

老树伴新芽，勇敢闯天下

2018 年 06 月 29 日

【投资要点】

- ◆ 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%。主要品种专利的到期以及生物药品较高的市场需求，将促进生物类似物的发展。2020 年，全球生物类似物市场将达到 304 亿美元，预期 2015-2020 年 CAGR 将达到 62.6%。
- ◆ 公司主要专注于肿瘤、风湿、肾科、代谢、皮肤科等快速增长治疗领域。类风湿性关节炎 RA 和强直性脊柱炎 AS 的临床需求远未得到满足。四种核心产品特比澳、益赛普、益比奥及赛博尔均为中国市场领先的产品。公司提供不同剂量的益比奥，在研产品益赛普预充式注射剂是国内唯一同类产品，这些都将增加患者用药便利。
- ◆ 预计我国 rhEPO 市场 2018 年将增至 29.55 亿元，2013-2018 年 CAGR 为 18.5%。预计我国的 rhTPO 市场 2018 年增至 12.61 亿元，2013-2018 年 CAGR 为 32.0%。
- ◆ 益赛普被纳入 2017 年《国家医保目录》西药部分医保乙类；特比澳继续被纳入医保目录乙类药物，取消工伤限制。这些产品于 2017 年四季度开始放量，今年一季度大幅增长，预计将保持较好增长。
- ◆ 用药教育逐渐推进初见成效，销售团队给力。

挖掘价值 投资成长

买入 (上调)

目标价：24.26 港元

东方财富证券研究所

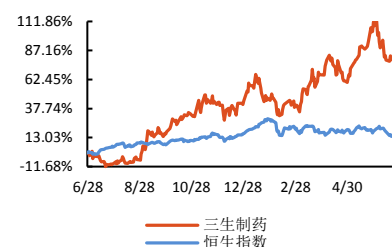
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：支君

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万港元)	43210.32
流通市值 (百万港元)	43210.32
52 周最高/最低 (港元)	23.25/9.35
52 周最高/最低 (PE)	61.07/27.71
52 周最高/最低 (PB)	7.72/3.19
52 周涨幅 (%)	60.26
52 周换手率 (%)	88.99

相关研究

《优质生物制药龙头企业》

2018.05.21

【投资建议】

- ◆ 我们对公司产品进行重新评估, 预计公司 2018-2020 营业收入分别为人民币 44.92 亿/54.37 亿/66.13 亿元, YoY 分别为+20.3%/+21.04%/+21.63%; 归母净利润分别为人民币 11.30 亿/13.68 亿/16.38 亿元 (前值为 11.2 亿/13.44 亿/15.71 亿元), YoY 分别为+20.85%/+21.04%/+19.73%; EPS 分别为 0.45/0.54/0.65 元, 对应 PE 分别为 32.19/26.6/22.21。根据 DDM 模型, 假设无风险收益率 $R_f=2.5\%$, 市场组合平均收益率 $R_m=12\%$, 预计公司每股的价格在 24.26 港元。公司未来六个月目标价 24.26 港元, 较目前股价有 43.1% 的上涨空间, 给予“买入”的投资评级。

盈利预测 (百万元 RMB)

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3734.33	4492.30	5437.30	6613.42
增长率 (%)	33.50	20.30	21.04	21.63
EBITDA	1490.68	1750.77	2141.01	2527.31
归母净利润	935.39	1130.07	1368.26	1638.18
增长率 (%)	31.27	20.85	21.04	19.73
EPS (元/股)	0.36	0.45	0.54	0.65
市盈率 (P/E)	39.82	32.19	26.60	22.21
市净率 (P/B)	4.92	4.69	4.46	4.25
EV/EBITDA	25.76	22.18	18.24	15.55

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 用药教育效果不达预期;
- ◆ 主打产品增长不达预期;
- ◆ 医保放量不达预期;
- ◆ 渠道下沉效果滞后;

正文目录

1. 生物制药迎来大发展	5
1.1. 生物药壁垒相对较高	6
1.2. 生物仿制药市场蓬勃发展	7
1.3. 我国生物制药产业增速可观	9
2. 公司探索发展之路	11
3. 中国领先的生物制药集团	12
3.1. 慢性肾病 CKD 患者人数庞大	12
3.2. 肿瘤为我国主要的致死原因	13
3.3. 糖尿病药国产替代成趋势	16
4. 多样化产品组合	18
4.1. 重组人促红素产品 rhEPO	19
4.1.1. 我国 rhEPO 市场	19
4.1.2. 益比奥使治疗灵活便捷	20
4.2. 血小板生成素产品 rhTPO	20
4.2.1. 我国 TPO 市场	20
4.2.2. 特比澳竞争优势明显	21
4.3. 益赛普 (依那西普)	22
4.3.1. RA/AS 临床需求远未满足	22
4.3.2. 益赛普增长显著	22
4.4. 百泌达/百达扬/优泌林	23
4.5. 其他产品	24
4.5.1. 蔗糖铁注射液	24
4.5.2. 赛博利	25
4.5.3. 皮肤科产品及其他	25
5. 重点布局创新	26
6. 业绩表现优良	29
6.1. 医保放量明显	29
7. 用药教育成效	30
8. 销售布局给力	31
9. 重大合作顺利	33
10. 盈利预测与估值	33
11. 风险提示	34

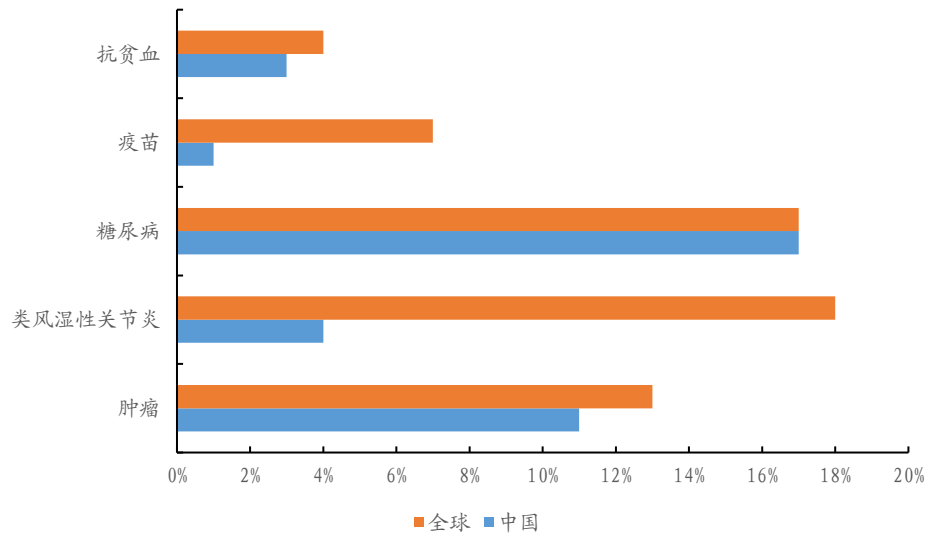
图表目录

图表 1: 全球和中国生物制药集中治疗领域市场份额 (%)	5
图表 2: 全球药物销售额排行	5
图表 3: 重组 DNA 技术	6
图表 4: 我国医药行业企业数量变化 (家)	7
图表 5: 全球生物类似物市场规模 (十亿美元)	7
图表 6: 2015-2020 年专利到期的主要生物药在欧盟五国和美国的销售情况	8
图表 7: 主要重磅生物制品专利保护期统计 (欧盟 & 美国)	8
图表 8: 我国生物药所占比例变化 (%)	10
图表 9: CDE 受理药品分布情况 (%)	10
图表 10: 公司股权结构图	12
图表 11: 我国 CKD 患者人数及贫血症患病率	13
图表 12: 2015 年中国城市居民十大疾病死亡率及死因构成	13
图表 13: 我国病患发病与死亡情况	14
图表 14: 我国前十大癌症发病数据	14
图表 15: 我国前十大癌症死亡数据	14
图表 16: 2016 年抗癌药物市场格局 (亿美元)	15
图表 17: 2016 年主要单抗在中国的市场份额 (%)	15
图表 18: 2016 年主要公司在中国单抗市场的份额 (%)	15
图表 19: 全球糖尿病用药市场规模 (亿美元, %)	16
图表 20: 2017 年全球糖尿病用药市场格局	16
图表 21: 2017 年全球糖尿病用药企业竞争格局	17
图表 22: 公司主打产品占据市场主导地位 (%)	18
图表 23: 公司主要产品增长 (百万元人民币)	19
图表 24: 公司产品结构有四分之三 (%)	19
图表 25: 我国 rhEPO 市场规模变化 (亿元, %)	19
图表 26: 益比奥 & 赛博尔	20
图表 27: 益比奥 & 赛博尔收入增长 (亿元, %)	20
图表 28: 特比澳	21
图表 29: 特比澳收入增长 (亿元, %)	21
图表 30: 国内上市 TNF- α 药品对比	22
图表 31: 益赛普	23
图表 32: 益赛普收入增长 (亿元, %)	23
图表 33: 公司糖尿病用药	24
图表 34: 我国蔗糖铁注射市场变化 (亿元, %)	25
图表 35: 公司研发布局	26
图表 36: 公司业绩增长 (百万元, %)	29
图表 37: 公司毛利率 & 净利率 (%)	29
图表 38: 公司成本费用变化 (亿元, %)	29
图表 39: 公司成本费用占比 (%)	29
图表 40: 医保放量增长 (%)	30
图表 41: 我国治疗化疗 CIT 及治疗免疫 ITP 的渗透率 (%)	31
图表 42: 依那西普渗透率 (%)	31
图表 43: 公司销售人员占比 (人, %)	32
图表 44: 公司产品医院/医疗机构覆盖情况 (家, %)	32
图表 45: 公司销售人员给力 (%)	32
图表 46: 公司成本费用占比变化 (%)	32
图表 47: 盈利预测 (百万元 RMB)	33
图表 48: 主要上市公司 (人民币元/港元/美元)	34

1. 生物制药迎来大发展

生物药在全球多个主要治疗领域取得较好进展，主要集中于肿瘤、自身免疫性疾病和代谢相关疾病，发展空间巨大。由于技术更迭加快、分子结构复杂多变，生物药的开发具有较高的门槛。主要品种专利的逐渐到期以及生物药品较高的市场需求，促进生物类似物的发展。近年来，全球最畅销药物 TOP10 中，生物药物占了 7 个及以上，可以看出生物药物存在较大的市场空间。

图表 1: 全球和中国生物制药集中治疗领域市场份额 (%)



资料来源: IMS, 公开资料, 东方财富证券研究所

图表 2: 全球药物销售额排行

2017 年 排名	药物	销售额/ 亿美元	类型	2016 年 排名	药物	销售额/ 亿美元	类型
1	修美乐 Humira	184.27	单抗	1	修美乐 Humira	165.15	单抗
2	来那度胺 Revlimid	81.87	小分子	2	恩利 Enbrel	92.48	融合蛋白
3	美罗华 Rituxan	79.35	单抗	3	类克 Remicade	80.7	单抗
4	恩利 Enbrel	78.85	融合蛋白	4	美罗华 Rituxan	74.82	单抗
5	赫赛汀 Herceptin	75.34	单抗	5	来那度胺 Revlimid	69.74	小分子
6	艾乐妥 Eliquis	73.95	小分子	6	安维汀 Avastin	68.85	单抗
7	安维汀 Avastin	71.84	单抗	7	赫赛汀 Herceptin	68.84	单抗
8	拜瑞妥 Xarelto	65.29	小分子	8	捷诺维 Januvia	64.4	蛋白酶
9	类克 Remicade	63.15	单抗	9	肺炎球菌疫苗 Pneumovax 23	60.34	疫苗
10	艾力雅 Eylea	58.56	融合蛋白	10	阿柏西普 Eylea	55.39	融合蛋白

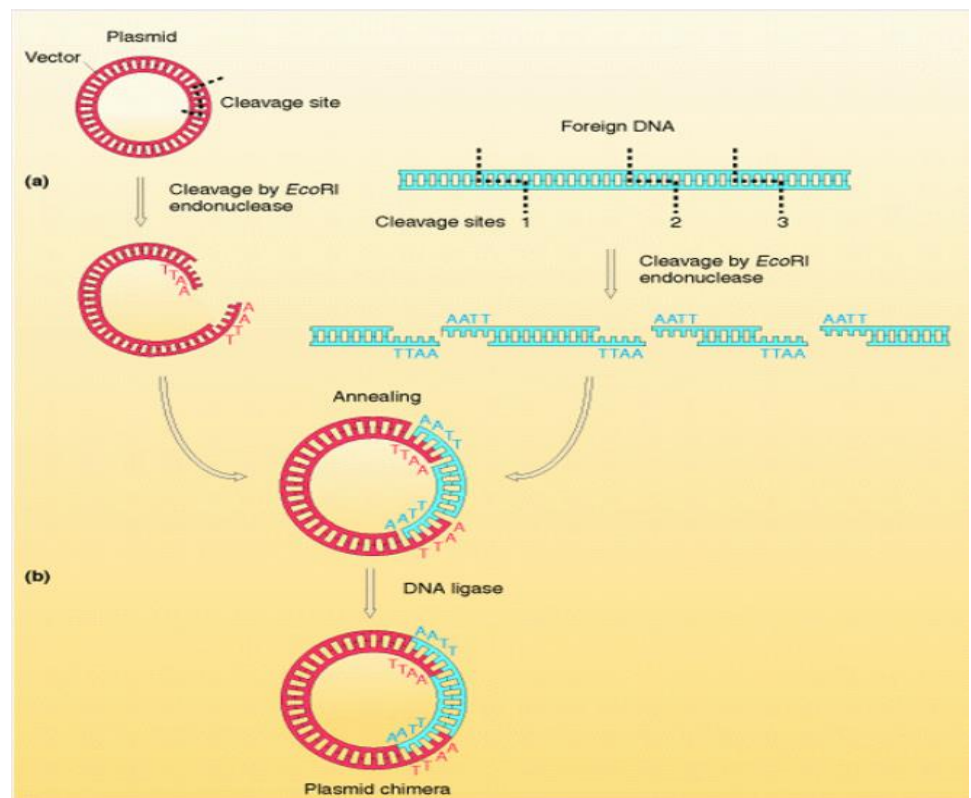
数据来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所

1.1. 生物药壁垒相对较高

生物技术药品（生物药）是一种采用重组 DNA 技术生产并用作药品的治疗性蛋白质。得益于过去几十年基因学、分子生物学及生物化学方面的突破性进展，生物技术在全球多个主要治疗领域产生巨大的变化。通过重组 DNA 技术，以人体基因编码的治疗性蛋白质可以转化为细菌宿主细胞或插入哺乳动物宿主细胞的基因组，这些宿主细胞可大规模克隆及增殖，从而产生大量治疗性蛋白质并用作商业用医药产品。同时，分析技术的改进使高分子（包括蛋白质及核酸）的特性得到改善，有助于筛选及确定具有复杂结构及不同治疗疗效的新型生物制剂。

