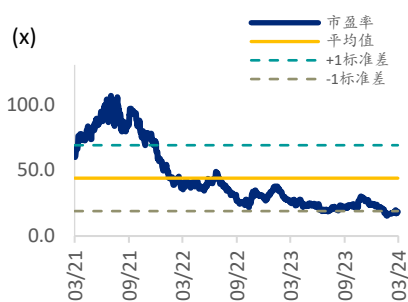
资料来源：浦银国际测算

**图表 32：药明生物（2269.HK）
PE Band**



资料来源：浦银国际测算

**图表 33：康龙化成
（300759.CH）PE Band**



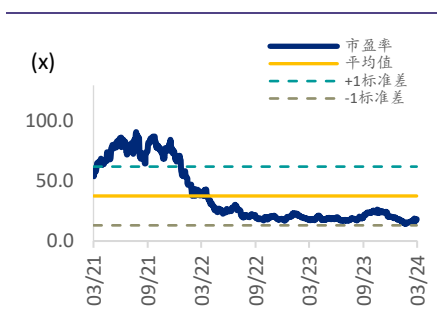
资料来源：Frost & Sullivan、浦银国际

图表 34: 泰格医药(300347.CH)
PE Band



资料来源: 浦银国际测算

图表 35: 凯莱英 (002821.CH)
PE Band



资料来源: 浦银国际测算

我们认为 CXO 股票短期内可能存在受中美地缘政治影响而震荡的风险，业绩有望于 2H24 明显加速。美国生物安全法草案能否落地仍存不确定性，短期内我们预计 CXO 股票仍存在受中美地缘政治影响而震荡的风险。中长期来看，随着 2024 年底美国大选的结束和 2024 年中降息之后全球生物医药融资恢复有望显著提振 CXO 公司业绩，我们预计 2H24 市场将重新关注基本面。考虑到目前 CXO 行业历史低位估值水平，我们认为中长期 CXO 股票仍有不错的升值空间。

图表 36: CXO 企业估值表

代码	公司名称	股价 (当地货币)	市值 (当地货币百万)	过去 1 个月 股价变动 (%)	年初至今 股价变动 (%)	12 个月前 市 盈 率 (x)		市 盈 率 (x)			EPS 同比变动 (%)		
						现值	3 年均值	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
港股													
2359 HK	药明康德	51.8	180,067	9.5	(37.2)	11.3	37.4	13.8	11.9	9.7	13.9	16.8	22.8
2269 HK	药明生物	18.6	79,205	7.4	(68.9)	13.6	55.2	17.6	14.4	11.0	-14.0	21.9	30.7
3759 HK	康龙化成	10.8	41,193	17.5	(70.1)	8.3	30.7	10.7	8.7	6.9	18.9	23.0	26.5
3347 HK	泰格医药	27.3	39,574	11.2	(69.7)	9.6	28.4	9.9	9.8	8.7	NA	1.1	12.1
6821 HK	凯莱英	73.9	41,086	17.8	(35.7)	13.7	14.9	10.2	14.4	11.1	NA	-29.4	29.6
1548 HK	金斯瑞	15.7	33,335	17.2	(36.8)	NA	NA	NA	NA	95.6	58.1	-10.4	142.0
6127 HK	昭衍新药	9.3	13,654	(3.5)	(67.3)	10.1	25.0	13.4	10.7	8.3	-55.4	25.0	28.0
1873 HK	维亚生物	0.5	1,167	(12.9)	(69.1)	NA	14.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA
1521 HK	方达控股	1.6	3,358	(7.5)	(44.8)	14.6	25.3	20.5	15.7	11.4	-42.2	30.0	38.5
A 股													
603259 CH	药明康德	57.2	165,173	7.7	(29.4)	13.5	40.1	16.6	14.1	11.6	14.8	17.3	21.6
300759 CH	康龙化成	23.4	37,786	11.2	(48.3)	18.5	44.0	23.8	19.3	15.7	26.9	23.1	23.5
300347 CH	泰格医药	44.3	36,300	3.6	(57.7)	15.3	36.3	17.4	15.9	13.3	9.8	9.4	19.6
002821 CH	凯莱英	104.7	37,688	14.3	(29.3)	18.1	37.6	15.5	19.0	15.4	-25.1	-18.2	23.0
603127 CH	昭衍新药	18.2	12,525	7.9	(56.3)	15.5	48.1	20.6	16.4	12.6	-38.4	26.1	29.7
300363 CH	博腾股份	20.0	10,926	7.0	(51.0)	18.7	37.4	19.5	20.0	14.9	-72.2	-2.5	33.8
688202 CH	美迪西	43.9	5,916	4.6	(71.2)	28.9	45.6	81.4	30.6	23.5	-80.6	165.7	30.3
300725 CH	药石科技	31.2	6,230	8.1	(61.2)	15.3	42.2	21.7	16.2	12.6	-8.8	33.5	29.2
603456 CH	九洲药业	20.2	18,125	0.4	(52.5)	11.3	33.4	14.8	11.8	9.4	22.4	25.2	25.7
海外													
美元													
207940 KS	Samsung Biologics	840,000.0	45,630	3.1	2.3	59.0	84.0	73.3	61.4	50.8	5.3	13.4	21.0
LONN SW	Lonza	457.0	38,832	2.8	0.9	35.7	35.8	34.2	37.3	30.3	-15.8	-1.2	23.3
CTLT US	Catalant	56.8	10,268	0.2	26.2	48.9	29.4	55.4	118.8	39.1	-73.8	-52.5	204.2

注: E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2024 年 3 月 12 日港股收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

信达生物(1801.HK): 非肿瘤管线加速推进

首席医药分析师阳景恢复覆盖信达生物(1801.HK)，维持“买入”评级，目标价为55港元，潜在升幅33%。玛仕度肽(GLP-1/GCGR)商业化准备和信必乐(PCSK9)销售情况是2024年投资者关注焦点。随着信达非肿瘤管线药物的逐步获批，我们认为公司正在有条不紊地推进其商业化进程，有信心公司能够实现其中长期指引(2025年实现EBITDA盈亏平衡，2027年实现200亿元销售)。

• **第三款非肿瘤重磅药物 IBI311 达到临床三期主要终点：**2024年2月20日，公司宣布 IBI311 在中国甲状腺眼病(TED)三期临床试验 RESTORE-1 达到主要终点，将于近期向国家药监局递交新药上市申请(NDA)。研究结果显示，第24周时，接受 IBI311 治疗的患者研究眼的眼球突出应答率(主要终点)为85.8%，显著优于安慰剂组研究眼的眼球突出应答率3.8%(95%CI: 69.8%-93.9%, $P<0.0001$)。此外，次要研究终点如研究眼的眼球总体应答率，研究眼临床活动性评分为0或1的受试者百分比，研究眼的眼球突出度角基线的改变等均顺利达成。另外，整体安全性良好，未发生严重不良事件。尽管详细数据有待在之后的学术会议或者期刊上发布，我们认为相比其他竞争产品，IBI311在更大的三期试验人群中(N=115)显示出了和国外同靶点药物相当的疗效数据(85.8%的研究眼眼球突出应答率略好于安进的Teprotumumab(83%, N=83))，如若安全性和Teprotumumab药物相似，则IBI311有望在中国凭借先发优势享受约人民币10亿元的峰值销售。

• **2024年重点关注 GLP-1 商业化准备和信必乐(PCSK9)销售情况：**国家药监局2月7号已受理信达玛仕度肽(GLP-1/GCGR)减重适应症的上市申请，预计2025年初玛仕度肽将成为国产首个GLP-1双靶点药物。信达正在建设GLP-1商业化团队，虽然目前细节仍未披露，但我们认为此前2023年底较市场预期温和的司美格鲁肽医保续约砍价(-12%)及随着信达后续更多相关商业化策略(包括品牌、定价、销售规划、商业化团队规模等)的披露，有望帮助市场建立更清晰的短中期销售预测。此外，2023年8月获批的心血管药品PCSK9信必乐放量情况有待关注。

• **2024年其他主要催化剂包括：**1)两款肿瘤药物 IBI344(ROS1)和 IBI351(KRAS)预计将于年底获批；2)两款非肿瘤药物递交 NDA: IBI311(IGF-1R)和 IBI112(IL23p19)；3)重要数据读出: IBI343(CLDN18.2 ADC)胃癌 PoC 数据读出(预计1H24)，IBI363(PD-1/IL-2)PD-1 耐药/不响应 PoC 数据读出(预计1H24)，IBI939(TIGIT)一线肺癌 PD-L1 TPS $\geq$ 50% PoC 数据读出，IBI110(LAG3)一线肺鳞癌数据读出。

• **估值：**我们预测信达2023-25E收入分别为人民币61亿/75亿/100亿元，对应30% 2023-25E CAGR(以2022年为基数)，主要由新上市重磅产品(如GLP-1、PCSK9等)和存量产品继续放量驱动。我们基于经POS调整的收入预测和DCF估值模型对公司进行估值，对WACC和永续增长率的假设分别为8.5%和3%，得到公司目标价为55港元，对应894亿港元市值。

• **投资风险：**销售未如预期、商业化进度不及预期、研发延误或临床试验数据不如预期。

2024年3月15日

评级

买入

目标价(港元)	55.0
潜在升幅/降幅	+33%
目前股价(港元)	41.4
52周内股价区间(港元)	27.3-49.8
总市值(百万港元)	67,094
近3月日均成交额(百万)	323

市场预期区间

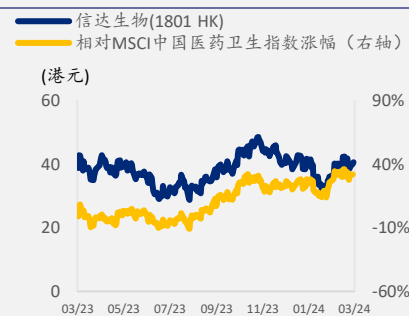


▲ SPDBI 目标价 ◆ 当前价 ◆ 市场预期区间

*数据截至2023年3月14日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦銀國際

公司研究

信达生物 (1801.HK)



图表 37：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,270	4,556	6,157	7,530	9,985
同比变动 (%)	11.1%	6.7%	35.1%	22.3%	32.6%
归母净利润/(亏损)	-3,138	-2,179	-1,143	-790	234
PS (X)	11.6	11.2	8.3	6.8	5.1

E=浦银国际预测。资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 信达生物 (1801.HK)

利润表

千人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,269,729	4,556,380	6,156,588	7,530,371	9,984,973
销售成本	(573,040)	(930,990)	(1,207,230)	(1,448,992)	(1,837,494)
毛利润	3,696,689	3,625,390	4,949,358	6,081,379	8,147,479
	-	-	-	-	-
研发费用	(2,478,067)	(2,871,220)	(2,178,903)	(2,463,286)	(2,804,596)
销售费用	(2,728,166)	(2,590,765)	(3,180,021)	(3,332,681)	(3,578,278)
管理费用	(884,027)	(835,488)	(883,339)	(941,845)	(1,005,786)
其他	(719,077)	(450,763)	(636,981)	(858,740)	(1,153,152)
经营利润	(3,112,648)	(3,122,846)	(1,929,886)	(1,515,174)	(394,333)
利息收入，净额	(62,464)	(101,698)	(139,654)	(124,137)	(124,137)
其他收入，净额	124,097	1,054,075	976,947	849,511	752,525
除所得税前亏损	(3,051,015)	(2,170,469)	(1,092,594)	(789,801)	234,054
所得税开支	(87,038)	(8,801)	(50,000)	-	-
亏损净额	(3,138,053)	(2,179,270)	(1,142,594)	(789,801)	234,054
非控股权益应占亏损净额	-	-	-	-	-
归母净利润/(亏损)	(3,138,053)	(2,179,270)	(1,142,594)	(789,801)	234,054

资产负债表

千人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	8,377,095	9,162,823	7,491,497	6,323,768	5,841,064
应收账款	1,181,666	911,790	1,349,389	1,650,492	2,188,487
存货	1,347,240	1,428,882	1,786,039	2,104,016	2,617,799
其他流动资产	644,848	3,213	3,213	3,213	3,213
流动资产总值	11,550,849	11,506,708	10,630,138	10,081,489	10,650,564
物业、厂房及设备，净额	2,692,986	3,411,496	3,378,176	3,341,573	3,356,890
经营租赁使用权资产	396,862	414,650	414,650	414,650	414,650
无形资产，净额	772,194	1,198,163	1,180,236	1,163,876	1,149,786
其他应收款	127,658	193,058	193,058	193,058	193,058
股权投资	203,446	202,570	202,570	202,570	202,570
其他非流动资产	499,718	662,200	662,200	662,200	662,200
非流动资产总值	4,692,864	6,082,137	6,030,890	5,977,927	5,979,154
短期债务	365,000	888,000	888,000	888,000	888,000
应付账款	195,050	325,622	843,368	1,031,558	1,367,804
应计开支及其他应付款项	2,112,218	1,824,273	1,824,273	1,824,273	1,824,273
其他	377,779	461,303	461,303	461,303	461,303
流动负债总值	3,050,047	3,499,198	4,016,944	4,205,134	4,541,380
长期银行贷款	2,023,261	2,215,433	2,215,433	2,215,433	2,215,433
合同负债	458,507	569,096	569,096	569,096	569,096
其他	342	162,305	162,305	162,305	162,305
非流动负债总值	2,863,269	3,359,698	3,056,728	3,056,728	3,056,728
股本	101	105	105	105	105
储备	10,330,296	10,729,844	9,587,250	8,797,450	9,031,504
少数股东权益	-	-	-	-	-
权益总额	10,330,397	10,729,949	9,587,355	8,797,555	9,031,609

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

千人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
亏损净额	(3,051,015)	(2,179,270)	(1,142,594)	(789,801)	234,054
固定资产折旧	165,400	269,299	341,150	337,818	334,157
无形资产摊销	2,577	15,444	23,963	23,605	23,278
营运资本变动	(90,283)	155,455	(277,010)	(430,890)	(715,532)
应收账款	(493,027)	-	-	-	-
预付账款及其他流动资产变动	(38,604)	204,476	(437,599)	(301,103)	(537,995)
存货	(641,582)	(81,642)	(357,157)	(317,977)	(513,784)
应付账款	74,430	130,572	517,746	188,189	336,247
应计开支及其他应付款项	903,068	(287,945)	-	-	-
其他营运资本变动	105,432	189,994	-	-	-
其他	948,478	19,414	(302,970)	-	-
经营活动现金净额	(2,024,843)	(1,719,659)	(1,357,461)	(859,269)	(124,043)
购买物业及设备	(1,065,634)	(227,819)	(307,829)	(301,215)	(349,474)
购买无形资产	(781,882)	(4,655)	(6,036)	(7,245)	(9,187)
其他	(850,632)	641,635	(0)	0	-
投资活动现金净额	(2,698,148)	409,161	(313,866)	(308,460)	(358,662)
出售普通股所得款项	3,940,091	2,415,110	-	-	-
贷款所得净额	1,208,083	877,135	-	-	-
其他	(144,813)	4	-	-	-
融资活动现金净额	5,003,361	3,292,249	-	-	-
汇率变动的影响，净额	(197,140)	-	-	-	-
现金增加（减少）净额	83,230	1,981,752	(1,671,326)	(1,167,729)	(482,704)
期初现金	1,276,178	8,377,095	9,162,823	7,491,497	6,323,768
期末现金	8,377,095	9,162,823	7,491,497	6,323,768	5,841,064

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (人民币)					
每股盈利	(2.16)	(1.46)	(0.77)	(0.53)	0.16
每股净资产	7.10	7.20	6.43	5.90	6.06
每股销售额	2.93	3.06	4.13	5.05	6.70
同比变动 (%)					
收入	11.1%	6.7%	35.1%	22.3%	32.6%
税后利润	NM	NM	NM	NM	NM
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
费用率 (%)					
研发费用/收入	58.0%	63.0%	35.4%	32.7%	28.1%
销售费用/收入	63.9%	56.9%	51.7%	44.3%	35.8%
管理费用/收入	20.7%	18.3%	14.3%	12.5%	10.1%
利润率 (%)					
毛利率	86.6%	79.6%	80.4%	80.8%	81.6%
归母净利率	-73.5%	-47.8%	-18.6%	-10.5%	2.3%
回报率 (%)					
平均股本回报率	-30.4%	-24.8%	-17.3%	-11.0%	-3.1%
平均资产回报率	-19.3%	-15.1%	-10.0%	-6.0%	-1.7%
财务杠杆					
流动比率 (x)	3.8	3.3	2.6	2.4	2.3
速动比率 (x)	3.3	2.9	2.2	1.9	1.8
现金比率 (x)	2.7	2.6	1.9	1.5	1.3
估值					
市盈率 (x)	NM	NM	NM	NM	217.2
市净率 (x)	4.8	4.7	5.3	5.8	5.6
市销率 (x)	11.6	11.2	8.3	6.8	5.1

