

中國醫療板塊

上海藥企調研紀要

我們近日拜訪了上海的五家醫藥企業，並實地考察了他們的辦公室及生產車間。

- 三生製藥 (1530 HK, 買入): 上海張江地區的三生國健藥業生產廠房
- 昊海生物科技 (6826 HK, 買入): 上海松江區表皮生長因數和透明質酸的生產車間
- 瑞慈醫療 (1526 HK, 買入): 上海靜安區的體檢中心和門診部
- 巨星醫療控股 (2393 HK, 未評級): 上海東方醫院的體外診斷部門和虹口區的獨立臨床實驗室業務
- 復旦張江 (1349 HK, 未評級): 上海張江地區的辦公室

三生製藥

- ❖ **CDMO 業務的產能準備就緒。**目前公司生產車間共運行 5 條抗體生產線，總產能共計 8,000 升。6 條新的抗體生產線處於試運行中，總產能為 30,000 升，待投入使用後，公司抗體生產總產能將達到 38,000 升。公司計畫未來 23,000 升產能用於生產益賽普及其他在研項目，剩餘 15,000 升產能用於發展 CDMO 業務。鑒於公司過往良好的銷售業績以及產品推廣能力，管理層相信相比於其他 CDMO 公司三生擁有較強的商業化能力。關於收購 Therapure 公司的 CDMO 業務，管理層預計此單收購於 2017 年底完成。
- ❖ **管理層維持原先的銷售增長目標。**對於被納入新國家醫保目錄的產品，管理層預計特比澳和益賽普於 2018 年產品平均售價會輕微下滑，收入將分別錄得 20%-25% 的增長。受到二次議價的影響，益比澳平均售價預計下降 5-10%。因此，管理層預計重組人促紅細胞生成素系列產品（益比澳和賽博爾）預計 2018 年錄得單中位數增長。
- ❖ **百泌達目標覆蓋更多的省醫保目錄，長效艾塞那肽預計 2018 年一季度批准上市。**百泌達沒有進入新版醫保目錄，而競品諾和力（利拉魯肽）被納入了新版醫保目錄。管理層指出，百泌達已經被納入 9 個省的省醫保目錄，公司期望該產品未來可以覆蓋 15 個省的省醫保目錄，最終被納入國家醫保目錄。同時管理層希望長效劑型的艾塞那肽於 2018 年一季度獲得上市批准，補充公司的糖尿病藥物管線。
- ❖ **曲珠單抗的審計結果預計於 2018 年一季度出來。**公司聘請了協力廠商臨床資料審計公司進行曲珠單抗藥物的臨床試驗點以及 341 個病人的臨床資料核查。審核結果預計於 2018 年一季度出來，屆時公司會根據審核結果決定是否重新向 CFDA 遞交新藥申請。

優於大市

吳永泰, CFA

電話: (852) 3761 8780

郵件: cyrusng@cmbi.com.hk

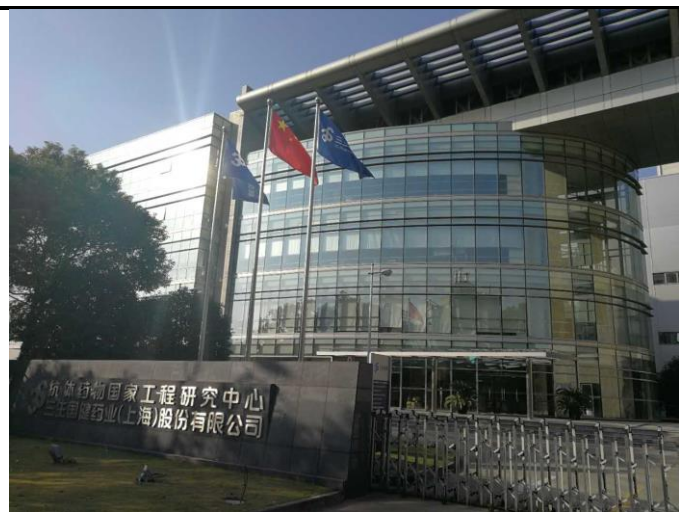
葛晶晶

電話: (852) 3761 8778

郵件: amyge@cmbi.com.hk

中國醫藥行業

圖 1: 三生國健



資料來源: 招銀國際研究

圖 2: 昊海上海松江區廠房



資料來源: 招銀國際研究

昊海生物科技

- ❖ **創傷修復產品受益於新醫保目錄。**昊海的表皮生長因數產品康合素被納入新版國家醫保目錄，而工傷報銷的限制亦被移除。自產品被納入醫保後，該產品的需求增速強勁。目前表皮生長因數的生產線產能利用率為 70% 左右，公司認為目前的產能不能夠滿足日益增長的需求量，公司計畫於 2018 上半年新增一條全自動化生產線。
- ❖ **嬌蘭產品維持高端價格。**公司於 2017 年一季度上市第二代玻尿酸產品嬌蘭。第一代的產品海薇主要用於皮膚塑形，而第二代產品嬌蘭主要用於皮膚填充。海薇作為主打產品價格低廉，具有價格競爭優勢，而嬌蘭是海薇的補充產品，定價較高走高端路線。目前公司會專注推廣嬌蘭產品，主要銷往高端醫美機構。
- ❖ **設立投資基金，尋找初創企業投資標的。**今年 11 月初，公司宣佈成立了一個投資基金，投資金額共計 8.9 億人民幣，持股 98.9%。這個投資基金未來主要投資於符合公司戰略且有技術優勢的初創企業。我們認為尋求合適的投資標的尚需時間，短期內投資基金對公司的利潤影響有限。

