

東陽光藥(1558 HK)

2017 超強業績奠定了未來增長高基數，評級降為持有

❖ 目前股價已反應業績預期，下調至持有評級。自我們 2016 年 11 月覆蓋公司以來，東陽光藥的股價漲幅已經超過 120%，以目前的估值來看，我們認為目前股價已反應了近期流感疫情爆發對公司銷售的積極影響以及 2017 年的業績預期。繼成果豐碩的 2017 年後，我們認為東陽光藥未來幾年將難以維持爆發式的增長，目前股價已充分反映公司未來的增長預期。因此，我們將評級由買入評級下調至持有，目標價為 41.2 港元，以反映我們最新的財務預測。我們的目標價格對應著 2018/2019 年預測市盈率 20.2x / 17.6x。

❖ 2017 年業績遠超預期。公司最近發了一個盈喜公告，公告顯示 2017 年公司淨利潤增速不少於 70%，主要由於 1) 可威銷售的強勁增長帶動，2) 學術推廣成效增加所帶動。根據盈喜公告，我們預計公司 2017 年淨利潤將不少於 6.47 億人民幣，高於我們之前預期 30.7%，同時高於市場一致預期 25.5%。

❖ 流感疫情持續，繼續支撐 2018 上半年可威銷售增長。根據盈喜公告，我們預計 2017 年公司可威銷售額將達到 12.8 億人民幣，同比增長 70%，2017 年下半年可威銷售額同比增長超 150%，遠超於公司之前 30% 的銷售增長目標。銷售爆發性增長主要得益於，2017 年四季度醫院流感樣患者（流感疑似病例，疑似流感或引發一些常見症狀的其他疾病）的激增（參考圖 3 和圖 4）。此外，近期確診流感的患者比例也明顯上升（圖 5 和圖 6），因此導致可威的需求量大幅增加。我們認為隨著 2018 年一季度流感疫情的持續，可威的需求量將繼續保持強勁。

❖ 2017 年的高增速為未來增長奠定了高基數。經歷本次由於流感疫情帶來的爆發式的增長後，我們認為可威的增長將有所放緩，原因是：

(1) 短期內另一輪流感疫情爆發的可能性不大。如前文所述，從過去五年流感樣病例佔門急診病例百分比以及流感確診患者佔比資料來看，近期的流感疫情是過去 5 年中最為嚴重的一年。近兩年是否會有另一波流感疫情爆發，繼續維持可威的高增長？或許有，但我們覺得可能性較低。

(2) 可威的滲透率較高。根據我們的預算，2017 年公司售出可威超過 2,000 萬盒，可威對確診流感樣患者和確診流感病人的藥物滲透率分別達到 9.4% 和 63.6%，對比 2016 年滲透率僅為 6.6% 和 44.4%。我們認為可威滲透率增加主要是由於流感患者使用可威來治療病毒性感冒的意識提高了，還有部分銷售來自於預防流感患者的使用。由於較高的基數，我們相信未來可威的滲透率將會循序增加。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬人民幣)	693	942	1,504	1,776	2,035
核心淨利潤(百萬人民幣)	292	381	649	772	886
核心 EPS (人民幣)	0.87	0.84	1.44	1.71	1.97
EPS 變動 (%)	93.1	-3.1	70.5	18.9	14.9
市盈率 (x)	39.4	40.7	23.9	20.1	17.5
市帳率 (x)	7.2	6.3	5.2	4.2	3.5
股息率 (%)	0.4	0.9	0.6	0.7	0.9
權益收益率 (%)	12.4	15.5	21.8	21.2	20.1
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際

持有 (下降)

目標價	HK\$41.20
(前目標價)	HK\$22.70)
潛在升幅	+0.8%
當前股價	HK\$40.90

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

醫藥行業

市值(百萬港元)	18,488
3 個月平均流通(百萬)	35.6
52 週內高/低(港元)	42.2/14.9
總股本(百萬)	225.8

資料來源：彭博

股東結構

東陽光集團	50.04%
流通股	49.96%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	34.1%	28.2%
3 月	61.6%	45.3%
6 月	105.5%	76.5%