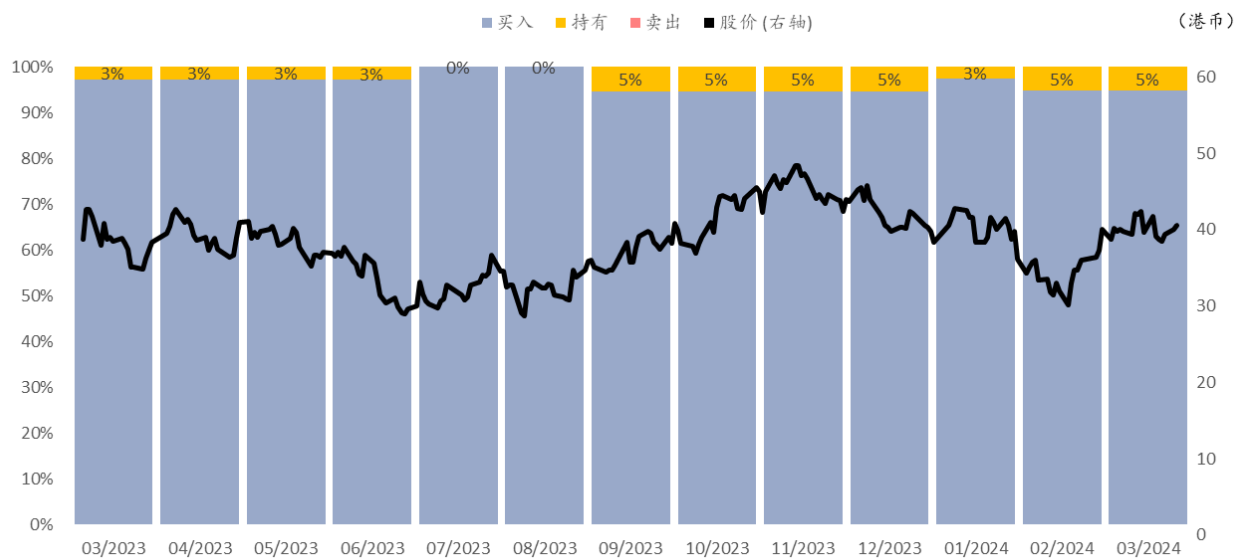
图表 38：浦银国际目标价：信达生物 (1801.HK)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

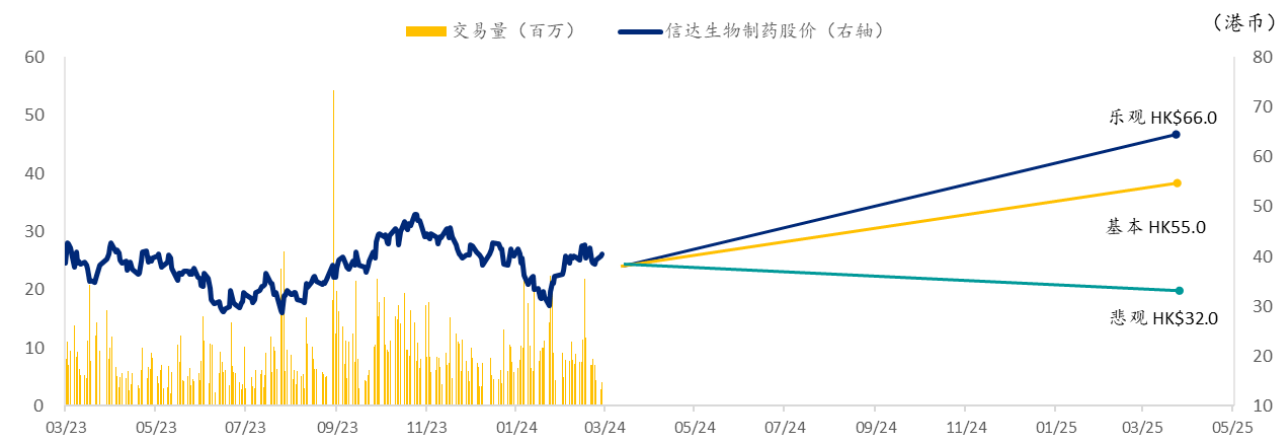
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 39：信达生物市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 40：信达生物 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：66.0 港元

概率：20%

- 销售好于预期；
- GLP-1 药物峰值销售达到 70 亿元或以上；
- 管线药物研发及获批进度快于预期；
- 新产品获批后以较高价格进入医保目录；
- 长期稳态下营业利润率高于 35%；

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：32.0 港元

概率：20%

- 销售弱于预期；
- GLP-1 药物峰值销售低于 30 亿元；
- 管线药物研发及获批慢于预期；
- 新产品获批后未能进入医保目录；
- 长期稳态下营业利润率低于 30%；

资料来源：浦银国际

康方生物(9926.HK): 拭目以待依沃西头对头试验结果

首席医药分析师阳景恢复覆盖康方生物(9926.HK)。卡度尼利 2023 年销售目标达成, 随着其商业化继续推进和适应症拓展的顺利进行, 我们相信卡度尼利可达到约 50 亿元的销售峰值。另一款重磅药物依沃西将于 2 季度公布和 K 药在一线 PD-L1 阳性非小细胞肺癌适应症头对头数据, 我们预计依沃西有较大可能实现具有统计学差异的优效 PFS 数据。凭借公司强大的执行力和一系列丰富的催化剂, 我们认为康方股票有望在 2024 年再创新高。维持“买入”评级, 目标价为 65 港元, 潜在升幅 27%。

● **卡度尼利 2023 年销售目标完成良好:** 根据我们和管理层的交流, 虽然 2023 年卡度尼利商业化一定程度上受到了反腐的影响, 但管理层对之前给出的指引(全年 12-13 亿元销售)依旧充满信心。我们认为, 卡度尼利目前尚未被纳入医保, 受到反腐影响应该较小。随着其商业化的继续推进和适应症拓展的顺利进行(一线胃癌和一线宫颈癌有望于 1H25 获批), 我们预测卡度尼利将于 2024 年和 2025 年分别实现人民币 16 亿和 22 亿元销售额。

● **依沃西和 K 药头对头数据是近期最重要的催化剂:** 公司有望于 2 季度公布依沃西(AK112, PD-1/VEGF)单药和 K 药头对头三期试验(AK112-303, 一线 PD-L1 阳性非小细胞肺癌适应症)中期分析结果, 更具体的数据有望于下半年学术大会上报告(有可能是 2024 ESMO 或者是 WCLC 大会)。AK112-303 试验临床主要终点为 PFS, 次要终点包括 OS、ORR、DoR 等一系列指标。考虑到 K 药在此项适应症(三期 KEYNOTE-042 试验)中国人群(n=128)的中位数 PFS 为 6.3 个月且未实现统计学差异(vs.安慰剂组 6.7 个月, HR=1.00, 注: KEYNOTE-042 试验采用 OS 为主要终点, OS 实现了统计学差异), 我们认为依沃西有较大可能实现比 K 药更高的具有统计学差异的 PFS 数据, 达到临床试验主要终点。如果依沃西能够实现 9 个月或者以上的中位数 PFS, 我们认为其临床应用意义将非常显著。

● **2024 年主要催化剂包括:** 1) 3 款新药物获批: 伊努西单抗(AK102, PCSK9)和依沃西(AK112, PD-1/VEGF)有望于 2024 年中获批, 依若奇单抗(IL-12/IL-23)有望于 2H24 获批; 2) 递交上市申请(NDA): 卡度尼利(PD-1/CTLA-4)有望于 1H24 递交一线宫颈癌上市申请, 古莫奇单抗(AK101, IL-17A)有望于 2024 年递交银屑病上市申请; 3) 重要三期临床试验读出: 依沃西一线 PD-L1 阳性非小细胞肺癌三期试验(和 K 药头对头)数据读出和二线 EGFR-TKI 进展的非鳞非小细胞肺癌三期数据读出, 卡度尼利一线胃癌数据三期数据读出和一线宫颈癌三期数据读出, 古莫奇单抗中重度银屑病三期数据读出; 4) 潜在出海授权, 重点关注卡度尼利。

● **估值:** 我们预测康方 2023-25E 收入分别为人民币 45 亿/31 亿/43 亿元, 其中 2023 年主要受收到美国 SUMMIT Therapeutics 首付款推动, 2024-2025 年受到卡度尼利继续放量和新上市药物(伊努西单抗、依沃西、依若奇单抗)销售驱动。我们基于经 POS 调整的收入预测和 DCF 估值模型对公司进行估值, 对 WACC 和永续增长率的假设分别为 9.4%和 3%, 得到公司目标价为 65 港元, 对应 454 亿港元市值。

● **投资风险:** 销售未如预期、商业化进度不及预期、研发延误或临床试验数据不如预期、出海授权不顺利。

2024 年 3 月 15 日

评级

买入

目标价(港元)	65.0
潜在升幅/降幅	+27%
目前股价(港元)	51.2
52 周内股价区间(港元)	30.3-51.1
总市值(百万港元)	43,062
近 3 月日均成交额(百万)	178

市场预期区间

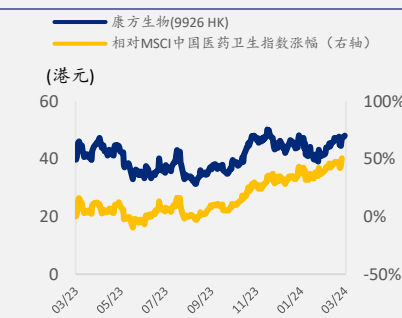


▲ SPDBI 目标价 ◆ 当前价 ◆ 市场预期区间

*数据截至 2024 年 3 月 14 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

公司研究

康方生物(9926.HK)



图表 41：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	226	838	4,467	3,129	4,281
同比变动 (%)	NM	271.3%	433.3%	-30.0%	36.8%
归母净利润/(亏损)	-1,075	-1,168	1,862	-311	342
PS (X)	142.2	38.3	7.5	10.8	7.9

E=浦银国际预测。资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 康方生物

利润表

(人民币百万)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	225.6	837.7	4,467.0	3,128.8	4,281.1
销售成本	-31.3	-94.1	-167.4	-268.0	-415.0
毛利	194.4	743.5	4,299.6	2,860.8	3,866.2
其他收入及收益净额	116.3	158.6	660.0	400.0	300.0
行政开支	-243.5	-199.0	-255.4	-339.6	-432.4
研发开支	-1,123.0	-1,323.1	-1,389.3	-1,528.2	-1,650.4
销售费用	-179.1	-552.7	-900.0	-1,157.1	-1,316.0
其他开支净额	-12.8	-206.3	-300.0	-200.0	-100.0
长期股权投资亏损&优先股公允价值	0.0	0.0	-230.0	-200.0	-100.0
财务成本	-10.4	-43.3	-94.7	-134.6	-151.6
除税前利润/亏损	-1,258.1	-1,422.2	1,790.3	-298.6	415.8
所得税开支	0.0	0.0	0.0	0	0.0
净利润/净亏损	-1,258.1	-1,422.2	1,790.3	-298.6	415.8
非控股权益	-183.2	-253.8	-71.6	11.9	74.2
母公司拥有人	-1,074.9	-1,168.4	1,861.9	-310.6	341.6

资产负债表

(人民币百万)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、厂房及设备	1,352.9	1,999.6	2,459.6	2,887.5	3,085.3
使用权资产	151.7	163.1	200.3	214.7	227.9
无形资产	4.0	8.5	8.5	8.5	8.5
收购土地使用权预付款项	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	144.9	266.3	600.0	600.0	600.0
非流动资产总值	1,653.5	2,437.5	3,268.5	3,710.7	3,921.8
存货	196.6	341.8	300.0	360.9	434.9
预付款、其他应收款及其他资产	212.1	157.2	172.9	190.2	209.2
按公允价值计入损益的金融资产	0.0	195.9	80.0	80.0	80.0
其他	0.1	0.1	600.0	600.0	600.0
现金及现金等价物	2,641.6	2,092.4	3,779.0	3,418.2	3,753.0
流动资产总值	3,152.3	3,058.5	5,272.8	5,079.9	5,584.9
资产总计	4,805.8	5,495.9	8,541.3	8,790.6	9,506.7
贸易应付款项	206.3	308.9	300.0	360.9	480.4
其他应付款项及应计费用	394.9	599.2	400.0	440.0	462.0
计息银行及其他借款	45.6	446.0	350.0	385.0	423.5
租赁负债	7.9	5.9	10.0	11.0	12.1
应付税项	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
流动负债总额	655.7	1,361.1	1,061.1	1,198.0	1,379.2
可转换可赎回优先股	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
计息银行及其他借款	803.7	1,421.3	2,300.0	2,600.0	2,600.0
租赁负债	2.2	6.0	12.0	13.2	14.5
递延收入&合约负债	63.9	159.6	800.0	880.0	968.0
非流动负债总额	869.8	1,586.8	3,112.0	3,493.2	3,582.5
股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
储备	3,164.0	2,635.6	4,527.3	4,246.6	4,618.0
非控股权益	116.2	-87.6	-159.2	-147.3	-73.1
权益总额	3,280.3	2,548.0	4,368.2	4,099.4	4,545.0

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(人民币百万)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除税前亏损:	-1,258.1	-1,422.2	1,790.3	-298.6	415.8
物业、厂房及设备折旧	47.7	91.7	140.0	172.2	202.1
使用权资产折旧	9.3	11.8	12.7	15.6	16.8
存货(增加)/减少	-134.3	-154.2	41.8	-60.9	-74.0
预付款项、其他应收款及其他资产增加	-68.4	24.8	-15.7	-17.3	-19.0
贸易应付款项增加/(减少)	97.8	102.6	-9.0	60.9	119.5
其他	304.9	105.0	-427.5	196.9	216.8
经营活动所用现金流量净额	-1,001.2	-1,240.4	1,532.6	68.8	877.9
购买物业、厂房及设备项目	-712.1	-775.6	-600.0	-600.0	-400.0
购买按公允价值计入损益的金融资产	-2,567.5	-2,870.1	115.9	0.0	0.0
出售按公允价值计入损益的金融资产所得款	2,677.5	2,664.7	0.0	0.0	0.0
其他	22.5	91.3	-50.0	-30.0	-30.0
投资活动所用现金流量净额	-579.6	-889.7	-534.1	-630.0	-430.0
新增/(偿还)银行及其他借款	645.4	1,005.0	782.7	335.0	38.5
股份发行开支	-13.9	-5.0	0.0	0.0	0.0
其他	955.1	485.8	-94.7	-134.6	-151.6
融资活动所得现金流量净额	1,586.6	1,485.9	688.1	200.4	-113.1
现金及现金等价物增加净额	5.7	-644.3	1,686.6	-360.8	334.8
年初现金及现金等价物	2,641.6	2,641.6	2,092.4	3,779.0	3,418.2
外币汇率变动影响净值	-48.6	95.1	0.0	0.0	0.0
年末现金及现金等价物	2,641.6	2,092.4	3,779.0	3,418.2	3,753.0

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据(人民币)					
每股收益	-1.3	-1.5	2.2	-0.4	0.4
每股净资产	3.9	3.0	5.2	4.9	5.4
每股销售额	0.3	1.0	5.3	3.7	5.1
同比变动(%)					
收入	NM	271%	433%	-30%	37%
税后利润	NM	NM	NM	NM	NM
归母净利润	NM	NM	NM	NM	NM
费用率(%)					
销售费用/收入	-79%	-66%	-20%	-37%	-31%
管理费用/收入	-108%	-24%	-6%	-11%	-10%
研发费用/收入	-498%	-158%	-31%	-49%	-39%
利润率(%)					
毛利率	86%	89%	96%	91%	90%
归母净利率	-476%	-139%	42%	-10%	8%
回报率(%)					
平均股本回报率	-32%	-40%	54%	-7%	8%
平均资产回报率	-29%	-28%	26%	-3%	5%
财务杠杆					
流动比率(x)	4.8	2.2	5.0	4.2	4.0
速动比率(x)	4.5	2.0	4.7	3.9	3.7
现金比率(x)	4.0	1.5	3.6	2.9	2.7
估值					
市盈率(x)	NM	NM	18.1	NM	98.5
市净率(x)	10.3	13.2	7.7	8.2	7.4
市销率(x)	142.2	38.3	7.5	10.8	7.9

