

三生制药 (01530.HK) 调研简报

优质生物制药龙头企业

2018 年 05 月 21 日

【事项】

- ◆ 近期，我们对三生制药及控股子公司三生国健药业（上海）进行了调研。
- ◆ 据 Frost&Sullivan 数据，2016 年全球和中国的生物制剂市场规模分别为 2208 亿美元和 1527 亿元人民币，预计未来 5 年 CAGR 分别为 9.7% 和 24.9%。
- ◆ 2017 年，公司营业收入达到 37.34 亿元人民币，同比增长 33.5%，2013-2017 年复合年增长率 CAGR 达到 43.7%；归母净利润达到 9.35 亿元，同比增 31.3%，2013-2017 年 CAGR 达到 76.7%。集团的核心产品包括特比澳、益赛普及重组人促红素（rhEPO）产品益比奥及赛博尔，四种产品均为中国市场领先的产品，仍具增长空间。
- ◆ 集团重点研发创新型生物产品。目前，集团拥有一组处于不同临床开发阶段的领先生物产品，包括 NuPIA0（用于治疗贫血的第二代 rhEPO 产品）、SSS07（用于治疗类风湿性关节炎的抗肿瘤坏死因子 α 抗体产品）、Pegsiticase（一种源于产朊假丝酵母的经改良聚乙二醇重组尿酸酶，用于治疗顽固性痛风）、602（一种用于治疗癌症的抗表皮生长因子受体抗体）、601（一种用于治疗 AMD 的抗 VEGF 抗体）及益赛普的预充式注射剂。预计赛普汀明年上市，可能是国内最早上市的 HER2 产品。
- ◆ 2017 年《国家医保目录》于 2017 年 9 月起实施，新进的赛比澳、益赛普销售于 2017 年第四季度快速增长，预计未来将保持较好的放量增长。芪明颗粒被纳入中成药部分医保乙类，用于治疗 II 型糖尿病视网膜病变单纯型。
- ◆ 得益于集团 rhEPO 产品的第二品牌赛博尔，集团 rhEPO 产品的市场覆盖范围在一、二级医院进一步扩大。人胰岛素等相关产品也有利于实现渠道下沉。
- ◆ 我们预期 FY18/FY19/FY20 权益持有者应占盈利分别为人民币 11.2/13.44/15.71 亿元，每股收益 0.44/0.53/0.62 元，对应 37/31/27 倍 PE。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：高思雅

电话：021-23586487

相对指数表现



基本数据

总市值（百万港元）	51283.70
流通市值（百万港元）	51283.70
52 周最高/最低（港元）	20.55/9.35
52 周最高/最低（PE）	50.47/27.71
52 周最高/最低（PB）	5.82/3.19
52 周涨幅（%）	88.08
52 周换手率（%）	72.03