資料來源：彭博

股價表現



審計師：KPMG

公司網站：www.hec-changjiang.com

圖 1:可威滲透率預測

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
平均流感樣病例佔門急診病比例	3.04%	3.38%	2.99%	2.83%	3.12%	3.23%
平均流感病毒陽性比例	0.53%	0.26%	0.43%	0.31%	0.46%	0.48%
估算確診流感樣病例數目(百萬)	196.4	236.6	221.0	214.0	241.1	229.9
估算確診流感病例數目(百萬)	34.0	18.2	32.0	23.1	35.9	34.1
估算可威銷售量(百萬盒)	0.2	1.3	3.5	9.1	16.0	21.7
可威確診流感樣病例滲透率	0.1%	0.5%	1.6%	4.2%	6.6%	9.4%
可威確診流感病例滲透率	0.6%	6.9%	11.0%	39.2%	44.4%	63.6%

資料來源:中國國家流感中心,衛計委,招銀國際預測

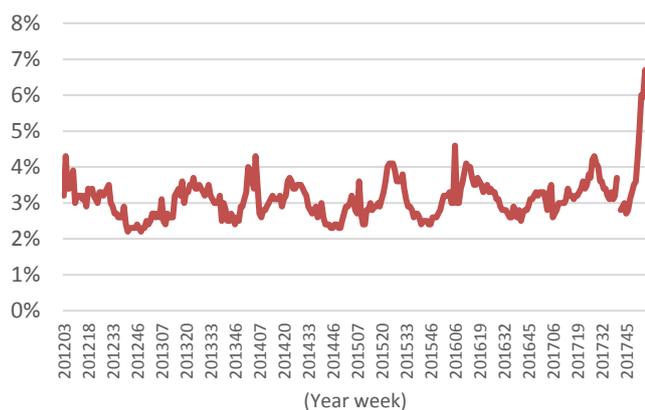
❖ 調高 2018/2019 年淨利潤預測 28.1%/25.1%。我們上調可威的 2018/19 年收入預測 24.4%/20.4%，以反映 2017 下半年產品的強勁增長。同時，由於學術推廣活動效益的顯現以及患者對可威抗流感的接受度提高，我們預計公司經營利潤率也會有所改善。因此，我們調高 2018/19 年淨利預測 28.1%/25.1%。我們最新的預測對應 2018/2019 年收入同比增長 18.1%/14.6%，淨利潤同比增長 18.9%/14.9%。

圖 2:財務預測變化

	2018E			2019E		
	舊	新	變動	舊	新	變動
	百萬人民幣	百萬人民幣		百萬人民幣	百萬人民幣	
可威	1,226	1,525	24.4%	1,448	1,743	20.4%
顆粒	874	977	11.8%	1,022	1,124	10.0%
膠囊	353	548	55.6%	426	619	45.5%
其他	251	251	0.0%	292	292	0.0%
總收入	1,477	1,776	20.2%	1,739	2,035	17.0%
成本	(285)	(350)	22.7%	(340)	(405)	19.2%
毛利	1,192	1,426	19.6%	1,400	1,630	16.5%
其他收入	7	8	16.8%	9	10	13.7%
經營成本	(393)	(407)	3.6%	(457)	(462)	1.0%
研發開支	(103)	(121)	16.8%	(122)	(138)	13.7%
經營利潤	703	907	29.0%	829	1,040	25.4%
淨財務收入	20	23	13.5%	27	33	22.2%
稅項	(130)	(167)	28.6%	(154)	(193)	25.3%
小數股東應占利潤	9	9	N/A	6	6	0.0%
淨利潤	602	772	28.1%	709	886	25.1%
毛利率	80.7%	80.3%	-0.4ppt	80.5%	80.1%	-0.4ppt
經營利潤率	47.6%	51.1%	+3.5ppt	47.7%	51.1%	+3.4ppt
淨利率	40.8%	43.4%	+2.7ppt	40.7%	43.6%	+2.8ppt

