

复旦张江 (1349.HK)

增持

研发能力突出, 新品有望驱动业绩加速增长

2016 年 12 月 12 日

相关报告

投资要点

- **事件:** 近日我们调研了上海复旦张江生物医药股份有限公司, 该公司成立于 1996 年, 是一家以研发为核心的生物医药创新企业。
- **艾拉: 独家产品, 销售额稳健增长。**艾拉是公司的两个核心产品之一, 2015 年实现销售收入约 2.3 亿元, 占公司产品销售收入的 40%。目前该产品已度过快速增长期, 逐渐进入稳步增长阶段。综合考虑新一轮招标以及销量的稳定增长, 预计该产品 2016-2018 年销售额增速将保持在 10%-20%。
- **里葆多: 增速稳定, 未来有望于美国上市。**里葆多是公司另一项核心产品, 2015 年销售额约为 3.3 亿元, 占公司产品销售收入的 57%。综合分析量价, 预计该产品 2016-2018 年增速亦将保持 10%-20%。此外, 公司还积极推进里葆多在美国的上市计划, 预计将于 2017 年提交 ANDA 申请, 有望在 2019 年初获批上市。
- **复美达: 罕见病症鲜红斑痣患者的福音。**复美达属于 1.1 类新药, 预计于明年年初上市, 主要用于治疗罕见病症鲜红斑痣, 市场空间可观。由于该产品采用 DTP 营销模式, 预计上市后将保持较高增速, 将可能成为公司第三个核心产品, 有望为公司贡献 2 亿元以上的营业收入。
- **研发是公司的核心竞争力。**作为一家创新型药企, 公司大力投入研发, 研发费用约占公司营业收入的 20% 左右。公司主要的研发平台包括基因工程药物、光动力药物以及纳米药物。目前, 公司是国内唯一在光动力治疗领域有所建树的企业, 同时也是国际上最具实力的光动力治疗药物研发机构之一。在研产品方面, 进度最快的产品目前处于临床二期, 预计上市时间约在 2020 年后。因此, 短期内公司将无新产品上市。
- **盈利预测。**我们预计公司 2016-2018 年营业收入为 6.67/7.80/9.23 亿元, 净利润为 1.49/1.78/2.18 亿元, EPS 分别为 0.16、0.19、0.24 元, 当前股价对应 PE 为 35.2 倍、29.4 倍、24.0 倍, 考虑到公司良好的产品线梯队和研发能力, 我们认为公司中长期增长的前景广阔, 首次覆盖给与“增持”评级。
- **风险提示:** 复美达销售不及预期; 现有产品增速下滑。

海外医药研究

分析师:

项军

xiangjun@xyzq.com.cn

S0190512040001

研究助理:

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn

报告正文

复旦张江（1349.HK）成立于1996年，是一家以知识产权为核心的生物医药创新企业。公司目前拥有两大核心产品，分别为艾拉和里葆多，占据公司约97%的营业收入。作为一家以研发为基础的公司，复旦张江主要有三大研发平台，分别为基因工程药物研发平台、光动力药物研发平台以及纳米药物研发平台，为公司的发展源源不断提供动力。预计公司的光动力新型药物复美达（海姆泊芬）将于明年初上市，为公司新添一项核心产品。

艾拉：独家产品，销售额稳健增长。艾拉（盐酸氨酮戊酸）是公司两项核心产品之一，2015年实现销售收入约2.3亿元，占公司产品销售收入的40%。该产品上市于2008年，是国内首个光动力药物，能选择性地在尖锐湿疣细胞中分布和累积，通过特定的光波照射，选择性杀死尖锐湿疣细胞而不损害周围正常组织细胞。相较于传统治疗方式，艾拉的光动力治疗方案安全性高，不留疤痕，并能针对更多的患病部位。同时，相较于传统治疗方式约50%的复发概率，艾拉能将尖锐湿疣的复发率有效降低至10%以下。目前，艾拉已经度过快速增长期，逐渐进入稳步增长阶段。受新一轮招标影响，艾拉销售价格亦出现下滑，2016年上半年的价格降幅约为7%-8%，预计全年价格降幅将不超过10%。考虑艾拉2016年销量有望实现20%的增长，预计其全年销售额将同比增长约10%-20%。由于大部分省份对艾拉的招标尚未完成，明年艾拉销售价格的下行压力仍然较大。然而，作为独家产品，艾拉优异的疗效为其销量的增长提供坚实基础，预计未来两年该产品可以保持10%-20%的增速。