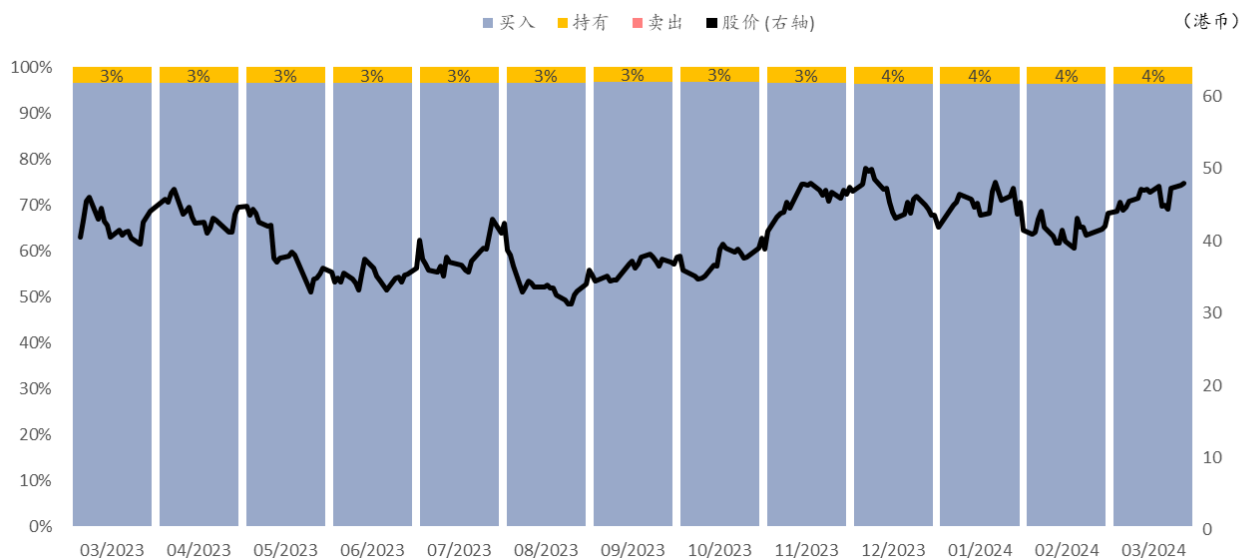
图表 42：浦银国际目标价：康方生物



资料来源：Bloomberg、浦银国际

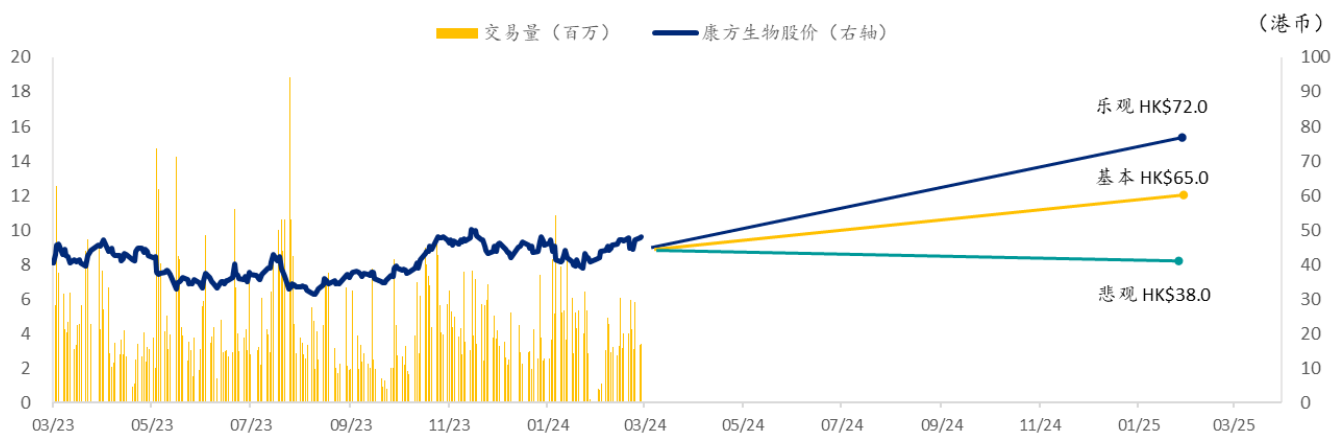
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 43：康方生物市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 44：康方生物 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：72.0 港元

概率：20%

- 卡度尼单抗销售峰值超人民币 60 亿元；
- 管线药物研发及获批进度快于预期；
- 新产品获批后以较高价格进入医保目录；
- 长期稳态下营业利润高于 40%；

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：38.0 港元

概率：20%

- 卡度尼单抗销售峰低于人民币 30 亿元；
- 管线药物研发及获批进度慢于预期；
- 新产品获批后未能进入医保目录；
- 长期稳态下营业利润低于 30%

资料来源：浦银国际

荣昌生物 (9995.HK): 重点关注近期泰它西普出海机会

首席医药分析师阳景恢复覆盖荣昌生物 (9995.HK)，我们认为泰它西普能否在近期成功出海决定了股票是否能出现结构性反弹机会。一方面，短期内 2024 年 20 亿元销售目标看起来仍具挑战性，另一方面，若公司独立做 RC18 国际化三期第二阶段试验，公司目前账上现金及银行授信仅能支撑其运营 2 年。因此，在目前公司的低估值水平下，我们认为如若 RC18 能在今年实现成功出海，将极大提高投资者对公司的信心，公司股票有望迎来结构性反弹。维持“买入”评级，目标价为 33 港元，潜在升幅 23%。

● **2024 年 20 亿元销售收入具有挑战性：**根据公司 2023 年业绩预报，2023 年公司总收入为 10.83 亿元，扣非净利润为 -15.72 亿元，均低于市场预期。我们预计 RC18、RC48 于 2023 年销售收入分别为 4.9 亿元和 5.9 亿元。若要达到 2024 年 20 亿元销售收入，则每款产品需要实现约 9-10 亿元销售。考虑到 2024 年 RC18 仅新增类风湿性关节炎一个适应症且该适应症竞争激烈而 RC48 无新增适应症，我们认为实现接近翻倍的销售额具有挑战性。

● **泰它西普 (RC18) 国际化三期临床第二阶段将在 3-4 年内耗费 2 亿美元，账上现金及剩余银行授信额度可支撑公司 2 年运营：**根据我们和管理层的交流，RC18 国际临床三期第二阶段试验，由两个平行试验组成，一共录约 700 个病人（每个试验录约 350 个病人），剂量为 160mg，今年二季度有望开启第二阶段的第一个平行试验。公司认为，如果不考虑海外合作伙伴，公司独立开展 SLE 适应症国际三期临床的话，第二阶段试验需要花费约 2 亿美元（假设每个病人需要耗费 20-30 万美元），需要花 3-4 年时间完成。在此情况下，这也意味着每年研发费用将因此上升人民币 3.5-4.5 亿元，研发费用上升至接近 14-15 亿元左右。截至 2023 年 9 月 30 日，公司账上现金为人民币 6 亿元，仅能支撑 1 个季度（注：2Q23 和 3Q23 三项运营费用总和分别为 5.7 亿、5.9 亿元）。根据公司此前的电话会，目前剩余银行授信额度为 40+ 亿元。我们预测公司 2023 年三项运营费用总和约为 22-23 亿元左右，该额度能支撑公司约 2 年的运营。

● **2024 年主要催化剂：**1) 潜在 RC18 出海授权，2) RC48 (HER2 ADC) 二期乳腺癌和尿路上皮癌数据更新，3) RC88 妇科肿瘤 1b/2 期数据，及潜在出海授权交易。

● **估值：**我们预测荣昌 2024-25E 收入分别为人民币 16.3 亿/25.8 亿元，主要由 RC18 和 RC48 继续放量驱动。基于我们 DCF 估值模型，(WACC 和永续增长率的假设分别为 10% 和 3%)，得到公司目标价为 33 港元。

投资风险：出海授权延误或失败、销售未如预期、研发延误或临床试验数据不如预期。

图表 45: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,424	768	1,083	1,630	2,585
同比变动 (%)	0%	-46.1%	41.0%	50.5%	58.5%
归母净利润/(亏损)	276	-999	-1,542	-1,082	-443
PS (X)	6.8	13.8	10.1	6.7	4.2

E=浦银国际预测。资料来源：公司报告、浦银国际

2024 年 3 月 15 日

评级

买入

目标价 (港元)	33.0
潜在升幅/降幅	+23%
目前股价 (港元)	26.9
52 周内股价区间 (港元)	15.0-55.6
总市值 (百万港元)	26,690
近 3 月日均成交额 (百万)	64

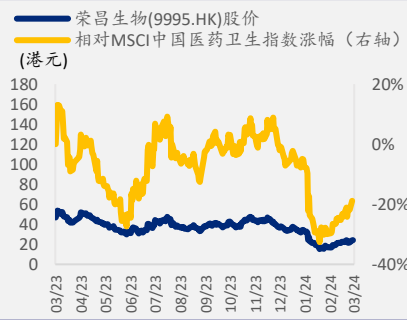
市场预期区间



*数据截至 2024 年 3 月 14 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 荣昌生物

利润表

人民币百万	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收益	1,424	768	1,083	1,630	2,585
销售成本	-67	-270	-274	-359	-393
毛利	1,357	498	809	1,272	2,192
销售及分销开支	-263	-441	-747	-783	-853
行政开支	-220	-273	-341	-375	-412
研发成本	-711	-982	-1,245	-1,353	-1,512
经营利润	163	-1,197	-1,524	-1,239	-585
其他收入及收益	186	232	300	200	200
金融资产减值亏损	-0	-11	-300	0	0
其他开支	-67	-16	0	0	0
财务成本	-5	-7	-18	-43	-57
除税前亏损	276	-999	-1,542	-1,082	-443
所得税开支	0	0	0	0	0
净利润	276	-999	-1,542	-1,082	-443

资产负债表

人民币百万	2021	2022	2023E	2024E	2025E
物业、厂房及设备	1,578	2,407	2,491	2,405	2,319
使用权资产	149	205	175	148	125
其他无形资产	13	17	15	12	10
按公允价值计入其他全面收益的股权投资	12	80	80	80	80
其他非流动资产	108	100	105	111	116
非流动资产	1,859	2,809	2,866	2,755	2,651
存货	280	523	724	809	869
应收票据	7	281	312	402	589
预付款项及其他	177	221	232	244	256
已抵押存款	79	118	124	130	137
现金及现金等价物	1,757	2,069	1,004	213	53
流动资产	2,300	3,212	2,396	1,799	1,903
贸易应付款项及应付票据	159	222	229	302	322
其他应付款项及应计费用	393	586	586	586	586
计息银行借款	0	0	15	15	15
租赁负债	52	60	66	66	66
递延收入	12	25	25	25	25
流动负债	616	892	920	994	1,014
银行借款	0	0	754	1,055	1,477
租赁负债	50	105	105	105	105
递延收入	46	44	44	44	44
非流动负债	96	149	902	1,204	1,626
股本及实收资本	490	544	544	544	544
储备	3,406	4,899	3,357	2,276	1,833
权益	3,446	4,980	3,438	2,357	1,914

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

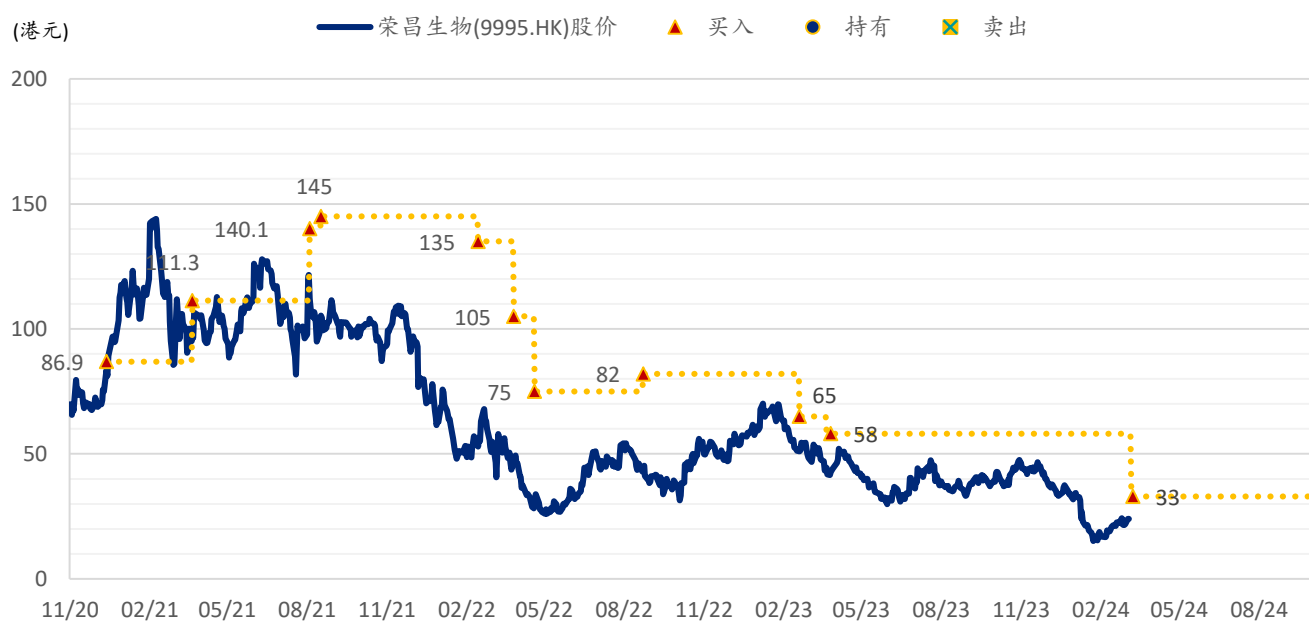
现金流量表

人民币百万	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
净利润/(亏损)	276	-999	-1,542	-1,082	-443
物业、厂房及设备折旧	65	121	241	249	240
使用权资产折旧	53	62	35	30	25
其他无形资产摊销	2	3	3	2	2
存货增加	-214	-242	-201	-86	-60
预付款项及其他资产减少	-58	-64	-11	-12	-12
其他应付款项增加	135	161	0	0	0
其他	5	-307	-11	14	-121
经营活动现金净额	264	-1,264	-1,487	-884	-368
购买物业、厂房及设备项目	-615	-756	-325	-163	-155
购买土地使用权项目	0	0	-5	-3	-3
其他	-23	-86	0	-0	-0
投资活动现金净额	-638	-842	-330	-166	-158
银行借款净增加	0	0	769	302	422
其他	-627	2,427	-18	-43	-57
融资活动现金净额	-627	2,427	751	259	365
现金及现金等价物增加	-1,001	322	-1,065	-790	-161
年初现金及现金等价物	2,769	1,757	2,069	1,004	213
外汇汇率变动	-10	-9	0	0	0
年末现金及现金等价物	1,757	2,069	1,004	213	53

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (人民币元)					
每股盈利/(亏损)	0.6	-1.9	-2.8	-2.0	-0.8
每股净资产	7.1	9.4	6.3	4.3	3.5
每股经营现金流	0.5	-2.4	-2.7	-1.6	-0.7
每股销售	2.9	1.4	2.0	3.0	4.7
估值 (倍)					
P/B	2.8	2.1	3.2	4.6	5.7
P/S	6.8	13.8	10.1	6.7	4.2
盈利能力指标					
毛利率	95.3%	64.8%	74.7%	78.0%	84.8%
经营利润率	11.4%	-156.0%	-140.8%	-76.0%	-22.6%
净利润率	19.4%	-130.1%	-142.4%	-66.3%	-17.1%
盈利增长					
营业收入增长率	0.0%	-46.1%	41.0%	50.5%	58.5%
净利润增长率	19.4%	-130.1%	-142.4%	-66.3%	-17.1%
资产收益率指标					
净资产收益率	8.0%	-20.1%	-44.8%	-45.9%	-23.1%
资产回报率	6.6%	-16.6%	-29.3%	-23.7%	-9.7%
投资资本回报率	8.0%	-20.1%	-44.8%	-45.9%	-23.1%
偿债能力指标					
资产负债率	17.1%	17.3%	34.6%	48.3%	58.0%
流动比率 (x)	3.7	3.6	2.6	1.8	1.9
速动比率 (x)	3.3	3.0	1.8	1.0	1.0
现金比率 (x)	0.8	0.6	0.4	0.1	0.0

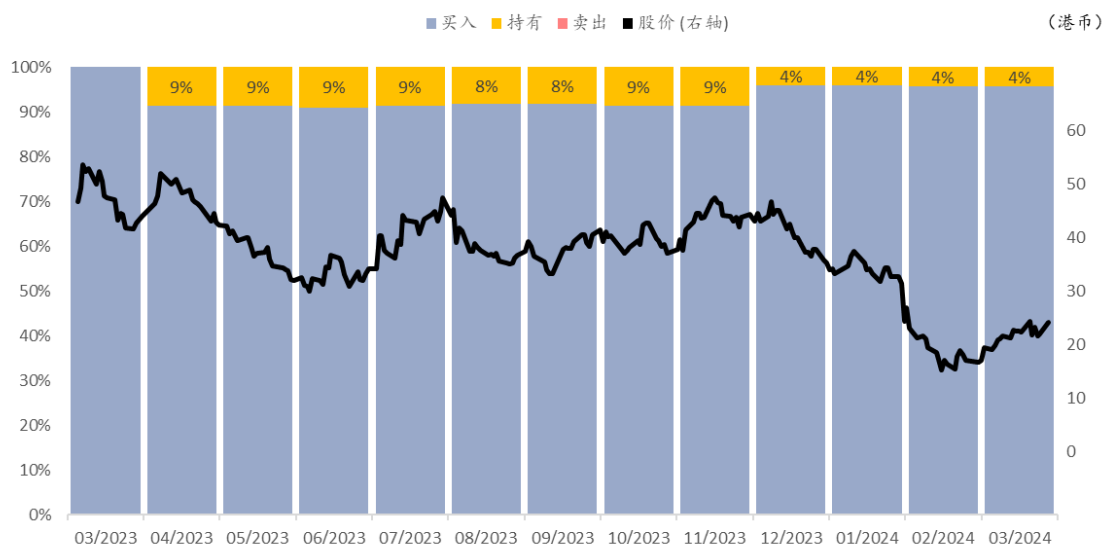
图表 46：浦银国际目标价：荣昌生物



资料来源：Bloomberg、浦银国际

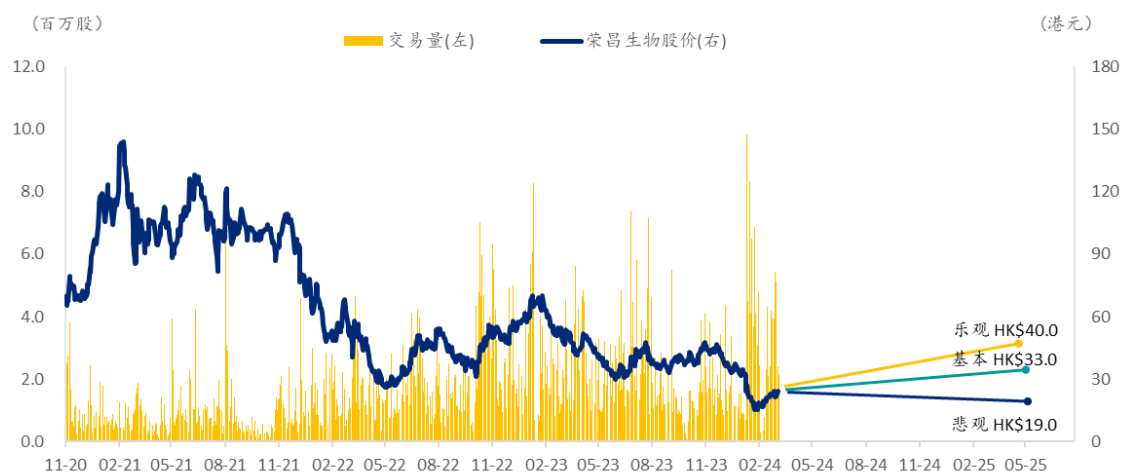
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 47：荣昌生物市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 48：荣昌生物 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：40.0 港元