相关研究

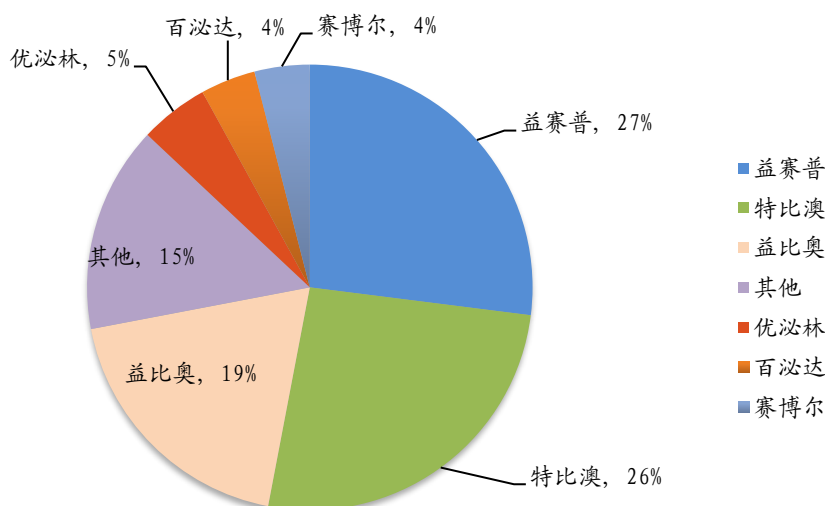
【评论】

中国领先的生物制药集团

作为中国生物制药行业的先行者, 集团公司在生物制药产品开发、制造及营销方面拥有丰富的经验。集团的核心产品包括特比澳、益赛普及重组人促红素 (rhEPO) 产品益比奥及赛博尔, 四种产品均为中国市场领先的产品。1) 特比澳为当今世界唯一商业化的重组人血小板生成素 (rhTPO) 产品。根据IMS数据, 2017年, 用于治疗血小板减少症的特比澳在中国的市场份额增至51.0%; 2) 益赛普为肿瘤坏死因子 α 抑制剂产品, 占据市场主导地位, 根据IMS的资料, 2017年占据中国市场60.4%的份额; 3) 根据IMS的资料, 集团凭借两种rhEPO产品益比奥及赛博尔, 在中国rhEPO市场占据支配性优势地位超过十年, 2017年占rhEPO市场总份额的41.6%。

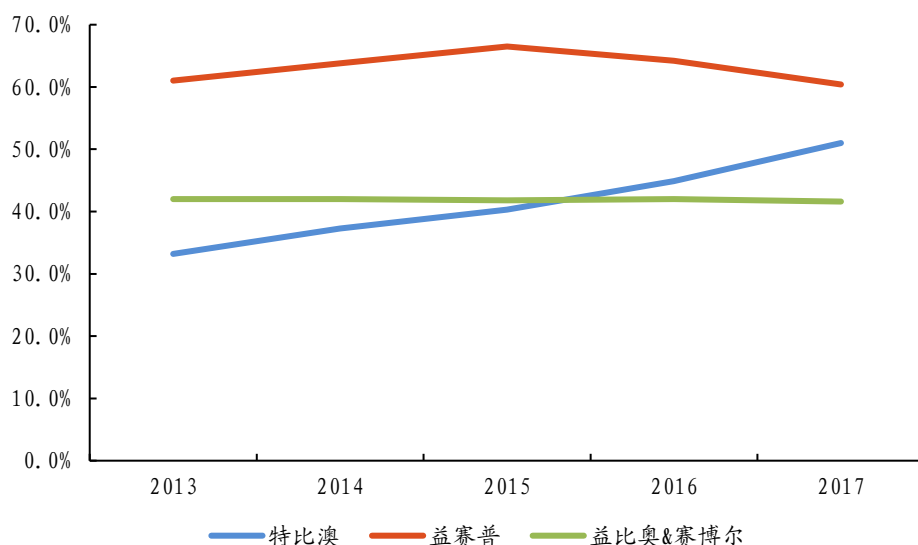
公司通过与AstraZeneca (阿斯利康) 及Lilly (礼来) 中国合作布局于糖尿病治疗领域, 且公司分别于2016年10月11日及2017年7月1日开始将合作伙伴许可的两种产品百泌达及优泌林综合入账。此外, 公司在肾科、皮肤科、肿瘤科、自身免疫及其他治疗领域都有布局。

图表 1: 2017 年公司产品收入占比



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

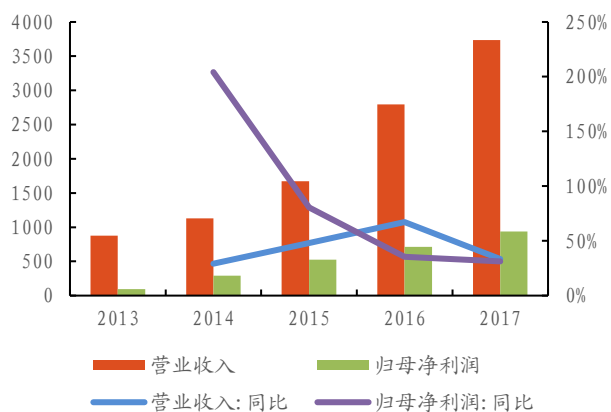
图表 2: 公司主要产品均为中国市场领先产品 (市场占有率%)