生物药的研究及开发过程涉及生物化学、分子生物学、微生物学、细胞生物学、免疫学，蛋白质工程及生物生产工艺等诸多知识领域，这也建立了生物制药行业较高的入行门槛。有别于化学药品，蛋白质类药物通常具有庞大而复杂的分子结构，这些结构受到序列和糖基化（因宿主细胞而异）的影响，蛋白质易被碳水化合物或聚糖改变性质。由于蛋白质的结构极大的影响其生物学功能，故生物药品中蛋白结构上微小的差异可导致其在安全性及疗效方面的显著差别。因此，一般来说，生物药一般面对的竞争少于化学药物。

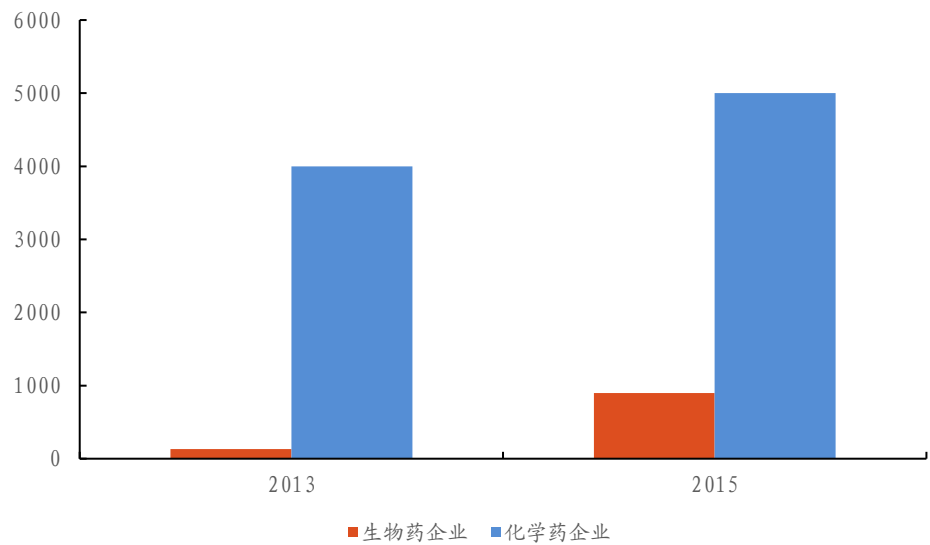
图表 3: 重组 DNA 技术



资料来源：网络公开资料

与全球的情况一样，中国生物药行业相对于化学制药行业竞争较小、技术门槛较高。根据弗若斯特沙利文的数据，2013 年我国生物药品行业约有 130 家公司，而我国化学制药行业则有超过 4000 家公司。截至 2015 年 6 月，我国生物制药企业超过 900 家，且呈逐年上升的趋势；而同期我国原料药及制剂企业在 5000 家左右。根据东财行业分类，目前我国医药 A 股有近 280 家，其中，化学制剂与原料药 90 家，生物制品企业 45 家。

图表 4: 我国医药行业企业数量变化 (家)

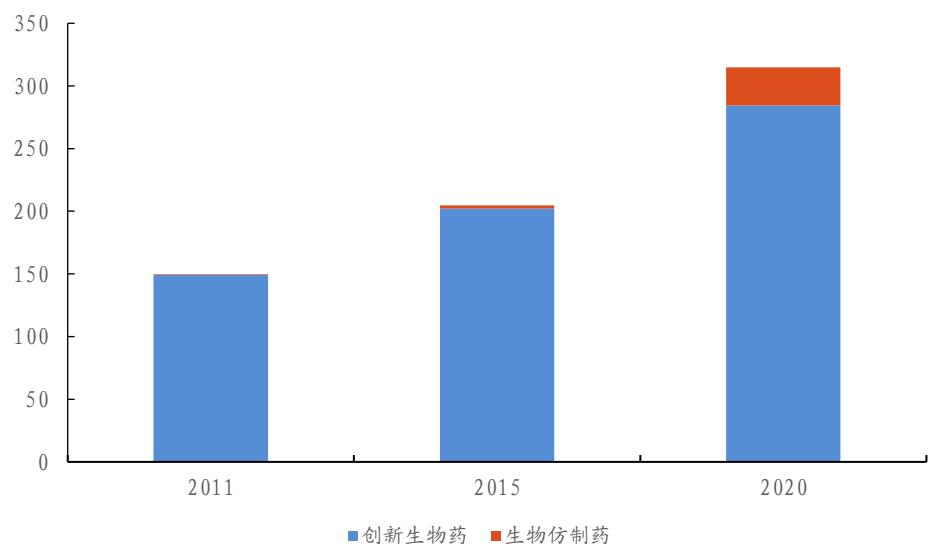


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.2. 生物仿制药市场蓬勃发展

生物仿制药,是指在原研药品的专利保护期到期后进行仿造研发出的仿制药,其在质量、安全性和疗效方面与原研生物药品具有相似性。2006年,随着人类生长激素(HGH)在欧盟的推出,最早生物仿制药开始入市。2020年,全球生物类似物市场将达到304亿美元,预期2015-2020年CAGR将达到62.6%。

图表 5: 全球生物类似物市场规模 (十亿美元)

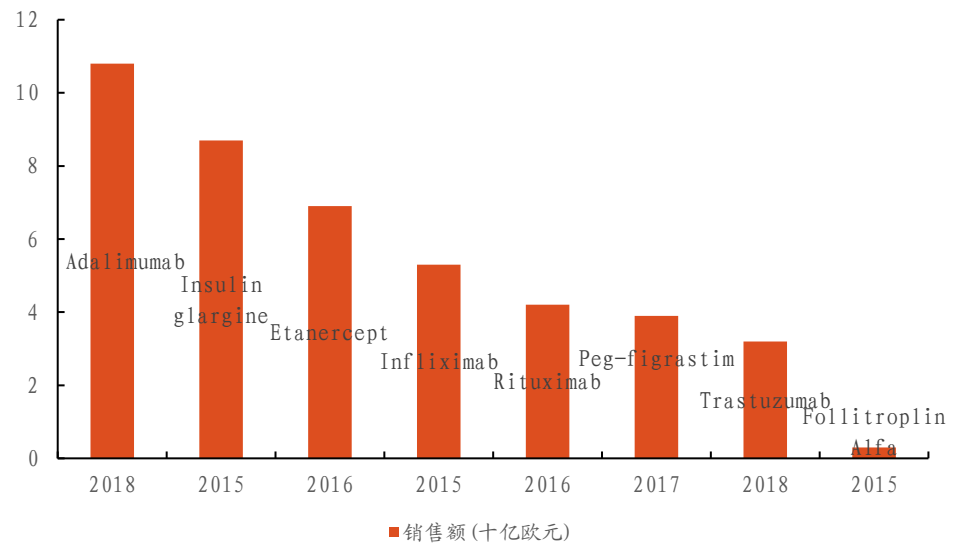


资料来源: 公开数据, 东方财富证券研究所

随着生物药专利逐渐到期以及生物药品强劲的市场需求,生物仿制药市场蓬勃发展。近年,专利保护期到期的原研生物药品包括 Rituxan/MabThera、Herceptin、Humira、Remicade、Avastin、Erbbitux、Synagis 及 Lucentis 等,其于 2013 年的合计销售额为 415 亿美元。根据数据显示,以 2015 年 9 月计,

欧盟五国（法国、德国、意大利、西班牙以及英国）和美国市场将于 2015-2020 年因专利到期或失去保护权的八大生物药品，其市场价值总计将达 433 亿欧元。

图表 6: 2015-2020 年专利到期的主要生物药在欧盟五国和美国的销售情况



资料来源: IMS, MIDAS, 东方财富证券研究所

与小分子药物相比，生物药的自身结构、生产过程复杂很多，且难以进行标准化，在质量、安全、疗效方面很难做到与原研产品一样。另外，产品中未知成分所占的比例相较于化学药品大很多，大分子生物制剂进入体循环表现较大的个体差异，其免疫原性、生物活性、安全性难以以药物在体循环中的暴露量来比较和推断。

现有技术无法保证或证明两个生物药是完全相同的，因而生物仿制药又被称为“生物类似药”。在开发过程中，生物类似药需要完成多个 III 期临床试验来证明与原研药的相似性。因此，生物类似药的研发成本较高，研发周期较长。但是，巨大的销售前景吸引着众多制药企业投身于生物类似药的开发之中。下文列出了 40 个近年专利到期/即将到期的重磅生物制品，这些也是目前生物类似药开发的主要目标。

图表 7: 主要重磅生物制品专利保护期统计 (欧盟 & 美国)

序号	商品名	中文通用名	EU 批准-到期时间	US 批准-到期时间
1	Actemra	脱利珠单抗	200901-201704	201001-201512
2	Avastin	贝伐珠单抗	200501-202201	200402-201907
3	Arzerra	奥法木单抗	201004-	200910-2023
4	Benlysta	贝利木单抗	201107-2021	201103-2023
5	Campath	阿伦单抗	200309-202105	200105-202107
6	Cimzia	赛妥珠单抗	200910-	200804-2024
7	Herceptin	曲妥珠单抗	200008-201407	199809-201906
8	Humira	阿达木单抗	200309-201810	200212-201612
9	Ilaris	卡那单抗	200910-	200906-
10	Lucentis	雷珠单抗	200701-2022	200606-202006
11	Prolia	狄诺塞麦	201005-	201006-2016

12	Simponi	戈利木单抗	200910-202410	200904-202402
13	Soliris	依库组单抗	200706-202005	200703-202103
14	Stelara	优特克单抗	200901-202401	200909-202309
15	Synagis	帕利珠单抗	199908-201508	199806-201510
16	Tysabri	那他珠单抗	200506-201508	200411-201503
17	Vectibix	帕尼单抗	200712-2018	200609-202004
18	Xolair	奥马珠单抗	200510-201708	200306-201706
19	Yervoy	伊匹单抗	201106-2021	201106-2023
20	Zenapax	达利珠单抗	199902-201305	199710-
21	Adcetris	本妥昔单抗	201210-	201108-
22	Erbitux	西妥昔单抗	200406-201406-	201412-201602
23	Orthoclone	莫罗单抗	-	199209 -
24	Remicade	英夫利昔单抗	199908-201502-	199808-201809
25	Removab	卡妥素单抗	200904-	-
26	Rituxan	利妥昔单抗	199806-201311	199711-201609
27	Reopro	阿昔单抗	-	199812-201506
28	Simulect	巴利昔单抗	199810-201304	199805-
29	Zevalin	替伊莫单抗	199810-201304	199805-
30	Enbrel	依那西普	200002-201508	199811-2028
31	Epogen	EPO	198906-2004	198906-201308
32	Neulasta	PEG-G-GSF	200208-201708	200201-201510
33	Nulojix	贝拉西普	201106-2021	201106-2023
34	Neupogen	G-CSF	过期	199102-
35	Novolog	门冬胰岛素	200008-2011	200006-201412
36	Orencia	阿巴西普	200705-201705	200512-201705
37	Lantus	甘精胰岛素	200905-2014	200004-2014
38	Lovenox	依诺肝素	-2012	199305-过期
39	Aranesp	EPO	200108-201606	200109-
40	Avonex	干扰素 β -1a	200203-2015	200302-2015

数据来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

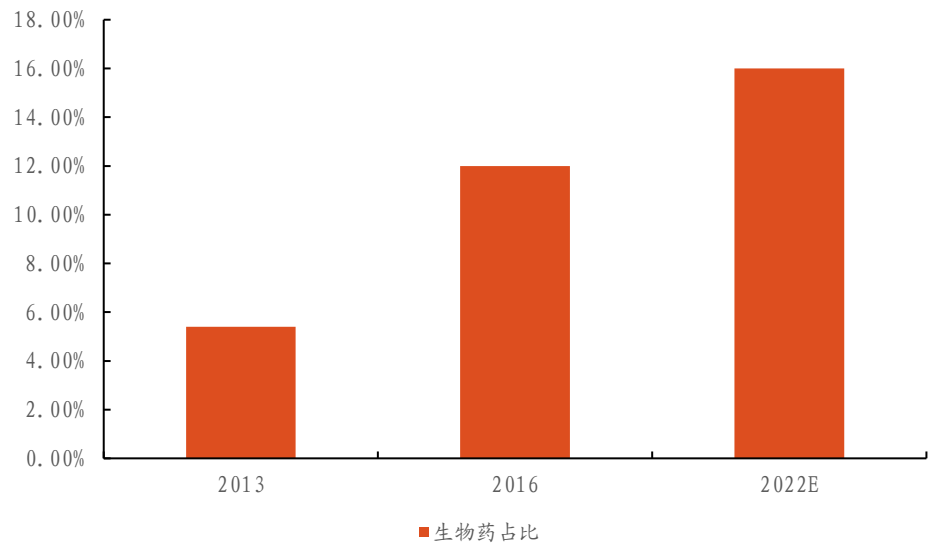
1.3. 我国生物制药产业增速可观

我国大力支持生物制药行业，并将生物制药产业定位为重要战略性新兴产业，极力推动行业的大发展、大繁荣。“十二五”期间，基因药物、蛋白药物、单抗克隆药物、治疗性疫苗等成为生物医药行业发展的重点。国家发改委印发《“十三五”生物产业发展规划》，生物医药行业又迎来新一轮的发展机遇。根据规划，“十三五”期间我国生物医药产业将重点发展重大疾病化学药物、生物技术药物、新疫苗、新型细胞治疗制剂等多个创新药物品类。要求到 2020 年实现生物医药产业工业销售收入 4.5 万亿元，增加值占全国工业增加值的 3.6%。

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%。根据 2013 年 IMS 数据，我国生物药品市场占整体药品市场的 5.4%，而全球生物药品市场占全球整体药品市场的 11.7%。2016 年，我国生物药市场规模达到 1527

亿元，占药品整体市场的 12%，2022 年这个比例将达到 16%，市场规模将达到 2000 亿元。

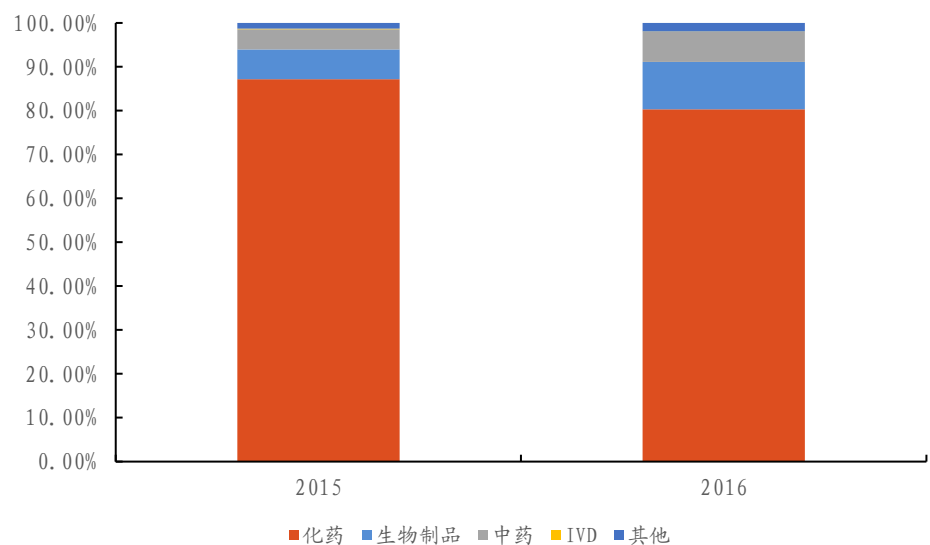
图表 8: 我国生物药所占比例变化 (%)