概率：20%

- 泰它西普出海快于预期，交易条款较优
- 管线药物研发及获批进度快于预期；
- 泰它西普峰值销售超 40 亿元；
- 维迪西妥中国销售超 30 亿元。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：19.0 港元

概率：20%

- 泰它西普国际化三期延误，出海授权未达预期
- 药物管线的开发和上市申请未如预期；
- 泰它西普峰值销售低于 25 亿元；
- 维迪西妥中国销售低于 20 亿元。

资料来源：浦银国际

康诺亚 (2162.HK): 国产首家 IL4R 有望年底上市

首席医药分析师阳景恢复覆盖康诺亚 (2162.HK)。目前公司首款重磅产品 CM310 已提交上市, 预计在 2024 年底获得国家药监局批准。作为国产首家 IL4R, 凭借不错的疗效和安全性数据、先发优势及快速的适应症拓展节奏, 我们相信 CM310 将在中国实现不低于达必妥的销售额。维持“买入”评级, 目标价为 60 港元, 潜在升幅 51%。

● **CM310 商业化准备正在稳步推进:** CM310 (IL4R α) 预计在 2024 年年底获得成人特应性皮炎 (AD) 适应症的批准 (上市申请已于 2024 年 1 月提交, 目前处于优先审评中), 因此其商业化准备是公司 2024 年最主要的任务之一。根据我们和管理层的交流, 为了实现短中期覆盖头部 300-500 家医院的目标, 公司计划商业化队伍人数在 6 月 30 日之前达到 200 人左右, 年底达到 250-300 人的规模。目前商业化队伍各个功能部门负责人已经聘任到位。其中, 市场总监及上市医学总监均曾任职于赛诺菲达必妥团队, 商务准入负责人则来自于其他本土一线 Biotech 公司。大区经理、地区经理及更为前线的销售代表将在今年陆续到岗。根据公司的规划, 相当一部分的商业化队伍之前应该有赛诺菲达必妥或者其他皮肤科重磅药物 (如可善挺) 的推广经验。定价策略上, 公司目前大致想法是希望将 CM310 销售价 (赠药方案前) 定为高于达必妥医保价格 (注: 达必妥医保价格目前为 2780 元/支 [300mg/2.0ml 剂型]), 而赠药后价格则应该在达必妥医保价格上有一定折扣。作为国产第一家 IL4R, 管理层希望 CM310 在皮肤科达到人民币 50 亿元左右的峰值销售。凭借先发优势和不错的疗效和安全性数据, 我们相信 CM310 商业化前景光明, 可在中国实现不低于达必妥的销售额 (注: 2023 年达必妥中国销售额约 30 亿元)。

● **CM310 适应症拓展迅速:** 2023 年 12 月, 公司宣布慢性鼻窦炎伴鼻息肉 (CRSwNP) 适应症达到三期临床试验终点 (24 周鼻息肉评分 [NPS], 鼻塞评分 [NCS] 数据, N=180), 预计将于 2024 年中旬向药监局提交上市申请。若公司能在 2025 年 6 月 30 日之前获得批准, 则有望于 2025 年底将 AD 和 CRSwNP 一并参加医保谈判。此外, CM310 三期过敏性鼻炎试验已于 2023 年内入组完毕, 目前应处于完成状态。其次, 2024 年内有望启动青少年 AD 适应症注册性临床。

● **2024 年主要催化剂包括:** 1) CM310: 成人特应性皮炎适应症获批 (预计年底)、成人特应性皮炎三期数据读出 (预计 1H24)、慢性鼻窦炎伴鼻息肉适应症申报上市; 2) CM901 (CLDN18.2 ADC): 合作伙伴阿斯利康开启二三线胃癌的注册性临床; 3) 潜在 BD 交易。

● **估值:** 我们预测康诺亚 2023-25E 收入分别为人民币 3.3 亿/0.6 亿/4.8 亿元, 主要由受即将上市重磅产品 CM310 驱动。我们基于经 POS 调整的收入预测和 DCF 估值模型对公司进行估值, 对 WACC 和永续增长率的假设分别为 9.5% 和 3%, 得到公司目标价为 60 港元, 对应 139 亿港元市值。

● **投资风险:** 商业化不及预期、研发延误或临床试验数据不如预期。

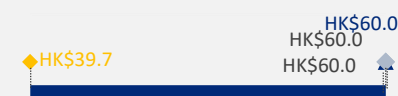
2024 年 3 月 15 日

评级

买入

目标价 (港元)	60.0
潜在升幅/降幅	+51%
目前股价 (港元)	39.7
52 周内股价区间 (港元)	28.0-78.0
总市值 (百万港元)	11,092
近 3 月日均成交额 (百万)	70

市场预期区间

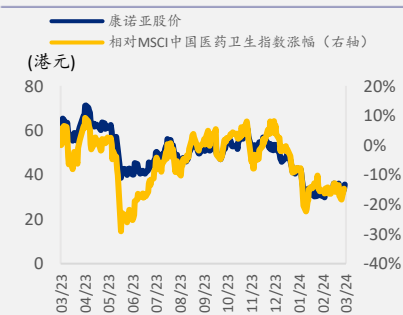


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

*数据截至 2024 年 3 月 14 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



图表 49：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	110	100	326	64	483
同比变动 (%)	NA	-9%	226%	-80%	652%
归母净利润/(亏损)	-3,887	-308	-176	-666	-563
PS (X)	43.4	77.6	25.5	129.5	17.2

E=浦银国际预测。资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 康诺亚

利润表

(百万人民币)	FY 2021	FY 2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	110	100	326	64	483
营业成本	-17	-3	0	-4	-83
毛利润	93	97	326	61	400
销售费用	0	0	0	-100	-300
管理费用	-92	-134	-150	-180	-230
研发费用	-358	-507	-510	-550	-583
其他营业费用	0	0	0	0	0
经营利润	-358	-544	-334	-769	-713
利息费用	-11	-8	-3	-3	-3
利息收入	6	52	60	6	52
其他	-96	-1	0	0	0
税前利润	-3,893	-304	-176	-666	-563
所得税	0	0	0	0	0
税后利润/(亏损)	-3,893	-304	-176	-666	-563
归属少数股东净利/(亏损)	-5	5	0	0	0
归母净利润/(亏损)	-3,887	-308	-176	-666	-563

资产负债表

(百万人民币)	FY 2021	FY 2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1,521	604	149	1,308	559
短期投资	2,004	2,571	2,571	2,571	2,571
应收账款及票据	0	0	16	9	145
存货	16	44	67	100	97
其他流动资产	41	90	90	90	90
流动资产	3,582	3,310	2,894	4,078	3,462
固定资产	178	584	761	916	1,001
其他非流动资产	175	38	38	38	38
非流动资产	353	622	799	954	1,039
总资产	3,934	3,932	3,693	5,032	4,501
应付账款及其他应付款项	99	161	98	103	135
短期阶段	0	61	61	61	61
租赁负债	12	11	11	11	11
其他流动负债	2	146	146	146	146
流动负债	112	380	316	321	354
长期借款	0	29	29	29	29
租赁负债	27	21	21	21	21
其他非流动负债	150	164	164	164	164
非流动负债	177	213	213	213	213
股本	0	0	0	0	0
储备及其他权益	3,651	3,340	3,164	4,498	3,935
权益	3,645	3,339	3,163	4,497	3,934

现金流量表

(百万人民币)	FY 2021	FY 2022	2023E	2024E	2025E
税后利润	-3,887	-304	-176	-666	-563
折旧及摊销	21	36	73	95	115
应收账款减少(增加)	0	0	-16	7	-136
库存减少(增加)	-10	-28	-22	-33	4
其他营运资本变动	12	22	-63	5	32
其他经营现金流	3,649	-129	0	0	0
经营现金流	-215	-402	-205	-592	-548
固定资产增加	-172	-279	-250	-250	-200
其他	-1,864	-367	0	0	0
投资现金流	-2,036	-646	-250	-250	-200
股息支付	0	0	0	0	0
净新增负债	0	90	0	0	0
股权融资	3,760	0	0	2,000	0
其他	-121	-98	0	0	0
融资现金流	3,638	-8	0	2,000	0
汇率变动影响	-67	139	0	0	0
现金及现金等价物变动	1,321	-917	-455	1,158	-748
年初现金	199	1,521	604	149	1,308
年末现金	1,521	604	149	1,308	559

财务和估值比率

	FY 2021	FY 2022	2023E	2024E	2025E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	-24.17	-1.18	-0.63	-2.38	-2.01
每股净资产	22.67	12.79	11.31	16.08	14.06
每股销售额	0.69	0.38	1.17	0.23	1.73
同比变动(%)					
收入	NA	-9%	226%	-80%	652%
归母净利润	375%	-92%	-43%	278%	-15%
利润率(%)					
毛利率	84.4%	97.4%	100.0%	94.5%	82.9%
营业利润率	-324.2%	-543.5%	-102.2%	-1196.8%	-147.5%
归母净利率	-3525.3%	-307.9%	-54.0%	-1036.1%	-116.5%
回报率(%)					
平均股本回报率	-305%	-9%	-5%	-17%	-13%
平均资产回报率	-174%	-8%	-5%	-15%	-12%
财务杠杆					
流动比率(x)	32.0	8.7	9.1	12.7	9.8
速动比率(x)	31.8	8.6	8.9	12.4	9.5
现金比率(x)	13.6	1.6	0.5	4.1	1.6
负债/权益(%)	8%	18%	17%	12%	14%
估值					
市盈率(x)	NA	NA	NA	NA	NA
市净率(x)	1.3	2.3	2.6	1.9	2.1
市销率(x)	43.4	77.6	25.5	129.5	17.2

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

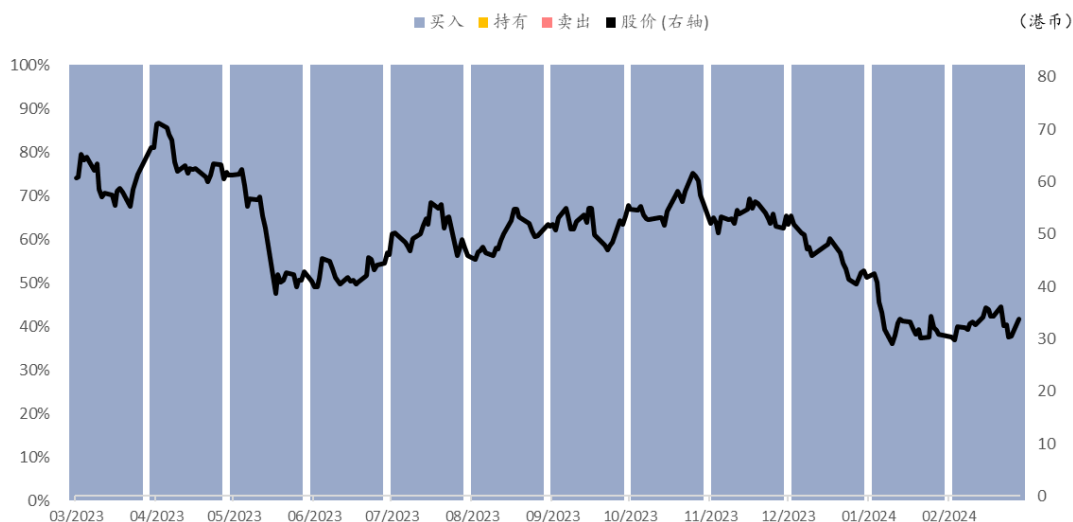
图表 50：浦银国际目标价：康诺亚



截至 2022 年 7 月 22 日收盘价；资料来源：Bloomberg、浦银国际

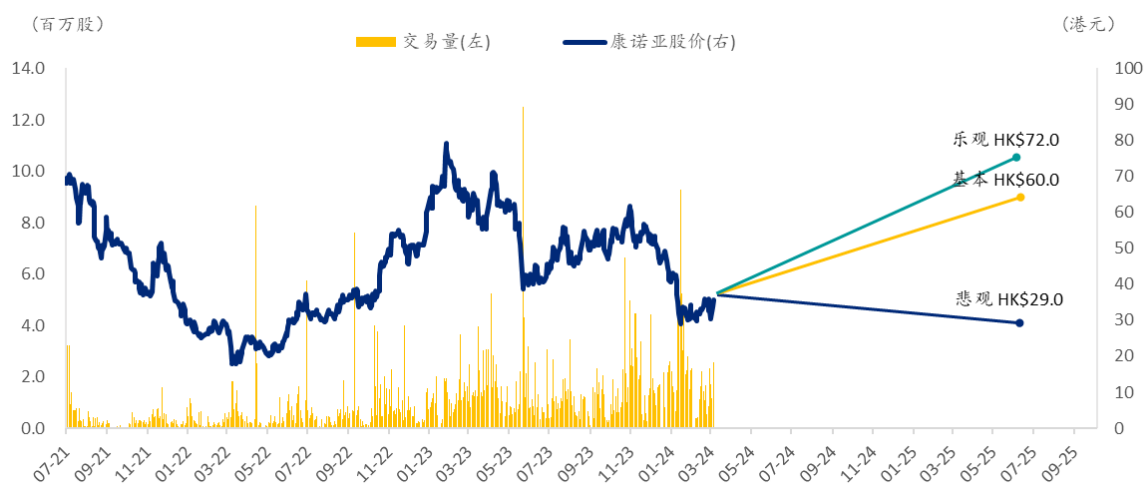
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 51: 康诺亚市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 52: 康诺亚 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 72.0 港元

概率: 20%

- CM310 峰值销售额超过人民币 60 亿元;
- 稳态下毛利率均高于 90%;
- 管线药物研发进度快于预期。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 29.0 港元

概率: 20%

- CM310 峰值销售额低于人民币 35 亿元;
- 稳态下毛利率均低于 80%;
- 管线药物研发进度慢于预期
- 在研管线研发失败。

资料来源: 浦银国际

中国生物制药 (1177.HK): 2024 有望达成双位数收入增速指引

首席医药分析师阳景恢复覆盖中国生物制药 (1177.HK)，维持“买入”评级，目标价为 4.5 港元，潜在升幅 37%。2024 年公司收入有望实现双位数增速，受益于新获批产品的放量以及未来集采消减的影响；净利润增速可能慢于收入增速，主要受到海外高研发开支的影响。公司 2024 年有望达成 5 个 BD 交易，包括但不限于跨国企业一个疾病领域多个产品的引入和 4-1BB/PD-L1 双抗的潜在出海授权，有望提振股价。

● **2024 年收入有望实现双位数增速：**根据我们最近与管理层的交流，2024 年收入有望实现双位数增速，主要受益于新获批产品的放量及未来集采每批次对公司影响可忽略。在新获批药物中，长效升白针亿立舒已经通过 2023 年底谈判成功加入医保，医保后价格为 2388 元/支，略低于恒瑞硫培非格司亭。考虑到亿立舒作为全球首个三代 G-CSF (人粒细胞集落刺激因子) 具有不错的有效性和出色的安全性，亿立舒有望在 2024 年通过医保快速放量 (在我们的模型中，我们预计 2024 年将实现 6 亿元销售额)。长期来看，管理层希望亿立舒做到约 25 亿元峰值销售，约占升白针市场 1/5 份额。另一方面，2023 年公司 4 款生物类似药 (贝伐珠单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、重组人凝血因子 VIII) 获批上市，管理层预计生物药集采 2024 年不会发生，因此预计贝伐与曲妥合计可在 2024 年实现约 10 亿元销售额，另外两款生物类似药也将在 2024 年有不错的放量。

● **我们预测 2024 年净利润增速可能慢于收入增速：**一方面，管理层表示 2024 年毛利率可能相较于 2023 年微升。另一方面，研发费用将在 2023 年基础上持续增长，可能拖慢净利润增长速度。注意到海外研发方面每年需要花费几千万美元，F-Star 并表影响在 2023 年仅有半年，因此 2024 年不仅有 F-Star 并表首个全年影响，而且随着 F-Star 管线向后期阶段推进，我们预计 2024 年研发费用将继续上升，且研发费用率仍将超过 17% (注意：管理层表示 2023 年研发费用率已经超过 17%)。我们预计 2024 年研发费用可能达到 55 亿元以上。此外，虽然公司持续推进的“降本增效”政策有望于继续降低销售管理费用率，不过我们预计销售管理费用绝对值仍将继续增长。综上所述，我们预计 2024 年净利润增速可能慢于收入增速。

● **5 个 BD 交易有望于 2024 年实现：**对于 BD 交易的指引，管理层表示 5 个 BD 交易有望于 2024 年达成，BD 交易数符合市场预期。一项与跨国药企合作的引入授权有望很快公布 (授权领域应为一个疾病领域多款产品)。另外，子公司 F-Star 的 4-1BB/PD-L1 双抗将于 2024 年 ASCO 大会公布一期数据，有望于 2H24 实现出海授权。