资料来源: 公司公告, 公开数据, 东方财富证券研究所

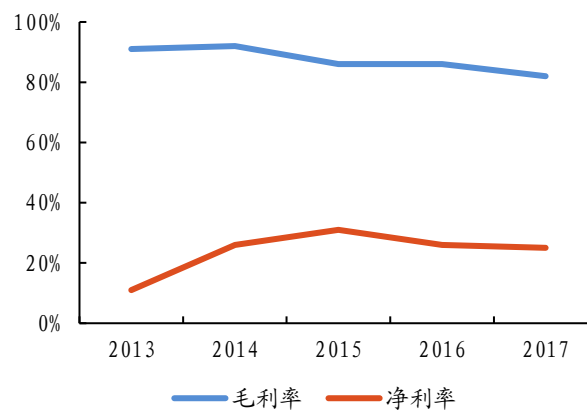
2017年, 公司营业收入达到37.34亿元人民币, 同比增长33.5%, 2013-2017年复合年增长率CAGR达到43.7%; 归母净利润达到9.35亿元, 同比增长31.3%, 2013-2017年CAGR达到76.7%。2017年, 公司毛利率为82%, 净利率为25%, 并逐渐趋于稳定。

图表 3: 公司营收增长变化 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 4: 公司毛利率与净利率 (%)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

生物制药-国家重要战略性新兴产业

生物技术通过实现未满足的医药需求及为广泛人类疾病提供创新性疗法彻底改革了制药行业。我国大力支持生物制药行业, 国务院将生物制药产业认定为重要战略性新兴产业, 多方发力推动行业的强劲增长。据Frost&Sullivan数据, 2016年全球和中国的生物制剂市场规模分别为2208亿美元和1527亿元人民币, 预计未来5年CAGR分别为9.7%和24.9%。