资料来源: IMS, 东方财富证券研究所

2016 年, 我国药审中心 CDE 根据总局《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》(19 号文), 共将 12 批 193 件注册申请纳入优先审评程序, 其中生物制品注册申请 22 件, 占比 11.4%, 远超过药监总局国产药品数据库中生物制品占比 1% 的比例。据药智网数据统计, 2015 年 CDE 共受理生物制品 558 个 (受理号), 占总受理药品数量的 6.8%; 而 2016 年 CDE 受理生物制品为 408 个, 占总受理量的 10.79%。虽然生物制品受理数量有所下降, 但在总体药品中的占比有上升趋势, 可见企业正在提升生物制品市场的布局。

图表 9: CDE 受理药品分布情况 (%)



资料来源: IMS, 东方财富证券研究所

2. 公司探索发展之路

姜先生及其儿子姜竞博士为公司的联合创始人。公司最早通过沈阳三生开展业务运营，后者成立于1993年，主要由沈阳科卫尔（作为股东）提供资金。自沈阳三生成立以来，公司专注生物药物产品的研发，特别是重组蛋白药物产品。在筹备纳斯达克上市期间，公司分别于2006年5月及8月注册成立了集思及三生制药。2006年7月，集思收购沈阳三生的全部股权。2006年9月，公司收购集思的全部已发行股本并成为沈阳三生及其附属公司的间接控股公司。

2007年2月7日，公司在美国完成存托股份的首次公开发售并于纳斯达克上市。为提升公司的形象、提高股份的交易流通性，公司于2013年5月29日进行私有化。2013年5月29日（即私有化完成前最后交易日），美国存托股份的收市价及公司的市值分别为16.59美元及约392.2百万美元。

为丰富公司的产品组合、与公司的现有业务产生协同效应并进一步提升在生物制药行业的竞争力，公司开展了多项收购事项。2014年12月，公司收购赛保尔生物（拥有两项创收产品），赛博尔成为公司的第二种重组人促红素产品；为进军欧洲市场，公司收购Sirton（意大利一家合约形式的药品生产商）；同月，公司成为中信国健（率先在市场推出具有领导地位的单克隆抗体产品）的少数股东，与中信国健在研发、生产及营销单克隆抗体产品上开展了广泛的战略性合作。

2015年6月，公司开启了港交所上市之路，同年斥资约5.3亿元收购了浙江万晟药业，公司被纳入恒生综合大中型股票指数。在2015-2016年间，公司陆续收购中信国健的股份，前后共斥资约60亿元，持股比例也由6.96%增至97.78%。2016-2017年，与阿斯利康、礼来等国际巨头开展商业化合作，获得GLP-1受体激动剂百泌达®（艾塞那肽注射液）与百达扬（艾塞那肽缓释剂）、胰岛素产品优泌林在中国的商业化权利。公司主打产品特比澳、益赛普和芪明颗粒纳入2017年医保目录。

公司部分重要业务发展里程碑：

1993年 主要运营附属公司沈阳三生成立。

1995年 重组人干扰素 α -2a产品因特芬推出。

1996年 重组人白介素2产品英路因推出，该产品为首次引入中国市场的白介素产品之一。

1998年 核心产品重组人促红素注射液益比奥推出。

2002年 益比奥的销量及销售额在国内的重组人促红素产品中居第一位。

2005年 另一核心产品特比澳获CFDA批准，为中国首项且唯一获批准的重组人血小板生成素产品。

2006年 通过辽宁三生获得蔗糖铁注射液（补充铁剂产品）为期5年的独家经销权。

2007年 公司在纳斯达克上市。

2010年 在沈阳经济技术开发区建设益比奥及特比澳的额外生产设

施, 使公司的益比奥及特比澳产能增加约四倍。辽宁三生以人民币 200 万元认购亚盛上海的 40% 股权。

2011 年 自愿将生产标准升级, 从而使益比奥的产品质量完全符合欧洲药典标准获得 CFDA 批准。

2012 年 公司通过全资附属公司辽宁三生科技与 DaVita (独立第三方) 订立合资协议, 设立 DaVita 合资企业 (在中国吉林及辽宁两省从事肾方面的医疗服务), DaVita 及公司分别出资 70% 及 30%。

2013 年 公司私有化, 并于纳斯达克退市。

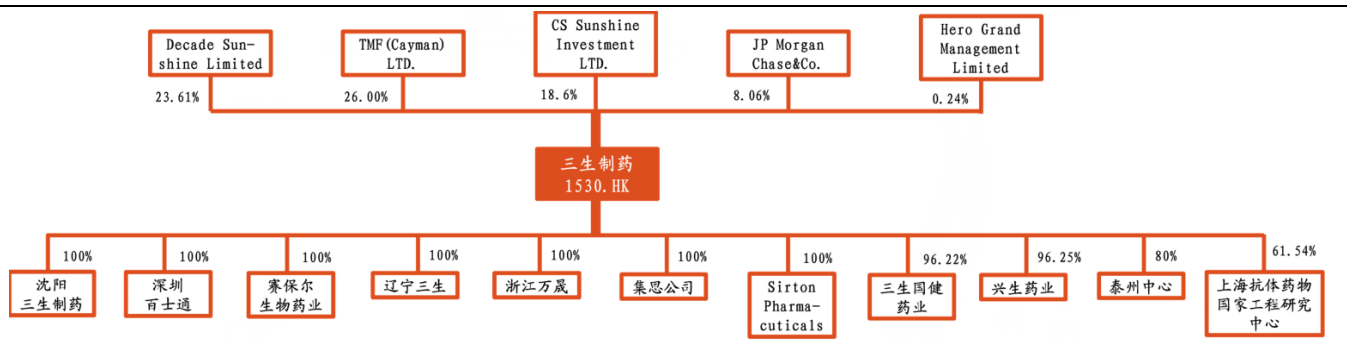
2014 年 收购赛保尔生物; 收购意大利的合约药品生产商 Sirton; 另外与中信国健订立一份战略合作协议, 并收购中信国健约 6.96% 的股权。持有 Aurinia 约 1.95% 发行在外的股份。

2015 年 香港联交所上市, 收购浙江万晟药业, 纳入恒生综合大中型股票指数。将独家配方中药品种芪明颗粒纳入集团产品组, 用于治疗 II 型糖尿病视网膜膜病变。

2016 年 与阿斯利康订立独家许可协议, 获得 GLP-1 受体激动剂百泌达® (艾塞那肽注射液) 与百达扬 (艾塞那肽缓释剂) 在中国的商业化权利, 用于改善 II 型糖尿病患者的血糖控制, 有效期 20 年。

2017 年 特比澳、益赛普和芪明颗粒进入 2017 年医保目录; 与礼来签订胰岛素产品优泌林独家许可协议; 通过发行可转债募集 3 亿欧元。

图表 10: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

3. 中国领先的生物制药集团

根据 Frost & Sullivan 数据, 2013 年按照哺乳动物细胞表达的生物药品销售额, 公司在中国同类公司中排名第一; 而按所有生物药品销售额的话, 公司排名第二。作为中国生物制药行业的先行者, 公司在研发、生产及营销生物技术药品方面积累了丰富的经验。公司主要专注肿瘤、风湿、肾科、代谢、皮肤科等快速增长治疗领域。

3.1. 慢性肾病 CKD 患者人数庞大

慢性肾病 (CKD) 是指因肾损伤而导致的肾功能逐步衰竭的疾病。根据 Frost&Sullivan 数据, 2012 年中国 CKD 患者总数约为 1.2 亿人, 总体患病率

为 10.8%。人口老龄化、CKD 患者寿命增加，及糖尿病等慢性病的患病率逐渐增加，这些因素导致了庞大的 CKD 患者人数。根据国际糖尿病联合会 IDF 统计，2017 年全球有糖尿病患者 4.25 亿，其中中国有 1.14 亿，占全球的 27% 左右，位居全球首位。

CKD 患者通常患有贫血症，有功能障碍的肾脏无法生成足够的促红细胞生成素 (EPO) 以供骨髓制造所需量的红细胞，因而病征表现为红细胞水平低。根据肾功能的强度，慢性肾病可分成 I-V 期，其中 V 期患者被认为处于肾病末期，并且需要每周进行透析治疗。数据显示，美国肾性贫血病人超过 3500 万，其中接近 48 万病人需要接受透析治疗，同时处于 III-V 期病人而未接受透析治疗的病人有 1700 万之多。Frost&Sullivan 数据显示，2012 年中国约有 3950 万 CKD 贫血症患者，约有 140 万人为需要透析治疗的晚期 CKD 患者。下图列示了 CKD 的五个阶段、2012 年中国相关患者人数及贫血症患病率：

图表 11: 我国 CKD 患者人数及贫血症患病率

阶段	描述	中国患者人数 (百万)	贫血症患病率 (%)
I	早期肾损伤，肾小球滤过率 GFR 正常或甚至上升	63.1	22.0
II	肾损伤恶化，GFR 轻微降低	37.6	40.6
III	GFR 中度降低	17.7	50.9
IV	GFR 严重降低	1.1	85.1
V	肾衰竭	0.3	98.9

数据来源：招股说明书，东方财富证券研究所

3.2. 肿瘤为我国主要的致死原因

肿瘤，通常称为癌症，为我国主要的致死病因。受人口老龄化趋势的到来、生活方式的不断变化，以及工业化、城市化过程中产生的环境污染等多种因素影响，我国的癌症发病率近年来不断升高。从 2015 年我国城市居民主要疾病死亡数据来看，恶性肿瘤已经超过心脑血管疾病，成为我国居民的头号杀手，占死亡比例 25% 以上。根据 Frost&Sullivan 资料，由于癌症患病率的上升，在中国接受化疗的癌症患者总数由 2008 年的 230 万增至 2012 年约 270 万，并预期未来数年会继续上升。

图表 12: 2015 年中国城市居民十大疾病死亡率及死因构成

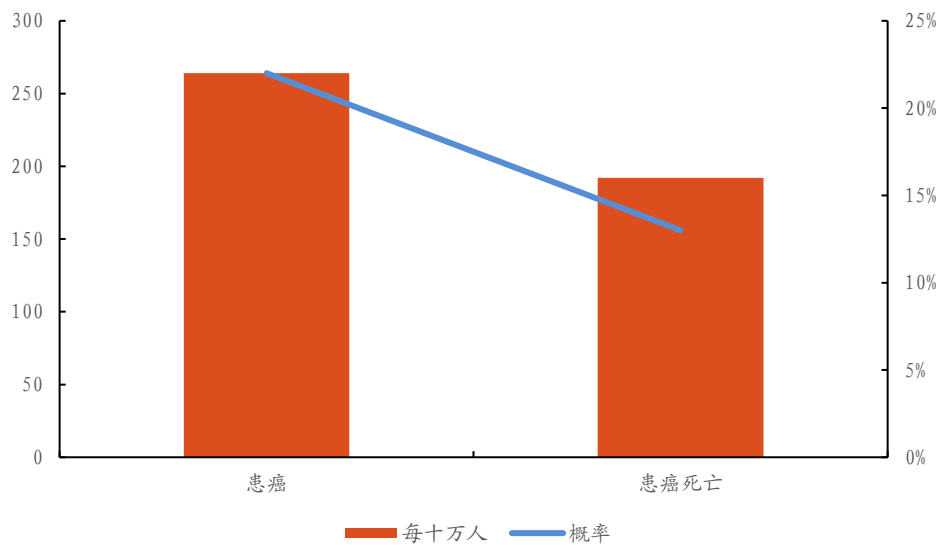
序号	疾病名称	死亡率 (1/10 万)	构成%
1	恶性肿瘤	164.35	26.44
2	心脏病	136.61	21.98
3	脑血管病	128.23	20.63
4	呼吸系统病	73.36	11.8
5	损伤/中毒	37.63	6.05
6	内分泌/代谢	19.25	3.1
7	消化系统病	14.27	2.3
8	神经系统病	6.9	1.11
9	传染病	6.78	1.09

10	泌尿生殖系统病	6.52	1.05
----	---------	------	------

数据来源：中国产业信息网，东方财富证券研究所

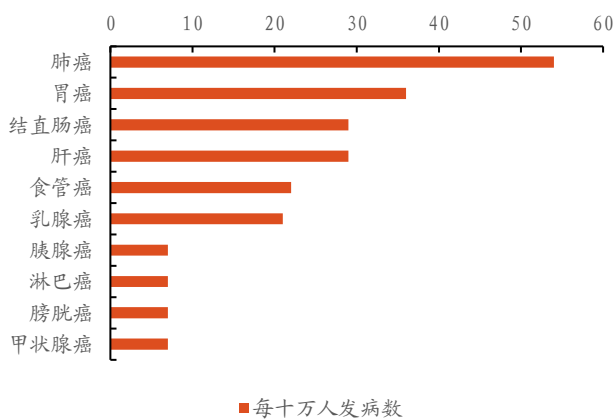
全国肿瘤登记中心最新数据显示，中国每年每十万人中有 264 人患癌，中国人一生中患癌症概率达到 22%；每年每十万人有 192 人患癌死亡。每分钟有 6 人被确诊为癌症，平均每 5 位癌症患者中有 3 人死亡。我国常见的恶性肿瘤主要包括肺癌、胃癌、结直肠癌、肝癌、食管癌等。随着我国医疗质量和诊疗能力的提升，我国恶性肿瘤 5 年生存率已从 10 年前的 30.9% 提升到 40.5%，某些肿瘤如食管癌的 5 年生存率已高于美国等发达国家。然而值得注意的是，这一比例仍然落后于美国和日本 60%，可见我国肿瘤防治态势依然严峻。

