

# 三生国健 (688336.SH)

买入 (首次评级)

## 聚焦自免赛道，产品+管线并举构筑自免矩阵

当前价格: 22.02元

### 投资要点:

国内自免药物结构性错位正在修复，关注长期需求催生的大空间。自身免疫疾病通常不会直接致死，但也难以根治。患者需要长期甚至终生用药，从而催生了自免药物稳定增长的市场需求。2022年全球自免药物市场1323亿美元，国内自免药物市场为29亿美元，预计2030年可达199亿美元。自免药物纳入医保，提升患者可及性，实现“以价换量”。同时市场潜力释放推动国内药物研发供给快速发展，原有的结构性错位正在修复。

管线研发进展顺利收获在即，完善产品矩阵深化自免优势

**608: IL-17A 靶点潜力药品。**中国银屑病人数总体保持稳定，据沙利文估计，2025年将达到32.5亿美元并将于2030年进一步增至99.4亿美元。608的II期临床疗效确切，公司预计2024递交NDA上市，位于国产第二梯队。

**611: 国内 IL-4R 第一梯队，疗效显著。**IL-4Rα是AD治疗主要研究靶点，全球范围IL-4Rα靶点上市药物仅有普利尤单抗。同等剂量下611疗效有高于普利尤单抗的趋势。611与康诺亚、智翔金泰同靶点药物进入三期，公司预计2026申报NDA，进度领先。

**610: 具有 BIC 潜力的哮喘药物。**中国单抗药物治疗哮喘市场将会快速发展，至2023年/2030年分别达到约29亿/86亿元。610对哮喘患者肺功能改善明显，II期临床试验疗效显示优于靶点产品美泊利单抗和Reslizumab。公司预计2027年申报NDA。

**613: 急性痛风性关节炎患者基数大，竞争格局良好。**IL-1β靶点药物治疗痛风性关节炎获多国指南建议，而我国尚无有针对IL-1β的单克隆抗体上市，存在极大未满足需求。4月11日，金纳单抗的上市申请已获受理，613公司预计25年申报NDA，依旧具备强先发优势。

老牌抗体公司聚焦自免赛道，上市产品+在研管线并举构筑自免矩阵

公司剥离肿瘤资产，将抗肿瘤项目授予沈阳三生，专注于自免赛道。公司生产核心团队稳定，商业化经验丰富，销售能力成熟。2023年公司收入10.1亿元，同比22.8%。益赛普收入有所下滑，系降价因素所致，随着健尼哌和赛普汀的上市放量，公司营收有望稳健增长。

盈利预测与投资建议

我们预计公司24-26年营收12.7/14.0/16.0亿，同比增速25%/10%/14%，归母净利润为2.5/2.4/3.1亿元。利用市值/累计研发投入法进行相对估值，公司市值/累计研发投入为12倍，低于可比公司平均23倍，首次覆盖给予“买入”评级。

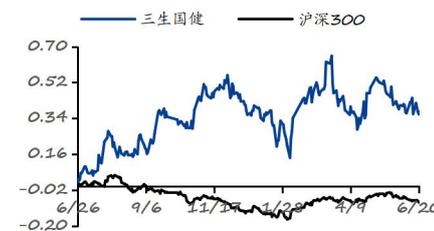
风险提示

创新药研发面临不确定性风险、研发投入增多，核心产品销量增长不及预期的风险、集采所带来的收入增长不确定性风险、创新药市场竞争风险

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	616.79/92.74
流通A股市值(百万元)	2,042.17
每股净资产(元)	8.09
资产负债率(%)	7.73
一年内最高/最低价(元)	26.78/16.02

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)  
SLH30021@hfzq.com.cn  
联系人: 徐智敏(S0210123020042)  
XZM30036@hfzq.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	825	1,014	1,268	1,398	1,598
增长率	-11%	23%	25%	10%	14%
净利润(百万元)	49	295	251	244	312
增长率	173%	498%	-15%	-3%	28%
EPS(元/股)	0.08	0.48	0.41	0.40	0.51
市盈率(P/E)	269.0	45.0	52.8	54.3	42.5
市净率(P/B)	2.9	2.7	2.6	2.5	2.4

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



## 正文目录

1 国内自免药物结构性错位正在修复，关注长期需求催生的大空间	4
2 公司概况：国内自免生物药先行者，栉风沐雨砥砺前行	5
2.1 国内首批抗体药公司，自免生物药先行者	5
2.2 聚焦自免赛道，上市产品+在研管线并举构筑自免矩阵	6
3 管线研发进展顺利收获在即，完善产品矩阵深化自免优势	7
3.1 608：IL-17 靶点已验证国内银屑病市场空间大，公司进度领先疗效显著	7
3.1.1 IL-17A 潜力靶点已得到验证，市场空间大	7
3.1.2 公司 608 疗效显著，临床进度领先	10
3.2 611：国内 IL-4R 第一梯队，供给改善加速提升生物药渗透率	12
3.2.1 生物制剂疗效+安全性领先，IL-4R 靶点药物已验证	12
3.2.2 医保支付引导供给改善，AD 市场高增潜力将释放	13
3.2.3 611：II 期临床数据疗效显著，有望优于已上市的普利尤单抗	14
3.3 610（IL-5 靶点）：对哮喘患者肺功能改善，具有 BIC 潜力	15
3.4 613（IL-1 $\beta$ 单抗）：急性痛风性关节炎患者基数大，竞争格局良好	18
4 已上市 3 款产品稳健增长，支撑公司在研管线稳步推进	19
4.1 益赛普：集采降价普惠国民，补充剂型助推稳健增长	19
4.2 赛普汀：疗效+安全性优异，抗体序列获得认可权益可观	20
4.3 健尼哌：唯一获批上市的人源化抗 CD25 单抗	21
5 盈利预测与投资建议	21
5.1 盈利预测	21
5.2 投资建议	22
6 风险提示	23

## 图表目录

图表 1：2018-2030 年全球自身免疫疾病药物市场规模（十亿美元）	4
图表 2：2018-2030 年中国自身免疫疾病药物市场规模（十亿美元）	4
图表 3：司库奇尤单抗国内销售情况	5
图表 4：三生国健发展大事件	5
图表 5：公司股权结构稳定	6
图表 6：2016-2023 年公司业绩概览（单位：百万元）	7
图表 7：2016-2023 年公司已上市产品销售情况（单位：百万元）	7
图表 8：公司临床在研管线	7
图表 9：IL-23/Th17 细胞轴的银屑病发病机制示意图	8
图表 10：IL-17A 靶点已纳入我国银屑病诊疗指南	9
图表 11：2018-2030 年中国银屑病药物市场	10
图表 12：608：II 期临床疗效确切，PASI 和 sPGA 等指标应答疗效显著	11
图表 13：国内银屑病生物抑制剂研发格局	11
图表 14：IL-4/IL-13 通路在 Th2 细胞介导的 2 型免疫反应处于中枢位置	12
图表 15：中国特应性皮炎治疗方案	13
图表 16：2018-2030E 中国特应性皮炎药物市场	14
图表 17：2018-2030E 中国不同程度 AD 药物市场	14
图表 18：611：II 期临床数据疗效显著	15
图表 19：国内已上市及在研的特应性皮炎适应症生物制品	15
图表 20：IL-5 介导的通路	16
图表 21：2018-2030 中国治疗哮喘单抗药物市场规模（单位：亿元）	16
图表 22：610 对哮喘患者肺功能改善明显，具有同类药物最佳潜力	17
图表 23：610、Mepolizumab、Benralizumab、Reslizumab 整体不良事件发生率比较	17
图表 24：国内 IL-5 开发竞争格局	18
图表 25：613 有效改善急性痛风性关节炎疼痛和发作频率	19



图表 26:	613 整体安全性良好, 无新增风险 .....	19
图表 27:	赛普汀近年销售收入 .....	20
图表 28:	赛普汀多项新联用治疗方案 .....	20
图表 29:	健尼哌近年销售收入 .....	21
图表 30:	赛普汀多项新联用治疗方案 .....	21
图表 31:	公司核心产品收入预测表 (单位: 百万元) .....	22
图表 32:	可比公司估值 (市值/累计研发投入法) .....	23
图表 33:	财务预测摘要 .....	24



## 1 国内自免药物结构性错位正在修复，关注长期需求催生的大空间

自免疾病难以根治，长期用药催生了长期稳定增长的市场需求。自身免疫疾病是由于免疫系统紊乱导致免疫系统异常活跃，从而导致身体错误地攻击及损伤自身的组织。自身免疫疾病有 100 多种不同类型。大多自身免疫疾病均为慢性疾病，需要高成本的长期护理。作为慢性疾病，自免疾病通常不会直接致死，但也难以根治。如强制性脊柱炎、系统性红斑狼疮等，一旦患则将难以逆转，被称为“不死癌症”，患者需要长期甚至终生用药，从而催生了自免疾病药物长期稳定增长的市场需求。

全球第二大疾病药物市场，国内将进入快速增长阶段。据沙利文数据，2022 年全球自免药物市场 1323 亿美元，增长稳健。预计 2022-2025 年/2025-2030 年的 CAGR 为 3.6%/3.7%。2022 年国内自免药物市场为 29 亿美元，预计 2025 年达到 61 亿美元，CAGR 为 27.4%，且预计保持 26.7% 的复合增速达到 2030 年的 199 亿美元。

图表 1: 2018-2030 年全球自身免疫疾病药物市场规模 (十亿美元)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 荃信生物招股书, 华福证券研究所

图表 2: 2018-2030 年中国自身免疫疾病药物市场规模 (十亿美元)