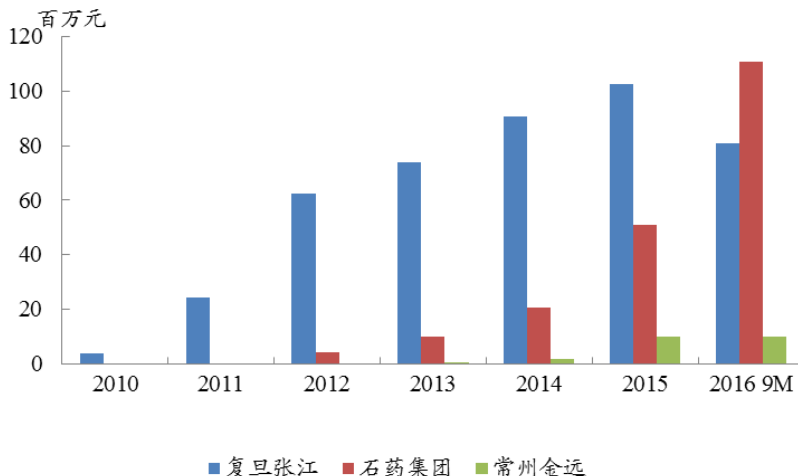
里葆多：增速稳定，未来有望于美国上市。里葆多（盐酸多柔比星脂质体）2015年销售额约为3.3亿元，占公司产品销售收入的57%。该产品上市于2009年，属于一线化疗药物。由于脂质体具有靶向性，相较于传统多柔比星制剂，里葆多可以大幅降低毒副作用的发生概率。盐酸多柔比星脂质体原研产品为强生的“Doxil/Caelyx”，其全球销售额的峰值约为4.02亿美元。目前，公司的主要竞争对手为石药集团和常州金远药业，公司约占据60%的市场份额，但产品增速慢于石药集团。

销售模式方面，公司采用经销的方式来加强该产品的市场推广与销售力度，江苏泰凌医药拥有其独家代理权。这种销售模式有效减小产品降价对公司业绩所带来的风险，因此预计此轮招标仅对公司里葆多的销售收入产生轻微影响。考虑里葆多销量的稳定增长，预计该产品2016-2018年增速有望保持10%-20%。

除了开拓国内市场，公司还积极推进里葆多在美国的上市计划，预计在17年提

交 ANDA 申请，有望在 2019 年初获批上市。里葆多在美国的上市是公司产品国际化的第一步，为公司营业收入带来新增长的同时，也为公司其他产品登陆美国市场做准备。并且，FDA 的权威认证亦将利好里葆多在国内的销售。

图 1、各多柔比星生产商国内重点城市医院销售额



资料来源：PDB 国内重点城市医院用药数据库，兴业证券研究所

复美达：罕见病症鲜红斑痣患者的福音。复美达（海姆泊芬）是一种新的单体卟啉光动力治疗药物，属于第二代光敏剂，新药 1.1 类。与第一代光敏剂血卟啉衍生物（HPD）相比，复美达结构明确、相对安全、不良反应少、代谢迅速，是现阶段治疗鲜红斑痣最为理想的药物。鲜红斑痣是一种先天性疾病，发病率约为 3-4‰，我国每年新增患者人数不超过 10 万人，现存患者约有 80 万人。根据公司的计划零售价测算，预计患者平均用药费用至少为 2 万元，市场空间可观。该产品的上市时间预计为明年年初，目前已有部分医院完成光动力治疗设备（与复美达配套）的安装，待产品上市后就能向患者提供治疗服务。由于该产品采用 DTP 营销模式，预计上市后将保持较高增速，将可能成为公司第三个核心产品，有望为公司贡献 2 亿元以上的营业收入。

研发是公司的核心竞争力。作为一家创新型药企，公司大力投入研发，研发费用约占公司营业收入的 20% 左右。公司目前主要的研发平台包括基因工程药物研发平台、光动力药物研发平台以及纳米药物研发平台，为公司的发展源源不断提供动力。在研产品方面，进度最快的产品是“多替泊芬”和“适用于 HPV 感染宫颈疾病的盐酸氨酮戊酸”，目前处于临床二期，预计上市时间约在 2020 年后。因此，短期内公司将无新产品上市。

