

中国医疗板块

上海药企调研纪要

我们近日拜访了上海的五家医药企业，并实地考察了他们的办公室及生产车间。

- 三生制药 (1530 HK, 买入): 上海张江地区的三生国健药业生产厂房
- 昊海生物科技 (6826 HK, 买入): 上海松江区表皮生长因子和透明质酸的生产车间
- 瑞慈医疗 (1526 HK, 买入): 上海静安区的体检中心和门诊部
- 巨星医疗控股 (2393 HK, 未评级): 上海东方医院的体外诊断部门和虹口区的独立临床实验室业务
- 复旦张江 (1349 HK, 未评级): 上海张江地区的办公室

三生制药

- ❖ **CDMO 业务的产能准备就绪。**目前公司生产车间共运行5条抗体生产线，总产能共计8,000升。6条新的抗体生产线处于试运行中，总产能为30,000升，待投入使用后，公司抗体生产总产能将达到38,000升。公司计划未来23,000升产能用于生产益赛普及其他在研项目，剩余15,000升产能用于发展CDMO业务。鉴于公司过往良好的销售业绩以及产品推广能力，管理层相信相比于其他CDMO公司三生拥有较强的商业化能力。关于收购Therapure公司的CDMO业务，管理层预计此单收购于2017年底完成。
- ❖ **管理层维持原先的销售增长目标。**对于被纳入新国家医保目录的产品，管理层预计特比澳和益赛普于2018年产品平均售价会轻微下滑，收入将分别录得20%-25%的增长。受到二次议价的影响，益比澳平均售价预计下降5-10%。因此，管理层预计重组人促红细胞生成素系列产品（益比澳和赛博尔）预计2018年录得单中位数增长。
- ❖ **百泌达目标覆盖更多的省医保目录，长效艾塞那肽预计2018年一季度批准上市。**百泌达没有进入新版医保目录，而竞品诺和力（利拉鲁肽）被纳入了新版医保目录。管理层指出，百泌达已经被纳入9个省的省医保目录，公司期望该产品未来可以覆盖15个省的省医保目录，最终被纳入国家医保目录。同时管理层希望长效剂型的艾塞那肽于2018年一季度获得上市批准，补充公司的糖尿病药物管线。
- ❖ **曲珠单抗的审计结果预计于2018年一季度出来。**公司聘请了第三方临床数据审计公司进行曲珠单抗药物的临床试验点以及341个病人的临床数据核查。审核结果预计于2018年一季度出来，届时公司会根据审核结果决定是否重新向CFDA递交新药申请。

优于大市

吴永泰, CFA

电话: (852) 3761 8780

邮件: cyrusng@cmbi.com.hk

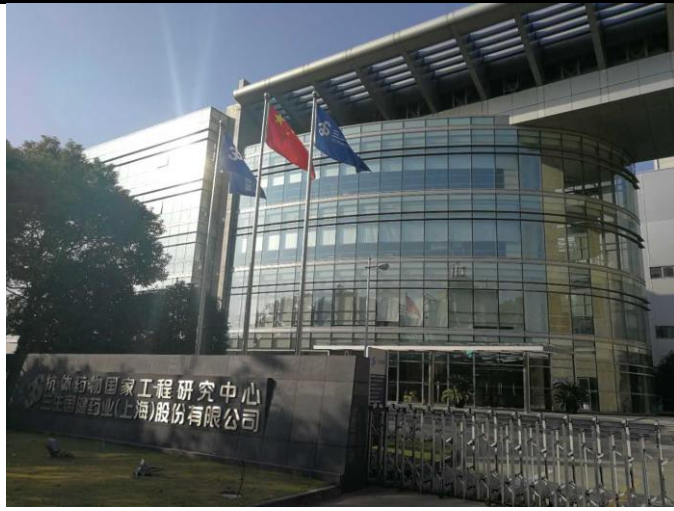
葛晶晶

电话: (852) 3761 8778

邮件: amyge@cmbi.com.hk

中国医药行业

图 1: 三生国健



资料来源: 招银国际研究

图 2: 昊海上海松江区厂房



资料来源: 招银国际研究

昊海生物科技

- ❖ **创伤修复产品受益于新医保目录。**昊海的表皮生长因子产品康合素被纳入新版国家医保目录，而工伤报销的限制亦被移除。自产品被纳入医保后，该产品的需求增速强劲。目前表皮生长因子的生产线产能利用率为 70%左右，公司认为目前的产能不能够满足日益增长的需求量，公司计划于 2018 上半年新增一条全自动化生产线。
- ❖ **娇兰产品维持高端价格。**公司于 2017 年一季度上市第二代玻尿酸产品娇兰。第一代的产品海薇主要用于皮肤塑形，而第二代产品娇兰主要用于皮肤填充。海薇作为主打产品价格低廉，具有价格竞争优势，而娇兰是海薇的补充产品，定价较高走高端路线。目前公司会专注推广娇兰产品，主要销往高端医美机构。
- ❖ **设立投资基金，寻找初创企业投资标的。**今年 11 月初，公司宣布成立了一个投资基金，投资金额共计 8.9 亿人民币，持股 98.9%。这个投资基金未来主要投资于符合公司战略且有技术优势的初创企业。我们认为寻求合适的投资标的尚需时间，短期内投资基金对公司的利润影响有限。