图表 13：我国病患发病与死亡情况



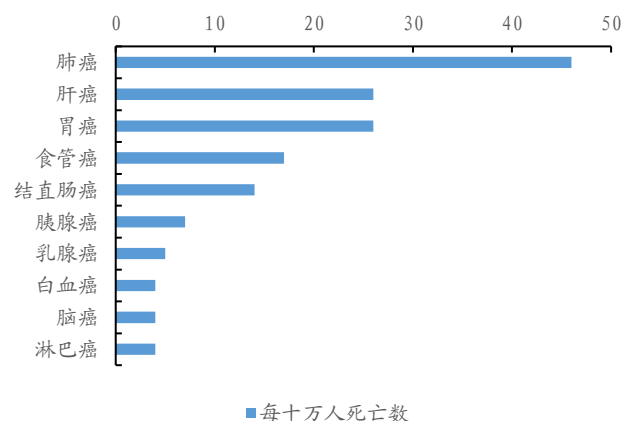
资料来源：公开数据，东方财富证券研究所

图表 14：我国前十大癌症发病数据



资料来源：公开数据，东方财富证券研究所

图表 15：我国前十大癌症死亡数据



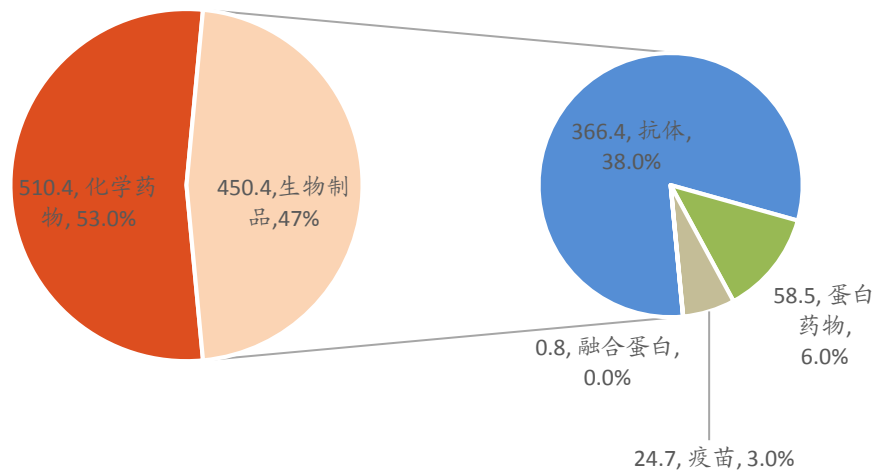
资料来源：公开数据，东方财富证券研究所

根据相关梳理，2015 年全球肿瘤药物市场规模为 1000 亿美元左右，预计 2016 年增速为 10% 左右，2017 年市场规模或达到 1330 亿美元。统计 2016 年各药企近百种肿瘤药物披露的销售额，合计达 967 亿美元，即接近总体市场容量的 90%。在该榜单中，虽然生物制品仅有 28 个，但不乏重磅产品：前 10 名中

有 5 个生物药，前 40 名有 16 个生物药，其中 13 个为单克隆抗体药物。28 个抗肿瘤生物药合计销售额为 450.4 亿美元，占总销售额的 47%。

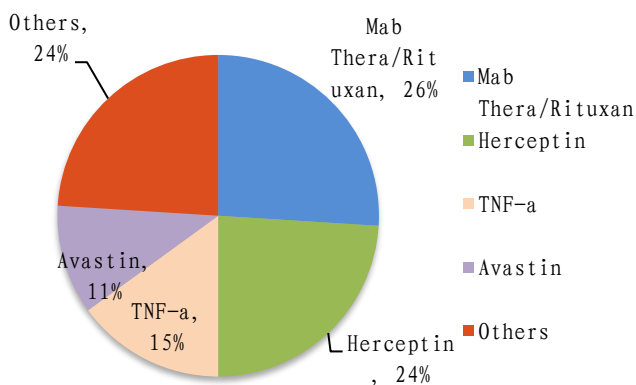
2016 年，4 个主要单抗占中国单抗药市场份额的 76%，这些药物主要是 Rituxan、Herceptin、TNF- α 抑制剂和 Avastin。罗氏以 62% 的市场份额位列我国单抗药物市场首位，其产品包括 Herceptin、Rituxan 和 Avastin。排名第二和第三的分别是诺华和三生制药，代表产品分别是巴利西单抗 (Simulect) 和益赛普。

图表 16: 2016 年抗癌药物市场格局 (亿美元)



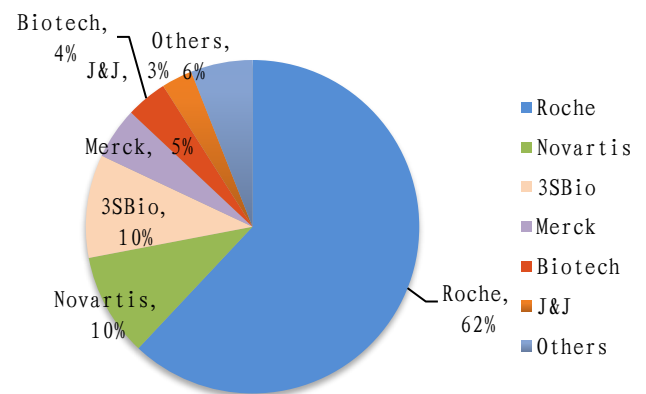
资料来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所

图表 17: 2016 年主要单抗在中国的市场份额 (%)



资料来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所

图表 18: 2016 年主要公司在中国单抗市场的份额 (%)



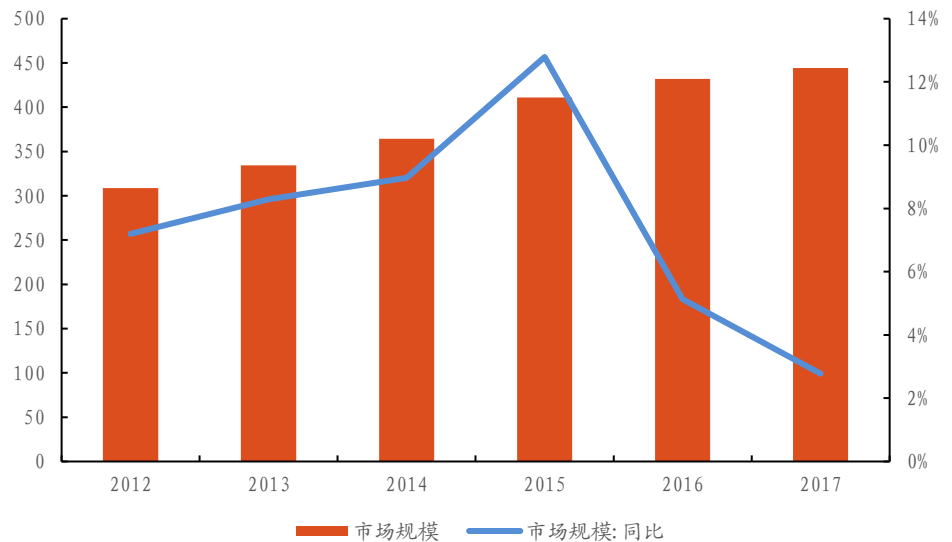
资料来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所

在肿瘤科领域, rhEPO 疗法主要用于轻度至中度贫血症的患者治疗。CIA (化疗相关贫血) 为化疗过程中一种常见的副作用, 会降低骨髓生成红细胞的能力。相比输血, 用 rhEPO 治疗 CIA 的费用较少, 并可避免输血可能导致的过敏及感染风险。

3.3. 糖尿病药国产替代成趋势

根据 IDF 统计, 2017 年全球有糖尿病患者 4.25 亿, 其中中国有 1.14 亿, 占全球的 27% 左右, 位居全球首位。2017 年全球糖尿病药物市场规模达到 444.1 亿美元, 同比增长 2.8%。2016-2017 连续两年增长放缓, 生物类似药的冲击是其中的重要原因。

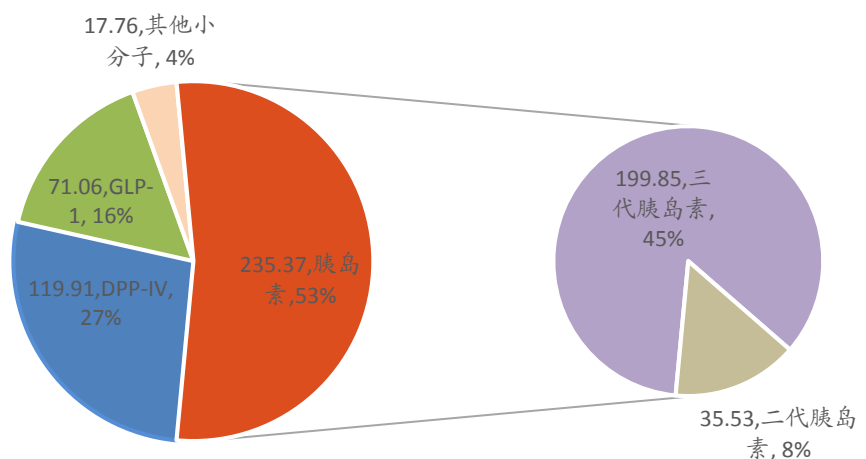
图表 19: 全球糖尿病用药市场规模 (亿美元, %)



资料来源: 公开数据, 东方财富证券研究所

从 2017 年全球糖尿病市场产品格局来看, 胰岛素仍然占据半壁江山, 市场份额达到 53%。DPP-IV 占比 27%、GLP-1 占比 16%。

图表 20: 2017 年全球糖尿病用药市场格局

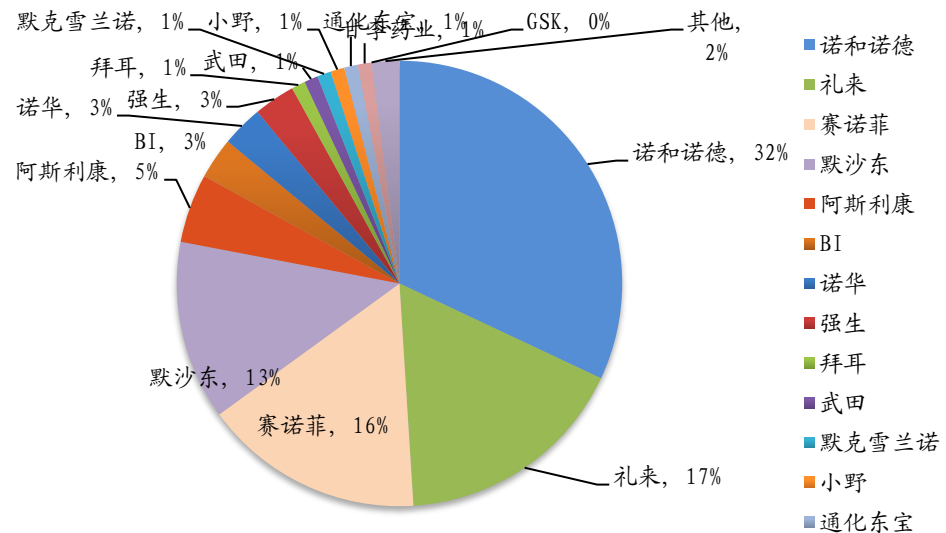


资料来源: 公开数据, 东方财富证券研究所

2017 年糖尿病市场仍然呈现巨头垄断格局, 诺和诺德、礼来、赛诺菲、默

沙东合计占据近 80% 的降糖药市场份额，同时也发生了一些重要变化。礼来公司凭借度拉鲁肽（翻番至 20 亿美元）、甘精胰岛素类似药（4.3 亿美元）快速增长，其糖尿病药物销售额同比增长 30% 至 76 亿美元，与赛诺菲体量相当。勃林格殷格翰凭借利格列汀的增长上升至第六位。而 SGLT2 抑制剂在上市 4 年后出现增长停滞甚至略有下滑，因而强生公司因卡格列净的萎缩下降到第 8 位。

图表 21：2017 年全球糖尿病用药企业竞争格局



资料来源：公开数据，东方财富证券研究所

随着通化东宝、甘李药业等国内企业的多年耕耘，国产胰岛素市占率接近 30%，分别在二/三代胰岛素市场与外企竞争，国产替代进口已经形成趋势。2017 年我国胰岛素市场规模为人民币 160-180 亿元左右。三代胰岛素中长效/速效胰岛素分别模拟基础/餐时胰岛素的分泌特点，达到最优化控制血糖的目的。随着甘精胰岛素、赖脯胰岛素生物类似物在欧美国家的上市，胰岛素走向仿制药与专利药同台竞争的时代。

GLP-1 受体激动剂或成新动力。 GLP-1 为新一代降糖药物，通过增加胰岛素分泌、减少胰高血糖素分泌来降低血糖水平，可使得热量摄取减少和体重减轻，另具有降低血压、改善血脂谱等心血管保护效应。

2017 年国内 GLP-1 市场规模仅 4 亿元人民币，其中诺和诺德的利拉鲁肽的市场份额超过 55%，其余为艾塞那肽。三生制药新上的百达扬或将在中国市场开疆扩土。国内 GLP-1 市场规模仅为全球 GLP-1 市场规模的 1% 左右，主要原因为进入市场晚、价格偏高（为胰岛素治疗成本的 5-10 倍）、医生患者认知度不够。2017 年中国 II 型糖尿病的治疗指南明确指出，二联治疗时可以选择多种药物，包括胰岛素和 GLP-1 受体激动剂。GLP-1 受体激动剂增长较快，或将成为糖尿病市场扩容的最大动力。2016 年，GLP-1 领域发生诸多变化，Victoza（利拉鲁肽）仍然为最畅销的 GLP-1 类似物；一周一次的 Trulicity（度拉鲁肽）大幅增长，2016 年销售额为 9.26 亿美元，占到 18.6% 的市场份额，诺和诺德的索马鲁肽 Semaglutide（首个口服 GLP-1 类似物）是其最大的潜在对手。

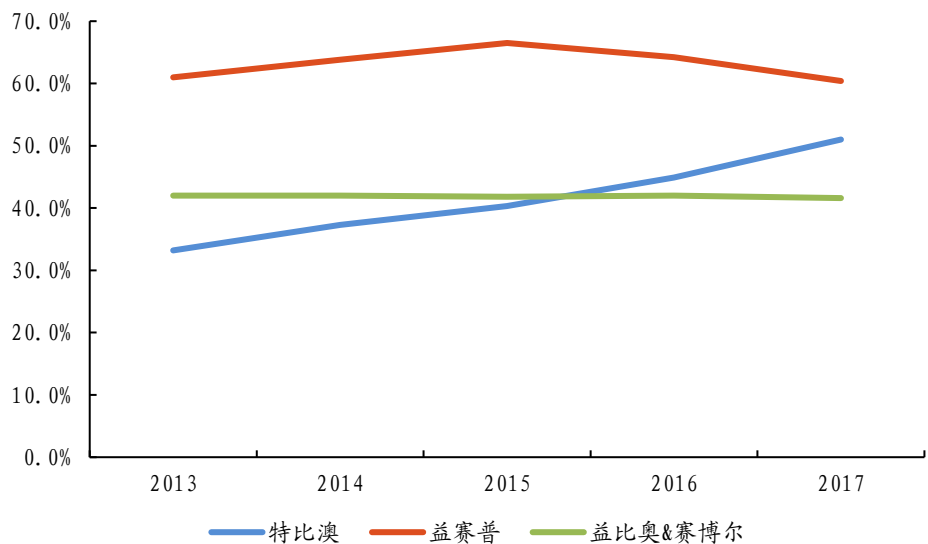
GLP-1 与胰岛素、DPP-4 抑制剂相比存在一定的优势。相较于胰岛素，GLP-1 降低血糖的效果更优，且服药期间血糖波动程度相对要低。与 DPP-4 抑制剂相比较，GLP-1 的餐后血糖降低效果较好，且发生低血糖事件的风险较低。