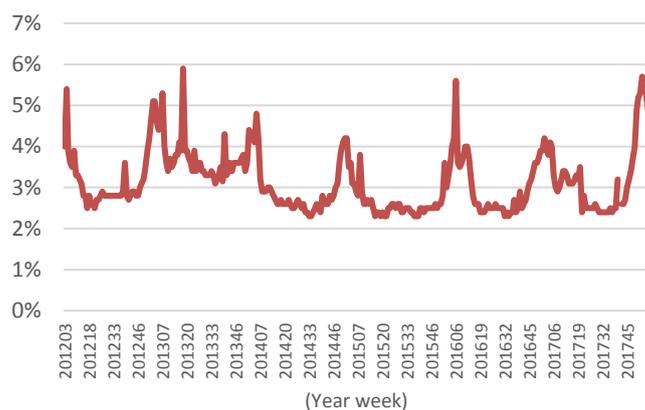
資料來源:公司,招銀國際預測

圖 3: 南方省份哨點醫院流感樣病例占門急診病例百分比



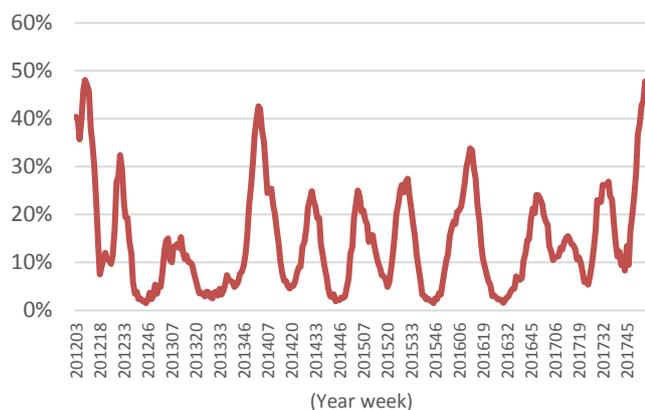
來源：中國國家流感中心，公司

圖 4: 北方省份哨點醫院流感樣病例占門急診病例百分比



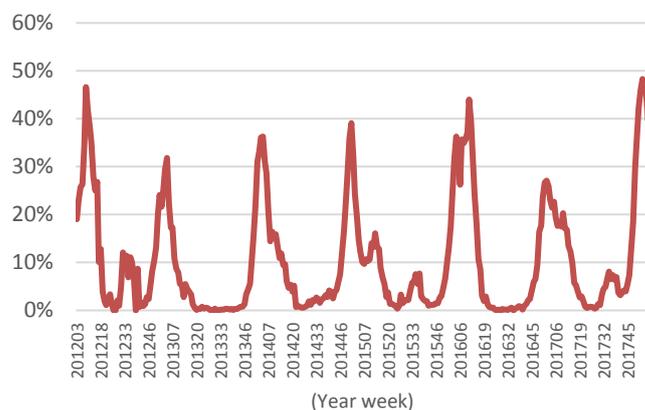
來源：中國國家流感中心，公司

圖 5: 南方省份流感樣病例檢測陽性率



來源：中國國家流感中心，公司

圖 6: 北方省份流感樣病例檢測陽性率



來源：中國國家流感中心，公司

財務報表

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	692.9	941.5	1,503.9	1,776.2	2,035.2
可威	453.8	736.3	1,278.8	1,525.1	1,743.4
爾同舒	36.5	44.6	51.6	59.2	67.6
其他	202.6	160.6	173.5	191.9	224.2
銷售成本	(178.3)	(214.2)	(310.4)	(350.2)	(404.8)
毛利	514.6	727.3	1,193.5	1,425.9	1,630.4
其他收益	20.3	38.5	7.2	8.5	9.7
銷售費用	(77.3)	(180.9)	(230.8)	(277.9)	(314.4)
行政費用	(41.3)	(68.5)	(110.9)	(128.7)	(147.3)
研發開支	(52.3)	(64.2)	(102.3)	(120.8)	(138.4)
息稅前收益	364.0	452.2	756.7	907.0	1,040.0
淨財務收入/(支出)	(22.7)	0.9	18.7	22.8	33.0
非經常性收入	(26.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
稅前利潤	314.7	453.1	775.4	929.8	1,073.1
所得稅	(49.0)	(72.5)	(139.6)	(167.4)	(193.2)
非控制股東權益	0.0	0.0	13.2	9.2	6.5
淨利潤	265.8	380.6	649.0	771.7	886.4
核心淨利潤	292.3	380.6	649.0	771.7	886.4
息稅折攤前收益	363.2	479.6	800.5	954.1	1,089.0