瑞慈醫療

- ❖ **未來擴張計畫非常進取。**體檢行業的競爭對手普遍採取激進的擴張策略，面對競爭日益激烈的體檢市場，瑞慈醫療改變了原先較為保守的擴張計畫，同樣採取了更為激進的擴張策略：公司計畫 2018-2019 年每年新設 20-25 家體檢中心，目前公司共運營 32 家體檢中心。按照上述計畫，瑞慈體檢業務預計於 2019 年增長超過 1.4 倍。
- ❖ **與平安集團合作，為公司體檢業務增添新動力。**2017 年 11 月初，公司宣佈與平安好醫生達成戰略合作，共同成立合資公司，設立平安健康科技基金投資於體檢業務。公司管理層認為與平安好醫生的合作將給公司帶來多種益處：1) 公司體檢業務可以在平安好醫生平臺上增加曝光度，平安好醫生會轉介客戶給公司，管理層目標未來公司體檢業務佔據平安好醫生平臺總體檢業務的 60%。2) 提高個人客戶占比，提高公司體檢中心的利用率和經營效率。3) 進軍全國體檢業務市場，不局限於長三角地區。我們認為瑞慈與龍頭保險公司合作有助於公司全國範圍內的業務擴展。
- ❖ **公司新設婦產科醫院於 2018 年開始貢獻收入。**上海和成都的婦產科醫院將於 2017 年四季度投入運營。我們預計這兩家新醫院將於 2018 年開始貢獻收入。公司計畫於 2018-19 年開立 4 家以上專科醫院，同時南通的三甲醫院未來將擴建。
- ❖ **收穫期需要時間等待。**儘管激進的擴張會帶來收入快速增長，但我們覺得未來幾年巨額的資本開支會帶來高額的前期開店費用、市場行銷開支和折舊費用。由於未來幾年資本開支較大，上述幾項成本將於 2018-2019 年拖累利潤表現。我們認為瑞慈目前為長期發展鋪路，而短期內很難看到利潤突破，待投資業務成熟後方可進入收穫階段。

復旦張江

- ❖ **裡葆多銷售受到兩票制負面影響。**公司表示裡葆多銷售放緩主要是由於兩票制的實施。兩票制實施後，二級和三級藥品分銷商展開去庫存行動，同時裡葆多的競品（石藥多美素）開始採取更為激進的銷售策略。我們相信公司正在制定裡葆多的新的銷售和推廣策略，以應對負面政策和激烈競爭。
- ❖ **艾拉預計維持溫和增長。**作為一款上市 10 年的產品，管理層預計該產品未來將保持低雙位數的增長。該產品的進一步開發方面，公司想要拓展該產品的適應症至治療 HPV 感染以及中重度痤瘡。管理層表示，臨床試驗方面招募有效的 HPV 感染病人臨床數據非常難，所以該適應症的開拓需要較長時間。中重度痤瘡適應症開發，公司預計三年內完成。
- ❖ **目標每年報批一款高端仿製藥。**除了開發創新藥外，公司目標每年報批一款治療主要疾病的高端仿製藥。我們認為在公司研發管線上的創新藥上市前，高端仿製藥可以補充增長。

巨星醫療控股

- ❖ **羅氏體外診斷試劑的中國分銷商。**經過一系列收購兼併後，巨星醫療已經成為羅氏體外診斷試劑最大的分銷商之一，公司貢獻收入占羅氏體外診斷試劑中國區銷售的 15%。羅氏是中國體外診斷試劑行業的龍頭，自 2012 年以來年收入增速超 20%，目前覆蓋全國 75% 的三甲醫院。鑒於羅氏體外診斷試劑較強的品牌效應和先進的技術，我們認為巨星體外診斷試劑業務將繼續保持強勁增長。
- ❖ **暫停進一步收購，專注業務整合。**自 2014 年底以來，巨星醫療收購了羅氏體外診斷試劑的 6 家分銷商，繼而成為羅氏的最大的分銷商之一。目前公司分銷網路覆蓋 9 個省份，包括上海、北京、廣州、深圳等城市。我們認為公司會暫停進一步的收購，專注已收購公司的業務整合。
- ❖ **政策機會。**體外診斷試劑行業往後都可能實施兩票制，許多小型分銷商將逐步被淘汰。一級診斷體外斷試劑分銷商如巨星醫藥將有機會從小型分銷商處獲得更多的市場份額，或通過收購壯大業務。同時分級診療實施後，低層級醫院的診斷試劑需求將更為旺盛。醫院藥占比的控制將促進醫療服務業務的增長，如拉動體外診斷試劑業務。因此，我們認為近期的醫改政策將給公司體外診斷試劑業務帶來巨大的增長機會。
- ❖ **獨立臨床實驗室業務異軍突起。**2017 年 9 月，公司股權占比 39% 的獨立臨床實驗室於上海開始運營。獨立臨床實驗室業務在美國，歐洲和日本分別占體外診斷試劑市場份額的 35%，50% 和 67%，而中國目前僅占 5%。公司發現該業務具有較大潛力，預計行業增速未來 10 年將保持 22% 的年複合增速。管理層預計該業務於第二年將實現盈虧平衡，飽和運營後淨利率將維持在 30%-40%。該獨立臨床實驗室業務目前可視為公司進入獨立臨床實驗室行業的試腳石。

圖 3: 上海東方醫院臨床實驗室



資料來源: 招銀國際研究

圖 4: ICL 全自動生產線



資料來源: 招銀國際研究

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。