

亿胜生物科技(1061 HK)

一家被低估的医药制造公司

❖ **2017 上半年净利润增长与预期一致。**2017 上半年公司收入增长 20.2%至 4.4 亿港元，其中自有产品增长 18.1%至 3.5 亿港元，第三方产品增长 57.4%至 7,870 万港元。眼科产品和外科产品分别增长 19.4%和 28.5%，总收入占比分别为 49%和 48.8%。毛利率提高 0.58 个百分点至 81.7%，净利率提高 0.59 个百分点至 17.6%。净利润增长 24.4%至 7,710 万港元。剔除人民币对应港币贬值 6%的影响，公司收入和净利润以人民币计价分别同比增长 26%和 30%。根据彭博终端的预测，市场预测公司收入和净利分别增长 25.6%和 23.6%。因此，我们认为公司 2017 上半年收入增速低于市场预测，净利增速符合预期。

❖ **2017 上半年公司毛利率提高。**尽管第三方产品销售增速更快，且毛利率低于自有产品毛利率。公司 2017 上半年毛利率录得 81.7%，比市场预期的 78.8%高 3 个百分点。毛利率的提升导致利润增速符合市场预期，而收入增速不及预期。管理层解释，毛利率改善主要由于公司业务规模经济效应带动。

❖ **新医保目录将于 2017 年下半年产生影响。**2017 上半年公司收入稍低于市场预期，我们认为主要是由于新医保目录执行时间较预期延迟。市场期待新医保目录能在 2017 年 3 季度执行，但是管理层预计新医保执行时间或许推迟到 2017 年年底。管理层表示产品纳入新医保将给公司带来良好声誉，产品销售信心会恢复，良好增长可期。

❖ **存货管理使得经营性现金流改善。**公司 2017 上半年经营性现金流增长迅速，从 2016 上半年的 2,240 港元增长到 2017 上半年的 6,860 万港元。管理层解释，经营性现金流改善主要是因为公司更谨慎的存货管理，存货水平从 2016 年末的 1.06 亿港元降至 2017 上半年的 9,420 万港元。

❖ **估值便宜。**公司目前估值为 2017/2018 年预测市盈率 14.3 倍/11.4 倍。公司连续三年净利润增速超过 20%，我们认为，公司目前估值较为便宜。潜在股价催化剂：2017 下半年人民币升值和核心产品增速超预期。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万港元)	518	654	776
核心净利润(百万港元)	75	105	136
核心 EPS (港元)	0.14	0.19	0.24
EPS 变动 (%)	23.2	11.6	14.6
市盈率 (x)	24.6	25.9	13.7
市帐率 (x)	5.6	6.6	3.4
股息率 (%)	0.5	0.5	0.8
权益收益率 (%)	25.7	28.2	28.1
净财务杠杆率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash

数据来源：公司及招银国际

未评级

当前股价 HK\$4.23

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

医药行业

市值(百万港元)	2,378
3 个月平均流通(百万)	0.69
52 周内高/低(港元)	4.52/3.17
总股本(百万)	562.1

数据源：彭博

股东结构

严名炽家族	54.5%
流通股	45.5%

数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-3.2%	-6.3%
3 月	-3.6%	-10.4%
6 月	24.7%	8.5%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师: BDO Ltd

公司网站: www.essexbio.com

亿胜生物科技 (1061.HK) 2017 年中期业绩会

2017.08.14 14:30

方海洲先生 董事总经理

1、两票制实施对公司市场推广服务费的影响？

两票制对代理商产品销售有影响，代理产品销售未来会转为收取服务费模式，销售额会一定程度上减少，服务费用会提高。

2、福建市场是通过代理销售，两票制对销售是否有影响？

公司在福建市场较早实行两票制，公司选择和大型分销商合作，两票制无太大影响。

3、公司行政费用下降原因？

公司行政费用基本比较稳定。行政费用包括日常管理费用，研发费用和期权费用，管理费用基本稳定，研发费会稍有点波动，期权费用会涉及到一次性费用。

4、自有产品与代理产品销售比例与去年基本持平，毛利率提升的原因？

自有产品的毛利在 90%左右，基本成本相对固定，销售量上升带动毛利率提升。代理产品毛利较低，但因占比较小，影响较小。

5、IFC 可转债预提 470 万利息的条件？

若 IFC 放弃转股，按照合约条款利息会上浮（若成功转股，年利率 1.9%），所以从财务风险角度计提 470 万港元利息。

16、经营性现金流改善原因？

1) 存货控制；2) 应收账款管理。

7、公司产品全年销售指引？

眼科产品收入反弹原因 1) 公司贝复舒滴眼液和贝复舒眼用凝胶纳入 2017 医保目录，产品销售信心恢复。2) 独家代理产品适丽顺，丰富了眼科产品组合，扩大了眼科收入规模，2016 年收入录得 1 倍多增长，今年能保持较好增长势头。独家代理产品适利达和适利加去年保持 20%-30%增长；外科产品方面，贝复冻干粉进入新医保，增速可期；贝复新凝胶，公司通过学术推广，改变医生用药理念，扩大产品的科室覆盖。