表 1、公司在研产品基本情况

技术平台	项目名称	适应症	目前进展
基因工程	重组人组织纤溶酶原激活物(r-tPA)	心肌梗塞	已转让, 受让方已获批药品注册批件
	重组人肿瘤坏死因子受体 - Fc 融合蛋白 (Etancercept)	关节炎	已将海内外权利分别转让
	Avastin	肿瘤	已根据生物类似药的相关规定递交了临床试验的注册申请
	重组人淋巴毒素 α 衍生物(LT)	肿瘤	已经完成 II 期临床研究, 暂时中止推进, 讨论新方案
	重组人甲状旁腺激素(PTH)	骨质疏松	已经完成 I 期临床研究
	高活性重组人肿瘤坏死因子受体突变体 - Fc 融合蛋白	关节炎	I 期临床研究
	抗 CD30 抗体交联	肿瘤	临床前研究
	骨硬化蛋白抗体	骨质疏松	临床前研究
	PCSK9 抗体	高胆固醇血症	临床前研究
	海姆泊芬	鲜红斑痣	预期 2017 年年初上市销售
光动力技术	多替泊芬	肿瘤	II 期临床研究
		HPV 感染的宫颈疾病	II 期临床研究
	盐酸氨酮戊酸	中重度痤疮	获得临床批件, 将很快启动 I 期临床研究
		脑胶质瘤	临床前研究
纳米技术		基底细胞癌	临床前研究
	盐酸多柔比星脂质体	肿瘤	正在准备美国注册
	硫酸长春新碱脂质体	肿瘤	已完成 I 期临床研究, 转让与第三方制药企业
	紫杉醇白蛋白纳米粒	肿瘤	临床前研究

资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

光动力技术: 独步中国, 全球领先。近年来, 随着新型光动力治疗药物的研发成功及激光设备技术的提高, 光动力疗法 (PDT) 迎来发展高峰, 目前国际上已批准上市或正在临床研究的新型光敏剂有近十种。复旦张江于 1999 年开始从事光动力药物的开发, 距今已有 17 年的研发经验, 成功建立了包括光敏剂合成、筛选, 适应症及作用机理研究, 工艺开发, 临床研究, 配套激光设备及医疗器械开发的完整研发体系。目前, 复旦张江是国内唯一在光动力治疗领域有所建树的企业, 同时公司也是国际上最具实力的光动力治疗药物研发机构之一。随着公司光动力药物的不断开发和推出, 公司未来的市场竞争力有望进一步加强。

医学诊断: 平台重组整合完后, 有望成为新的增长点。临床医疗诊断试剂一直是公司产品组合中的一员, 但是产品竞争力较弱, 储备项目不足, 销售额占公司营业收入的比例不足 3%。为加强诊断产业布局, 公司于 2012 年设立子公司溯源生物, 于 2015 年吸收合并优你生物科技股份有限公司, 完成对医学诊断产品研发平台的结构重组和资源整合。随着该平台新产品的推出, 未来有望成为公司新的业绩增长点。

涉足皮肤美容连锁诊所领域。公司于 2015 年投资设立德美诊联医疗投资管理有限公司，在北京、深圳、郑州、武汉等地选址开设诊所，预计 2017 年开设诊所数量将超过十家。德美诊联的设立可以完善公司的产业链布局，新增销售渠道，为公司未来建立 O2O 整合营运模式奠定基础。

盈利预测。我们预计公司 2016-2018 年营业收入为 6.67/7.80/9.23 亿元，净利润为 1.49/1.78/2.18 亿元，EPS 分别为 0.16、0.19、0.24 元，当前股价对应 PE 为 35.2 倍、29.4 倍、24.0 倍，考虑到公司良好的产品线梯队和研发能力，我们认为公司中长期增长的前景广阔，首次覆盖给与“增持”评级。

风险提示：复美达销售不及预期；现有产品增速下滑。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人

邓亚萍 021-38565916 dengyp@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn

地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955

北京地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhushd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			

地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220

深圳地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			

地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017

海外销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaoqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			

地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955

私募及企业客户负责人

刘俊文 021-38565559 liujw@xyzq.com.cn

私募销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn

地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。