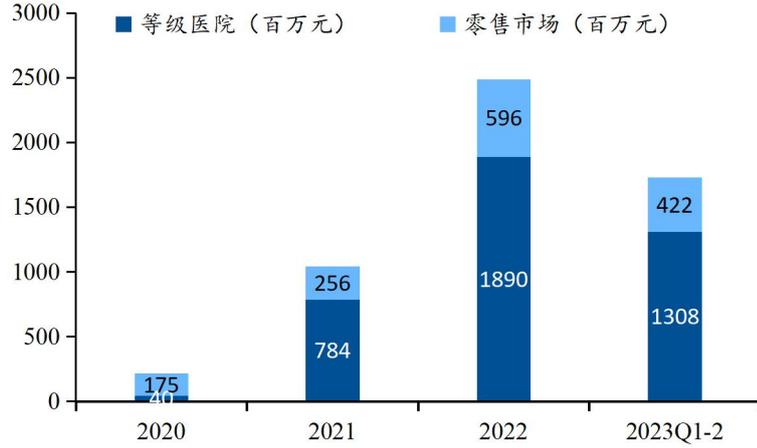
数据来源: 弗若斯特沙利文, 荃信生物招股书, 华福证券研究所

国内结构性错位正在修复。国内自免药物市场与相应的医疗需求存在的结构性错位正在快速修复，纳入医保是重要契机：

- 供给侧：国内外创新存在差距，早期自免药物由少数进口品牌主导。
- 患者可及性：早期 MNC 的自免药物定价昂贵且本身自免并非致命性疾病，对于价格敏感度高的患者负担过大；同时由于回报有限，早期进入中国市场的 MNC 并未展开广泛的医生、患者教育，导致认知缺失。自免市场增长缓慢。

纳入医保“以价换量”，销售额飙升。市场潜力释放，引导国内供给端的自免研发数目快速提升。参考司库奇尤单抗国内销售情况，2021 年纳入医保目录后，2022 年销售额显著增长。而国内用于主要炎症性皮肤病疾病的生物药物的 IND 批准数量由 2017 年的零项增加至 2022 年的 22 项。

图表 3: 司库奇尤单抗国内销售情况



数据来源: 中康开思数据库, 中康产业研究院, 华福证券研究所

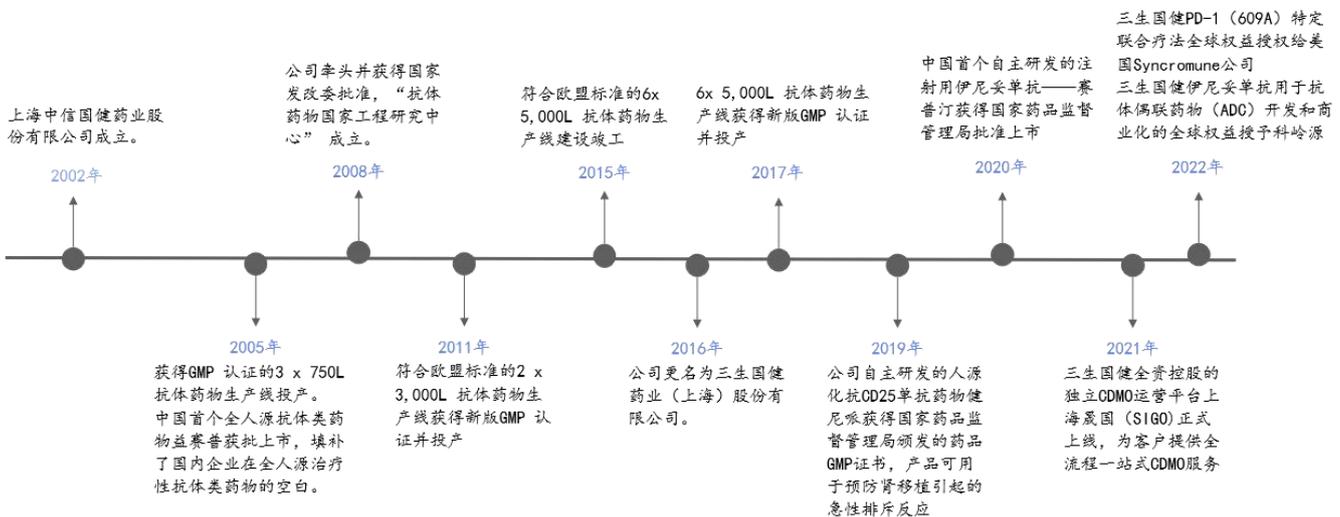
## 2 公司概况: 国内自免生物药先行者, 栉风沐雨砥砺前行

### 2.1 国内首批抗体药公司, 自免生物药先行者

三生国健成立于 2002 年, 是中国第一批专注于抗体药物的创新型生物医药企业, 同时具备自主研发、产业化及商业化能力。公司以创新型治疗性抗体药物为主要研发方向, 为自身免疫性疾病、肿瘤等重大疾病治疗领域提供高品质、安全有效的临床解决方案。

**公司具备国内领先的产业化基地。**自 2005 年第一个治疗性抗体类药物益赛普上市至今, 公司已积累了近 20 年的抗体生产经验, 生产核心团队稳定。同时, 公司已拥有多款已上市治疗性抗体类药物, 具备不同类型抗体的商业化生产能力。公司在上海拥有已建成生物反应器合计规模超 40,000 升的抗体药物商业化生产基地, 公司生产线实现全过程自动化、信息化, 有效保障全生产过程数据传输的及时性以及数据采集的完整性。

图表 4: 三生国健发展大事件



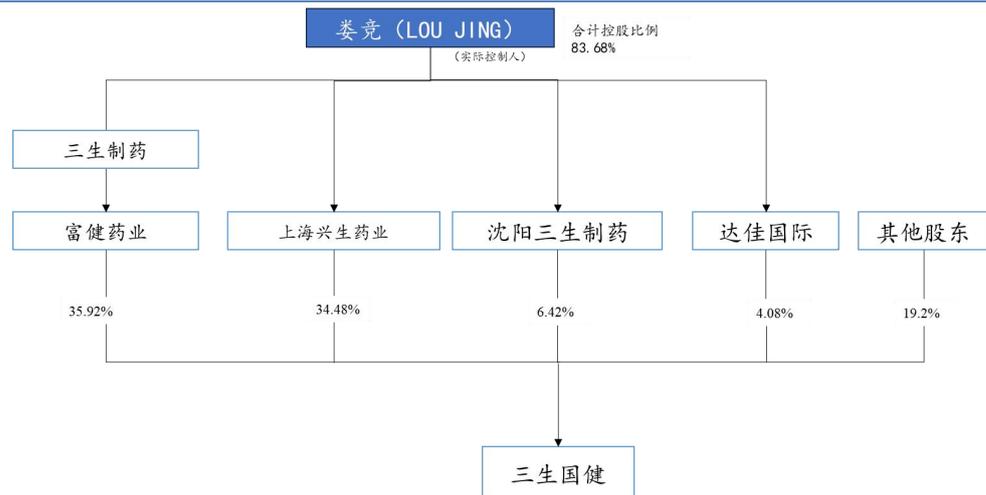
数据来源: 公司官网, 华福证券研究所



**商业化经验丰富，销售能力成熟。**公司拥有由 300 余名经验丰富的销售专业人士组成的营销团队，多数销售人员拥有药学等医学专业背景，且大区经理级别及以上的核心销售骨干平均医药行业从业经验超过 10 年。2023 年公司销售覆盖超过 4,400 家医疗机构，其中三级医院超过 2,000 家。同时，公司与国内知名医院及医疗专家已建立并维持着稳固的合作关系，该等渠道积累亦为公司后续产品的增长和未来逐步推出新产品的上市奠定了基础。

**管理团队主要成员平均拥有超过 20 年的制药行业经验。**公司董事长 LOU JING 先生系三生制药联合创始人，三生国健实际控制人，截止 2023/12/31 合计控股 83.68%，拥有 20 余年生物制药领域的专业经验。公司总经理刘彦丽女士具有丰富的公司运营管理、资本市场、投资管理经验，成功主导并实施了公司的聚焦自免战略调整。主要团队成员平均拥有超过 20 年的制药行业经验，拥有涵盖包括新药发现、开发、生产、营销等整个药品生命周期不同阶段、不同环节的专业技能。

**图表 5：公司股权结构稳定**



数据来源：公司公告，iFinD，华福证券研究所

## 2.2 聚焦自免赛道，上市产品+在研管线并举构筑自免矩阵

**剥离肿瘤资产，专注于自免赛道。**2024 年 6 月 6 日公司发布公告，将公司 706、709、HBT-2002、QY-F10、QY-F11、QY-F07、QY-F02 项目独家授予给沈阳三生，许可区域为大中华地区。本次交易对价包括首付款 2.36 亿元，里程碑付款及后续权利金。

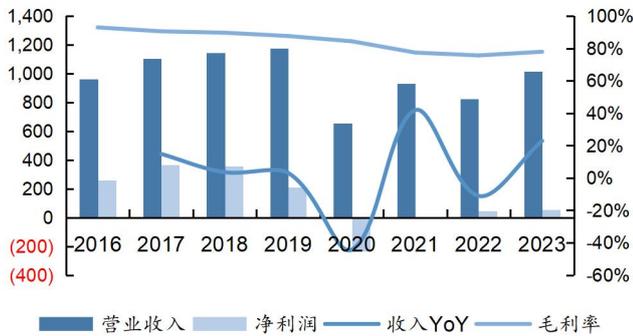
2023 年 4 月 26 日，公司抗肿瘤项目 602、609、705、眼科 601A 项目及丹生医药 707 项目独家授予给沈阳三生；将重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液（304R）项目所产生的所有化合物及其成为药物后的其他在全球范围内的一切权利转让给沈阳三生，技术转让费为 9930 万元人民币。