4. 多样化产品组合

公司多样化产品组合包括自主开发产品（益比奥、特比澳、因特芬及英路因）、收购产品（益赛普、赛博尔及赛博利）以及授权产品（GLP-1 百泌达、蔗糖铁注射液、甘忻、斯曲帝、瑞斯意及万唯）。

集团的四种核心产品特比澳、益赛普、益比奥及赛博尔均为中国市场领先的产品。1) 特比澳为当今全球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，特比澳（用于治疗血小板减少症）在中国的市场份额增至 51%。2) 根据 IMS 资料，益赛普（肿瘤坏死因子 TNF- α 抑制剂产品）在市场中占据主导地位，2017 年其占据中国市场 60.4% 的份额。3) 根据 IMS 资料，2017 年，集团凭借益比奥&赛博尔组合产品在中国重组人促红素 rhEPO 市场占据支配性地位，占到总市场份额的 41.6%。此外，集团在肿瘤科、肾脏科、皮肤病科及其他治疗领域拥有超过 50 款产品。

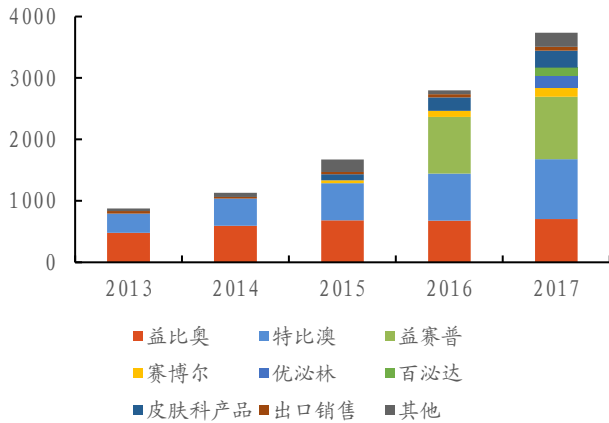
图表 22：公司主打产品占据市场主导地位（%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

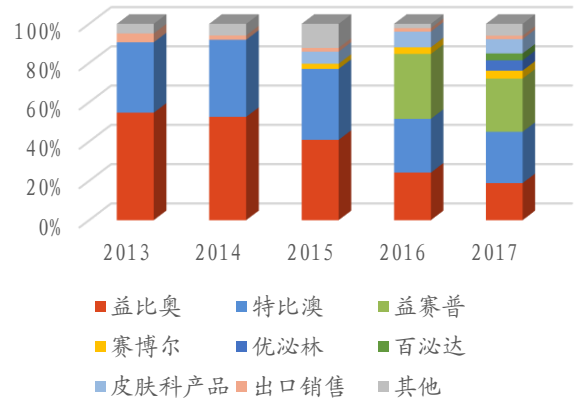
公司产品结构逐渐形成 rhTPO 产品、rhEPO 产品、益赛普三大品种均匀分配格局，2017 年收入占比分别为 26.1%、22.9%、27%。随着糖尿病产品销售的增长，或将形成四分天下之势。

图表 23: 公司主要产品增长 (百万元人民币)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 24: 公司产品结构有四分之三 (%)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

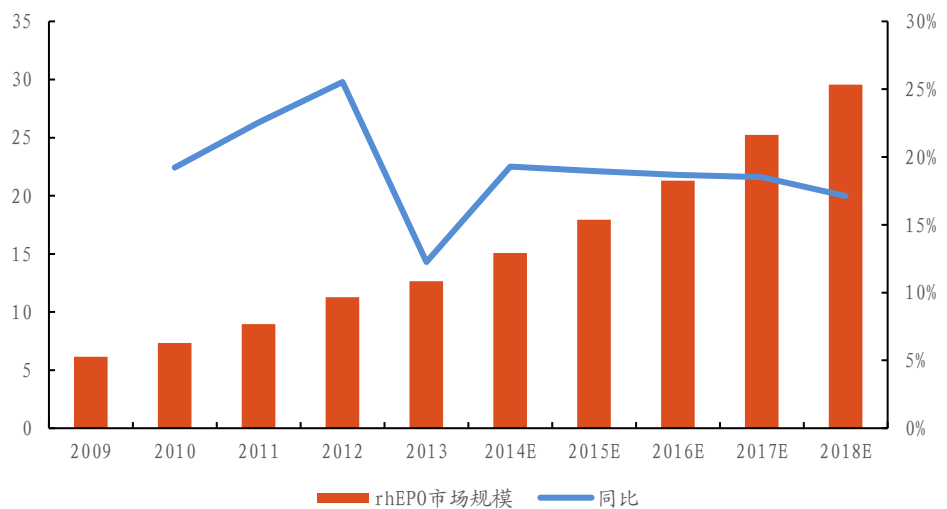
4.1. 重组人促红素产品 rhEPO

4.1.1. 我国 rhEPO 市场

促红细胞生成素 (EPO) 通常是在肾脏产生及激活的一种自然生长因子, 能够调节红细胞的生成。rhEPO 治疗能减轻贫血症症状并降低对输血的需求, 从而改善患者的生活质量。rhEPO 产品的三种主要适应症为: 治疗慢性肾病 (CKD) 引起的贫血症、化疗引起的贫血症 (CIA) 及外科围手术期的红细胞动员。根据 IMS 的资料, 2013 年 rhEPO 产品的全球销售额达到 88 亿美元。

我国 rhEPO 市场近年增长迅速。我国 rhEPO 产品的销售额由 2009 年的人民币 6.14 亿元增至 2013 年的 12.64 亿元, 2009-2013 年 CAGR 为 19.8%, 并预计 2018 年将增至 29.55 亿元, 2013-2018 年 CAGR 为 18.5%。根据 IMS 最新数据, 凭借两种 rhEPO 产品益比奥及赛博尔, 公司在中国 rhEPO 市场占据绝对优势地位超过十年, 目前市场份额达到 41.6%。

图表 25: 我国 rhEPO 市场规模变化 (亿元, %)



资料来源: 招股说明书, 东方财富证券研究所

rhEPO 广泛应用于慢性肾病 CKD、肿瘤科及外科手术的治疗。rhEPO 市场将进一步增长：1) 产品潜在需求大。中国 CKD 患者的透析渗透率低，而几乎所有接受透析治疗的病人须接受 rhEPO 治疗；目前化疗仍是我国癌症治疗的主要方法，大量癌症患者患上 CIA，且人数持续增加；手术量的增长、我国血源不足以及对输血的安全忧虑，预计外科 rhEPO 治疗的需求也将继续增长。2) 医保覆盖范围不断扩大。根据新政策，治疗指定重大疾病（包括晚期 CKD）患者可获得 50% 或以上的补偿，化疗及其他癌症治疗也将获得更大的医保覆盖。

4.1.2. 益比奥使治疗灵活便捷

益比奥及赛博尔为 Amgen Inc. 研制的创新型重组人促红素产品的新版本。赛博尔于 2001 年推出，并获 CFDA 批准用于治疗慢性肾病及治疗化疗引起的贫血症。赛博尔在一、二级医院的销售额高速增长，与益比奥（三级医院为主）形成良好的互补。

公司提供不同剂量的益比奥，使治疗更具灵活性及便捷性。公司开发了 36000IU 的益比奥产品，其给药次数少于较低剂量产品。这是我国该剂量水平唯一获批准的重组人促红素产品，一般用于治疗化疗引起的贫血症。一般来说，化疗引起的贫血症患者及手术病人比慢性肾病患者需要更高剂量的重组人促红素。而 36000 IU 剂量的益比奥让此类贫血症患者在初始提升阶段接受 36000 IU 剂量注射一次，而非使用 10000 IU 剂量注射四次的普遍做法。另外，公司所有获批准的益比奥剂量（36000 IU 除外）均有瓶装及预充式注射器剂型。预充式注射器剂型的益比奥于 2007 年 6 月推出，是公司产品组合的重要补充，其增强了注射的安全性、简便性，患者可在家自行使用。益比奥在中国的竞争对手主要为国内公司（包括哈药集团、四环生物、上海凯茂生物、成都地奥制药等）供应的其他重组人促红素产品。

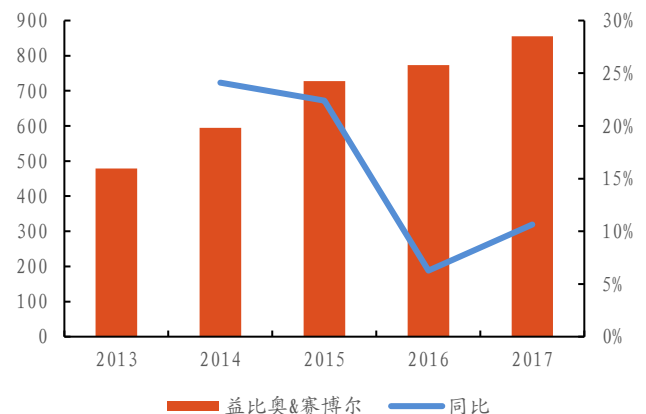
2017 年，公司益比奥&赛博尔销售收入为 8.55 亿元，同比增长 10.6%，2013-2017 年 CAGR 为 15.5%。

图表 26: 益比奥&赛博尔



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 27: 益比奥&赛博尔收入增长 (亿元, %)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4.2. 血小板生成素产品 rhTPO

4.2.1. 我国 TPO 市场

血小板生成素 (TPO) 是一种主要由肝脏产生的人类荷尔蒙，可调控血小

板生成。血小板不足会引起易出血、易瘀青、血液由毛细血管外渗至皮肤及粘膜等症状。rhTPO 是一种基因重组糖基化 TPO，在增加血小板数量上与内源性 TPO 具有类似药理作用。公司专有的 rhTPO 产品特比澳是国家 I 类新药，自 2006 年推出以来一直是全球唯一的商业化的 rhTPO 产品。特比澳在中国的两个主要适应症为：化疗引起血小板减少症 (CIT) 及免疫性血小板减少症 (ITP)。2017 年，特比澳继续被纳入医保目录乙类药物，取消工伤限制。目前获得新适应症的临床批件：肝功能障碍手术患者在围手术期的动员和儿科 ITP。

根据弗若斯特沙利文的资料，我国的 rhTPO 市场由 2009 年的人民币 8970 万元增至 2013 年的 3.15 亿元，2009-2013 年 CAGR 为 36.9%，并预计于 2018 年增至 12.61 亿元，2013-2018 年 CAGR 为 32.0%。2013 年中国有治疗需求的免疫性血小板减少症患者中，特比澳的渗透率不足 10%。我国 rhTPO 市场的持续增长将会受患者基数庞大、CIT 及 ITP 治疗的医保覆盖范围扩大，以及医生对 rhTPO 治疗的认可度提高而推动。

4.2.2. 特比澳竞争优势明显

特比澳目前的竞争对手为治疗 CIT 及 ITP 的其他疗法。在 CIT 市场，特比澳主要与重组人白介素 11 竞争，公司产品特比澳不良反应少、程度轻、血小板浓度升高所需时间较快，尽管周期费用相对较高；在 ITP 市场，特比澳的主要竞争对手为皮质类固醇激素、静脉注射免疫球蛋白、脾切除术及若干化学药物等其他替代疗法，由于安全性和有效性上的优势，再加上医保覆盖，特比澳的市场优势明显。公司的主要竞争对手为齐鲁制药，后者的巨和粒是国内 rhIL-II 市场的领头羊，目前约占 rhIL-II 市场 60% 的份额。

2011 年 3 月刊发的专家共识《成人原发免疫性血小板减少症诊治的中国专家共识(修订版)》建议，在初步治疗方案未能奏效或引发不良反应时，将 rhTPO 疗法作为治疗 ITP 的第二治疗方案。皮质类固醇疗法因疗效高且成本低而成为治疗 ITP 的主要方法，但存在多种潜在副作用，尤其是对于体质较弱的老年人来说难以承受。另外，rhTPO 还可结合其他 ITP 第二治疗方案(例如脾切除术、免疫抑制药物及血小板输注)一起应用。

2017 年，公司特比澳销售收入为 9.75 亿元，同比增长 27.4%，2013-2017 年 CAGR 达到 32.8%。

图表 28: 特比澳

特比澳®

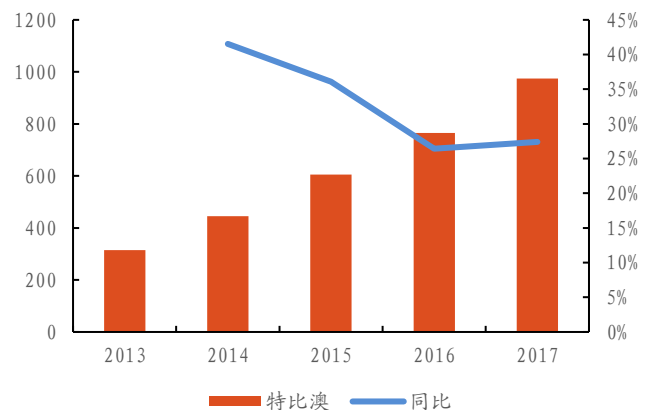
2005 年，特比澳获得 FDA 批准上市，被获批用于两种适应症：即治疗化疗引起的血小板减少症 (2005 年获批) 及治疗免疫性血小板减少症 (ITP) (2010 年获批)，并被列入国家医疗保险药品目录西药部分医保乙类。



适应症	生产基地	剂型&剂量
治疗化疗引起的血小板减少症 (CIT)	沈阳生产基地	7500 单位/1 毫升, 15000 单位/1 毫升
治疗免疫性血小板减少症 (ITP)		

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 29: 特比澳收入增长 (亿元, %)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4.3. 益赛普 (依那西普)

4.3.1. RA/AS 临床需求远未满足

类风湿性关节炎 RA 和强直性脊柱炎 AS 的临床需求远未得到满足。2016 年全球排名前十的畅销药中，其中 3 个是用于治疗自身免疫类疾病的抗肿瘤坏死因子抑制剂，全球合计销售额超过 300 亿美元，包括修美乐 Humira (阿达木单抗)、类克 Remicade (英夫利昔单抗) 和恩利 Enbrel (依那西普) 等。TNF- α 抑制剂主要分为融合蛋白类和单抗类两大类，两者在作用机制上存在部分差异，其疗效和安全性也不完全相同。融合蛋白类 TNF- α 抑制剂主要为依那西普，其原研产品为辉瑞的恩利 Enbrel，于 1998 年在美国上市。预计中国目前约有 800 万类风湿性关节炎和强直性脊柱炎患者。由于治疗费用昂贵、医保覆盖范围不足，抗肿瘤坏死因子抑制剂在国内市场的渗透率极低，约为 1.1% (该类药物在美国市场的渗透率约为 38%)。