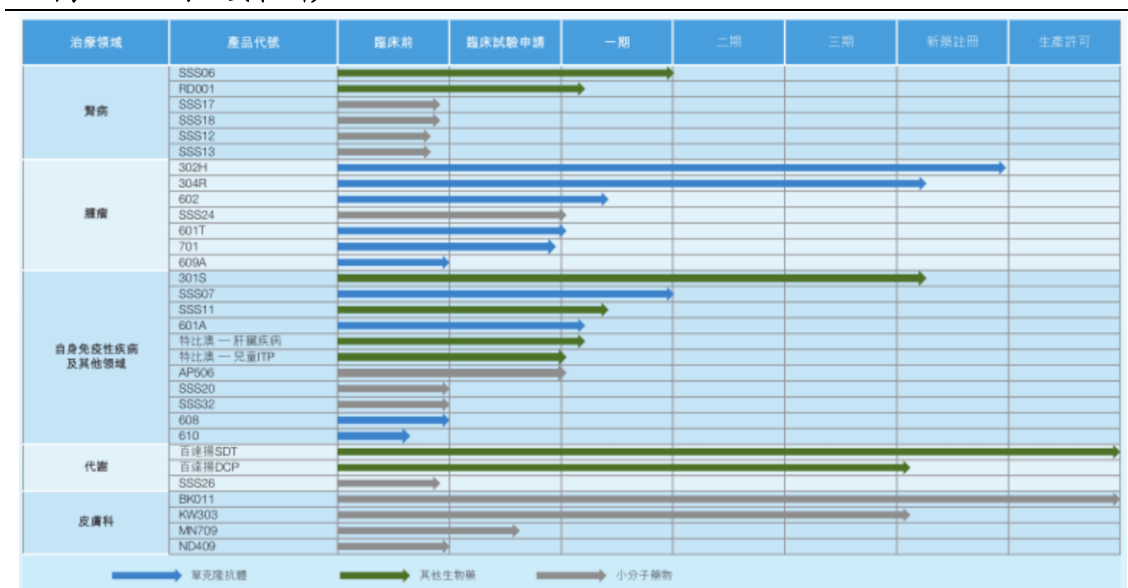
积极布局创新型生物产品

于2017年年底, 集团积极研发的31种在研产品, 其中16种作为我国一类新药开发。集团拥有7项肿瘤科在研产品; 11种为自身免疫疾病 (包括类风湿性关节炎 (RA)) 及其他疾病; 6种肾科在研产品; 3种用于II型糖尿病的代谢类

在研产品；及4种皮肤科在研产品。

集团重点研发创新型生物产品。目前，集团拥有一组处于不同临床开发阶段的领先生物产品，包括NuPIA0（用于治疗贫血的第二代rhEPO产品）、SSS07（用于治疗类风湿性关节炎的抗肿瘤坏死因子 α 抗体产品）、Pegsiticase（一种源于产朊假丝酵母的经改良聚乙二醇重组尿酸酶，用于治疗顽固性痛风）、602（一种用于治疗癌症的抗表皮生长因子受体抗体）、601（一种用于治疗AMD的抗VEGF抗体）及益赛普的预充式注射剂。预计赛普汀明年上市，可能是国内最早上市的HER2产品。

图表 5: 公司主要在研产品



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2018年1月4日，中国首个胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 受体激动剂周制剂百达扬 (Bydureon, 通用名：注射用艾塞那肽微球) 正式获得了国家食品药品监督管理总局 (CFDA) 批准，为改善II型糖尿病患者的血糖控制提供了新的治疗选择。2018年2月，特比澳收到CFDA核准签发的增加适应症的药物临床试验批件。此次获批进行临床试验的适应症是用于儿童免疫性血小板减少症 (Immune thrombocytopenia (ITP))。公司表示将继续发展孤儿病药的研究开发，为广大的孤儿病患者带来福音。

2018年4月，三生制药与共同牵头投资者红杉资本中国以及现有A轮投资者已完成对Refuge的2500万美元的B轮投资。Refuge为一家利用基因工程技术开发于患者体内发挥作用的智能细胞疗法的公司。两家公司将利用Refuge的技术平台，共同设计及开发编程控制的细胞治疗方式，此种疗法可于患者体内疾病微环境中产生治疗性生物制剂。根据研究合作协议，三生制药将拥有大中华区发展及商业化编程控制的细胞治疗方式的独家许可。

大力拓展海外市场

2017年9月，为打进北美的生物制药市场，集团与CPE Funds合作，订立协议以收购一项位于加拿大的合约开发及生产 (CDMO) 业务。2017年年度内，益赛普已获11个国家批准并正于19个国家申请注册。集团正在俄罗斯及泰国进行益比奥的多中心生物仿制药临床试验。长期来看，公司的目标为拓展海外发达国家或地区营销其产品。另外，公司亦与国际伙伴合作开发及营销公司的在研产品，例如Pegsiticase及多种单抗在研产品。

打造强有力的销售团队

集团于沈阳、上海、杭州及深圳以及位于意大利的科莫设有营运设施，雇员数目超过4000人。截止目前，公司销售团队有2500人左右，其中EPO有400多人，TP0有500多人，糖尿病药有500多人（今年可能增加到600人），益赛普有400多人，万晟团队皮肤科&眼科有300多人。集团的全国分销网络使其产品能销售至国内约14000家医院及医疗机构，包括超过2000家三级医院、12000家二级或以下医院以及医疗机构。