**上市产品+在研管线并举构筑自免矩阵。**目前，三生国健已上市产品 3 个，包括益赛普、健尼哌和赛普汀；在研产品 5 个，均布局自身免疫疾病相关的重要靶点。生物药品销售为公司收入主要来源，其中益赛普贡献主要收入。

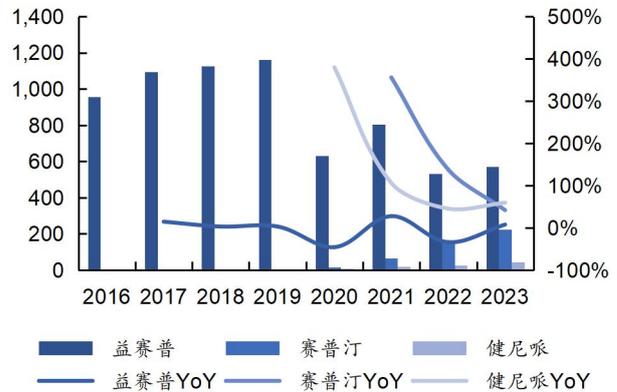
2023 年公司收入 10.1 亿元，同比 22.8%，由于 2020-2022 年疫情对于病人就诊的影响，公司的收入、利润遭受短期扰动。产品层面来看，益赛普较 2019 年收入有所下滑，系公司降价与集采降价等因素所致，随着健尼哌和赛普汀的上市放量，助力公司整体收入持续稳健增长。

图表 6: 2016-2023 年公司业绩概览 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, iFinD, 华福证券研究所

图表 7: 2016-2023 年公司已上市产品销售情况 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, iFinD, 华福证券研究所

图表 8: 公司临床在研管线



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

### 3 管线研发进展顺利收获在即, 完善产品矩阵深化自免优势

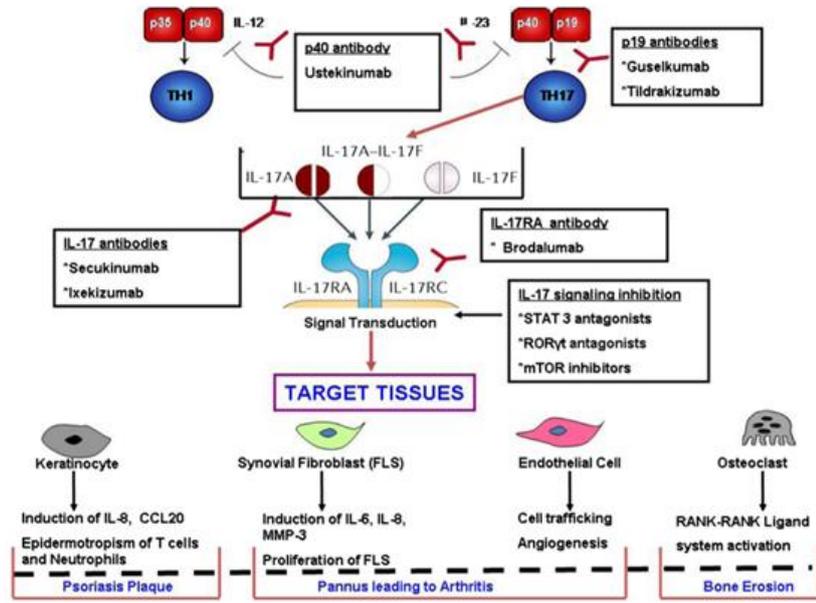
#### 3.1 608: IL-17 靶点已验证国内银屑病市场空间大, 公司进度领先疗效显著

##### 3.1.1 IL-17A 潜力靶点已得到验证, 市场空间大

IL-17A 靶点的银屑病发病机制: IL23 诱导 Th17 细胞产生大量的 IL-17A、IL-17F 和 IL-22 等相关细胞因子,(同时 IL-23 也可激活信号传导与活化转录因子 3 (STAT3) 的表达)。 IL-17A、IL-17F 及 IL-22 作用于角质形成细胞, 导致表皮增生、棘层肥厚和角化过度等银屑病典型的病理改变。研究发现 IL-17A, IL-17E 和 IL-17F 是重要的促炎因子, 其中 IL-17A 在患有斑块状银屑病、中轴型脊柱关节炎等自身免疫性疾病的患者体内大量表达。

诺华的 Cosentyx (司库奇尤单抗) 作为首个获批上市的 IL-17A 单抗, 自 2015 年上市, 第二年就成为了销售额超 10 亿美元的重磅炸弹, 目前司库奇尤单抗位于诺华 2022 年 TOP20 创新药第一, 创收 47.88 亿美元, 同比增长 5%。

图表 9: IL-23/Th17 细胞轴的银屑病发病机制示意图



数据来源: Curr Treat Options in Rheum, 华福证券研究所



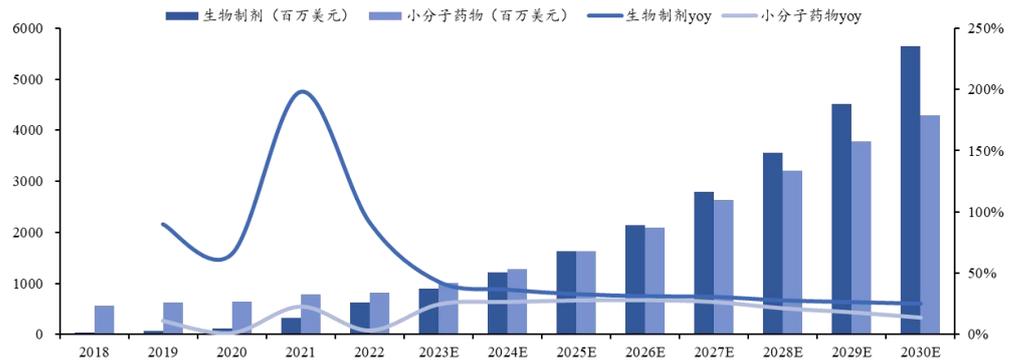
图表 10: IL-17A 靶点已纳入我国银屑病诊疗指南

药物名称	类型	公司	FDA 批准状态	我国批准状态	使用方法	海外临床实验	国内临床实验	副作用
司库奇尤单抗 (secukinumab)	靶向 IL-17A 全人源性单克隆抗体	Alcon and Novartis	2015 批准上市	符合系统治疗或光疗指征的成人和 6 岁及以上儿童中重度斑块状银屑病患者	成人每次 300 mg, 分别在第 0、1、2、3、4 周皮下注射, 随后维持该剂量每周给药 1 次; 对体重低于 60 kg 的患者也可尝试每次 150 mg	12 周 300mg/150mg 组 PASI 75 分别为~82%/71.6%	300mg 组: 12 周 PASI75/90/100 为 95.4%/82.1%/42.1%; 150mg 组: 12 周 PASI75/90/100 为 85%/66.7%/31.5%。真实世界数据: 300mg 12 周 PASI75/90/100 为 93.2%、81.4%和 76.3%; 24 周 91.5%、86.4%和 79.9%	鼻咽炎, 念珠菌感染
依奇珠单抗 (ixekizumab)	靶向 IL-17A 人源化单克隆抗体	礼来	2016 批准上市	适合系统治疗或光疗的中度至重度斑块状银屑病成人	成人在第 0 周皮下注射 160 mg, 之后分别在第 2、4、6、8、10 和 12 周各注射 80 mg, 然后维持 80 mg 每 4 周 1 次	2 周, PASI-75 为 89%; 4 周 PASI-75 为 80%; 52 周, PASI75、PASI90、PASI100 的应答率分别为 96%、84%、64%; 依奇珠单抗治疗 5 年, PASI90 和 PASI100 的应答率分别为 90.2%和 66.5%; 特殊部位使用具备快速稳定的疗效	1 周, 28.4%的患者可达到 PASI50; 2 周, 21%的患者可达到 PASI75; 12 周时 PASI90 和 PASI100 分别为 82.4%和 33%	上、下呼吸道感染, 真菌感染
布罗利尤单抗 (brodalumab)	靶向 IL-17RA 的人源性单克隆抗体	安进	2017 年美国 FDA 批准用于成人中重度斑块状银屑病	我国已批准用于银屑病治疗, 但暂未上市	每次 210 mg	12 周时, PASI75/90/100 应答率分别为 86%/70%及 44%, 52 周时分别为 80%、75%和 56%	-	念珠菌和癣感染
bimekizumab	靶向 IL-17A 和 IL-17F 的人源性单克隆抗体	UCB	2021 年欧洲批准用于斑块状银屑病治疗	-	-	16 周时 PASI75/90/100 应答率分别为 92%~95%、85%~90% 以及 61%~68%, 疗效显著高于阿达木单抗、乌司奴单抗、司库奇尤单抗等阳性药物对照组	-	口腔念珠菌病

数据来源: 中华皮肤科杂志《中国银屑病诊疗指南(2023版)》, European Journal of Pharmacology, 华福证券研究所

**中国银屑病治疗市场: 百亿美元大空间, 小分子和生物靶向药物驱动长期高速增长。**据沙利文, 我国斑块状银屑病患者数量将随着人口的增长而增长, 预计 2023/2030 年达到 606.2/616.8 万人。参考《中国银屑病诊疗指南(2018 简版)》, 国内轻度、中度和重度患者比例分别大约为 40%、40%和 20%。轻度以外用治疗为主, 中重度可使用系统治疗, 对传统系统性药物治疗效果欠佳的患者可适当选择靶向生物制剂治疗。