图表 30: 国内上市 TNF- α 药品对比

商品名	益赛普	恩利	强克	安佰诺	类克	修美乐
活性成份	依那西普	依那西普	依那西普	依那西普	英夫利昔单抗	阿达木单抗
国内上市时间	2006	2010	2012	2015	2007	2010
中标价	630 元/25mg	2030 元/25mg	690 元/25mg	520 元/25mg	5180 元/100mg	7600 元/40mg
年均费用	6-8 万	19-25 万	4-6 万	5-7 万	9 万左右	17-19 万
医保覆盖	国家乙类	国家乙类	国家乙类	国家乙类	否	否
生产厂家	三生	辉瑞	上海赛金	海正药业	杨森	艾伯维

数据来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所。注: 价格均为 2018 年的平均价。

4.3.2. 益赛普增长显著

益赛普 2005 年首次在中国推出，用于治疗类风湿性关节炎 RA，其适应症于 2007 年扩大至强直性脊柱炎 AS 及银屑病。集团在研产品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，该产品已完成 III 期试验且预期于 2019 年上市销售。鉴于中国单克隆抗体市场相对较低的渗透率，我们认为益赛普在中国仍处于产品生命周期的早期阶段。益赛普已在 11 个国家获得批准，并正在 19 个国家注册。

作为率先在中国市场推出的依那西普产品，益赛普增长显著，并在中国市场占据支配性领导地位。根据 IMS 数据，2017 年按销售额计益赛普占中国市场份额的 60.4%。益赛普的销售覆盖国内 2500 余家医院，包括逾 1000 家三级医院。

益赛普被纳入 2017 年《国家医保目录》西药部分医保乙类，编号 846，用于治疗已确诊的 RA 及诊断明确的 AS (不包括放射学前期中轴性脊柱关节炎) 的患者。2017 年 2 月，重组人 II 型肿瘤坏死因子受体抗体融合蛋白 (依那西普的生物类似物)，包括益赛普、强克和安佰诺被纳入新版国家医保目录 (乙类)。此前，益赛普仅被纳入 7 个左右的省区医保目录。预计后期大部分省份会将益赛普纳入其医保报销范围，这将大大提升该品种的可及性。由于新版《国家医保目录》于 2017 年 9 月起实施，益赛普在 2017 年第四季度快速增长。2017 年，

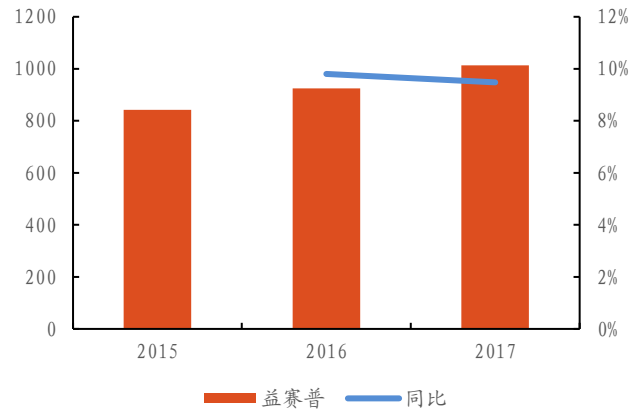
公司益赛普销售收入为 10.13 亿元，同比增长 9.5%，2015-2017 年 CAGR 达到 9.5%。

图表 31: 益赛普



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 32: 益赛普收入增长 (亿元, %)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4.4. 百泌达/百达扬/优泌林

集团通过与 AstraZeneca (阿斯利康) 及礼来公司合作延伸到糖尿病治疗领域，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。2016 年 10 月，公司与阿斯利康签订糖尿病产品百泌达（艾塞那肽注射液）和百达扬（艾塞那肽缓释制剂）的独家代理协议，且已经接手了阿斯利康约 150 人的糖尿病销售团队。

优泌林是重组人胰岛素，诞生于 1982 年，是世界上第一个人工基因合成的人胰岛素产品，也是全球第一个应用重组 DNA 技术创造的人用医疗产品。自 1997 年在中国上市以来，优泌林已累计服务数千万中国糖尿病患者。

百泌达 Byetta 为 GLP-1 受体激动剂针剂药物，配合饮食及运动控制，每日皮下注射两次，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，以及二甲双胍合用磺脲类而血糖控制不佳的患者。Byetta 由阿斯利康及 EliLilly 于 1995 年共同开发，于 2005 年 4 月获美国 FDA 批准，之后在欧洲及其他国家获批，并于 2009 年 8 月获中国食品药品监督管理局批准。

多次给药，针剂注射的疼痛感等因素均会降低患者长期用药的疗效和依从性。2018 年 1 月 4 日，我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 正式获得了 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。集团于 2018 年 5 月在中国市场推出首个长效周制剂 GLP-1 受体激动剂产品百达扬。百达扬为艾塞那肽的缓释制剂，每周皮下注射 1 次，配合饮食及运动控制，用于 II 型糖尿病患者的血糖控制。适用于单用二甲双胍、噻唑烷二酮类、磺脲类，以及二甲双胍合用磺脲类或噻唑烷二酮类、磺脲类合用噻唑烷二酮类，血糖控制不佳的患者。Bydureon 已证明可以有效降低 HbA1c 达 1.3-1.9%。其于 2012 年获美国 FDA 批准，并在包括欧洲在内的全球 42 个国家上市。阿斯利康于 2016 年 5 月在中国递交 Bydureon 的上市申请。

截至 2017 年 12 月 31 止年度，公司的优泌林销售额约人民币 1.29 亿元，及推广优泌林有关的服务收入约人民币 6830 万元；百泌达销售额约人民币 1.31 亿元。

图表 33: 公司糖尿病用药

2016年10月11日, 公司与阿斯利康订立独家许可协议, 获得Byetta和Bydureon在中国的商业化权利, 有效期20年。



适应症	生产基地	剂型&剂量
用于改善2型糖尿病患者的血糖控制, 适用于单用二甲双胍, 磺酰脲类, 以及二甲双胍合用磺酰脲类, 血糖仍控制不佳的患者;	阿斯利康中国	5μg剂量刻度注射笔: 0.25mg/ml, 1.2ml/支, 单次注射药量5μg, 内含60次注射的药量; 10μg剂量刻度注射笔: 0.25mg/ml, 2.4ml/支, 单次注射药量10μg, 内含60次注射的药量。

2017年5月16日, 公司与礼来中国订立独家许可协议, 获得胰岛素产品优泌林®在中国的商业化权利。



适应症	生产基地	剂型&剂量
糖尿病	礼来中国	/

资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

4.5. 其他产品

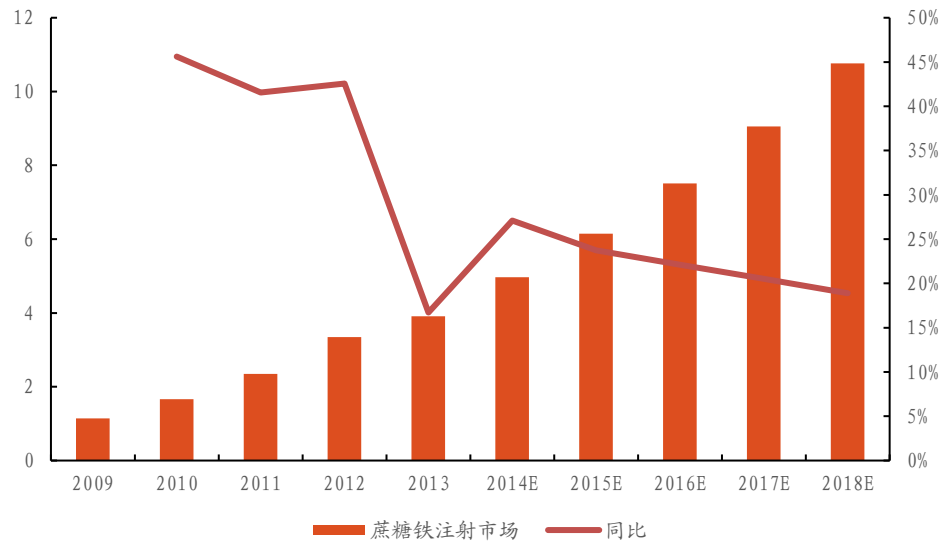
4.5.1. 蔗糖铁注射液

缺铁性贫血 (IDA) 为全球最常见的因营养不良而产生的身体疾病之一, 是许多其他疾病及状况 (包括 CKD、癌症及胃肠问题) 的常见并发症。由于向全身输送的氧气减少, IDA 患者可能出现肤色苍白、呼吸短促、无故疲劳、胸部疼痛及头痛等症状。IDA 的治疗方案包括口服铁剂疗法、静脉注射铁剂疗法及输血。使用 rhEPO 疗法治疗患有 CKD 或接受化疗的 IDA 患者比较常见。静脉注射铁剂疗法是胃肠道对铁剂吸收差、患有严重缺铁症或不能接受口服铁剂疗法的 IDA 患者的必要方式。

蔗糖铁注射为新一代静脉注射铁剂疗法。与口服及其他静脉注射铁剂疗法相比, 蔗糖铁注射具有起效快、疗效佳、副作用较低及铁利用率较高等多项优点。蔗糖铁注射可结合 rhEPO 处方使用, 因其可改善 rhEPO 治疗的疗效。

根据 Frost&Sullivan 的资料, 我国蔗糖铁注射产品的销售额由 2009 年的 1.14 亿元增加至 2013 年的 3.91 亿元, 2009-2013 年 CAGR 为 36.0%, 且预计在 2018 年会进一步增加至 10.76 亿元, 2013-2018 年 CAGR 为 22.4%。根据 IMS 的资料, 中国蔗糖铁注射产品市场由南京茵生制药、普德药业及三生制药主导, 2013 年的销售收入市场份额分别为 45.1%、33.3%及 14.8%。

图表 34: 我国蔗糖铁注射市场变化 (亿元, %)



资料来源: 招股说明书, 东方财富证券研究所

4.5.2. 赛博利

血栓指血管内形成血块而使得血流量减少的症状, 可能导致血管组织梗塞。静脉血栓 (VTE) 为全球三大致命血管疾病之一。中国 VTE 患者日益增多, 主要原因为膳食模式改变、高血压流行、体能活动不足、酒精消费增加及吸烟盛行。

肝素为预防及治疗血栓最广泛使用的抗凝剂。各种肝素产品已在中国销售, 包括低分子肝素钙、低分子肝素钠、肝素钙、肝素钠及依诺肝素钠。标准肝素常用于预防及治疗 VTE, 但会引发流血及骨质疏松症等并发症。

1990 年代, 医学界推出了低分子肝素——血栓的主要治疗手段, 低分子肝素钙是由标准肝素解聚而成, 被广泛应用于预防及治疗 VTE。相比标准肝素, 低分子肝素钙具有副作用更小及抗凝反应更易预测的优点。2013 年, 低分子肝素的市场份额达 55.7%。2015 年, 全球肝素药物市场已达到 125.8 亿美元, 同比增长了 11.10%。中国肝素市场由 2009 年的人民币 12 亿元增至 2013 年的 28 亿元, 2009-2013 年 CAGR 为 24.7%。

赛博利为赛保尔生物 (2014 年 12 月收购) 制造及营销的低分子肝素钙 (LMWH-Ca) 注射液。赛博利于 2006 年推出, CFDA 批准其两项适应症: (1) 防止及治疗深层静脉血栓; (2) 血液透析中防止凝固。

4.5.3. 皮肤科产品及其他

截至 2017 年 12 月 31 日止年度, 集团来自浙江万晟药业有限公司 (浙江万晟) 的销售额增至约人民币 2.72 亿元, 同比增长约 21.7%, 反映出公司的皮肤科产品表现强劲。

浙江万晟为公司的全资子公司, 提供皮肤科药物、抗癌药物及治疗糖尿病并发症的药物, 公司以具备开发及营销皮肤科产品及治疗糖尿并发症相关药物而闻名。其产品组合包括芪明颗粒、盐酸罗格列酮片、米诺地尔酊、他克莫司软膏、卡介菌多糖核酸注射液、盐酸非索非那定片、利拉茶酯喷雾剂、阿米卡

星洗剂、多西他赛注射液、阿那曲唑片及盐酸阿扎司琼注射液。

因特芬是一种重组人干扰素 α -2a 产品，主要用于治疗淋巴及造血系统恶性肿瘤、传染性病毒疾病，包括成人慢性乙型肝炎、急慢性丙型肝炎及尖锐湿疣。干扰素是人体自然产生的一种微量蛋白质。当人体遭遇病毒时，部分细胞会生成干扰素，并释放至血液或细胞间液中，以诱导健康细胞生成蛋白质来抵抗。医药公司生产的重组干扰素 α 用于治疗毛状细胞白血病、乙/丙型肝炎、尖锐湿疣以及部分罕见血液及骨髓癌症。公司于1995年4月获CFDA批准制造及销售因特芬，并于1995年12月推出该产品。

英路因是一种重组人白介素2(IL-2)产品，与天然生成的免疫调节剂IL-2具有相似的结构与功能。英路因主要治疗肾细胞癌、黑色素瘤、其他癌症引起的胸腔积液及肺结核。IL-2为人体免疫对微生物感染反应的自然组成部分，其可促进T细胞及自然杀伤细胞(NK细胞)等增殖及成熟，进而直接杀死癌细胞。公司于1995年6月获CFDA批准制造及在中国市场销售英路因，并于1996年3月推出该产品。该产品为引入中国市场的首批白介素产品之一。

除上文所述产品外，公司还销售甘忻(美他多辛，用于治疗酒精性肝病)。通过一项引入特许权协议，公司于2012年5月向一家独立第三方机构收购甘忻的生产技术、商标及独家分销权。

5. 重点布局创新

2017年年底，集团积极研发的在研产品有31个，其中作为我国I类新药开发的有16个。公司拥有7种肿瘤科在研产品；11种自身免疫疾病(包括类风湿性关节炎RA)及其他疾病品种；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。公司预计每年将投入占收入比重7-10%的研发费用。

当前，集团拥有一组处于不同临床开发阶段的创新型生物产品，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(用于治疗顽固性痛风)、602(用于治疗癌症的抗表皮生长因子受体抗体)、601(用于治疗AMD的抗VEGF抗体)及益赛普的预充式注射剂。预计赛普汀将于2019年2季度提交上市申请，或将成为国内最早上市的HER2产品。

图表 35: 公司研发布局

治疗领域	在研产品	产品	适应症	研发进度	产品类别
肾科	RD001	NuPIA0, 长效EPO	CKD 贫血症	I 期	I 类生物药
	SSS06	NuPIA0, 长效EPO	同上	I 期	同上
	SSS12/SSS13			临床前	化学药
	SSS17	HIF-PH 抑制剂	贫血症	临床前	I 类化学药
	SSS18			临床前	化学药
肿瘤科	302H	曲妥珠单抗 HER2	转移性乳腺癌等	新药注册	1 类生物药