未来主要看点

治疗化疗CIT（渗透率14.4%）及治疗免疫ITP（渗透率17.4%），类风湿性关节炎RA、强直性脊柱炎AS（渗透率均低于5%）**在中国的渗透率将逐渐增加**。随着医生与患者对特比澳治疗CIT和ITP的安全性和疗效的认识增加，特比澳的采购或将加快。接受透析治疗的四期及五期CKD患者的渗透率提高，中国外科手术期的红细胞动员及CIA肿瘤科适应症的治疗中将增加使用益比奥。我国约有300万的风湿病患者，目前使用益赛普的只有3万人，渗透率仅为1%，而国外于此适应症基本上使用生物制剂，因而公司十几年来一直在做生物制剂治疗风湿性疾病的推广教育工作，扎实做好基层建设。

2017年《国家医保目录》于2017年9月起实施，新进的**特比澳、益赛普**销售于2017年第四季度快速增长，**预计未来将保持较好的放量增长**。芪明颗粒被纳入中成药部分医保乙类，用于治疗II型糖尿病视网膜病变单纯型。

创新与引新，布局多个新领域。集团在研产品中的益赛普预充式注射剂是国内唯一同类产品，将增加患者便利，而集团已完成该产品的III期试验及预期于今年2季度申请生产批件，这将有助于益赛普的进一步增长。

CFDA批准三生制药就聚乙二醇化重组尿酸氧化酶Pegsiticase及用于治疗新生血管性AMD的血管内皮细胞生长因子（VEGF）单克隆抗体601a提出的新药临床试验（新药临床）申请。研究显示，Pegsiticase疗效良好，毒副作用小，一周一针，能够明显降低尿酸，目前处于I期（国外处于II期）。另外，AMD是老年人不可逆性失明的主要病因之一。美国的一项流行病学研究显示在52-64岁人群中AMD的发病率约为2%，而75岁或以上人群中发病率则上升至约28%。

公司从阿斯利康引入了短效GLP-1（百泌达）和长效GLP-1（百达扬）。百泌达（艾塞那肽注射液）为GLP-1受体激动剂针剂药物，每日皮下注射2次，配合饮食及运动控制，用于改善II型糖尿病成人患者的血糖控制，适用于单用二甲双胍、磺脲类或二甲双胍合用磺脲类而血糖仍控制不佳的患者，为降糖药中减重效果较好的品种。2017年12月，每周用药1次的GLP-1产品百达扬获得CFDA出具的批文，公司正积极筹备该产品的上市，预计其将于今年二季度上市。胰岛素最长效的品种基本上是一天打一针，长效GLP-1百达扬为周制剂，一个月打4针，能够有效提高病人的依从性。

得益于集团rhEPO产品的第二品牌赛博尔，集团rhEPO产品的市场覆盖范围在一、二级医院进一步扩大。**其他相关产品也将实现渠道下沉**。人胰岛素被纳入2017年《国家医保目录》西药部分医保甲类，分级诊疗服务体系的建立及实施将促进人胰岛素在中国基层市场的进一步发展。我国有1.139亿糖尿病患者，以往礼来INSULIN聚焦在一、二线城市，公司接手后逐渐向区县拓展。该产品安全、经济、疗效好，适合下沉。

【风险提示】

生物制剂研发的不确定性；
 医保放量增长不达预期；
 主要产品增长不达预期；
 渠道下沉推进滞后；

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3734.33	4478.71	5397.16	6362.39
增长率（%）	33.50	19.93	20.51	17.88
EBITDA（百万元）	1490.68	1737.76	2112.02	2448.07
归母净利润（百万元）	935.39	1119.58	1344.09	1570.83
增长率（%）	31.27	19.69	20.05	16.87
EPS（元/股）	0.36	0.44	0.53	0.62
市盈率（P/E）	45.62	37.24	31.02	26.54
市净率（P/B）	5.64	5.37	5.11	4.87
EV/EBITDA	29.32	25.40	21.01	18.22

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。