据沙利文, 中国的银屑病药物市场由 2018 年的 6.0 亿美元快速增长至 2022 年的 14.4 亿美元, CAGR 为 24.2%。据沙利文估计, 2025 年将达至 32.5 亿美元, 2022 年至 2025 年的 CAGR 为 31.4%, 并将于 2030 年进一步增至 99.4 亿美元, 2025 年至 2030 年的 CAGR 为 25.0%。


**图表 11: 2018-2030 年中国银屑病药物市场**


数据来源：弗若斯特沙利文，荃信生物招股书，华福证券研究所

### 3.1.2 公司 608 疗效显著，临床进度领先

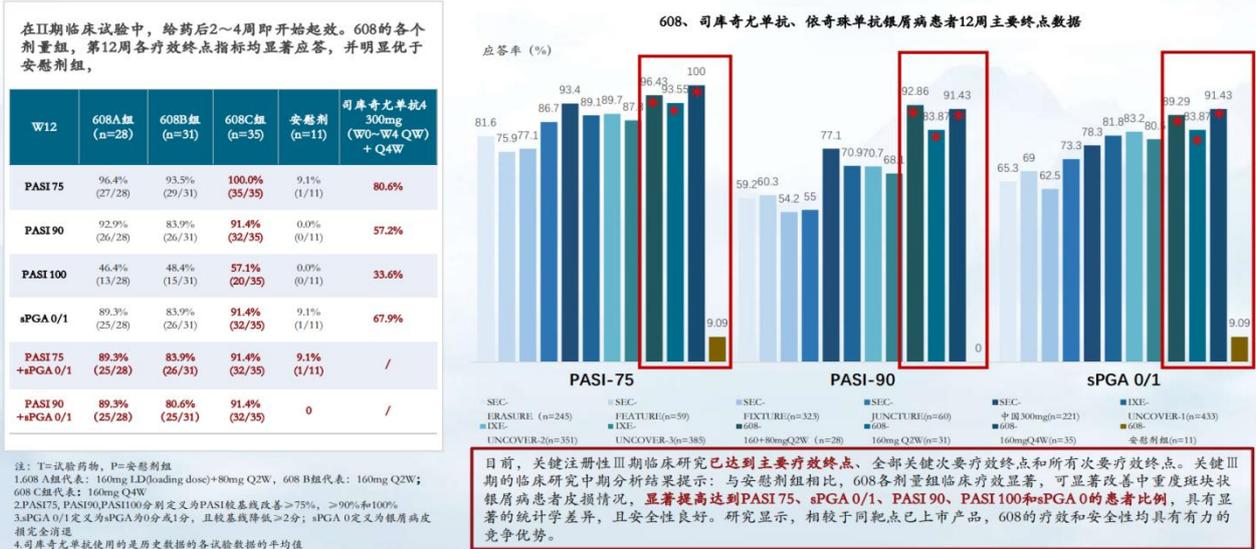
#### II 期临床疗效确切，PASI 和 sPGA 等指标应答疗效显著。

608 产品是三生国健自主研发设计、筛选的人源化抗 IL-17A 单克隆抗体，具有全新的氨基酸序列。608 可选择性结合人 IL-17A，中和 IL-17A 的活性，有效抑制炎症因子的释放，进而发挥抑制 IL-17A 生物学活性的作用，从而有效的抑制炎症反应，达到治疗银屑病的效果。

608 在中重度斑块状银屑病受试者的 II 期临床研究中，12 周主要疗效终点显示出积极的临床应答，三个剂量组达到 PASI 75、PASI 90、PASI 100 和 sPGA 0/1 的受试者比例显著高于安慰剂组（PASI 100:  $P < 0.01$ ；其他疗效指标:  $P$  值均  $< 0.0001$ ），80.6%、89.3%、91.4% 的受试者同时实现 PASI 90+sPGA 0/1 应答，46.4%、48.4% 和 57.1% 的患者可实现皮损完全清除（PASI 100）。同时，608 还表现出良好的安全性，较同类 IL-17 单抗药物，未发现新的安全性信号，整体不良事件发生率与同靶点药物类似。

**国内 IL-17 靶点格局：三款上市，两款报批 NDA。**目前公司 608 银屑病适应症三期临床已经达到有效性终点（2023 年 12 月），公司预计 2024 递交 NDA 上市。同时 608 强直性脊柱炎和放射学阴性中轴型脊柱关节炎适应症于 2023 年末分别开启临床 II 期试验。

图表 12: 608: II 期临床疗效确切, PASI 和 sPGA 等指标应答疗效显著



数据来源: 三生国健官网, 华福证券研究所

图表 13: 国内银屑病生物抑制剂研发格局

序号	创新药	公司	靶点	阶段	上市/登记时间	医保情况
1	益赛普	三生国健	TNF-α	上市	2007	乙类
2	依那西普	辉瑞/惠氏	TNF-α	上市	2010	未纳入
3	英夫利西单抗	强生	TNF-α	上市	2006	乙类
4	英夫利昔单抗生物类似药	海正药业	TNF-α	上市	2021	乙类
5	英夫利昔单抗生物类似药	百迈博	TNF-α	上市	2021	乙类
6	英夫利昔单抗生物类似药	嘉和生物	TNF-α	上市	2022	乙类
7	阿达木单抗	艾伯维	TNF-α	上市	2010	乙类
8	阿达木单抗生物类似药	百奥泰	TNF-α	上市	2019	乙类
9	阿达木单抗生物类似药	海正药业	TNF-α	上市	2019	乙类
10	阿达木单抗生物类似药	复宏汉霖	TNF-α	上市	2020	乙类
11	阿达木单抗生物类似药	信达生物	TNF-α	上市	2020	乙类
12	阿达木单抗生物类似药	正大天晴	TNF-α	上市	2022	乙类
13	阿达木单抗生物类似药	迈威生物	TNF-α	上市	2022	乙类
14	乌司奴单抗	杨森制药	IL-23; IL-12	上市	2017	乙类
15	古塞奇尤单抗	杨森制药	IL-23A	上市	2019	乙类
16	司库奇尤单抗	诺华	IL-17A	上市	2019	乙类
17	依奇珠单抗	礼来	IL-17A	上市	2019	乙类
18	布罗利尤单抗	协和麒麟	IL-17RA	上市	2020	未纳入
19	GR1501	智翔金泰	IL-17A	NDA	202303	-
20	SHR-1314	恒瑞医药	IL-17A	NDA	202304	-
21	乌司奴单抗生物类似物	荃信生物	IL-23; IL-12	III期	202105	-
22	AK101	康方生物	IL-23; IL-12	III期	202110	-
23	乌司奴单抗生物类似物	百奥泰	IL-23; IL-12	III期	202106	-
24	司库奇尤单抗生物类似物	百奥泰	IL-17A	III期	202207	-
25	608	三生国健	IL-17A	III期	202211	-
26	JS005	君实生物	IL-17A	Ib/II期	202012	-
27	AK111	康方生物	IL-17A	II期	202103	-
28	IBI112	信达生物	IL-23	II期	202108	-
29	LZM012	丽珠医药	IL-17A/F	Ib/II期	202104	-
30	NBL-012	新石生物	IL-23	I期	202106	-
31	HB0017	百奥泰	IL-17A	II期	202208	-
32	Netakimab	上药帛康	IL-17A	I期	202210	-
33	QX004N	荃信生物	IL-23	I期	202109	-

数据来源: 药融云, 公司招股说明书, 华福证券研究所

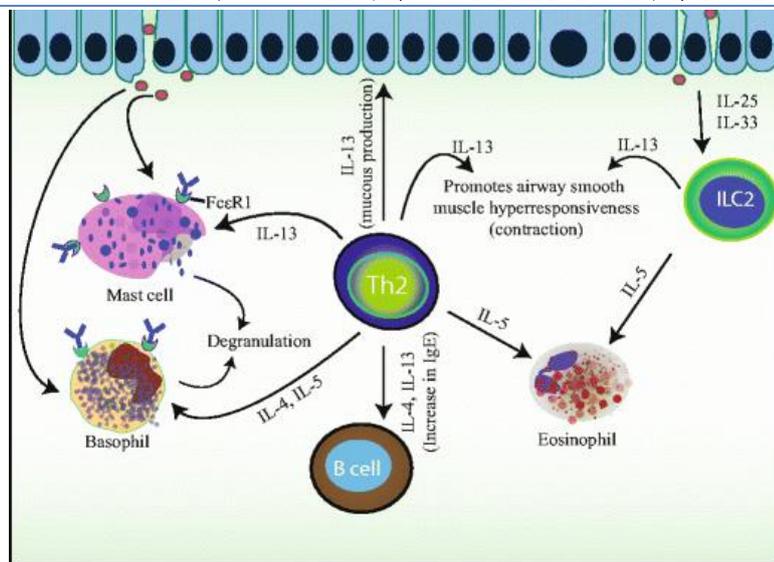
### 3.2 611: 国内 IL-4R 第一梯队，供给改善加速提升生物药渗透率

#### 3.2.1 生物制剂疗效+安全性领先，IL-4R 靶点药物已验证

特应性皮炎（Atopic Dermatitis, AD）是一种慢性、复发性、炎症性皮肤病。中重度特应性皮炎患者通常全身大部位皮肤红疹，引发强烈持续的瘙痒、皮肤干燥、结痂、渗液等症状，治疗药物非常有限，严重地影响了患者生活质量。