18、新医保进展以及药品零加成实行是否会引发更多医院二次议价？

新医保预计于 2017 年年底或 2018 年年初全国各省份可以落地实施。药品零加成于 2017 年 9 月份全国统一实施，暂不好预估，不排除个别盈利较弱的医院进行二次议价。

9、公司厂房通过欧盟 GMP 认证后，未来是否有产品于欧洲上市？

公司通过欧盟 GMP 认证的两个目的 1) 使得公司产品达到出口欧美水准；2) 吸引国外企业建立合作关系。

10、AC-immune 抗体产品进度？未来是否会在国内上市？

在研抗体产品现处于三期临床阶段，该抗体预计为全球治疗老年痴呆疾病领域最有前景的药物，未来是否于国内上市尚未确定。

11、公司于韩国上市计划进展？

上市进度放缓，有新进度会发公告。

图 1: 同业估值

公司	代码	股价 HK\$	市值 HK\$mn	PER(x)			PBR(x)			EV/EBITDA (x)			ROE(%)		
				FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E	FY16A	FY17E	FY18E
亿胜生物科技	1061	4.23	2,378	13.7	14.3	11.4	3.4	3.3	2.7	9.8	N/A	N/A	28.1	N/A	N/A
复星医药	2196	28.85	83,687	19.1	17.9	15.4	2.5	2.4	2.1	20.1	27.2	22.6	13.9	13.9	14.9
石药集团	1093	11.88	71,922	23.5	26.2	21.1	5.0	6.0	5.0	14.9	17.1	13.6	22.3	24.1	25.4
中国生物制药	1177	6.71	49,736	21.2	23.0	20.2	4.6	4.4	3.7	10.7	12.2	10.5	23.0	22.0	20.7
白云山	874	20.00	49,055	16.7	17.3	15.9	1.7	1.5	1.4	12.3	N/A	N/A	11.7	8.8	9.3
丽珠医药	1513	41.90	29,232	30.1	19.8	16.5	3.8	2.3	2.1	19.5	13.9	11.8	14.5	12.7	12.8
三生制药	1530	9.71	24,652	24.1	23.6	18.0	2.6	2.9	2.5	16.7	16.1	12.8	11.7	12.9	14.9
绿叶制药	2186	4.34	14,413	15.3	11.6	10.2	2.1	1.7	1.4	11.9	8.6	7.3	14.7	15.0	15.0
复旦张江	1349	4.28	3,950	38.6	21.1	18.3	6.3	3.5	3.0	28.5	14.3	11.4	17.6	16.0	15.9
李氏大药房	950	6.18	3,648	14.7	13.0	11.7	2.3	2.0	1.7	9.1	N/A	N/A	16.4	17.5	19.3
东瑞制药	2348	4.47	3,547	12.6	10.0	7.2	2.0	1.7	1.5	7.3	N/A	N/A	17.1	N/A	N/A
平均				21.6	18.4	15.4	3.3	2.8	2.4	15.1	15.6	12.9	16.3	15.9	16.5