● **估值：**我们预测中国生物制药 2023-25E 收入分别为人民币 299 亿/329 亿/361 亿元，对应 8% 2023-25E CAGR (以 2022 为基数)，主要由存量产品继续放量驱动和新获批药物快速放量驱动。我们基于经 POS 调整的收入预测和 DCF 估值模型对公司进行估值，对 WACC 和永续增长率的假设分别为 8.2% 和 3%，得到公司目标价为 4.5 港元。

● **投资风险：**销售未如预期、利润未如预期、研发延误或临床试验数据不如预期。

2024 年 3 月 15 日

评级

买入

目标价 (港元)	4.5
潜在升幅/降幅	+37%
目前股价 (港元)	3.3
52 周内股价区间 (港元)	2.5-4.8
总市值 (百万港元)	62,044
近 3 月日均成交额 (百万)	169

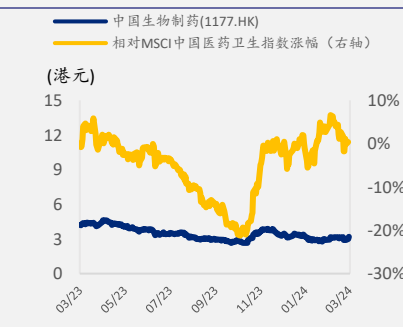
市场预期区间



*数据截至 2024 年 3 月 14 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

浦银国际

公司研究

中国生物制药 (1177.HK)



图表 53：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	26,861	28,780	29,866	32,936	36,148
同比变动 (%)	13.6%	7.1%	3.8%	10.3%	9.8%
归母净利润/(亏损)	14,608	2,544	2,394	2,742	3,051
PS (X)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4
PE (X)	3.5	20.1	21.4	18.7	16.8

E=浦银国际预测。资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 中国生物制药 (1177.HK)

利润表

千人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	26,861,356	28,780,412	29,865,573	32,935,585	36,148,424
销售成本	(5,332,095)	(5,795,510)	(6,421,098)	(6,982,344)	(7,518,872)
毛利润	21,529,261	22,984,902	23,444,475	25,953,241	28,629,552
研发费用	(3,677,259)	(4,253,154)	(5,077,147)	(5,664,921)	(6,109,084)
销售费用	(10,518,393)	(10,359,310)	(10,512,682)	(11,576,858)	(12,724,245)
管理费用	(2,185,234)	(2,204,697)	(2,090,590)	(2,272,555)	(2,494,241)
其他	(956,582)	(306,425)	(200,000)	(200,000)	(200,000)
经营利润	4,191,793	5,861,316	5,564,056	6,238,907	7,101,982
利息收入，净额	(308,617)	(439,058)	(521,733)	(406,040)	(406,040)
其他收入，净额	15,667,119	356,346	486,965	500,000	350,000
除所得税前亏损	19,550,295	5,778,604	5,529,287	6,332,866	7,045,941
所得税开支	(1,957,880)	(775,986)	(740,924)	(848,604)	(944,156)
税后收入	17,592,415	5,002,618	4,788,363	5,484,262	6,101,785
非控股权益应占亏损净额	2,006,381	2,459,048	2,394,181	2,742,131	3,050,893
归母净利润/(亏损)	14,608,412	2,543,570	2,394,181	2,742,131	3,050,893

资产负债表

千人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及银行结余	10,568,812	12,066,217	12,803,172	15,859,689	19,251,250
应收账款	4,220,667	4,638,396	5,180,423	6,550,060	8,107,383
存货	1,937,741	2,328,844	2,526,562	3,212,351	3,379,537
其他流动资产	6,775,958	6,901,448	7,095,811	7,586,942	8,145,375
流动资产总值	23,503,178	25,934,905	27,605,967	33,209,042	38,883,546
物业、厂房及设备，净额	7,154,298	7,759,592	8,023,064	8,377,720	8,818,330
使用权资产	1,361,764	1,491,591	1,462,344	1,433,671	1,405,560
商誉	647,930	662,611	662,611	662,611	662,611
其他无形资产	1,064,016	1,251,839	1,192,228	1,135,455	1,081,386
於联营公司投资	14,266,396	13,198,157	12,785,122	12,385,122	12,235,122
12,545,755	13,765,589	13,742,765	13,812,862	13,875,064	
非流动资产总值	37,040,159	38,129,379	37,868,133	37,807,440	38,078,072
短期债务	6,520,565	6,217,153	6,217,153	6,217,153	6,217,153
应付账款	1,693,152	1,637,351	1,881,059	1,944,883	1,969,051
应计开支及其他应付款项	6,728,000	8,153,130	8,513,484	9,386,674	10,250,019
其他	403,302	4,143,043	545,610	560,521	573,752
流动负债总值	15,345,019	20,150,677	17,157,306	18,109,231	19,009,975
长期银行贷款	413,337	3,933,859	3,933,859	3,933,859	3,933,859
递延税项	881,590	831,791	794,208	909,631	1,012,055
其他	6,174,368	1,204,409	1,349,532	1,453,051	1,531,277
非流动负债总值	7,469,295	5,970,059	6,077,599	6,296,541	6,477,191
普通股	415,440	414,899	414,899	414,899	414,899
储备	29,875,676	29,332,136	31,726,317	33,920,022	36,360,736
少数股东权益	7,437,907	8,196,513	10,097,979	12,275,788	14,698,817
权益总额	37,729,023	37,943,548	42,239,196	46,610,710	51,474,452

现金流量表

千人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
税前利润	18,572,673	5,778,604	5,529,287	6,332,866	7,045,941
折旧	779,248	858,516	931,151	962,768	1,005,326
摊销	89,917	62,592	59,611	56,773	54,069
其他	(13,736,409)	(1,210,168)	(4,308,317)	(764,827)	(1,239,986)
营运资本变动	(339,135)	654,544	(184,922)	(1,506,025)	(1,317,205)
存货	(57,475)	(391,103)	(197,718)	(685,789)	(167,186)
应收账款	(1,308,211)	(417,729)	(542,027)	(1,369,637)	(1,557,324)
预付账款及其他流动资产变动	409,488	52,192	(194,363)	(491,132)	(558,433)
应付账款	(257,843)	(55,801)	243,708	63,824	24,168
应计开支及其他应付款项	1,014,166	1,425,130	360,354	873,190	863,344
其他营运资本变动	(139,260)	41,855	145,123	103,519	78,226
经营活动现金净额	5,366,294	6,144,088	2,026,810	5,081,555	5,548,146
购买物业及设备	(1,714,131)	(1,151,216)	(1,194,623)	(1,317,423)	(1,445,937)
新增无形资产	(152,922)	-	-	-	-
其他	(211,995)	(1,477,662)	-	-	-
投资活动现金净额	(2,515,977)	(2,670,592)	(275,407)	(506,249)	(512,502)
发行普通股所得款项	-	-	-	-	-
贷款所得款项	1,406,044	3,217,110	-	-	-
其他	(412,907)	(506,064)	(492,715)	(564,322)	(627,864)
融资活动现金净额	(3,225,263)	37,318	(1,014,448)	(1,518,789)	(1,644,083)
现金增加（减少）净额	(374,946)	3,510,814	736,955	3,056,517	3,391,561
汇率变动的影响，净额	(649,711)	-	-	-	-
期初现金	10,624,194	6,213,974	6,413,982	7,150,937	10,207,454
期末现金	6,213,974	6,413,982	7,150,937	10,207,454	13,599,015

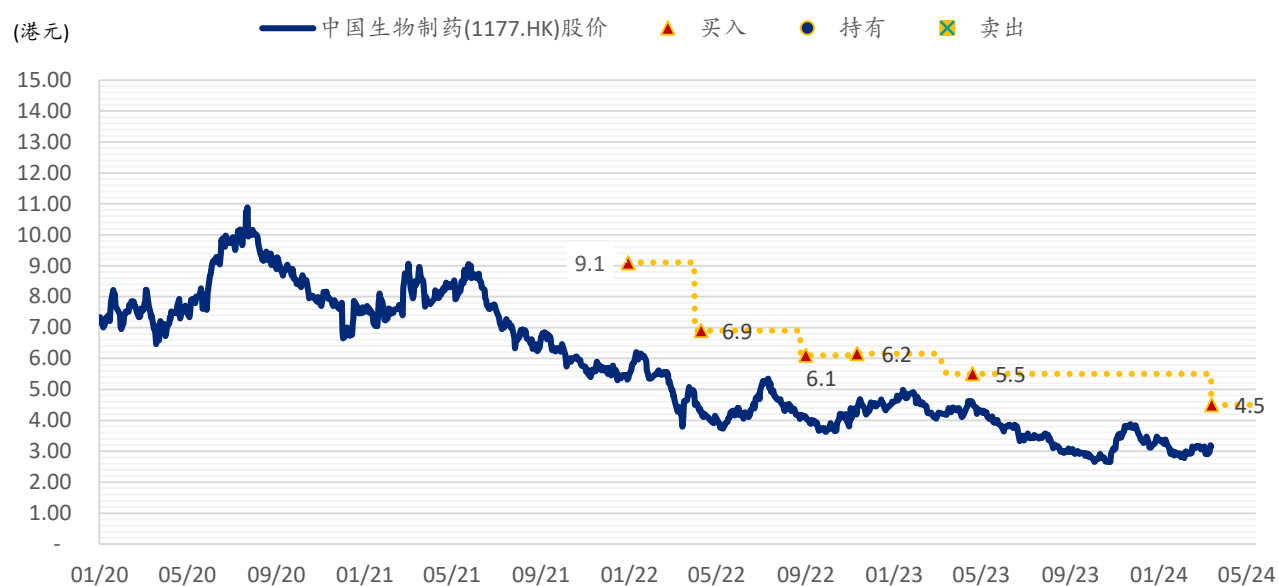
财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (人民币)					
每股盈利	0.78	0.14	0.13	0.15	0.16
每股净资产	2.01	2.04	2.27	2.50	2.76
每股销售额	1.43	1.55	1.60	1.77	1.94
同比变动 (%)					
收入	13.6%	7.1%	3.8%	10.3%	9.8%
税后利润	NM	-72%	-4%	15%	11%
归母净利润	NM	-83%	-6%	15%	11%
费用率 (%)					
研发费用/收入	13.7%	14.8%	17.0%	17.2%	16.9%
销售费用/收入	39.2%	36.0%	35.2%	35.2%	35.2%
管理费用/收入	8.1%	7.7%	7.0%	6.9%	6.9%
利润率 (%)					
毛利率	80.1%	79.9%	78.5%	78.8%	79.2%
归母净利润率	54.4%	8.8%	8.0%	8.3%	8.4%
回报率 (%)					
平均股本回报率	38.7%	22.6%	5.8%	5.5%	5.6%
平均资产回报率	29.1%	17.6%	7.5%	7.2%	7.5%
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.5	1.3	1.6	1.8	2.0
速动比率 (x)	1.4	1.2	1.5	1.7	1.9
现金比率 (x)	0.7	0.6	0.7	0.9	1.0
估值					
市盈率 (x)	3.5	20.1	21.4	18.7	16.8
市净率 (x)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
市销率 (x)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

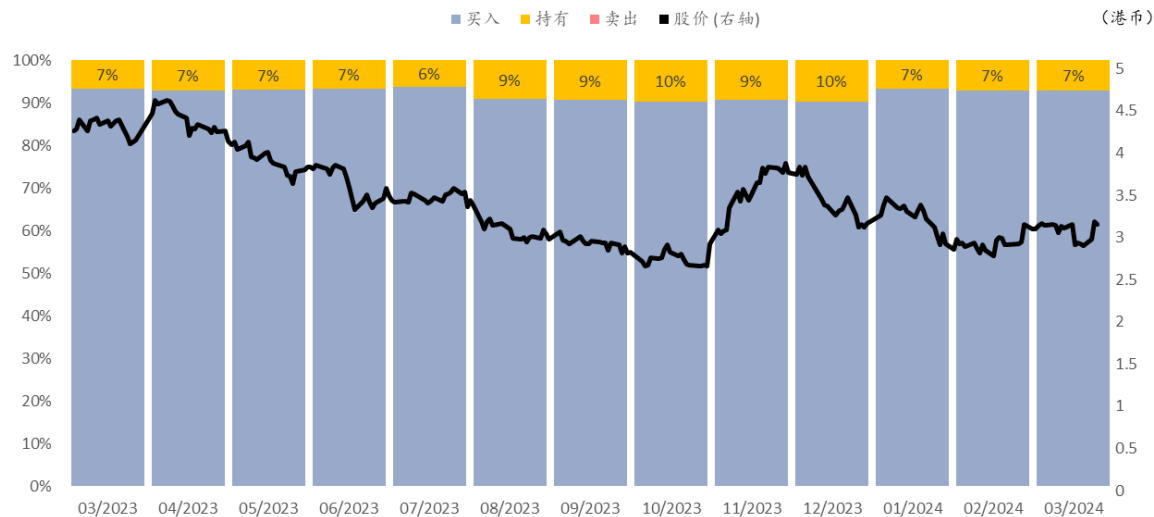
图表 54：浦银国际目标价：中国生物制药



资料来源：Bloomberg、浦银国际

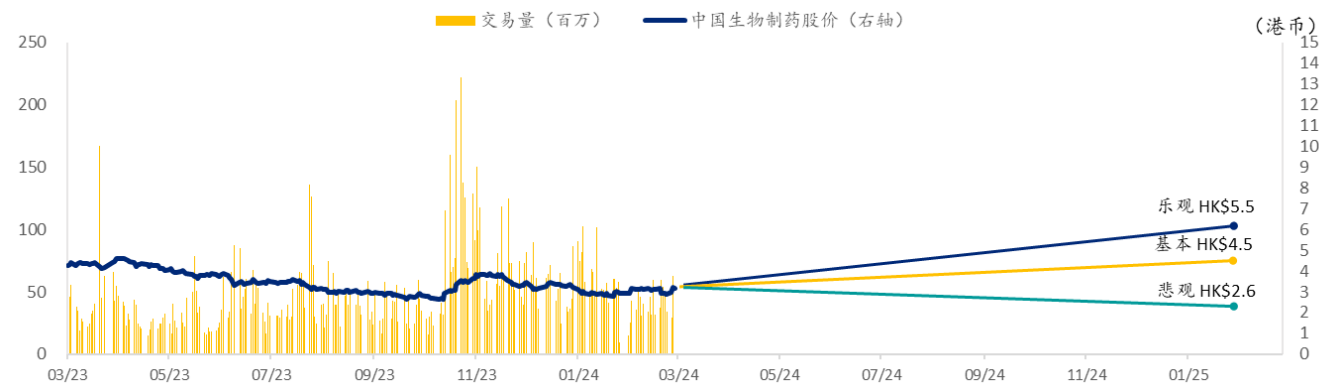
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 55：中国生物制药市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 56：中国生物制药 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：5.5 港元	目标价：2.6 港元
概率：20%	概率：20%
● 销售好于预期； ● 创新药收入增速高于预期； ● BD 交易好于预期； ● 稳态毛利率高于 85%。	● 销售弱于预期； ● 创新药收入弱于预期； ● BD 交易数量未达目标，交易资产质地一般，或交易条款昂贵； ● 稳态毛利率低于 70%。

资料来源：浦银国际

药明康德 (2359.HK/603259.CH): 低估值下中长期价值凸显

首席医药分析师阳景将继续覆盖药明康德 (2359.HK/603259.CH)。我们预计 2023 年公司业绩符合预期, 2024 年公司实现 20% 出头的收入增速。短期内我们估计可能股票仍存在受中美地缘政治影响而震荡的风险, 不过中长期我们认为公司具有不错的增长潜力。维持“买入”评级, 港股/A 股目标价 72 港元/人民币 82.4 元。

● **2023 年业绩预计符合预期:** 公司于 JPM 大会上维持之前的指引——2023 年收入同比增长 2%-3% (扣除新冠商业化项目+25%-26%), 经调整毛利率 41.7%-42.1%, 经调整净利不低于人民币 100 亿元的财务指引。我们预计公司业绩将符合预期。

● **我们预计公司将于 2024 年实现 20% 出头的收入增速:** 根据公司指引, 4Q23 开始全部为非新冠收入, 即 2023 年仍将有前 9 个月累计的约 30 亿新冠收入。考虑到 1H23 存在 15 亿元新冠收入的高基数, 以及早期项目 (“R” 端) 仍然受到全球生物医药融资承压拖累, 我们预计上半年总收入同比增速较为有限, 而下半年随着降息的开启全球生物医药融资的恢复有望加速签单转化为公司收入, 因此我们预计下半年收入增速超过 20%。同时, 受益于海外生物医药融资景气度的提升, 我们认为 2024 年将实现超过 30% 的非新冠收入增速 (vs. 2023 年预计实现 25%-26% 非新冠收入增速)。

● **近期回购传递公司长期发展信心。**继公司于 2024 年 2 月回购注销人民币 10 亿元 A 股之后 (占总股本约 0.69%), 公司于 2024 年 3 月 9 日发布公告拟继续回购 10 亿元 A 股股票 (按回购价格上限测算约占总股本 0.41%), 一定程度上向市场传递了公司管理层对于公司长期发展信心以及当前价值被低估的观点。

● **美国生物安全法草案能否落地仍存不确定性, 短期内我们预计公司股票仍存在受中美地缘政治影响而震荡的风险。**美国参议院国土安全和政府事务委员会于 2024 年 3 月 6 日投票通过生物安全法草案 (S.3558), 其后 1 个交易日药明康德港股/A 股下跌 21%/10%。该生物安全法草案接下来仍将进行参议院表决、众议院审议、众议院表决、总统审核四个步骤, 能否最终落地仍存在较大不确定性, 但考虑到 2024 年是美国大选之年, 中美政策是重要议题之一, 我们预计公司股票仍存在因受中美地缘政治影响而震荡的风险。