資料來源: 公司, 招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	767.5	929.6	1,354.2	1,470.0	1,524.2
物業、廠房及設備	462.5	495.7	689.8	786.4	838.3
預付款	294.6	422.5	242.1	169.9	181.1
其他非流動資產	10.4	11.4	422.3	513.8	504.8
流動資產	1,809.9	1,901.5	2,251.5	2,794.2	3,513.5
現金及現金等值物	1,353.7	1,212.1	1,286.6	1,733.8	2,351.2
應收貿易款項	260.6	337.1	536.0	634.0	727.2
存貨	154.6	110.6	187.3	184.8	193.4
其他流動資產	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流動負債	271.2	284.3	257.8	247.5	254.5
銀行貸款	105.0	70.0	65.4	70.2	72.9
應付貿易賬款	156.0	182.4	160.6	145.4	149.7
其他流動負債	10.2	31.9	31.9	31.9	31.9
非流動負債	163.4	89.0	122.5	126.4	128.6
銀行貸款	90.0	20.0	53.5	57.4	59.6
其他非流動負債	73.4	69.0	69.0	69.0	69.0
淨資產總值	2,142.8	2,457.8	3,225.3	3,890.4	4,654.5
少數股東權益	0.0	0.0	253.7	244.5	238.1
股東權益	2,142.8	2,457.8	2,971.6	3,645.8	4,416.5

資料來源: 公司, 招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	364.0	452.2	756.7	907.0	1,040.0
折攤和攤銷	25.7	27.4	39.7	46.9	51.4
營運資金變動	(51.0)	(134.1)	(116.8)	(38.5)	(108.7)
稅務開支	(56.6)	(72.5)	(139.6)	(167.4)	(193.2)
其他	5.3	0.1	0.0	(0.0)	(0.0)
經營活動所得現金淨額	287.4	273.2	540.0	748.0	789.6
資本開支	(28.0)	(276.1)	(224.8)	(134.5)	(94.4)
其他	(315.6)	41.1	(128.0)	(70.3)	40.9
投資活動所得現金淨額	(343.6)	(235.0)	(352.8)	(204.8)	(53.5)
債務變化	(250.1)	(105.0)	28.9	8.7	4.9
上市所得淨額	1,598.6	0.0	0.0	0.0	0.0
派息	0.0	(67.6)	(135.2)	(97.4)	(115.8)
利息開支	(25.2)	(7.2)	(6.3)	(7.4)	(7.8)
融資活動所得現金淨額	1,323.3	(179.8)	(112.7)	(96.0)	(118.7)
現金淨變動	1,267.1	(141.6)	74.6	447.2	617.4
年初現金及現金等值物	86.6	1,353.7	1,212.1	1,286.6	1,733.8
匯兌差額	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等值物	1,353.7	1,212.1	1,286.6	1,733.8	2,351.2

資料來源: 公司, 招銀國際預測

主要比率

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
可威	65.5	78.2	85.0	85.9	85.7
爾同舒	5.3	4.7	3.4	3.3	3.3
其他	29.2	17.1	11.5	10.8	11.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	74.3	77.2	79.4	80.3	80.1
息稅折攤前利潤率	52.4	50.9	53.2	53.7	53.5
稅前利率	45.4	48.1	51.6	52.4	52.7
淨利潤率	38.4	40.4	43.2	43.4	43.6
核心淨利潤率	42.2	40.4	43.2	43.4	43.6
有效稅率	15.6	16.0	18.0	18.0	18.0
增長 (%)					
收入	57.2	35.9	59.7	18.1	14.6
毛利	60.3	41.3	64.1	19.5	14.3
息稅折攤前利潤	68.1	32.1	66.9	19.2	14.1
經營利潤	97.7	24.2	67.3	19.9	14.7
淨利潤	96.4	43.2	70.5	18.9	14.9
核心淨利潤	116.0	30.2	70.5	18.9	14.9
資產負債比率					
流動比率 (x)	6.7	6.7	8.7	11.3	13.8
平均應收賬款周轉天數	112.5	115.9	106.0	120.2	122.1
平均應付帳款周轉天數	88.5	47.1	36.5	39.9	33.3
平均存貨周轉天數	93.5	51.4	36.2	38.2	33.9
淨負債/權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	12.4	15.5	21.8	21.2	20.1
資產回報率	10.3	13.4	18.0	18.1	17.6
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.79	0.84	1.44	1.71	1.97
核心每股盈利(人民幣)	0.87	0.84	1.44	1.71	1.97
每股股息(港元)	0.15	0.30	0.22	0.26	0.30
每股帳面值(人民幣)	4.8	5.5	6.6	8.1	9.8

資料來源: 公司, 招銀國際預測

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: 香港中環花園道三號冠君大廈 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责任。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。