	304R	利妥昔单抗 CD20	非霍奇金淋巴瘤	新药注册	1 类生物药
	601T	贝伐珠单抗 VEGF	肿瘤	IND	生物类似物
	602	西妥昔单抗 EGFR	转移性结直肠癌	I 期	1 类生物药
	609A		肿瘤	临床前	1 类生物药
	SSS24	TAS102 三氟尿苷 和盐酸硫脲嘧啶	结直肠癌	I 期	3 类化学药
自身免疫	301S	益赛普预充针	类风湿性关节炎	申请生产	1 类生物药
	601a	贝伐珠单抗 VEGF	老年性黄斑变性	IND 获批	1 类生物药
	608	阿巴西普	银屑病、类风湿性 关节炎	临床前	1 类生物药
	610			临床前	生物药
	AP506	阿普斯特	牛皮癣性关节炎	I 期	3 类化学药
	SSS07	人源化抗 TNF- α 抗体	类风湿性关节炎	Ib 期	1 类生物药
	SSS11	Pegsiticase	顽固性痛风	I 期 (美国 II 期)	1 类生物药
	SSS20	艾曲波帕	ITP	I 期	3 类化学药
	SSS32			临床前	化学药
	TPIA0	特比澳	肝病患者围 手术期 动员	I 期	1 类生物药
	TPIA0	特比澳	儿科 ITP	IND 获批	1 类生物药
代谢	Bydureon SDT (single dose tray)	艾塞那肽注射剂	糖尿病	获批上市	进口药
	Bydureon DCP (dual chamber pen)	艾塞那肽注射剂	糖尿病	新药注册	进口药
	SSS26			临床前	化学药
皮肤科	BK011	丙酸氟替卡松乳膏	炎症性和瘙痒性 皮肤病	获批上市	4 类化学药
	KW303	克林霉素磷酸酯	寻常型痤疮	申请生产	3 类化学药

		及维甲凝胶			
	MN709			IND 申请	化学药
	ND409			临床前	化学药

数据来源：公司年报资料，东方财富证券研究所。

302H 曲妥珠单抗（赛普汀）用于治疗 HER2 阳性的转移性乳腺癌。该原研品种于 1998 年在美国获批上市，并于 2002 年在中国上市，商品名为赫赛汀。2015 年全球曲妥珠单抗销售额突破 68 亿美元，2010-2015 年的 CAGR 约为 5.5%（中国 PDB 重点城市医院用药 CAGR 达到 23.9%），其欧洲专利于 2014 年到期，美国专利于 2019 年到期。我国每年新增乳腺癌患者约 20-30 万，其中 HER2 阳性患者约 5-8 万，占比约 25%。曲妥珠单抗是乳腺癌的一线用药，该产品在中国的市场规模预计在百亿元人民币。随着医保覆盖省份的增加，个人治疗负担的减小，渗透率将提升。公司正筹备近期向国家药品监督管理局 CNDA 重新提交上市申请，赛普汀有望成为首个上市的国产曲妥珠单抗，或因先发优势占有较好的市场份额。

304R 利妥昔单抗（健妥昔）用于治疗非霍奇金淋巴瘤（NHL）的单克隆抗体（人类 CD20 的人鼠嵌合单克隆抗体）。原研产品美罗华于 1997 年在美国获批上市，2015 年全球销售额达到 73.3 亿美元，2010-2015 年 CAGR 达到 3.8%（中国 PDB 重点城市医院用药 CAGR 达到 18.9%），其欧洲专利于 2013 年到期，美国专利 2016 年到期，美罗华的销售额正逐渐步入下行通道。根据《中国肿瘤登记年报》数据，2003-2013 年期间，我国恶性淋巴瘤的发病率约为 6.68/10 万，每年新发病数近 9 万例，每年新增的利妥昔单抗适应症患者数约为 5 万人，对应市场空间在百亿元人民币。目前国内利妥昔单抗仅有罗氏的美罗华上市，尚无国产仿制药。正大天晴、复宏汉霖等企业均在该领域有所布局。三生国健的健妥昔是国内最早申请临床的利妥昔单抗产品，已经完成 III 期临床，正在整理临床数据准备上市申请。

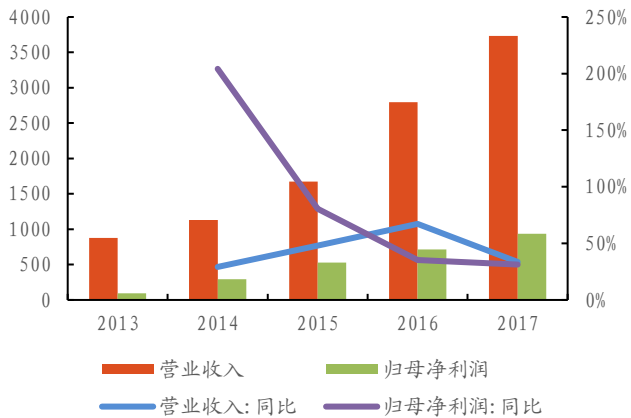
SSS07 人源化抗 TNF α 抗体。目前我国类风湿关节炎患者人数约 450 万人，预计随着人口老龄化患者数量将继续上升，而目前抗 TNF 药物在类风湿性关节炎领域的渗透率仅 1% 左右。2016 年，抗 TNF 药物市场规模约 17.4 亿元人民币。新医保覆盖、对产品疗效认知增加，预计 2020 年其市场规模将增加至 42.9 亿元，2016-2020 年 CAGR 达到 25.3%。公司该产品处于 Ib 期临床试验阶段，其临床前数据显示的疗效与特异性相较现有同类产品更具优势。

SSS11 Pegsiticase，为注射用聚乙二醇化重组假丝酵母尿酸氧化酶，适应症为顽固性痛风，可降低尿酸。2014 年 5 月，公司将该产品中国以外地区的权益授予 Selecta Biosciences Inc.。Pegsiticase 已在 2017 年下半年启动 I 期临床试验，美国展开 II 期临床试验，并计划于 2018 年启动 III 期试验。根据相关资料，目前我国高尿酸血症患者已达到约 1.3 亿人，约占总人口的 1/10，痛风患者约在 120 万以上，而 20-74 岁人群中痛风及高尿酸血症发病率分别为 25.3%、0.36%。根据标点信息的预测，2019 年我国高尿酸血症治疗的药物有望达到 15.70 亿元，2014-2019 年 CAGR 达到 13.7%（2010-2014 期间的 CAGR 为 19.9%）。根据 PDB 重点城市医院用药数据库，我国痛风用药市场 2010-2016 年 CAGR 高达 36.2%，远高于我国医药市场的平均增速。米内网数据显示，2016 年我国高尿酸血症痛风治疗用药在重点城市公立医院的销售额为 1.29 亿元，同比增长 53%。

6. 业绩表现优良

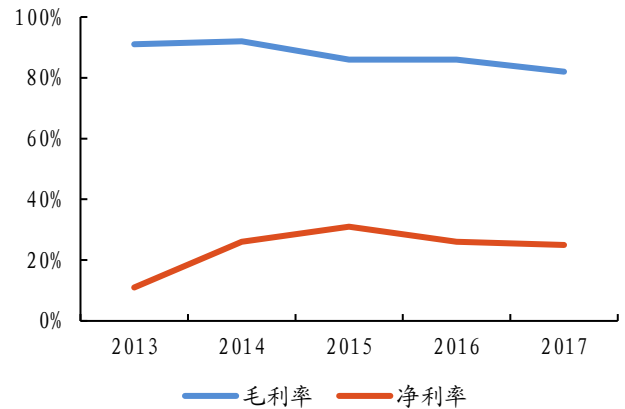
2017年,公司营业收入为37.34亿元,同比增长33.5%,2013-2017年CAGR为43.7%;公司归母净利润为9.35亿元,同比增长31.3%,2013-2017年CAGR为76.7%。2013-2017年,公司分别向股东拟派付及宣派现金股息人民币12.89亿元。公司维持80%以上较高的毛利率水平,净利率维持在25%以上。

图表 36: 公司业绩增长 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

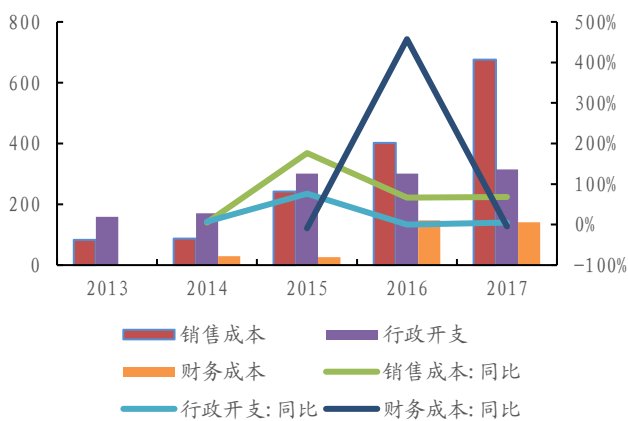
图表 37: 公司毛利率&净利率 (%)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

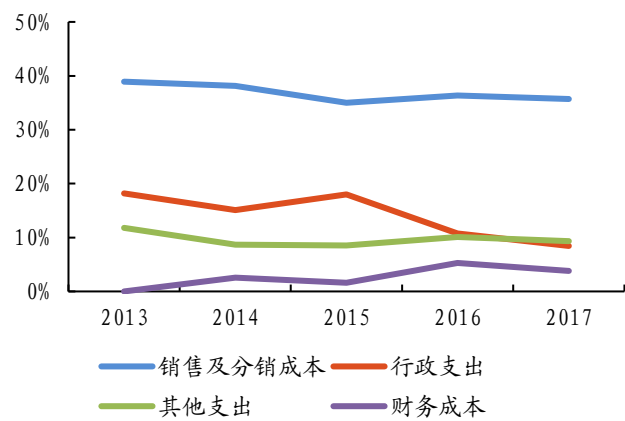
近年,由于未来发展的需要,公司进行了多次外延式扩张,投入相当的人力、物力,成本开支上大大增加。未来费用成本将逐渐稳定在合理水平,公司财务费用出现下降,并仍有下降空间。公司销售及分销成本、行政支出占比营业收入分别从2013年的38.9%、18.2%下降到2017年的35.7%、8.4%。

图表 38: 公司成本费用变化 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 39: 公司成本费用占比 (%)



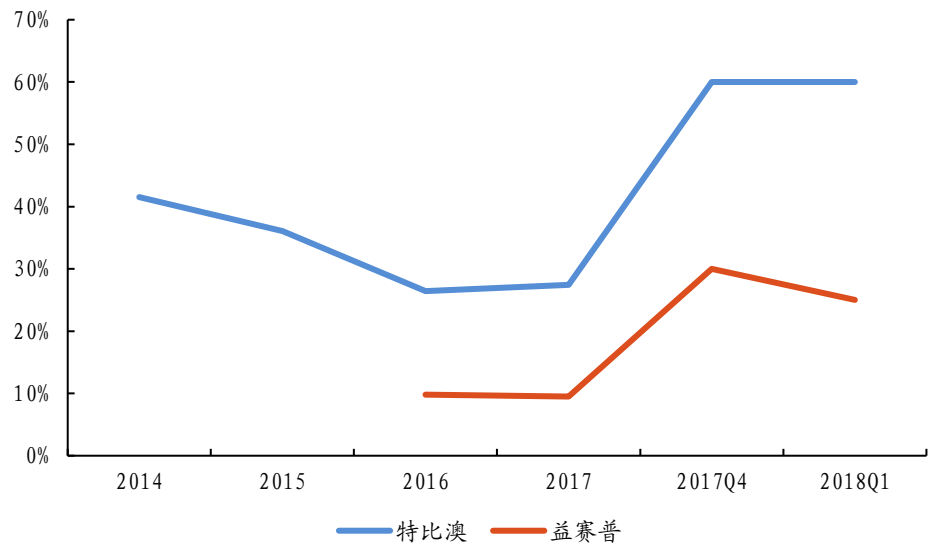
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

6.1. 医保放量明显

2017年新版《国家医保目录》于2017年9月起实施,2017年第四季度特比澳、益赛普销售快速增长,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。今年一季度,特比澳销售增长50-60%,益赛普增长20-30%。2017年开始,二代胰岛素变成医保甲类,可以100%报销(以前只能报销70-80%)。我们预计未来几年TPO

增长将保持在 30%左右, 益赛普 20-30%, EPO 增速 5-8%, 糖尿病药增速 10%-15% 左右。

图表 40: 医保放量增长 (%)



资料来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所

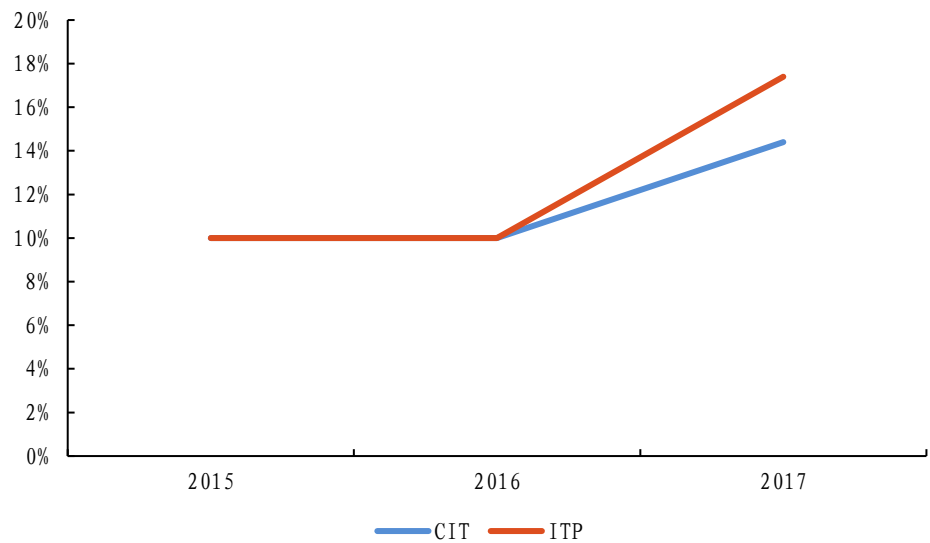
7. 用药教育成效

特比澳、益赛普仍处于产品生命周期的早期阶段。集团主动参与并推动专家共识《益赛普治疗幼年特发性关节炎的专家共识》，并发表在《临床儿科杂志》(2011)。集团还积极参与中华医学会发表的《类风湿关节炎诊疗指南》以及《强直性脊柱炎诊疗指南》等权威指南的制定，而且益赛普在“依那西普”下被纳入两个指南，成为治疗 RA 和 AS 的选择之一。