● **维持“买入”评级, 调整港股/A 股目标价至 72 港元/人民币 82.4 元:** 我们预计公司 2024/25E 收入实现+22%/+26% YoY, 经调整 non-IFRS 净利润+24%/+27%。我们认为美国众议院法案草案能否落地仍有较大不确定性, 当前股价已给予一定估值折价反映潜在风险。中长期来看, 随着 2024 年底美国大选的结束和 2024 年中降息之后全球生物医药融资有望显著恢复, 我们认为公司股票具有不错的增长潜力。因此, 我们给予公司港股 12x 2025E PE 目标估值和 5% 的 A/H 溢价, 港股/A 股目标价 72 港元/人民币 82.4 元。

● **投资风险:** 融资环境变化; 地缘政治风险; 项目失败。

2024 年 3 月 15 日

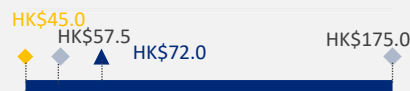
药明康德 (2359.HK)

买入

目标价 (港元)	72.0
潜在升幅/降幅	+60%
目前股价 (港元)	45.0
52 周内股价区间 (港元)	36.4-103.6
总市值 (百万港元)	166,711
近 3 月日均成交额 (百万港元)	460

注: 截至 2024 年 3 月 12 日收盘价

市场预期区间



*数据截至 2024 年 3 月 14 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

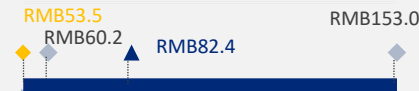
药明康德 (603259.CH)

买入

目标价 (人民币)	82.4
潜在升幅/降幅	+54%
目前股价 (人民币)	53.5
52 周内股价区间 (人民币)	45.2-93.6
总市值 (百万人民币)	153,331
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	3,006

注: 截至 2024 年 3 月 12 日收盘价

市场预期区间



*数据截至 2024 年 3 月 14 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际



图表 57：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	22,902	39,355	40,227	49,214	62,049
同比变动 (%)	39%	72%	2%	22%	26%
归母净利润/(亏损)	5,097	8,814	10,476	12,897	16,408
同比变动 (%)	72%	73%	19%	23%	27%
PE (X)	27.2	14.9	13.6	10.9	8.6

E=浦银国际预测。资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 药明康德 (2359.HK)

利润表

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	22,902	39,355	40,227	49,214	62,049
营业成本	-14,637	-24,848	-23,814	-28,864	-36,124
毛利率	36%	37%	41%	41%	42%
销售费用	-699	-732	-764	-935	-1,117
销售费用率	3%	2%	2%	2%	2%
管理费用	-2,254	-2,944	-2,856	-3,445	-4,281
管理费用率	10%	7%	7%	7%	7%
营业利润	4,371	9,217	11,263	14,125	18,231
财务费用	-128	-160	-234	-241	-237
财务费用率	7%	5%	5%	5%	5%
其他收入	469	644	805	640	807
其他收益/损失	1,454	1,212	1,126	1,230	1,241
资产减值损失	-32	-249	-282	-148	-186
税前净利润	6,016	10,618	12,585	15,493	19,711
所得税	-880	-1,716	-2,014	-2,479	-3,154
有效所得税率%	15%	16%	16%	16%	16%
税后收入	5,136	8,903	10,571	13,014	16,557
少数股东损益	39	89	95	117	149
归母净利润	5,097	8,814	10,476	12,897	16,408

资产负债表

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,175	7,984	8,742	13,715	18,872
应收款项	5,968	7,590	8,941	8,587	11,813
存货	4,555	3,953	3,616	5,557	5,923
其它流动资产	3,287	4,470	4,863	4,975	5,093
流动资产合计	21,986	23,997	26,162	32,835	41,700
固定资产	15,849	23,445	29,144	34,284	35,919
商誉	1,926	1,822	1,822	1,822	1,822
可供出售金融资产	8,714	8,954	9,300	9,765	10,253
其他非流动资产	6,653	6,472	6,561	6,468	6,394
非流动资产合计	33,142	40,693	46,827	52,338	54,389
资产总计	55,127	64,690	72,989	85,173	96,089
短期借款	2,261	3,874	4,100	4,100	4,100
应付账款	6,856	7,253	6,448	9,368	8,447
其他应付账款	21	14	20	21	22
其它流动负债	3,846	3,357	5,235	5,237	5,288
流动负债合计	12,985	14,499	15,803	18,726	17,857
长期借款	0	279	400	400	400
其它长期负债	3,385	2,985	2,335	2,335	2,335
非流动负债合计	3,385	3,264	2,735	2,735	2,735
负债总计	16,370	17,764	18,538	21,461	20,592
股本	2,956	2,961	2,961	2,961	2,961
储备	35,536	43,629	51,058	60,203	71,838
母公司拥有人应占权益	38,492	46,590	54,018	63,163	74,798
少数股东权益	266	337	432	549	698
负债和所有者权益合计	55,127	64,690	72,989	85,173	96,089

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	6,016	10,618	12,585	15,493	19,711
物业、厂房及设备折旧	1,362	1,772	2,433	2,987	3,474
营运资金变动	-2,220	-2,125	-3,904	-1,082	-7,598
其他	-780	-36	95	117	149
经营现金流	4,379	10,230	11,208	17,515	15,736
购买物业、厂房及设备	-6,758	-9,798	-8,100	-8,000	-5,000
其他	4,168	1,010	446	-673	-657
投资现金流	-4,628	-9,311	-7,654	-8,673	-5,657
债权融资	1,071	1,668	347	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-2,795	-2,939	-3,143	-3,869	-4,923
融资现金流	-1,724	-1,271	-2,796	-3,869	-4,923
现金净流量	-1,974	-352	759	4,973	5,156

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	1.75	3.18	3.50	4.35	5.52
每股净资产	15.01	15.74	18.20	21.31	25.23
每股经营现金流	1.71	3.46	3.78	5.91	5.31
每股股利	0.60	0.89	1.06	1.31	1.66
估值 (倍)					
P/E	27.2	14.9	13.6	10.9	8.6
P/B	3.2	3.0	2.6	2.2	1.9
盈利能力比率					
毛利率	36.1%	36.9%	40.8%	41.4%	41.8%
净利润率	22.3%	22.4%	26.0%	26.2%	26.4%
净资产收益率	14.4%	20.7%	20.8%	22.0%	23.8%
资产回报率	10.1%	14.7%	15.2%	16.3%	18.1%
投资资本回报率	9.8%	17.6%	18.3%	19.7%	21.7%
盈利增长					
营业收入增长率	38.5%	71.8%	2.2%	22.3%	26.1%
EBIT 增长率	40.8%	110.9%	22.2%	25.4%	29.1%
净利润增长率	72.2%	72.9%	18.9%	23.1%	27.2%
偿债能力指标					
资产负债率	0.30	0.27	0.25	0.25	0.21
流动比率	1.69	1.66	1.66	1.75	2.34
速动比率	1.34	1.38	1.43	1.46	2.00
现金比率	0.63	0.55	0.55	0.73	1.06
经营效率指标					
应收账款周转天数	82	63	75	65	60
应付账款周转天数	142	104	105	100	90
存货周转天数	80	62	58	58	58
总资产周转率	0.45	0.66	0.58	0.62	0.68
固定资产周转率	1.76	2.00	1.53	1.55	1.77

图表 58：浦银国际目标价：药明康德 H 股 (2359.HK)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

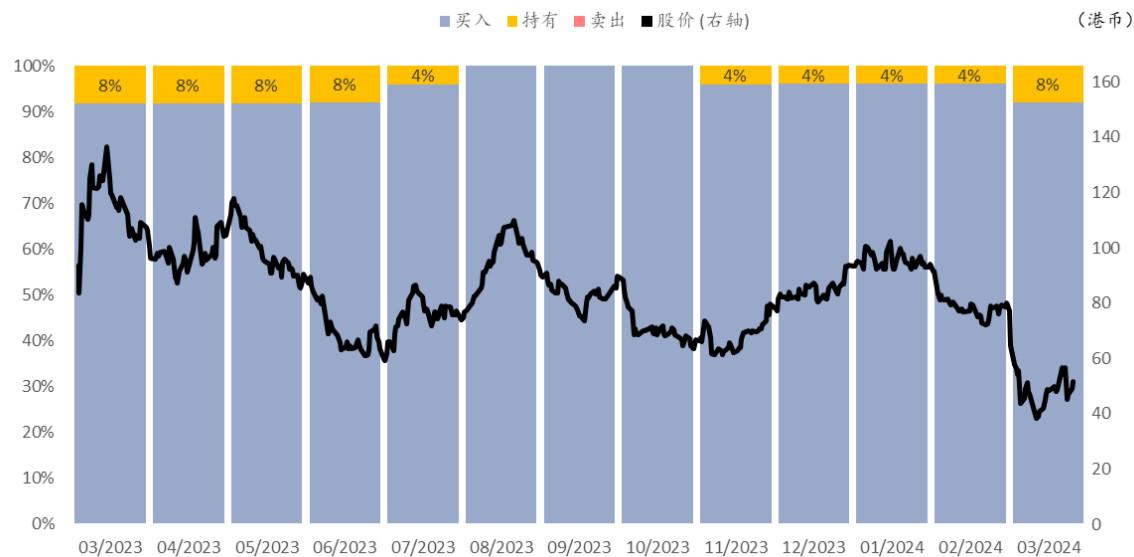
图表 59：浦银国际目标价：药明康德 A 股 (603259.CH)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 60：药明康德 H 股 (2359.HK)市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

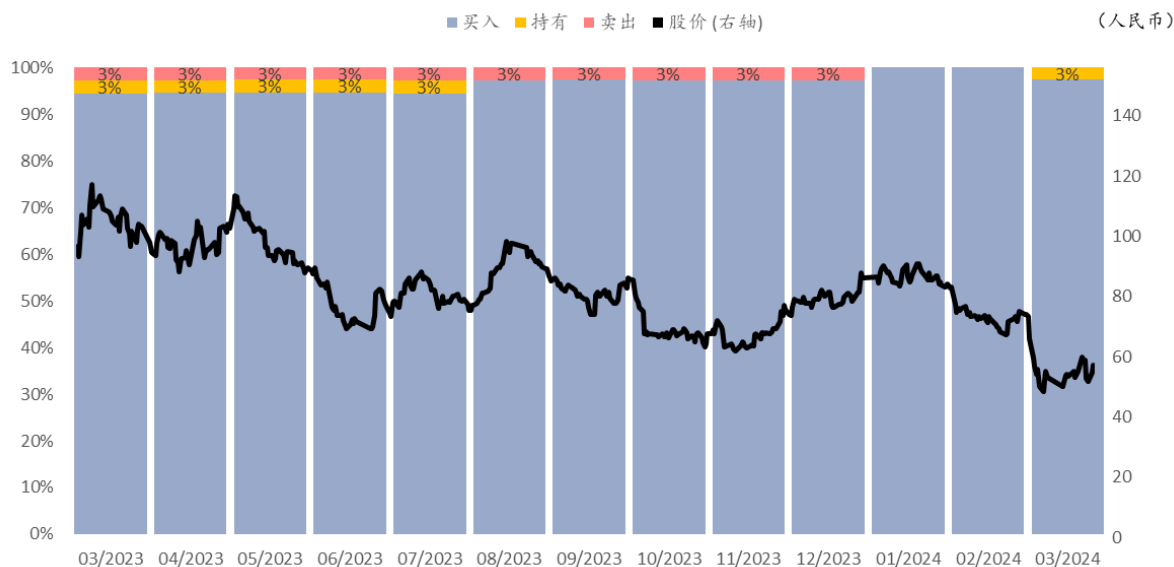
图表 61：药明康德 H 股 (2359.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景：公司增长好于预期	悲观情景：公司增长不及预期
目标价：86.0 港元	目标价：41.4 港元
概率：20%	概率：20%
2024/2025 年收入增速分别超过 25%/30%； - 客户获得和项目进展好于预期； - 新业务增长好于预期； - 经调整 Non-IFRS 净利率高于 28%； - 中美地缘政治好于预期。	2024/2025 年收入增速分别低于 20%/25%； - 客户获得和项目进展不及预期； - 新业务增长不及预期； - 竞争格局进一步变差； - 经调整 Non-IFRS 净利率低于 20%； - 中美摩擦加剧升级。

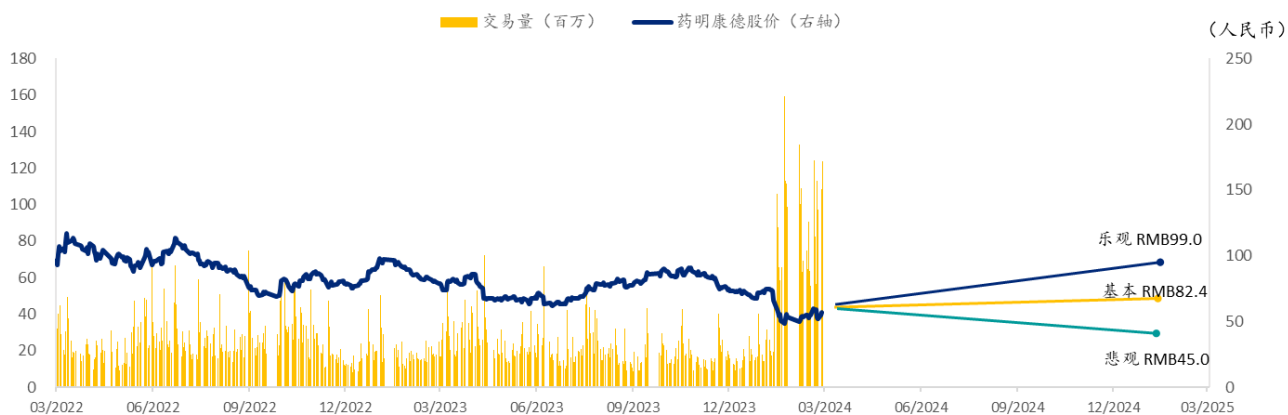
资料来源：浦银国际

图表 62：药明康德 A 股 (603259.CH) 市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 63：药明康德 A 股 (603259.CH) SPDBI 情景假设



乐观情景：公司增长好于预期

目标价：人民币 99.0 元

概率：20%

- 2024/2025 年收入增速分别超过 25%/30%;
- 客户获得和项目进展好于预期;
- 新业务增长好于预期;
- 经调整 Non-IFRS 净利率高于 28%;
- 中美地缘政治好于预期。

悲观情景：公司增长不及预期

目标价：人民币 45.0 元

概率：20%

- 2024/2025 年收入增速分别低于 20%/25%;
- 客户获得和项目进展不及预期;
- 新业务增长不及预期;
- 竞争格局进一步变差;
- 经调整 Non-IFRS 净利率低于 20%;
- 中美摩擦加剧升级。

资料来源：浦银国际

药明生物 (2269.HK): 2H24 有望温和复苏

首席医药分析师阳景将继续覆盖药明生物 (2269.HK)，我们预计公司 2023 年收入和经调整 non-IFRS 归母净利润符合预期，但报表口径归母净利润可能受投资损失和汇兑损失拖累出现明显同比跌幅。2024 年公司有望实现 13%-14% 收入增速和双位数经调整 non-IFRS 增速。短期内我们预计公司股票仍将持续受中美地缘政治影响而震荡，中长期我们认为公司股票仍具有增长潜力。下调至“持有”评级，目标价 30 港元。

● **2023 年收入和经调整 non-IFRS 归母净利润预计符合预期，但报表口径归母净利润 (reported net profit attributable to shareholders) 可能受投资损失和汇兑损失拖累出现明显跌幅：**我们预计公司 2023 年业绩能够实现之前所述的指引——2023 年全年指引为收入实现 10% 增速及净利润较上年持平或单位数下降。但另一方面，根据我们和公司的交流，报表口径归母净利润下降幅度可能会显著超过经调整 non-IFRS 归母净利润单位数的下降幅度，主要受以下两个因素的影响：1) 2H23 全球生物科技融资仍然低迷，由于公司一直存在对生物科技企业的投资，2023 年预计将录得投资损失 (vs. 2022 年获得 3.5 亿投资收益)。2) 2023 年由于汇率波动引起的汇兑损失 (考虑到美元在 2H23 的强势，我们猜测有可能是由于过度对冲汇率导致)。

● **2024 年有望实现 13%-14% 收入增速和双位数经调整 non-IFRS 增速：**管理层表示，2024 年收入和净利润同比增速预计是双位数增速，而收入增速预计大约是 13%-14%。1H24 收入增速较为有限，主要由于 1H23 新签项目数较少 (仅 46 个)，影响将延续约一年。此外，尽管 12 月新签 41 个项目，大多数为早期项目，而早期项目确认收入的绝大部分数额是在签署后 6-12 个月之间，而非签署后 6 个月之内。因此，2H24 是较多 2023 年签署的项目转化为收入的时间，有望实现收入的显著增长。另外，公司维持之前所说的 2024 年项目数指引 (110 个新签项目)。

● **短期内我们预计公司股票仍存在受中美地缘政治影响而震荡的风险。**美国参议院国土安全和政府事务委员会于 2024 年 3 月 6 日投票通过生物安全法草案 (S.3558)，其后交易日药明生物下跌 21%。尽管该生物安全法草案接下来仍将进行参议院表决、众议院审议、众议院表决、总统审核四个步骤，能否最终落地仍存在较大不确定性，但考虑到 2024 年是美国大选之年，中美政策是重要议题之一，我们预计公司股票仍存在因受中美地缘政治影响而震荡的风险。