资料来源: 彭博, 招银国际预测

图 2: 1H2017 总收入分布

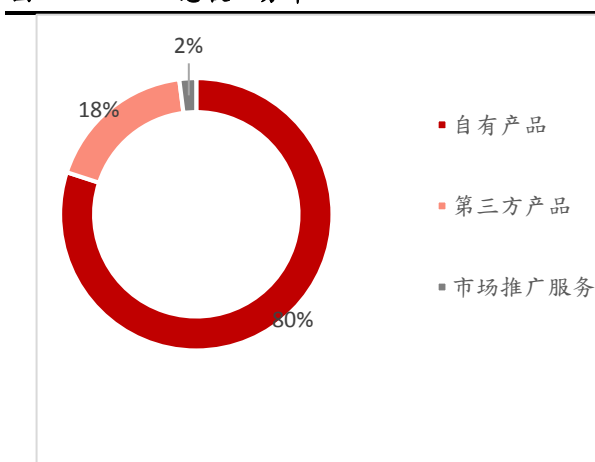
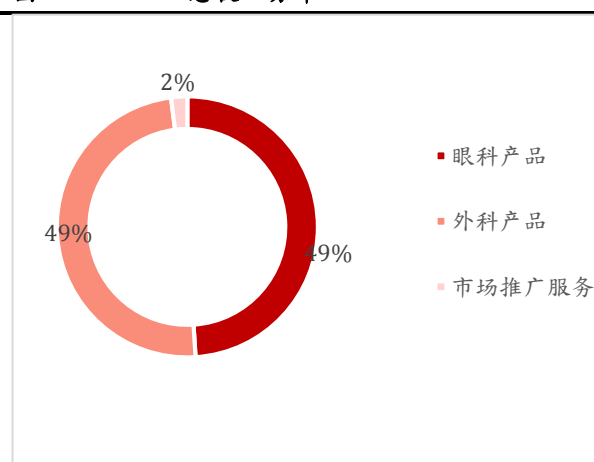
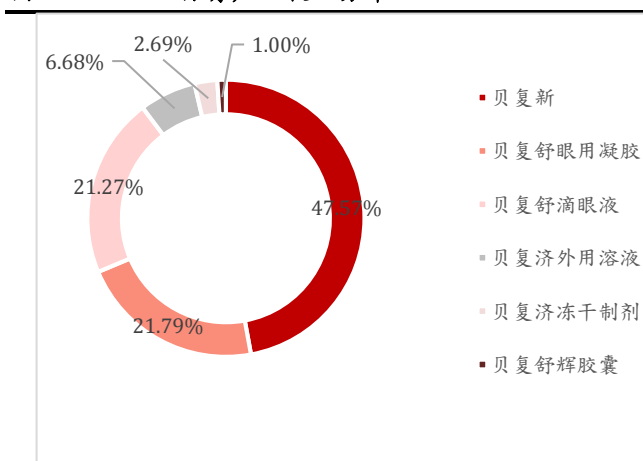


图 3: 1H2017 总收入分布



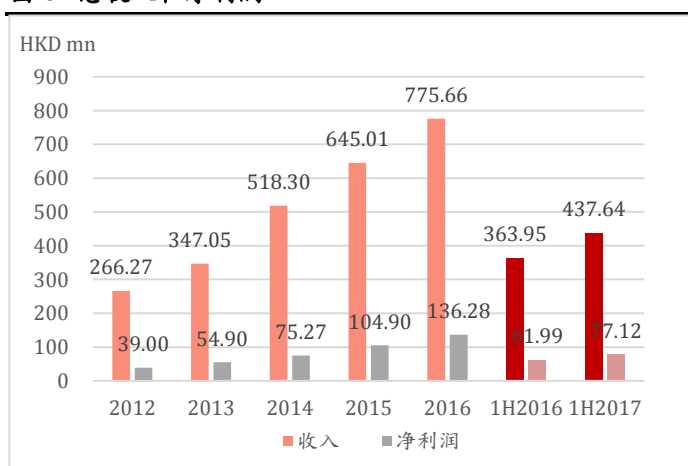
资料来源：公司

图 4: 1H2017 自有产品收入分布



资料来源：公司

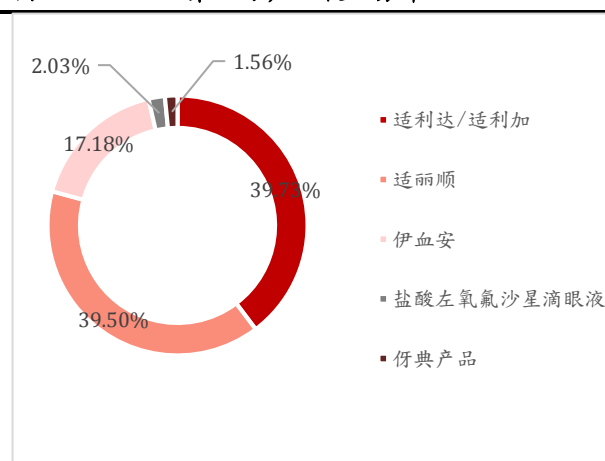
图 6: 总收入和净利润



资料来源：公司

资料来源：公司

图 5: 1H2017 第三方产品收入分布



资料来源：公司

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之分析员，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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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。