瑞慈医疗

- ❖ **未来扩张计划非常进取。**体检行业的竞争对手普遍采取激进的扩张策略，面对竞争日益激烈的体检市场，瑞慈医疗改变了原先较为保守的扩张计划，同样采取了更为激进的扩张策略：公司计划 2018-2019 年每年新设 20-25 家体检中心，目前公司共运营 32 家体检中心。按照上述计划，瑞慈体检业务预计于 2019 年增长超过 1.4 倍。
- ❖ **与平安集团合作，为公司体检业务增添新动力。**2017 年 11 月初，公司宣布与平安好医生达成战略合作，共同成立合资公司，设立平安健康科技基金投资于体检业务。公司管理层认为与平安好医生的合作将给公司带来多种益处：1) 公司体检业务可以在平安好医生平台上增加曝光度，平安好医生会转介客户给公司，管理层目标未来公司体检业务占据平安好医生平台总体体检业务的 60%。2) 提高个人客户占比，提高公司体检中心的利用率和经营效率。3) 进军全国体检业务市场，不局限于长三角地区。我们认为瑞慈与龙头保险公司合作有助于公司全国范围内的业务扩展。
- ❖ **公司新设妇产科医院于 2018 年开始贡献收入。**上海和成都的妇产科医院将于 2017 年四季度投入运营。我们预计这两家新医院将于 2018 年开始贡献收入。公司计划于 2018-19 年开立 4 家以上专科医院，同时南通的三甲医院未来将扩建。
- ❖ **收获期需要时间等待。**尽管激进的扩张会带来收入快速增长，但我们觉得未来几年巨额的资本开支会带来高额的前期开店费用、市场营销开支和折旧费用。由于未来几年资本开支较大，上述几项成本将于 2018-2019 年拖累利润表现。我们认为瑞慈目前为长期发展铺路，而短期内很难看到利润突破，待投资业务成熟后方可进入收获阶段。

复旦张江

- ❖ **里葆多销售受到两票制负面影响。**公司表示里葆多销售放缓主要是由于两票制的实施。两票制实施后，二级和三级药品分销商展开去库存行动，同时里葆多的竞品（石药多美素）开始采取更为激进的销售策略。我们相信公司正在制定里葆多的新的销售和推广策略，以应对负面政策和激烈竞争。
- ❖ **艾拉预计维持温和增长。**作为一款上市 10 年的产品，管理层预计该产品未来将保持低双位数的增长。该产品的进一步开发方面，公司想要拓展该产品的适应症至治疗 HPV 感染以及中重度痤疮。管理层表示，临床试验方面招募 HPV 感染病人非常难，所以该适应症的开拓需要较长时间。中重度痤疮适应症开发，公司预计三年内完成。
- ❖ **目标每年上市一款高端仿制药。**除了开发创新药外，公司目标每年上市一款治疗重大疾病的高端仿制药。我们认为在公司研发管线上的创新药上市前，高端仿制药可以补充增长。

巨星医疗控股

- ❖ **罗氏体外诊断试剂的中国分销商。**经过一系列收购兼并后，巨星医疗已经成为罗氏体外诊断试剂最大的分销商之一，公司贡献收入占罗氏体外诊断试剂中国区销售的 15%。罗氏是中国体外诊断试剂行业的龙头，自 2012 年以来年收入增速超 20%，目前覆盖全国 75% 的三甲医院。鉴于罗氏体外诊断试剂较强的品牌效应和先进的技术，我们认为巨星体外诊断试剂业务将继续保持强劲增长。
- ❖ **暂停进一步收购，专注业务整合。**自 2014 年底以来，巨星医疗收购了罗氏体外诊断试剂的 6 家分销商，继而成为罗氏的最大的分销商之一。目前公司分销网络覆盖 9 个省份，包括上海、北京、广州、深圳等城市。我们认为公司会暂停进一步的收购，专注已收购公司的业务整合。
- ❖ **政策机会。**体外诊断试剂行业往后都可能实施两票制，许多小型分销商将逐步被淘汰。一级诊疗体外断试剂分销商如巨星医药将有机会从小型分销商处获得更多的市场份额，或通过收购壮大业务。同时分级诊疗实施后，低层级医院的诊断试剂需求将更为旺盛。医院药占比的控制将促进医疗服务业务的增长，如拉动体外诊断试剂业务。因此，我们认为近期的医改政策将给公司体外诊断试剂业务带来巨大的增长机会。
- ❖ **独立临床实验室业务异军突起。**2017 年 9 月，公司股权占比 39% 的独立临床实验室于上海开始运营。独立临床实验室业务在美国，欧洲和日本分别占体外诊断试剂市场份额的 35%，50% 和 67%，而中国目前仅占 5%。公司发现该业务具有较大潜力，预计行业增速未来 10 年将保持 22% 的年复合增速。管理层预计该业务于第二年将实现盈亏平衡，饱和运营后净利率将维持在 30%-40%。该独立临床实验室业务目前可视为公司进入独立临床实验室行业的试脚石。

图 3: 上海东方医院临床实验室



资料来源: 招银国际研究

图 4: ICL 全自动生产线



资料来源: 招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 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。