特应性皮炎属于自身免疫性疾病，由异常免疫反应引起，致病原因涉及免疫的多个环节，如朗格汉斯细胞和皮肤树突细胞对变应原的提呈、Th2 为主的异常免疫反应、调节性 T 细胞功能障碍、IgE 过度产生和嗜酸性粒细胞升高等。IL-4、IL-13 及 JAK 等多种细胞因子及通路参与 2 型免疫反应的激活。IL-4R $\alpha$  为 IL-4 和 IL-13 的受体，两者与共受体 IL-4R $\beta$  的结合传导下游信号。因此，阻断 IL-4R $\alpha$  可同时阻断 IL-4 和 IL-13 发挥作用。

图表 14: IL-4/IL-13 通路在 Th2 细胞介导的 2 型免疫反应处于中枢位置



数据来源：《Clinical Reviews in Allergy & Immunology》，华福证券研究所

**中国 AD 疗法：生物制剂重要性提升，可作为中重度单独治疗方法。**对于严重的 AD 病例，《中国特应性皮炎诊疗指南（2020 版）》推荐光疗及常规 DMARD。近年来，具有更好安全性及疗效的生物药物已成为治疗中重度 AD 的新兴疗法。其可作为单独治疗方法或联合其他现有治疗方法（如光疗）使用。若患者对现有局部治疗或光疗反应欠佳或不耐受，建议全身性应用生物制剂。

**图表 15: 中国特应性皮炎治疗方案**


\*CsA：環孢素A；MTX：甲氨蝶呤；AZA：；硫唑嘌呤；MMF：霉酚酸酯；TCS：外用皮質類固醇；TCI：局部鈣調磷酸酶抑制劑

数据来源：华人皮肤科协会，弗若斯特沙利文，荃信生物招股书，华福证券研究所

**药物：**IL-4R $\alpha$ 已经过验证，是AD治疗主要研究靶点，生物制剂已成功商业化。目前，皮质类固醇类药物是治疗此类疾病最常用的药物，但该类药较强的副作用限制了其临床应用，目前临床上仍具有广泛的未被满足的治疗需求。由于IL-4R $\alpha$ 在控制IL-4和IL-13信号传导方面的作用，因此IL-4R $\alpha$ 是AD治疗的主要研究靶点，

**其他：**靶点（如IL-31、IL-33及OX40）的研究亦在进行。然而，这些靶点仍处于研发进展的早期阶段，并将继续受到科学不确定性的影响。小分子疗法（包括PDE-4抑制剂及JAK抑制剂）已探索作为对AD患者的潜在治疗方案。两种JAK抑制剂（分别以RINVOQ及希必可品牌名称出售）及一种PDE-4抑制剂（以舒坦明品牌名称出售）已在中国获批准用于治疗AD。JAK抑制剂最近才被纳入中国最新的《中国中重度特应性皮炎诊疗指南（2023版）》，仅向若干患者群体进行有限推荐，而PDE-4抑制剂被列作《中国特应性皮炎基层诊疗指南（2022年）》中的其他外用药物。

已获批的适应症包括中到重度特应性皮炎、哮喘、慢性鼻窦炎伴鼻息肉、嗜酸性食管炎及结节性痒疹。我国尚无自主研发的针对IL-4R $\alpha$ 的单克隆抗体上市，该治疗领域还存在巨大未被满足的临床需求。

### 3.2.2 医保支付引导供给改善，AD市场高增潜力将释放

中国AD患者人数基数大，预计将保持增长。中重度AD患者人数由2018年的1770万人增至2022年的1950万人，预计于2030年将达到2190万人。轻度AD患者人数由2018年的4630万人增至2022年的5080万人，预计于2030年将达到5650万人。在全球范围内针对白细胞介素4受体（IL-4R $\alpha$ ）靶点的上市药物仅有再生元/赛诺菲研发的普利尤单抗（商品名达必妥）。

普利尤单抗纳入医保带动供给改善，AD药物市场将提速。中国的AD药物市场



从 2018 年的 5.0 亿美元增至 2022 年的 9.7 亿美元，CAGR 为 17.8%，估计将快速增长并于 2025 年达至 24.8 亿美元，2022 年至 2025 年的 CAGR 为 36.9%。同时 2022 年生物药物占中国 AD 药物市场的 28.2%，估计于 2030 年将增至 77.5%。

普利尤单抗于 2020 纳入医保目录后，由 2020 年的 1370 万美元大幅增长至 2022 年的 2.5 亿美元，CAGR 为 325.0%。纳入医保降价提升患者可及性，驱动用药市场规模提升。同时 AD 生物制剂研发数量快速增加，供给端改善将持续驱动用药市场潜力的释放。

图表 16: 2018-2030E 中国特应性皮炎药物市场



数据来源: 弗若斯特沙利文, 荃信生物招股书, 华福证券研究所

图表 17: 2018-2030E 中国不同程度 AD 药物市场



数据来源: 弗若斯特沙利文, 荃信生物招股书, 华福证券研究所

### 3.2.3 611: II 期临床数据疗效显著, 有望优于已上市的普利尤单抗

II 期临床数据显示, 611 各剂量组 (Q2W 和 Q4W) 疗效明确, 显著优于安慰剂组: 有效性方面, 第 16 周时, 各试验药物组达到 EASI 75、IGA 0/1 (定义为 IGA 评分达到 0 或 1 分且较基线降低 $\geq 2$ 分)、EASI 50 和瘙痒 NRS 周平均值较基线降低 $\geq 4$ 分的受试者百分比均显著高于安慰剂组, 且具有显著的统计学意义。

安全性方面, 611 整体安全性和耐受性良好, 药物相关的不良事件严重程度均为 1~2 级 (CTCAE 级别), 无 $\geq 3$  级的药物相关不良事件、无药物相关 SAE, 无导致停药、退出和死亡的 TEAE。与前期临床研究数据及同靶点药物相比, 未发现新的安全性信号。

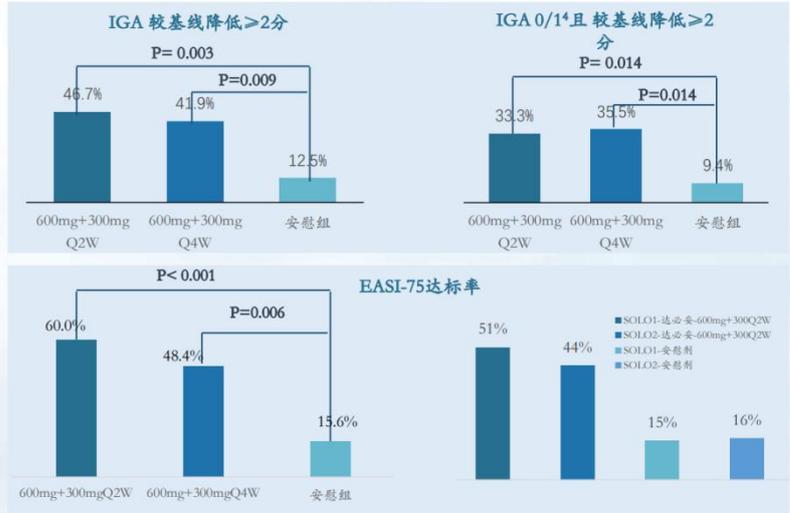
此外, 值得一提的是同等剂量下 611 带动 EASI-75 和缓解瘙痒方面应答有高于已上市同靶点药物 (普利尤单抗) 的趋势。



图表 18: 611: II 期临床数据疗效显著

- 16周数据显示, 611各剂量组(Q2W和Q4W)疗效明确, 显著优于安慰剂组;
- 同等剂量下611 EASI-75和缓解瘙痒方面应答有高于已上市同靶点药物趋势。

剂量组	EASI 75 <sup>2</sup>	IGA 0/1	EASI 50 <sup>2</sup>	NRS >4 <sup>3</sup>
组A <sup>1</sup> N=30	60%	33.3%	73.3%	46.7%
组B <sup>1</sup> N=31	48.4%	35.5%	77.4%	45.2%
安慰剂 N=32	15.6%	9.4%	18.8%	15.6%
达必妥 (Q2W)	48~51%	27~36%	65~69%	36~41%



1. 611组A代表: 600mg LD(loading dose)+300mg Q2W, 组B代表: 600 mgLD+300mg Q4W;  
2. EASI75,EASI50分别定义为EASI较基线改善>75%和>50%

3. 瘙痒数字模拟评分表NRS>4定义为瘙痒NRS的周平均值较基线降低>4分  
4. IGA 0/1定义为IGA为0分(皮损完全清除)或1分(皮损几乎完全清除)

数据来源: 三生国健官网, 华福证券研究所

**611 国内生物制品进度领先。**611 在中重度特应性皮炎受试者中已开展确证性 III 期临床试验。目前进入三期的 IL-4R 药物共 3 款(含 611), 上市药物仅一款, 公司进度领先, 公司预计 2026 申报 NDA, 在 IL-4R 药物市场供需共振的早期占据先发地位, 快速释放增长潜力。

图表 19: 国内已上市及在研的特应性皮炎适应症生物制品

序号	创新药	公司	靶点	阶段	上市/登记时间	医保情况
1	度普利尤单抗	赛诺菲	IL-4R	上市	202006	乙类
2	CM310	康诺亚	IL-4R	III 期	202202	-
3	GR1802	智翔金泰	IL-4R	III 期	202311	-
4	611	三生国健	IL-4R	III 期	202401	-
5	AK120	康方生物	IL-4R	II 期	202108	-
6	QX005N	荃信生物	IL-4R	II 期	202207	-
7	MG-K10	麦济生物	IL-4R	II 期	202207	-
8	CBP-201	康乃德	IL-4R	II 期	202011	-
9	SHR-1819	恒瑞医药	IL-4R	II 期	202209	-
10	CM326	康诺亚	TSLP	II 期	202208	-
11	TQH2722	正大天晴	IL-4R	I 期	202205	-
12	9MW1911	迈威生物	ST2	I 期	202110	-
13	MED1-3506	AstraZeneca AB	IL-33	I 期	202109	-