随着医生与患者用药教育的逐渐推进，大众对特比澳治疗 CIT 和 ITP 的安全性和疗效的认识逐渐增加，接受透析治疗的四/五期 CKD 患者的渗透率提高，外科围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。

2017 年，我国治疗化疗 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。2015-2016 年，我国 CIT 及 ITP 适应症的渗透率仅约为 10%。

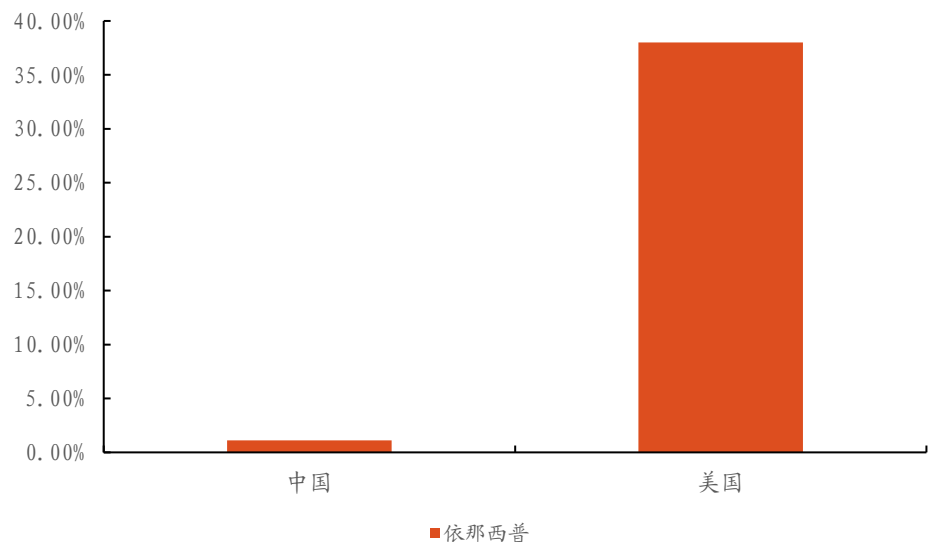
图表 41: 我国治疗化疗 CIT 及治疗免疫 ITP 的渗透率 (%)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

由于治疗费用昂贵、多数省份的医保尚未覆盖, 抗肿瘤坏死因子抑制剂在国内市场的渗透率非常低, 约为 1.1%。我国约有 300 万的风湿病患者, 而目前使用益赛普的少于 3 万人。然而, 该类药物在美国市场的渗透率约为 38%。从国外于此适应症基本上使用生物制剂来看, 国内有相当广阔的空间。因此, 公司一直坚持做好生物制剂治疗风湿性疾病的推广教育工作, 并扎实做好基层建设。

图表 42: 依那西普渗透率 (%)



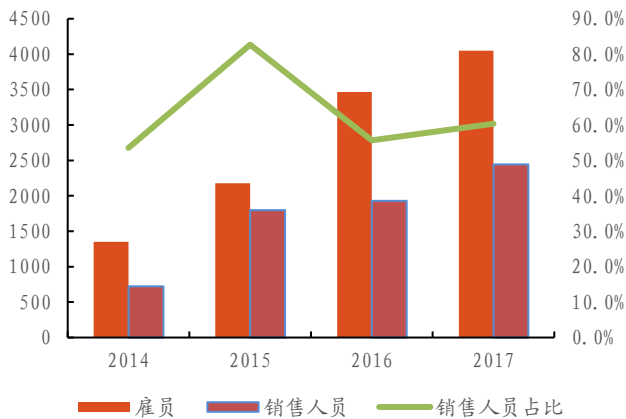
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

8. 销售布局给力

截止目前, 集团在沈阳、上海、杭州、深圳, 以及意大利的科莫设有营运

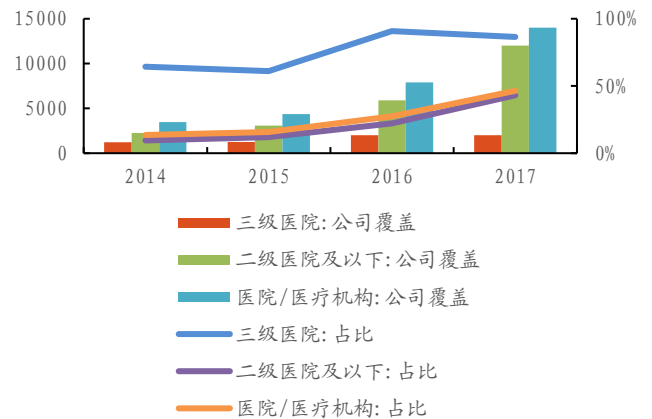
设施, 公司职员数目超过 4000 人。公司销售团队有近 2500 人, 主打品种人员配备良好, 其中 EPO 产品有 400 多人, TPO 产品有 500 多人, 糖尿病药有 500 多人 (今年可能增加到 600 人), 益赛普有 400 多人, 万晟团队皮肤科&眼科有 300 多人。集团产品覆盖国内约 14000 家医院及医疗机构, 包括超过 2000 家三级医院、12000 家二级及以下医院以及医疗机构。近年来, 公司产品覆盖不同级别的医院比例在不断攀升, 其中, 三级医院占比近 90%, 总的医院/医疗机构占比近 50%。三级医院的精耕细作、二级及以下医院/医疗机构的覆盖增加, 将为公司产品的放量增长提供良好基础。

图表 43: 公司销售人员占比 (人, %)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

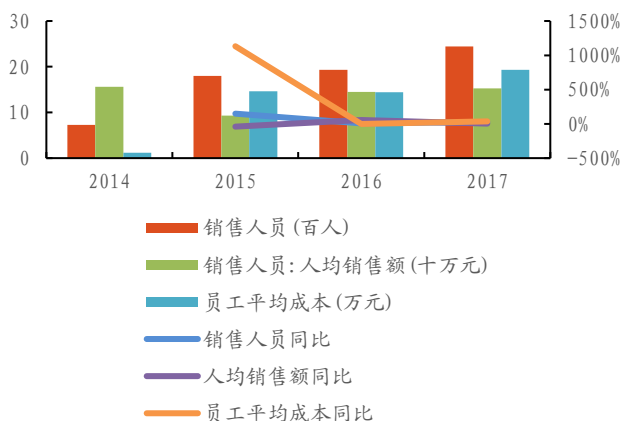
图表 44: 公司产品医院/医疗机构覆盖情况 (家, %)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

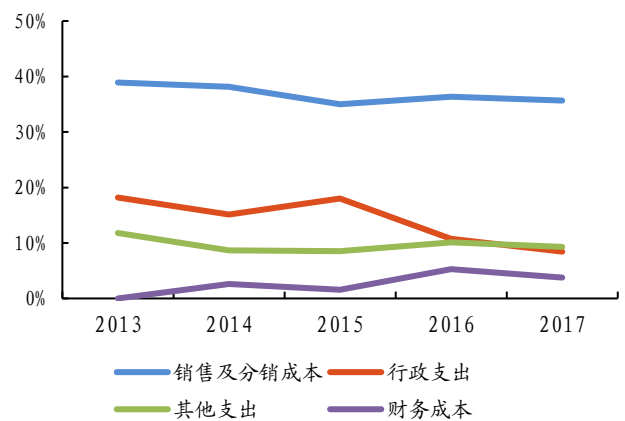
成功高效的销售团队对公司提高产品的渗透率、扩大其在医院/医疗机构的覆盖范围及推广新产品至关重要。公司的销售及营销人员 (包括自营销售代表、第三方代理商) 能够较快地了解最新的行业趋势、具备相关治疗领域及产品必要的专业知识、以及拥有足够的推广及沟通技巧。新进的销售人员经过一年时间的培训后, 人均年销售额有显著的增长, 近年在人力成本不断增长的情况下, 公司的销售收入依然保持良好的增长态势。同时, 公司的销售及分销开支占营业收入的比例由 2013 年的 38.9%, 逐渐降至 2017 年的 35.7%; 行政支出占比也由 2013 年的 18.2% 下降至最新的 8.4%。

图表 45: 公司销售人员给力 (%)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 46: 公司成本费用占比变化 (%)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

9. 重大合作顺利

2018年4月,公司与红杉资本中国以及现有A轮投资者完成对Refuge的2500万美元的B轮投资。Refuge主要利用基因工程技术开发患者体内发挥作用的智能细胞疗法。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,该疗法可在患者体内疾病微环境中产生治疗性生物产品。根据合作协议,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。

2017年度,益赛普已获11个国家批准上市,在19个国家申请注册。另外,益比奥已在乌克兰获批上市,公司正在俄罗斯和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并营销其终端产品。公司的核心产品,包括特比澳、益比奥、蔗糖铁注射液、因特芬、赛博尔以及部分其他产品出口至十多个国家,通过当地的第三方推广商进行销售。公司还与国际伙伴开发及营销在研产品,如Pegsiticase及多种单抗在研产品。2016-2017年,公司与阿斯利康、礼来等国际巨头进行商业化合作,获得GLP-1受体激动剂百泌达与百达扬、胰岛素产品优泌林在中国的商业化权利。

10. 盈利预测与估值

随着用药教育的有效进行,公司主打产品的国内渗透率仍有提升的空间,加上近年公司在医院及医疗机构的销售布局,以及渠道下沉的有序推进,我们认为公司仍然能够保持稳定较好的增长。预计未来几年TPO产品增长将保持在30%左右,益赛普20-30%,EPO产品增速5-8%,糖尿病药增速10%-15%左右。

我们对公司产品进行重新评估,预计公司2018-2020营业收入分别为人民币44.92亿/54.37亿/66.13亿元, YoY分别为+20.3%/+21.04%/+21.63%; 归母净利润分别为人民币11.30亿/13.68亿/16.38亿元(前值为11.2亿/13.44亿/15.71亿元), YoY分别为+20.85%/+21.04%/+19.73%; EPS分别为0.45/0.54/0.65元,对应PE分别为32.19/26.6/22.21。根据DDM模型,假设无风险收益率 $R_f=2.5%$,市场组合平均收益率 $R_m=12%$,预计公司每股的价格在24.26港元。公司未来六个月目标价24.26港元,较目前股价有43.1%的上涨空间,给予“买入”的投资评级。

图表 47: 盈利预测 (百万元 RMB)

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3734.33	4492.30	5437.30	6613.42
增长率 (%)	33.50	20.30	21.04	21.63
EBITDA	1490.68	1750.77	2141.01	2527.31
归母净利润	935.39	1130.07	1368.26	1638.18
增长率 (%)	31.27	20.85	21.04	19.73
EPS (元/股)	0.36	0.45	0.54	0.65
市盈率 (P/E)	39.82	32.19	26.60	22.21
市净率 (P/B)	4.92	4.69	4.46	4.25
EV/EBITDA	25.76	22.18	18.24	15.55

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

近年来,生物药在主要治疗领域的突破展示了其巨大的治疗潜力,值得人们更加广度和深度的探索。参考海外生物制药巨头的发展史,国内的生物公司才刚刚起步,而在中国这么庞大的医药市场中,政策、人才、资金等条件不断完善,我们没有理由不相信生物药在中国的成长壮大。

图表 48: 主要上市公司 (人民币元/港元/美元)

代码	简称	总市值 (亿元)	PE (倍)			股价 (元)	评级
			TTM	2018E	2019E		
01177.HK	中国生物制药	1428.07	48.96	46.50	37.14	11.3	增持
01093.HK	石药集团	1407.80	46.13	42.3	33.2	22.55	增持
02196.HK	复星医药	1036.70	27.34	23.96	20.48	41.55	未评级
01530.HK	三生制药	432.10	38.32	31.65	25.71	17.02	买入
01548.HK	金斯瑞生物科技	381.32	186.45	52.62	39.19	20.8	增持
01513.HK	丽珠医药	264.62	4.88	**	**	36.8	未评级
02186.HK	绿叶制药	251.52	21.39	19.27	16.62	7.68	未评级
01558.HK	东阳光药	172.67	22.24	18.06	15.70	38.2	买入
03933.HK	联邦制药	123.82	126.25	21.56	16.22	7.57	未评级
	平均值	610.96	58	31.99	25.53	22.61	
600276.SH	恒瑞医药	2682.66	79.86	68.86	54.91	72.85	增持
600196.SH	复星医药	987.05	31.85	26.74	22.65	39.56	未评级
002252.SZ	上海莱士	971.05	**	**	**	19.52	未评级
600867.SH	通化东宝	470.26	52.17	43.49	33.87	22.9	增持
300601.SZ	康泰生物	358.13	119.25	82.00	52.65	56.5	未评级
000661.SZ	长春高新	352.13	47.85	39.98	30.81	207	未评级
002038.SZ	双鹭药业	247.32	41.89	41.15	30.53	36.11	未评级
002007.SZ	华兰生物	287.77	37.15	28.11	23.43	30.94	未评级
600161.SH	天坛生物	164.56	13.31	31.41	25.54	18.89	未评级
300009.SZ	安科生物	175.56	60.23	47.16	35.46	17.6	买入
300294.SZ	博雅生物	130.47	36.02	28.56	21.84	30.11	未评级
600664.SH	哈药集团	98.74	19.72	**	**	3.88	未评级
000518.SZ	四环生物	41.70	**	**	**	4.05	未评级
	平均值	535.95	49.03	43.75	33.17	43.07	
JNJ.N	强生公司	3272.22	262.83	**	**	122	未评级
MRK.N	默克公司	1622.25	102.74	**	**	60.3	未评级
NVO.N	诺和诺德	1137.00	18.73	**	**	45.48	未评级
SNY.N	赛诺菲	1015.764	19.03	**	**	85.49	未评级
LLY.N	礼来公司	927.93	82.5	**	**	39.71	未评级
AZN.N	阿斯利康	885.72	31.5	**	**	34.9	未评级
	平均值	1476.82	86.22	**	**	64.65	

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

11. 风险提示

用药教育效果不达预期; 主打产品增长不达预期;

医保放量不达预期；渠道下沉效果滞后；

图表：利润表（百万元）

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3734.33	4492.30	5437.30	6613.42
营业成本	676.24	853.54	1082.02	1451.65
毛利	3058.10	3638.76	4355.28	5161.77
其他收入	195.79	124.00	150.00	150.00
销售及分销成本	1332.70	1617.23	1957.43	2380.83
行政开支	315.11	379.06	458.80	558.04
其他开支合计	348.28	326.26	333.60	331.15
资产重估盈余或减值	0.00	0.00	0.00	0.00
应占联营或合营公司溢利	-14.44	-14.44	-14.44	-14.44
财务成本	141.35	70.00	100.00	100.00
影响税前利润的其他项目	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1102.02	1355.77	1641.01	1927.31
所得税	177.61	238.62	288.82	308.37
影响净利润的其他项目	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	924.40	1117.16	1352.19	1618.94
本公司拥有人应占净利润	935.39	1130.43	1368.26	1638.18
非控股权益应占净利润	-10.99	-13.28	-16.07	-19.24

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。