● **下调至“持有”评级，目标价 30 港元。**我们预计公司 2024/25E 收入 +14%/+26% YoY，经调整净 non-IFRS 利润 +13%/+32% YoY。目前公司股价受压于中美地缘政治下脆弱的市场情绪，以及考虑到公司去年底显著调低业绩指引今年初又上调项目数指引，我们认为投资者对公司信息披露可能仍需要更多时间恢复信心，尽管中长期我们认为公司应仍具有不错的增长潜力。我们给予 15x 2025E PE，对应目标价 30 港元，给予“持有”评级。

● **投资风险：**地缘政治风险进一步恶化，融资恢复不及预期，项目数不及预期，收入不及预期，竞争格局恶化，利润率不及预期。

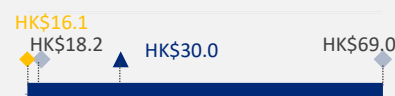
2024 年 3 月 15 日

评级

持有

目标价 (港元)	30.0
潜在升幅/降幅	+86%
目前股价 (港元)	16.1
52 周内股价区间 (港元)	14.7-56.6
总市值 (百万港元)	68,474
近 3 月日均成交额 (百万)	1,247

市场预期区间

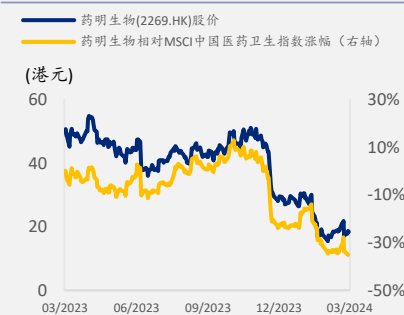


▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

*数据截至 2024 年 3 月 14 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



图表 64：盈利预测和财务指标

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,290	15,269	16,796	19,183	24,262
同比变动 (%)	83.3%	48.4%	10.0%	14.2%	26.5%
归母净利润/(亏损)	3,388	4,420	3,090	4,158	5,817
同比变动 (%)	100.6%	30.5%	-30.1%	34.6%	39.9%
PE (X)	16.7	12.8	18.6	14.1	10.3

E=浦银国际预测。资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 药明生物

利润表

(千人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10,290,050	15,268,660	16,795,526	19,183,058	24,261,681
营业成本	-5,461,153	-8,544,646	-10,077,316	-11,126,174	-13,707,850
毛利润	4,828,897	6,724,014	6,718,210	8,056,885	10,553,831
毛利率	46.9%	44.0%	40.0%	42.0%	43.5%
销售费用	-124,647	-162,913	-218,342	-249,380	-315,402
管理费用	-875,932	-1,269,592	-1,394,029	-1,611,377	-2,062,243
研发费用	-501,583	-682,818	-789,390	-901,604	-1,140,299
营业利润	3,326,735	4,608,691	4,316,450	5,294,524	7,035,887
财务费用	-39,191	-64,382	-161,854	-109,854	-109,854
其他收入及费用	705,575	813,462	-534,167	-141,109	129,164
税前净利润	3,993,119	5,357,771	3,620,430	5,043,561	7,055,198
所得税	-484,538	-807,865	-434,452	-756,534	-1,058,280
净利润	3,508,581	4,549,906	3,185,978	4,287,027	5,996,918
少数股东损益	120,103	129,620	95,579	128,611	179,908
归母净利润	3,388,478	4,420,286	3,090,399	4,158,416	5,817,010

资产负债表

(千人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,003,280	6,395,222	5,821,126	3,888,027	5,746,488
应收账款	4,857,319	5,610,363	5,433,271	6,970,022	7,653,457
存货	1,687,375	2,280,911	3,248,789	3,275,398	3,514,830
其它流动资产	3,981,767	4,183,372	4,183,372	4,183,372	4,293,020
流动资产合计	19,529,741	18,469,868	18,686,558	18,316,819	21,207,795
固定资产	18,065,495	24,170,739	28,937,313	34,344,757	39,067,111
无形资产	600,654	548,778	548,778	548,778	548,778
使用权资产	1,690,301	1,745,259	1,745,259	1,745,259	1,745,259
其他非流动资产	4,146,432	4,629,741	4,629,741	4,629,741	4,629,741
非流动资产合计	24,502,882	31,094,517	35,861,091	41,268,535	45,990,889
资产总计	44,032,623	49,564,385	54,547,649	59,585,354	67,198,684
短期借款	2,121,895	1,321,430	1,321,430	1,321,430	1,321,430
应付账款	3,697,819	3,269,182	4,074,834	3,789,694	4,097,014
其它流动负债	2,435,975	4,727,985	4,727,985	4,727,985	4,727,985
流动负债合计	8,255,689	9,318,597	10,124,249	9,839,109	10,146,429
长期借款	640,513	1,461,563	1,461,563	1,461,563	1,461,563
其它长期负债	2,430,255	2,571,148	2,571,148	2,571,148	2,571,148
非流动负债合计	3,070,768	4,032,711	4,032,711	4,032,711	4,032,711
负债总计	11,326,457	13,351,308	14,156,960	13,871,820	14,179,140
股本	235	233	238	242	247
储备	32,278,358	35,047,174	39,224,781	44,547,621	51,853,627
少数股东权益	427,573	1,165,670	1,165,670	1,165,670	1,165,670
所有者权益合计	32,706,166	36,213,077	40,390,689	45,713,534	53,019,544

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(千人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	3,993,119	5,357,771	3,620,430	5,043,561	7,055,198
物业、厂房及设备折旧	404,573	520,532	650,942	772,581	878,810
营运资金变动	-963,326	-1,883,527	-2,433	-1,865,801	-742,495
其他	-3,108	716,357	724,173	396,275	367,804
经营现金流	3,431,258	4,711,133	4,993,111	4,346,617	7,559,317
购买物业、厂房及设备	-6,507,803	-5,595,980	-5,418,436	-6,180,945	-5,602,085
其他	-3,093,867	-902,740	50	50	50
投资现金流	-9,601,670	-6,498,720	-5,418,386	-6,180,895	-5,602,035
债权融资	-52,983	405,425	0	0	0
股权融资	10,899,029	0	0	0	0
其他	-2,636,587	1,572,099	-148,821	-98,821	-98,821
融资现金流	8,209,459	1,977,524	-148,821	-98,821	-98,821
现金净流量	1,907,545	189,937	-574,096	-1,933,099	1,858,461

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	0.8	1.1	0.7	1.0	1.3
每股净资产	7.8	8.7	9.5	10.5	12.0
估值 (倍)					
P/E	16.7	12.8	18.6	14.1	10.3
P/B	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1
盈利能力比率					
毛利率	46.9%	44.0%	40.0%	42.0%	43.5%
净利润率	32.9%	29.0%	18.4%	21.7%	24.0%
盈利增长					
营业收入增长率	83.3%	48.4%	10.0%	14.2%	26.5%
净利润增长率	100.6%	30.5%	-30.1%	34.6%	39.9%
偿债能力指标					
资产负债率	0.26	0.27	0.26	0.23	0.21
流动比率	2.37	1.98	1.85	1.86	2.09
现金比率	1.09	0.69	0.57	0.40	0.57
经营效率指标					
应收帐款周转天数	144	125	120	118	110
存货周转天数	139	130	120	125	105
应付帐款周转天数	215	149	133	129	105

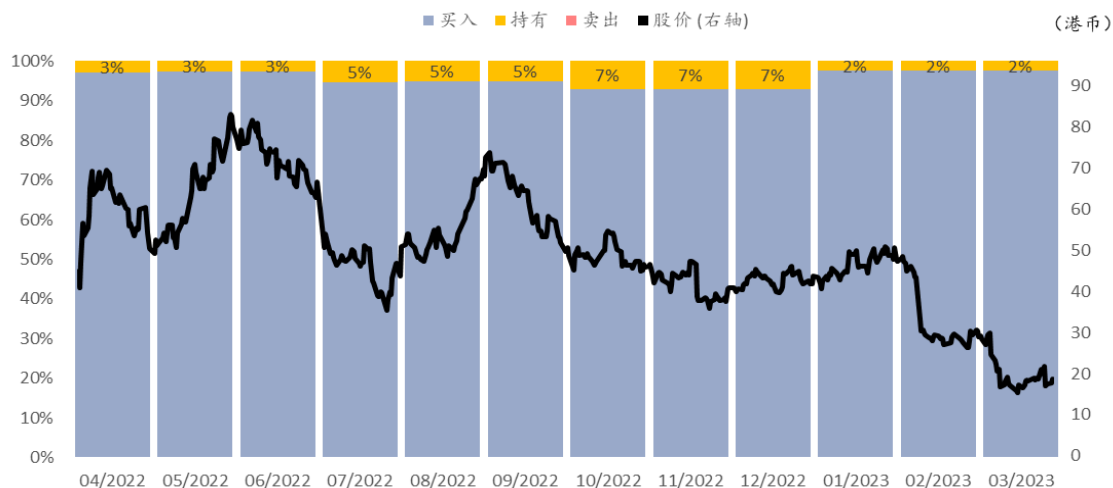
图表 65：浦银国际目标价：药明生物（2269.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

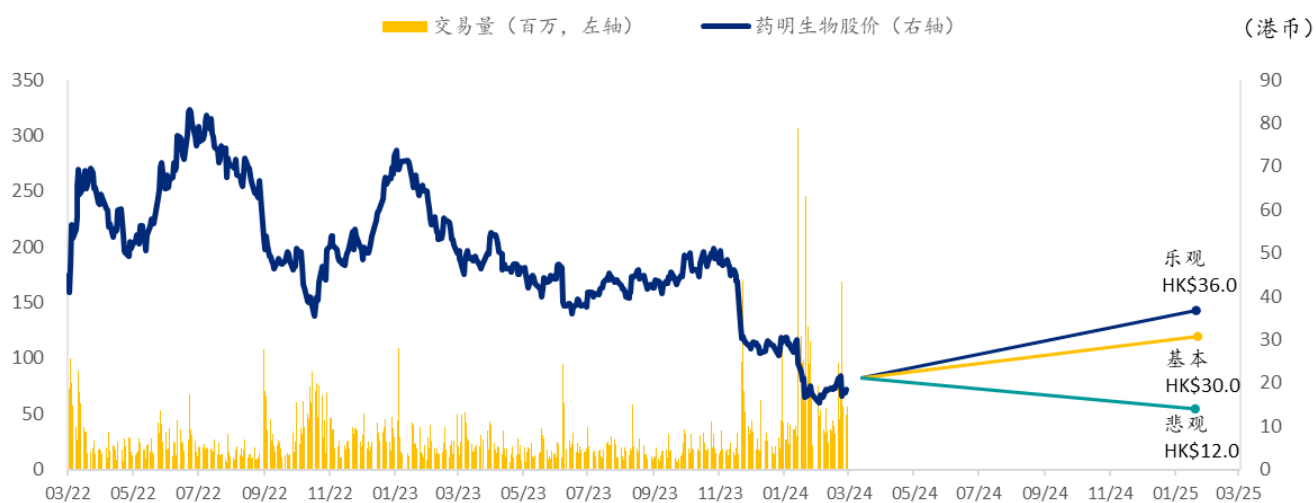
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 66：药明生物市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 67：药明生物 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：36.0 港元

概率:20%

- 2024/2025 年收入增速超过 20%/30%；
- 每年净增项目数量超过 120 项；
- 毛利率持续提升至 48%以上；
- CMO 项目数增速高于预期。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：12.0 港元

概率:20%

- 2024/2025 年增速低于 12%/20%；
- 每年净增项目数量不足 80 项；
- 毛利率无法维持现时水平，逐步降低至 40%；
- CMO 项目数增速不及预期。

资料来源：浦银国际

康龙化成 (3759.HK/300759.CH): 2024 全年收入增速指引 10%

首席医药分析师阳景将继续覆盖康龙化成 (3759.HK/300759.CH)。公司 2024 年收入指引为 10% 增速, 净利润将较 2023 年略有上升。1H24 收入增速较为有限, 不过随着降息周期的开启, 2H24 收入有望显著加速。维持港股“买入”评级, 目标价为 17.5 港元; 维持 A 股“持有”评级, 目标价为人民币 23.3 元。

● **4Q23 业绩稍显疲软:** 根据 2023 业绩预告, 公司 2023 年收入实现+11%-14% YoY 增长, 经调整 non-IFRS 归母净利润实现+1%-6% YoY, 剔除生物资产公允价值变动影响, 经调整 non-IFRS 归母净利润实现+9%-14% YoY 增长。根据我们与公司的交流, 2023 年生物资产公允价值变动录得 2000+万元亏损 (vs. 2022 年录得 1.5 亿元收益), 较上年降低 1.7-1.8 亿元, 因而影响利润端约 8% 左右 (中值)。据年报业绩快报推算, 4Q24 收入实现-1%~+9.8% YoY, 经调整 non-IFRS 归母净利润-13.1%~+5% YoY, 业绩稍显疲软主要由于实验室化学收入四季度下降, 生物学收入增速放缓至个位数, 大分子细胞与基因治疗业务业务尚处于早期投入阶段。

● **2024 全年收入增速指引为 10%, 净利润将略有上升:** 根据我们与管理层的交流, 2024 年收入增速指引为 10%, 其中上半年可能仍将受到疲软订单需求影响, 2H24 在降息节奏下有望实现更为明显的收入增速。板块层面来说, 管理层预计 2024 年实验室服务/CMC/临床研究服务/大分子和细胞基因治疗将分别实现 5%/15%/20%/20% 同比增速。净利润端, 2024 年同比增速可能较为有限, 主要受下列因素的综合影响: 1) 宁波抗体 CDMO 产能投产后折旧及运营费用将有所增加 (预计全年 1 亿多元), 2) 公司新增 35 亿离岸人民币贷款, 2024 年将增加约人民币 1.2 亿新增利息支出。

● **其他更新:** (1) 2024 年 Capex 指引为 24-25 亿元。(2) 大分子细胞与基因治疗板块受到近年全球生物科技融资低迷影响, 项目增速比预期缓慢, 因此板块实现盈亏平衡时间预计将在之前给出的指引 (2024 年) 基础上至少推迟一年。(3) 同样受到近年来全球生物科技融资低迷和订单疲软拖累, 管理层认为之前给出的中长期指引 2025 年实现 200 亿元收入实现可能性较低。(4) 近期受到生物安全法案影响, 的确存在部分客户问询公司产能情况, 不过管理层认为此行为未必表明客户未来将转移订单来康龙化成。

● **维持港股与 A 股评级, 分别下调港股、A 股目标价至 17.5 港元、23.3 元:** 我们预计公司 2024/25E 收入实现+10.6%/+15.5% YoY, 经调整 non-IFRS 净利润实现+5.5%/+15.4%。维持公司港股“买入”评级, 给予港股 11x 2025E PE, 对应港股目标价 17.5 港元。给予 A 股目标价较港股目标价 60% 的溢价 (与自两地上市以来均值持平), 对应 A 股目标价人民币 23.3 元, 维持“持有”评级。

● **投资风险:** 收入及项目订单增长慢于预期, 净利润不及预期。

图表 68: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,444	10,266	11,579	12,808	14,795
同比变动 (%)	45.0%	37.9%	12.8%	10.6%	15.5%
归母净利润/(亏损)	1,661	1,375	1,574	1,625	1,907
同比变动 (%)	41.7%	-17.2%	14.5%	3.3%	17.3%
PE (X)	7.4	5.8	6.4	7.8	6.8

E=浦银国际预测。资料来源: 公司报告、浦银国际

2024 年 3 月 15 日

康龙化成 (3759.HK)

买入

目标价 (港元)	17.5
潜在升幅/降幅	+64%
目前股价 (港元)	10.7
52 周内股价区间 (港元)	8.6-28.5
总市值 (百万港元)	40,317
近 3 月日均成交额 (百万港元)	71

注: 截至 2024 年 3 月 14 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

*数据截至 2024 年 3 月 14 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

康龙化成 (300759.CH)

持有

目标价 (人民币)	23.3
潜在升幅/降幅	+0%
目前股价 (人民币)	23.2
52 周股价区间 (人民币)	18.5-40.4
总市值 (百万人民币)	37,439
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	660

注: 截至 2024 年 3 月 14 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

*数据截至 2024 年 3 月 14 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 – 康龙化成 (3759.HK)

利润表

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7,444	10,266	11,579	12,808	14,795
营业成本	-4,772	-6,517	-7,499	-8,318	-9,583
毛利润	2,672	3,749	4,080	4,490	5,212
销售费用	-156	-230	-261	-282	-318
管理费用	-908	-1,552	-1,690	-1,857	-2,145
研发费用	-152	-282	-371	-410	-473
营业利润	1,456	1,685	1,758	1,942	2,275
财务费用	-83	-167	-247	-308	-308
其他收入和收益	490	426	300	256	250
其他费用	-14	-222	0	0	0
资产减值损失	-10	-21	0	0	0
分占联营公司亏损	72	-34	20	13	15
税前净利润	1,911	1,666	1,831	1,902	2,232
所得税	-291	-314	-266	-285	-335
税后利润	1,620	1,352	1,566	1,617	1,897
少数股东损益	-41	-22	-8	-8	-9
归母净利润	1,661	1,375	1,574	1,625	1,907