数据来源: CDE, 药智咨询, 公司招股说明书, 公司微信公众号, 三生国健微信公众号, 华福证券研究所

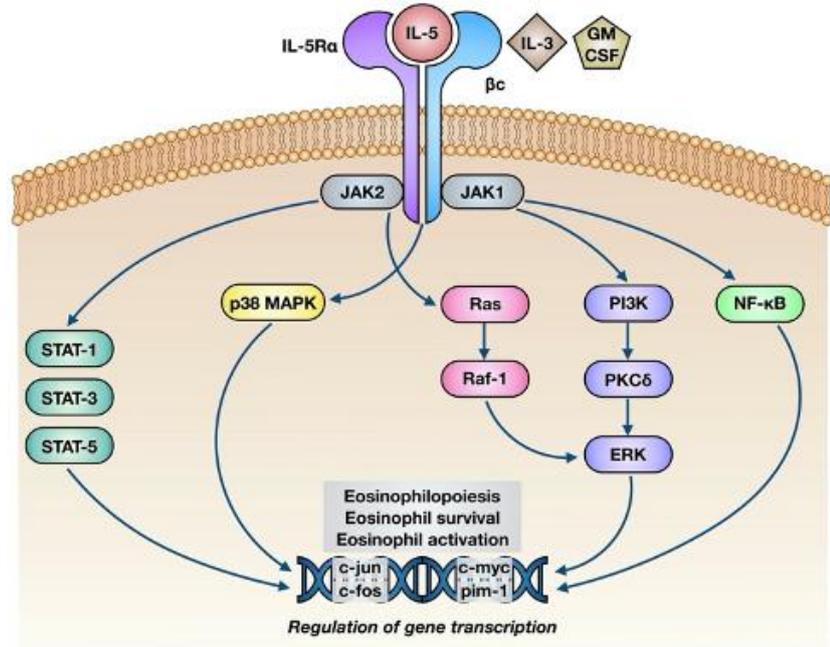
### 3.3 610 (IL-5 靶点): 对哮喘患者肺功能改善, 具有 BIC 潜力

IL-5 是重度嗜酸性粒细胞性哮喘的成熟靶点, 针对 18 岁及以上重度嗜酸性粒细胞性哮喘维持治疗的附加治疗, 具有全新的抗体可变区序列。当 IL-5 存在时, 其与在嗜酸性粒细胞表面高表达的 IL-5Rα 结合, 募集 βc 二聚体并驱动形成 IL-5/IL-5Rα/βc 复合物, 进而激活下游 JAK-STAT 信号通路并启动一系列基因的转录。

目前已有三种单克隆抗体可以通过有效干扰致病性 IL-5/IL-5R 嗜酸性粒细胞轴

而被应用于哮喘的临床治疗，包括选择性 IL-5 抑制剂 mepolizumab、Reslizumab 和 IL-5 受体拮抗剂 Benralizumab。目前 IL-5 单抗新可来®（美泊利珠单抗注射液）已被批准在国内上市，用于成人和 12 岁及以上青少年重度嗜酸粒细胞性哮喘（SEA）的维持治疗。

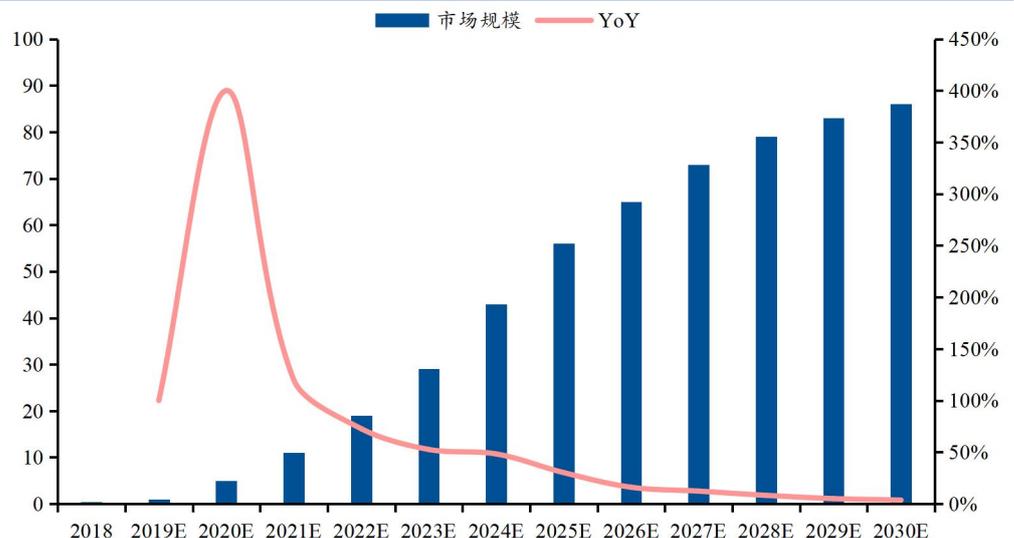
图表 20: IL-5 介导的通路



数据来源: PubMed, 百普赛斯, 华福证券研究所

根据弗若斯特沙利文，中国哮喘患病人数由 2014 年的 4,470 万人增至 2018 年的约 4,560 万人，CAGR 约 0.6%，预计后续仍保持稳定增长，2023 年/2030 年分别达到约 4,700 万人/4,850 万人，CAGR 分别为 0.6%、0.4%。预计中国单抗药物治疗哮喘市场将会快速发展，至 2023 年/2030 年分别达到约 29 亿/86 亿元。

图表 21: 2018-2030 中国治疗哮喘单抗药物市场规模（单位：亿元）



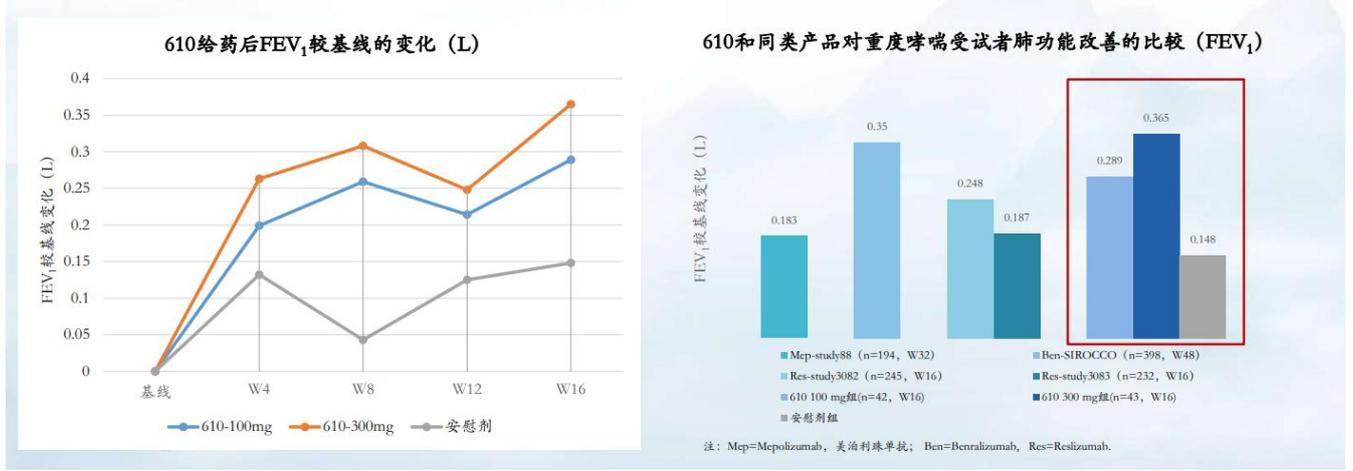
数据来源: 弗若斯特沙利文, 三生国健招股书, 华福证券研究所



**610对哮喘患者肺功能改善明显:**在哮喘受试者 II 期临床试验中,610 给药后 4~8 周即开始起效, 试验药物 FEV1 改善始终较安慰剂组更明显。随着给药时间延长, 610 对 FEV1 的改善呈现出稳定增长的趋势; 至第 16 周, FEV1 改善最明显, 且有随给药剂量增加的趋势。

**临床数据读出 610 具备成为 BIC 潜力:** 经协方差分析, 610 两个剂量组相较安慰剂的组间差值分别为 121ml 和 190ml, 其中 300mg Q4w 组显著优于安慰剂组 ( $p<0.05$ ), 且与同靶点数据比较, 显示出好于同靶点产品美泊利珠单抗 (第 32 周较基线改善 183ml、组间差值 98ml) 和 Reslizumab (各剂量组第 16 周改善分别为 187ml 和 248ml、相较安慰剂组的组间差值分别为 93ml 和 137ml) 的趋势。

图表 22: 610 对哮喘患者肺功能改善明显, 具有同类药物最佳潜力



数据来源: 三生国健官网, 华福证券研究所

图表 23: 610、Mepolizumab、Benralizumab、Reslizumab 整体不良事件发生率比较



数据来源: 三生国健官网, 华福证券研究所

**格局: 610 在国产 IL-5 第一梯队, 重度哮喘 II 期临床研究达到主要终点, 有望 2027 年申报 NDA。**



图表 24: 国内 IL-5 开发竞争格局

靶点	药品	公司	状态	日期
IL-5	美泊利单抗	GSK	提交 BLA	2022/3/14
	德莫奇单抗	GSK	III 期	2021/9/18
	SSGJ-610	三生国建	II 期	2022/8/22
	SHR-1703	恒瑞	II 期	2022/9/5
IL-4R、IL-5	RC1416	融捷康	I 期	2023/6/20
IL-5R	贝那利珠单抗	阿斯利康	提交 BLA	2023/6/29