现金流量表

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
除税前利润	1,911	1,666	1,831	1,902	2,232
物业、厂房及设备折旧	451	590	849	1,047	1,118
使用权资产折旧	101	144	264	211	169
存货增加/(减少)	-62	-177	69	-154	26
贸易及其他应收款增加	-234	-657	224	-635	-19
贸易及其他应付款项增加	268	234	9	126	72
其他	-378	342	493	-186	-195
经营现金流	2,058	2,143	3,740	2,312	3,403
购买物业、厂房及设备	-2,083	-2,920	-2,720	-1,720	-720
收购	-1,157	-1,214	0	0	0
其他	-1,262	1,258	-158	0	0
投资现金流	-4,501	-2,877	-2,878	-1,720	-720
计息负债变动	687	-30	3,350	1	1
股权募资	-80	-370	0	0	0
其他	3,054	-1,017	147	0	0
融资现金流	3,661	-1,417	3,497	1	1
现金净流量	1,218	-2,151	4,358	593	2,685

资产负债表

(百万人民币)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,527	1,448	5,807	6,400	9,084
应收款项	1,229	1,882	1,658	2,293	2,312
存货	182	362	292	447	420
其它流动资产	3,706	2,844	2,458	2,564	2,716
流动资产合计	8,644	6,536	10,215	11,703	14,532
固定资产	5,578	8,022	9,893	10,566	10,167
使用权资产	17	49	39	40	41
商誉	2,096	2,688	2,822	2,822	2,822
其他非流动资产	2,054	3,198	2,863	2,705	2,594
非流动资产合计	9,746	13,957	15,617	16,133	15,624
资产总计	18,389	20,493	25,832	27,836	30,156
短期借款	482	738	588	589	590
应付账款	316	406	415	542	614
其他应付账款	1,328	1,596	1,650	1,788	2,012
其它流动负债	856	1,172	1,434	1,505	1,581
流动负债合计	2,982	3,912	4,087	4,424	4,797
长期借款	956	713	4,213	4,213	4,213
其它长期负债	4,156	5,027	5,126	5,175	5,226
非流动负债合计	5,112	5,740	9,340	9,388	9,440
负债总计	8,094	9,653	13,426	13,813	14,236
股本	794	1,191	1,191	1,191	1,191
储备	9,335	9,357	10,931	12,556	14,463
母公司拥有人应占权益	10,129	10,549	12,122	13,747	15,654
少数股东权益	166	291	283	275	266
负债和所有者权益合计	18,389	20,493	25,832	27,836	30,156

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (人民币元)					
每股收益	1.2	1.5	1.4	1.1	1.3
每股净资产	8.4	8.9	8.7	7.7	8.8
每股营收	6.3	8.7	8.3	7.2	8.3
每股经营现金流	1.7	1.8	2.7	1.3	1.9
估值 (倍)					
P/E	7.4	5.8	6.4	7.8	6.8
P/B	1.1	1.0	1.0	1.2	1.0
P/S	1.4	1.0	1.1	1.3	1.1
盈利能力比率 (%)					
毛利率	35.9%	36.5%	35.2%	35.1%	35.2%
归母净利润率	22.3%	13.4%	13.6%	12.7%	12.9%
净资产收益率	17.5%	13.3%	13.9%	12.6%	13.0%
总资产收益率	10.7%	7.0%	6.8%	6.0%	6.5%
盈利增长 (%)					
营业收入增长率	45.0%	37.9%	12.8%	10.6%	15.5%
营业利润增长率	40.9%	15.7%	4.3%	10.4%	17.2%
归母净利润增长率	41.7%	-17.2%	14.5%	3.3%	17.3%
偿债能力指标					
计息负债/权益	14.2%	13.8%	39.6%	34.9%	30.7%
流动比率	289.9%	167.1%	250.0%	264.5%	303.0%
现金比率	118.3%	37.0%	142.1%	144.6%	189.4%
经营效率指标					
应收帐款周转天数	56.5	55.3	55.8	56.3	56.8
应付帐款周转天数	19.4	20.4	20.0	21.0	22.0
存货周转天数	11.9	15.2	15.9	16.2	16.5

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 69：浦银国际目标价：康龙化成港股 (3759.HK)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

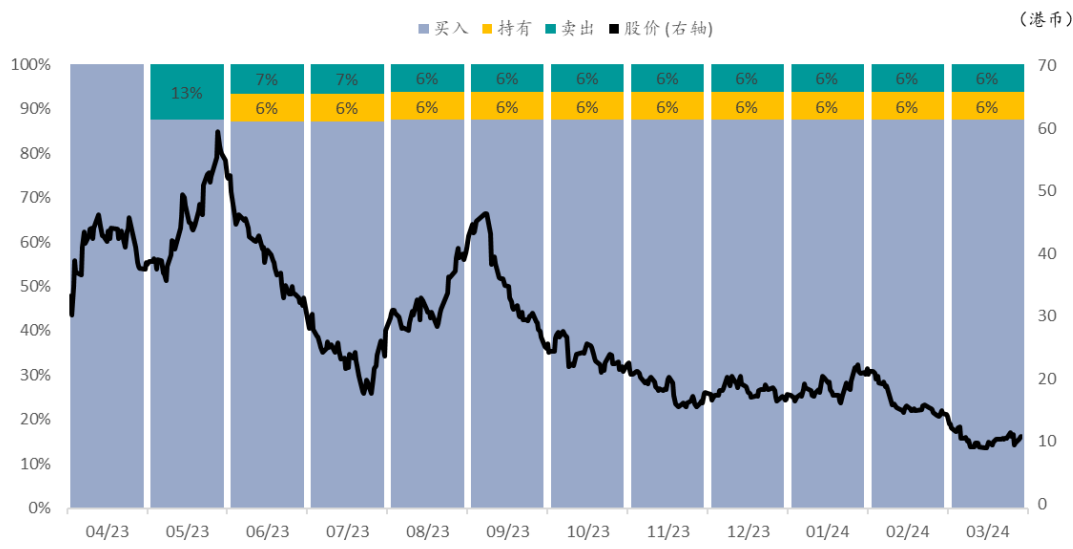
图表 70：浦银国际目标价：康龙化成 A 股 (300759.CH)



资料来源：Bloomberg、浦银国际

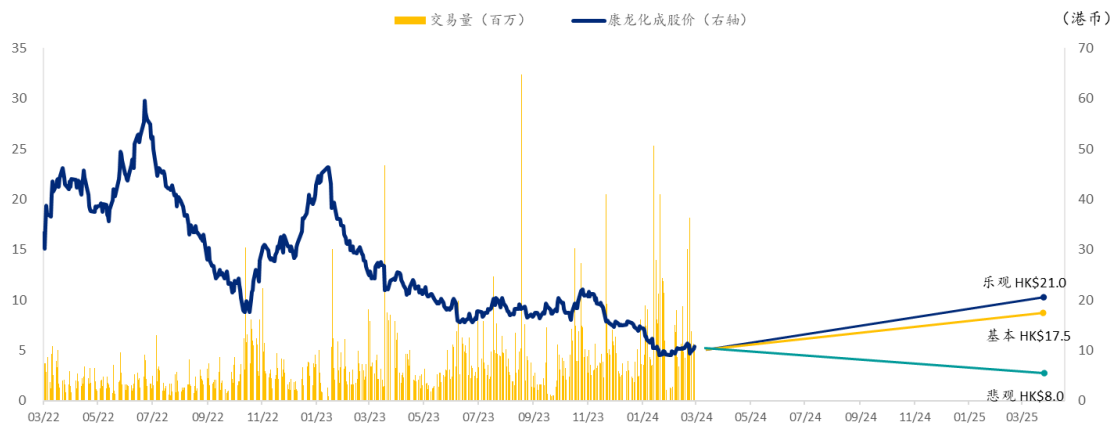
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 71：康龙化成港股（3759.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

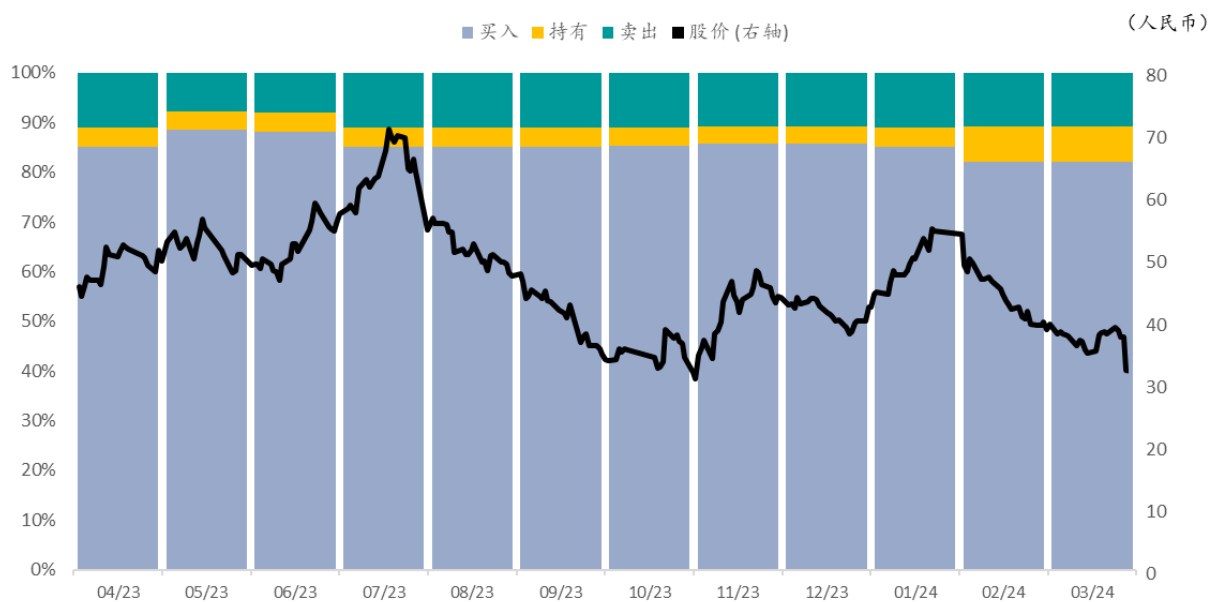
图表 72：康龙化成港股（3759.HK）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司增长好于预期	悲观情景：公司增长不及预期
目标价：21.0 港元	目标价：8.0 港元
概率：20%	概率：20%
2024 年收入增速超过 15% - 新增项目订单需求强劲； - 毛利率提升超预期。	2024 年收入增速低于 8% - 新增项目订单需求疲软； - 毛利率未来 3 年均小于 32%。

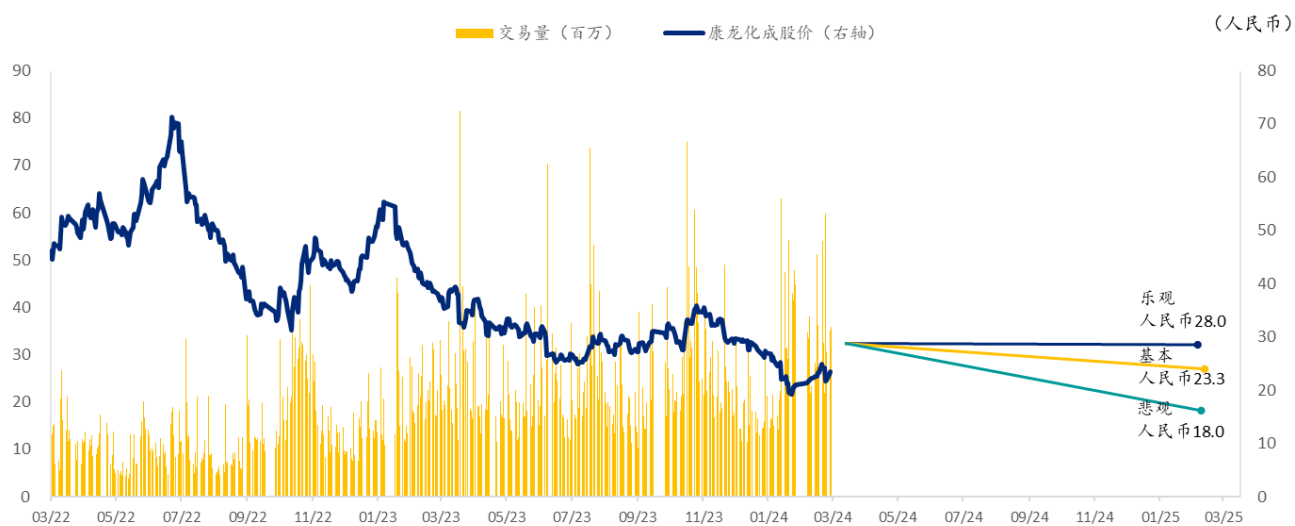
资料来源：浦银国际

图表 73：康龙化成 A 股（300759.CH）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 74：康龙化成 A 股（300759.CH）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司增长好于预期

目标价：人民币 28.0 元

概率：20%

- 2024 年收入增速超过 15%
- 新增项目订单需求强劲；
- 毛利率提升超预期。

悲观情景：公司增长不及预期

目标价：人民币 18.0 元

概率：20%

- 2024 年收入增速低于 8%
- 新增项目订单需求疲软；
- 毛利率未来 3 年均小于 32%。

资料来源：浦银国际

图表 75：SPDBI 医药行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
13.HK Equity	和黄医药	27.4	买入	39.0	2024 年 2 月 29 日	生物科技
HCM.US Equity	和黄医药	16.8	买入	25.0	2024 年 2 月 29 日	生物科技
9688 HK Equity	再鼎医药	15.8	买入	47.0	2024 年 2 月 29 日	生物科技
ZLAB US Equity	再鼎医药	19.6	买入	60.0	2024 年 2 月 29 日	生物科技
BGNE US Equity	百济神州	168.9	买入	275.0	2024 年 2 月 27 日	生物科技
6160 HK Equity	百济神州	106.5	买入	165.0	2024 年 2 月 27 日	生物科技
688235 CH Equity	百济神州	139.1	买入	175.0	2024 年 2 月 27 日	生物科技
6996.HK Equity	德琪医药	1.1	买入	5.4	2023 年 4 月 18 日	生物科技
1952 HK Equity	云顶新耀	27.6	买入	25.0	2023 年 4 月 4 日	生物科技
9995 HK Equity	荣昌生物	26.9	买入	33.0	2024 年 3 月 15 日	生物科技
9969 HK Equity	诺诚健华	5.2	买入	15.0	2023 年 3 月 29 日	生物科技
1801 HK Equity	信达生物	41.4	买入	55.0	2024 年 3 月 15 日	生物科技
6622 HK Equity	兆科眼科	1.6	买入	12.5	2023 年 3 月 28 日	生物科技
2616.HK Equity	基石药业	1.0	持有	4.25	2023 年 3 月 17 日	生物科技
9926 HK Equity	康方生物	51.2	买入	65.0	2024 年 3 月 15 日	生物科技
9966.HK Equity	康宁杰瑞	5.3	买入	13.6	2022 年 12 月 16 日	生物科技
2162.HK Equity	康诺亚	39.7	买入	60.0	2024 年 3 月 15 日	生物科技
IMAB US Equity	天境生物	1.8	买入	22.5	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2696.HK Equity	复宏汉霖	14.9	持有	19.0	2022 年 7 月 27 日	生物科技
6855.HK Equity	亚盛医药	24.2	买入	28.1	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2256.HK Equity	和誉	3.0	买入	5.6	2022 年 7 月 27 日	生物科技
2142.HK Equity	和铂医药	1.6	买入	6.0	2022 年 7 月 27 日	生物科技
6998.HK Equity	嘉和生物	1.2	买入	6.1	2022 年 7 月 27 日	生物科技
1177 HK Equity	中国生物制药	3.3	买入	4.5	2024 年 3 月 15 日	制药
2359 HK Equity	药明康德	45.0	买入	72.0	2024 年 3 月 15 日	CRO/CDMO
603259 CH Equity	药明康德	53.5	买入	82.4	2024 年 3 月 15 日	CRO/CDMO
3759 HK Equity	康龙化成	10.7	买入	17.5	2024 年 3 月 15 日	CRO/CDMO
300759 CH Equity	康龙化成	23.2	持有	23.3	2024 年 3 月 15 日	CRO/CDMO
2269 HK Equity	药明生物	16.1	持有	30.0	2024 年 3 月 15 日	CRO/CDMO
300760 CH Equity	迈瑞医疗	297.7	买入	390.0	2023 年 11 月 1 日	医疗器械
2252 HK Equity	微创机器人	15.1	买入	30.0	2023 年 9 月 4 日	医疗器械
2500 HK Equity	启明医疗	5.6	买入	10.0	2023 年 9 月 5 日	医疗器械
9996 HK Equity	沛嘉医疗	5.1	买入	14.0	2023 年 9 月 5 日	医疗器械
2160 HK Equity	心通医疗	1.3	买入	3.4	2023 年 9 月 5 日	医疗器械
2172 HK Equity	微创脑科学	8.9	买入	17.6	2023 年 11 月 3 日	医疗器械
688351 CH Equity	微电生理	26.2	买入	27.9	2023 年 11 月 16 日	医疗器械
2190 HK Equity	归创通桥	9.7	买入	16.0	2023 年 11 月 24 日	医疗器械
688617 CH Equity	惠泰医疗	454.5	买入	454.0	2023 年 11 月 30 日	医疗器械
2325 HK Equity	云康集团	11.4	买入	17.2	2023 年 9 月 6 日	ICL
241 HK Equity	阿里健康	3.4	持有	4.3	2022 年 5 月 26 日	互联网医疗
1833 HK Equity	平安好医生	11.6	持有	20.0	2023 年 7 月 21 日	互联网医疗

注：股价截至 2024 年 3 月 14 日收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司（云康集团 2325.HK）逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司（云康集团 2325.HK）在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