数据来源：荃信生物招股书，华福证券研究所

### 3.4 613 (IL-1 $\beta$ 单抗)：急性痛风性关节炎患者基数大，竞争格局良好

**痛风患者人群基数大：**据弗若斯特沙利文，2020 年中国高尿酸血症及痛风患病人数为 1.7 亿人，预计会在 2030 年达到 2.4 亿人。据《2021 中国高尿酸及痛风趋势白皮书》我们推算患者中痛风发病率在 10%左右。

目前在急性痛风性关节炎的治疗中，秋水仙碱和非甾体抗炎药是一线用药。对于痛风频繁发作且秋水仙碱、非甾体抗炎药和糖皮质激素治疗无效、耐受性差或存在禁忌症的患者，欧洲抗风湿病联盟（EULAR）、美国风湿病协会（ACR）痛风管理指南和中国高尿酸血症与痛风诊疗指南均建议应考虑使用 IL-1 或 TNF- $\alpha$ 拮抗剂。2013 年欧洲药品管理局（EMA）、2023 年美国食品药品监督管理局（FDA）均批准了 IL-1 $\beta$ 拮抗剂 Canakinumab 治疗急性痛风性关节炎的适应症，而我国尚无自主研发的针对 IL-1 $\beta$ 的单克隆抗体上市，该治疗领域还存在巨大未被满足的临床需求。

**有效性上：**在 II 期研究阶段，613 目标关节疼痛完全缓解方面优于得宝松阳性对照组（关节缓解中位时间为 8 天 vs 15 天），且在疼痛 VAS 评分较基线的改善上，与强效的长效激素对照组达到非劣；除此之外，SSGJ-613 在预防复发方面显著优于对照组，即在 12 周新的痛风急性发作的受试比例为仅 14.3%，显著低于阳性激素对照组 51.6%，且中位复发时间也明显优于阳性对照组

**安全性上：**613 表现出良好的安全性和耐受性，大部分与试验药物相关的不良事件均为 1~2 级（CTCAE 5.0）。不良事件发生率未见剂量相关趋势，无导致受试者退出和死亡的不良事件，常见不良事件均在预期范围内。与同靶点 IL-1 $\beta$ 单抗药物相比，未发现新的安全性信号。

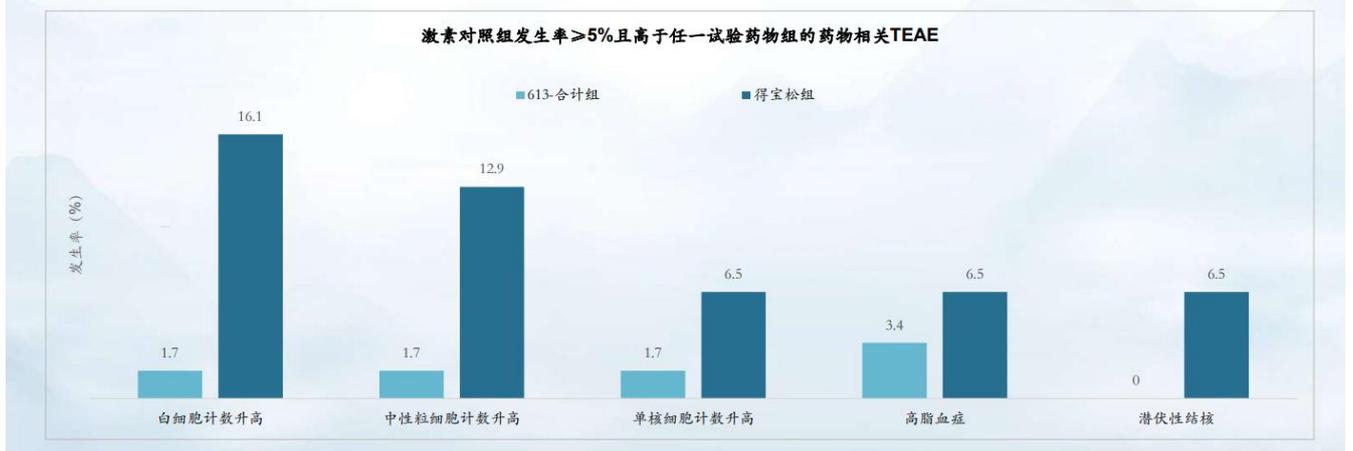


图表 25: 613 有效改善急性痛风性关节炎疼痛和发作频率



数据来源: 三生国健官网, 华福证券研究所

图表 26: 613 整体安全性良好, 无新增风险



数据来源: 三生国健官网, 华福证券研究所

**竞争格局:** 国产金纳单抗已申报上市, 公司依旧具备优势。据医药魔方, 截止2024年4月全球范围内仅有一款IL-1 $\beta$ 单抗获批上市, 即诺华的卡那奴单抗, 但该产品尚未进入中国市场。4月11日, CDE官网显示, 金赛药业注射用金纳单抗的上市申请已获受理。这也是国内首个申报上市的IL-1 $\beta$ 单抗。公司613进度领先, 预计25年申报NDA, 依旧具备强先发优势。我们认为IL-1 $\beta$ 的市场认知度仍需要时间培育, 从“0-1”阶段公司与金赛之间的上市时间差距并不会带来巨大的差距。同时, 痛风药物市场体量大, 对于早期进入者而言, 共同协作>直接竞争。

#### 4 已上市3款产品稳健增长, 支撑公司在研管线稳步推进

##### 4.1 益赛普: 集采降价普惠国民, 补充剂型助推稳健增长

益赛普用于治疗类风湿关节炎、强直性脊柱炎和银屑病, 是中国首个上市的全人源抗体类药物, 是2005年中国第一个上市的TNF- $\alpha$ 抑制剂, 填补了中国风湿病领

域无生物制剂可用的空白，获批时间早于原研5年。益赛普粉针剂于2005年上市，2017年被纳入国家医保目录乙类药物。益赛普自上市以来始终占据市场领先地位。根据IQVIA数据，2020年上半年，益赛普占据国内TNF- $\alpha$ 抑制剂市场的份额约54.5%。

降价提升可及性，惠及更大患者人群。2022年公司在全国范围内下调价格，由原来25mg规格单价643元降价为320元，12.5mg规格单价374元降为188元。结合公益赠药措施，益赛普月治疗费用将降至2000元以内。据公司，益赛普以127元/支价格作为拟备选产品中标广东集采联盟。随着集采扩围，有望惠及更多人群。

同时，公司预充式益赛普水针剂已获批上市。与原包装相比，益赛普注射套装在原有的粉针剂基础上，增加了两根注射针头、一根注射器和一个注射液安瓶。注射套装免除了患者购买注射器和注射用水的繁琐流程，患者可以自行操作，在家就能完成从溶液混合到注射用药的过程，提升了治疗体验。

#### 4.2 赛普汀：疗效+安全性优异，抗体序列获得认可权益可观

赛普汀®（伊尼妥单抗）是中国第一个获批上市的Fc段修饰，生产工艺优化，具有更强ADCC效应的创新抗HER2单抗，与化疗药物联合，已被证明可以延缓HER2阳性的转移性乳腺癌患者病情进展，并带来生存获益。

赛普汀被多部指南公示权威推荐，在中国肿瘤临床学会（CSCO）乳腺癌诊疗指南（2023年）HER2阳性乳腺癌一线解救治疗I级推荐，并且被纳入国家医保目录。同时，赛普汀多项新联用治疗方案结果读出，展现了应用扩围的潜力。

图表 27：赛普汀近年销售收入



数据来源：三生国健官网，华福证券研究所

图表 28：赛普汀多项新联用治疗方案



数据来源：三生国健官网，华福证券研究所

此外，2022年6月，公司与成都西岭源药业签署许可合作协议，将赛普汀®（伊尼妥单抗）抗体序列用于抗体偶联药物（ADC）开发和商业化的全球权益授权给科岭源，根据协议，三生国健将有望获得包括首付款、研发里程碑付款及销售里程碑付款在内，合计10.25亿人民币的对价，以及未来产品上市后的销售分成。销售分成将源自科岭源所有赛普汀®相关ADC产品的全球销售总额，同时，三生国健将继续保有赛普汀®全球除ADC项目以外的权益。

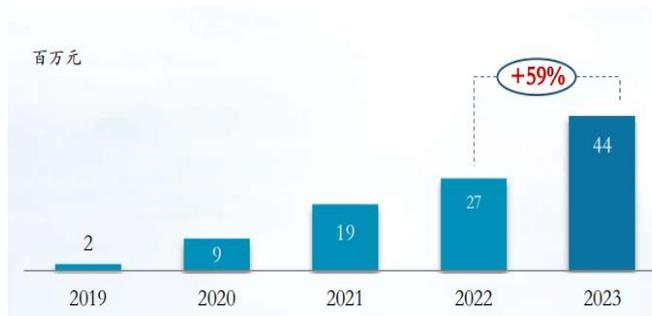


### 4.3 健尼哌：唯一获批上市的人源化抗 CD25 单抗

健尼哌®是国内第一个获批上市的人源化单克隆抗体，含有抗 CD25 人源化单克隆抗体的轻、重链，用于预防肾移植引起的急性排异反应，可与常规免疫抑制方案连用，显著提高移植器官存活率，改善患者生存质量。

肾移植指南以及血液移植急性移植物抗宿主病共识中均指出抗 CD25 药物在临床使用具有必要性，并且长期使用安全性佳。中国每年有约 100 多万患者需肾移植，约 30 万终末期肝病患者需肝移植。健尼哌抗体人源化大于 90%，免疫原性更低且安全性更高。

图表 29：健尼哌近年销售收入



数据来源：三生国健官网，华福证券研究所

图表 30：赛普汀多项新联用治疗方案



数据来源：中国医学会血液学分会造血干细胞应用学组，三生国健官网，华福证券研究所

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

我们预计公司 24-26 年营收 12.7/14.0/16.0 亿，同比增速 25%/10%/14%，主要基于以下测算：

#### (1) 已上市产品：

- a) 益赛普：据我们测算 2023 年销售收入约 5.7 亿元，价格端预计受集采扩面影响下降，同时由于新剂型补充与患者可及性提升，整体保持稳健增长预计 2024-2026 同比增速为 5%/5%/5%；
- b) 赛普汀、健尼哌：两款药物仍处放量阶段，预计保持高增速，预计 2024-2026 同比增速分别为 33%/25%/20%、60%/20%/10%。

(2) 608：预计 2026 获批上市。随着 IL-17A 抗体的药物获批有望提升国内渗透率，608 预计放量较快，26 年预计销售额 0.5 亿元；

(3) 613：预计 2026 获批上市，痛风患者基数大，公司具备领先优势；我们预



计峰值超 10 亿。

毛利率预测：生物药品板块业务贡献公司的主要营收与利润。由于益赛普集采降价的原因，公司近年整体毛利率有所下滑。我们认为随着新品的放量叠加授权许可交易，预计 24-26 整体毛利率为 81.1%/80.9%/81.5%。

费用率预测：销售费用由于新品获批上市预计有所增加，对应销售费用率预计 24-26 年为 26%/25%/27%；管理费用率保持稳定，24-26 年为 7%/7%/7%；研发费用由于多项在研将进入 III 期临床阶段，研发开支将大幅提升，对应 24-26 研发费用率预计为 32%/35%/30%。

图表 31：公司核心产品收入预测表（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入	825	1,014	1,268	1,398	1,598	1,732	2,294	3,432	4,169	4,676	5,627	6,414
YoY	-11%	23%	25%	10%	14%	8%	32%	50%	21%	12%	20%	14%
毛利率	76%	78%	81%	81%	81%	81%	82%	85%	85%	85%	87%	88%
益赛普	531	572	601	631	662	659	655	652	646	639	633	627
赛普汀	159	226	301	376	451	473	497	502	500	497	492	487
健尼派	27	44	70	84	92	97	98	99	98	98	97	96
608					47	231	505	1,110	1,229	1,161	1,128	1,071
611						116	191	523	783	1,101	1,494	1,727
613					3	39	140	280	440	577	841	1,020
610							80	128	322	436	759	1,187

数据来源：iFinD，华福证券研究所

## 5.2 投资建议

我们认为公司通过现有产品实现盈利，但是后续业绩的重要增长动力来自于在研的管线，考虑到公司研发投入较大且对于在研管线重视，采用市值/累计研发投入法衡量公司估值。我们选取了重要创新产品处于临床阶段的智翔金泰、百利天恒，和重视创新研发且同时具备上市产品贡献收入的海思科、艾利斯、和翰森制药作为可比公司。利用市值/累计研发投入法进行相对估值，公司市值/累计研发投入为 12 倍，低于可比公司平均 23 倍（已剔除最高和最低）。



图表 32: 可比公司估值 (市值/累计研发投入法)

证券代码	可比公司	研发投入 (亿元)			累计研发投入(亿元)	市值 (亿元)	市值/累计研发投入
		2021	2022	2023			
688443.SH	智翔金泰	2.95	4.54	6.20	13.70	113.45	8
688578.SH	艾力斯	2.23	1.92	3.13	7.27	287.46	40
688506.SH	百利天恒	2.79	3.75	7.46	14.00	774.21	55
002653.SZ	海思科	8.15	9.58	8.75	26.48	368.33	14
3692.HK	翰森制药	17.97	16.93	20.97	55.87	952.08	17
	平均						23
688336.SH	三生国健	4.73	3.30	3.14	11.17	132.61	12

数据来源: iFinD, 华福证券研究所 (平均值已剔除最高和最低, 取值日期 2024/6/24)

## 6 风险提示

**1、创新药研发面临不确定性风险。**创新药研发具有研发周期长、投入大、风险高、成功率低的特点,从立项到新药获批上市要经过临床前研究、临床试验、新药注册上市和售后监督等诸多复杂环节,每一环节都有可能面临失败风险。

**2、研发投入增多,核心产品销量增长不及预期的风险。**鉴于公司研发项目进程不断深化及对未来抗体药物研发领域的前瞻性布局,研发项目前期投入增大,在研项目随其研发阶段所需而研发投入增多,预计公司未来将继续产生较大的研发费用,如研发费用大于商业化产品产生的利润,将导致公司亏损。

**3、集采所带来的收入增长不确定性风险。**公司核心产品益赛普以 127 元/支价格作为拟备选产品中标广东集采联盟,从医保政策层面来看,药品集采覆盖面将持续扩大,这将对益赛普销售收入增长带来不确定性风险。

**4、创新药市场竞争风险。**若公司无法有效利用自身的研发技术经验、规模化生产优势或终端销售覆盖能力,则可能导致在研产品无法在同靶点产品中抢先获批上市,相关产品将面临竞争更加激烈的市场环境,进而对公司经营业绩的成长性与持续盈利能力产生不利影响。



图表 33: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	933	1,350	1,426	1,540
应收票据及账款	133	150	155	171
预付账款	37	33	37	44
存货	195	210	232	258
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	952	617	618	620
流动资产合计	2,250	2,359	2,468	2,632
长期股权投资	88	88	88	88
固定资产	874	850	854	868
在建工程	688	843	943	1,043
无形资产	240	241	250	265
商誉	1	1	1	1
其他非流动资产	1,164	1,164	1,164	1,164
非流动资产合计	3,055	3,188	3,300	3,428
<b>资产合计</b>	<b>5,305</b>	<b>5,547</b>	<b>5,768</b>	<b>6,060</b>
短期借款	50	0	0	0
应付票据及账款	22	72	81	91
预收款项	0	0	0	0
合同负债	17	23	25	29
其他应付款	171	171	171	171
其他流动负债	48	65	71	80
流动负债合计	308	331	348	370
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	118	118	118	118
非流动负债合计	118	118	118	118
<b>负债合计</b>	<b>426</b>	<b>449</b>	<b>466</b>	<b>489</b>
归属母公司所有者权益	4,896	5,125	5,339	5,620
少数股东权益	-18	-27	-37	-48
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,879</b>	<b>5,098</b>	<b>5,302</b>	<b>5,572</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,305</b>	<b>5,547</b>	<b>5,768</b>	<b>6,060</b>

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>416</b>	<b>702</b>	<b>283</b>	<b>343</b>
现金收益	340	327	311	382
存货影响	32	-15	-22	-26
经营性应收影响	2	-14	-10	-24
经营性应付影响	41	50	9	10
其他影响	0	354	-5	1
<b>投资活动现金流</b>	<b>-479</b>	<b>-231</b>	<b>-210</b>	<b>-229</b>
资本支出	-276	-245	-223	-239
股权投资	15	0	0	0
其他长期资产变化	-218	14	13	10
<b>融资活动现金流</b>	<b>-101</b>	<b>-54</b>	<b>3</b>	<b>-1</b>
借款增加	-100	-50	0	0
股利及利息支付	-1	-31	-30	-30
股东融资	0	0	0	0
其他影响	0	27	33	29

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,014	1,268	1,398	1,598
营业成本	224	240	267	296
税金及附加	9	7	9	11
销售费用	252	330	350	432
管理费用	63	89	98	112
研发费用	282	406	489	479
财务费用	-39	-27	-34	-30
信用减值损失	7	5	3	3
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	19	26	27	24
投资收益	-16	-12	-15	-14
其他收益	29	29	29	29
<b>营业利润</b>	<b>318</b>	<b>272</b>	<b>265</b>	<b>341</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	8	8	8	8
<b>利润总额</b>	<b>311</b>	<b>265</b>	<b>258</b>	<b>334</b>
所得税	28	24	23	34
<b>净利润</b>	<b>283</b>	<b>241</b>	<b>235</b>	<b>300</b>
少数股东损益	-11	-10	-9	-12
<b>归属母公司净利润</b>	<b>294</b>	<b>251</b>	<b>244</b>	<b>312</b>
EPS (按最新股本摊薄)	0.48	0.41	0.40	0.51

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	22.8%	25.0%	10.3%	14.3%
EBIT 增长率	3,788.4%	-12.5%	-6.0%	35.9%
归母公司净利润增长率	497.6%	-14.8%	-2.7%	27.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	77.9%	81.1%	80.9%	81.5%
净利率	27.9%	19.0%	16.8%	18.8%
ROE	6.0%	4.9%	4.6%	5.6%
ROIC	8.8%	7.3%	6.5%	8.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	8.0%	8.1%	8.1%	8.1%
流动比率	7.3	7.1	7.1	7.1
速动比率	6.7	6.5	6.4	6.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3
应收账款周转天数	49	40	39	37
存货周转天数	339	303	298	298
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.48	0.41	0.40	0.51
每股经营现金流	0.67	1.14	0.46	0.56
每股净资产	7.94	8.31	8.66	9.11
<b>估值比率</b>				
P/E	45	53	54	42
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA				

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn