

東陽光藥(1558 HK)

預計爆發式增長難以持續

- ❖ **分銷費用激增侵蝕利潤增長。**2017 年公司淨利潤同比增長 70%至 6.47 億人民幣，公司 2 月份曾釋放利好消息，利潤增幅市場已基本預期。公司收入同比增長 70.1%至 16 億人民幣，分別高於我們及市場預期 6.5%/ 10.7%，收入主要由核心產品可威的強勁增長帶動。由於部分原材料轉為自供及專利費用的下降，公司毛利率提升 5.2ppt 至 82.5%。由於行銷費用上浮 105.7%，公司營業利潤率同比下降 0.4 個百分點至 47.7%。
- ❖ **營銷推廣加大投入。**管理層表示，分銷費用的激增是由於（1）更多的學術推廣活動，（2）增加低端市場的滲透，（3）增加淡季的推廣活動，及（4）拓展新市場。銷售人員數量從 2015 年的 196 個增加到 2016 年的 404 個及 2017 年的 856 個。隨著行銷策略的延續及 2018-20 年新產品的推出，我們預計現有行銷費用水準將在未來三年持續下去。
- ❖ **可威目標實現 30%的增長。**儘管 17 年可威產品錄得爆發式增長，管理層仍然設定了同樣的增長目標，2018 年可威目標同比增長 30%。然而由於 2017 年可威銷售的高基數及 2018 年爆發新一輪較強流感的機會較小，我們認為 30% 增長是一個充滿挑戰的增長目標。對於產能，管理層表示年產能不會是個約束，可威顆粒和軟膠囊僅用了公司產能的 50%和 25%。較難控制的部分就是如何在淡旺季管理供給端和需求端的差額。
- ❖ **胰島素產品目標獲取 5-10%的市場份額。**該公司計畫於 2018 年底至 2019 年初推出重組人胰島素注射劑。第三代胰島素產品甘精胰島素和門冬胰島素目前正處於 III 期和 I 期臨床試驗階段，預計於 2020 年後推出。管理層認為胰島素市場的競爭不是太激烈，憑藉公司完整的胰島素產品線，預計未來可以佔據 5-10%的市場份額。
- ❖ **小幅上調 2018 / 19 年核心淨利潤 2.2%/ 1.6%。**為了反映（1）可威增長強於預期，及（2）行銷費用增加，我們將 2018/ 19 年收入預測上調了 9.1%/ 9.4%，經營利潤率下調了 4.2ppt / 4.4ppt。整體而言，我們將核心淨利潤預測小幅上調了 2.2%/ 1.6%。我們預計公司 2017-20 年核心淨利潤複合年增長率為 15.1%。
- ❖ **維持持有評級，目標價不變 41.2 港元。**我們仍然堅持之前的觀點，2017 年可威爆發式的增長是提前透支其未來的增長潛力。因此，我們預計未來 2017-20 年可威的複合年增長率僅為 16.7%，公司總收入複合年增長率僅為 16.4%。由於未來幾年公司為了提高產品滲透率市場推廣力度將持續，新產品推出後學術推廣力會加大，我們預計未來幾年的公司經營效率將基本保持不變。因此我們維持對東陽光藥的持有評級，目標價維持 41.20 港元不變。公司目前估值為 2018/ 19 年預測市盈率 18.1x / 15.8x，我們的目標價對應著 2018 / 19 年預測市盈率 22.0x / 17.5x。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	942	1,602	1,937	2,226	2,526
核心淨利潤 (百萬人民幣)	350	673	788	901	1,026
核心 EPS (人民幣)	0.78	1.49	1.75	2.00	2.28
EPS 變動 (%)	-8.8	92.1	17.2	14.3	13.9
市盈率 (x)	40.7	21.2	18.1	15.8	13.9
市帳率 (x)	5.8	5.1	4.1	3.3	2.8
股息率 (%)	0.9	0.7	0.8	0.9	1.1
權益收益率 (%)	15.5	23.0	22.5	21.0	19.8
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（維持）

目標價	HK\$41.20
(前目標價)	HK\$41.20)
潛在升幅	+10.9%
當前股價	HK\$37.60

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)	16,996
3 個月平均流通(百萬)	91.2
52 周內高/低(港元)	51.6/16.0
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	-15.8%	-13.1%
3 月	39.7%	36.3%
6 月	94.7%	79.1%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: KPMG

公司網站: www.hec-changjiang.com

圖 1: 2017 利潤表

	2H16	2H17	按年增長	2016	2017	按年增長	2017E	差距
	百萬元人民幣	百萬元人民幣		百萬元人民幣	百萬元人民幣		百萬元人民幣	
可威	275	845	206.6%	736	1,401	90.3%	1,279	9.6%
顆粒	227	590	160.3%	544	962	76.7%	620	55.0%
膠囊	49	255	421.1%	192	440	129.0%	658	-33.2%
爾同舒	27	21	-21.3%	45	40	-11.0%	52	-23.0%
歐美寧	24	25	3.0%	43	50	17.8%	49	2.4%
欣海寧	17	14	-15.2%	31	32	2.6%	35	-10.8%
喜寧	22	19	-16.7%	37	43	18.3%	40	7.5%
其他	20	16	-21.1%	51	35	-29.8%	49	-27.2%
總收入	386	939	143.4%	942	1,602	70.1%	1,504	6.5%
銷售成本	(78)	(159)	103.8%	(214)	(280)	30.9%	(310)	-9.7%
毛利	308	781	153.5%	727	1,321	81.7%	1,193	10.7%
其他收入	1	(2)	N/A	8	7	-10.2%	7	-1.0%
分銷開支	(71)	(254)	259.1%	(181)	(372)	105.7%	(231)	61.2%
行政費用	(37)	(63)	68.7%	(68)	(96)	40.3%	(111)	-13.3%
研發費用	(38)	(73)	89.9%	(64)	(97)	50.9%	(102)	-5.2%
經營利潤	184	403	119.3%	452	763	68.8%	757	0.9%
非經營性項目	0	(25)	N/A	0	(25)	N/A	0	N/A
淨利息收入	5	13	155.0%	1	10	1099.5%	19	-44.2%
稅前利潤	189	390	106.7%	453	748	65.1%	775	-3.5%
稅項	(23)	(59)	155.9%	(72)	(122)	68.1%	(140)	-12.7%
少數股東權益	0	0	N/A	0	21	N/A	13	57.4%
淨利潤	166	345	108.5%	381	647	70.0%	649	-0.29%
毛利率	79.8%	83.1%	+3.3ppt	77.2%	82.5%	+5.2ppt	79.4%	+3.1ppt
經營利潤率	47.6%	42.9%	-4.7ppt	48.0%	47.7%	-0.4ppt	50.3%	-2.7ppt
淨利率	42.9%	36.8%	-6.2ppt	40.4%	40.4%	+0.0ppt	43.2%	-2.8ppt

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 2: 財務預測變化

	2018E			2019E		
	舊	新	變動	舊	新	變動
	百萬元人民幣	百萬元人民幣		百萬元人民幣	百萬元人民幣	
可威	1,525	1,718	12.7%	1,743	1,974	13.2%
顆粒	977	1,131	15.8%	1,124	1,277	13.6%
膠囊	548	588	7.1%	619	697	12.5%
其他	251	218	-13.0%	292	252	-13.6%
總收入	1,776	1,937	9.1%	2,035	2,226	9.4%
成本	(350)	(338)	-3.4%	(405)	(395)	-2.3%
毛利	1,426	1,599	12.1%	1,630	1,831	12.3%
其他收入	8	6	-25.5%	10	7	-25.3%
經營成本	(407)	(571)	40.4%	(462)	(653)	41.5%
研發開支	(121)	(126)	4.2%	(138)	(145)	4.6%
經營利潤	907	908	0.1%	1,040	1,040	0.0%
淨財務收入	23	19	-18.2%	33	26	-20.1%
稅項	(167)	(153)	-8.6%	(193)	(176)	-8.9%
少數股東應占利潤	9	15	N/A	6	10	0.0%
淨利潤	772	788	2.2%	886	901	1.6%
毛利率	80.3%	82.5%	+2.3ppt	80.1%	82.2%	+2.1ppt
經營利潤率	51.1%	46.9%	-4.2ppt	51.1%	46.7%	-4.4ppt
淨利率	43.4%	40.7%	-2.7ppt	43.6%	40.5%	-3.1ppt

資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 3: 同業估值

公司	代碼	股價 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
東陽光藥	1558	37.60	16,996	40.7	21.2	18.1	5.8	5.1	4.1	27.3	17.0	13.6	15.5	23.0	22.5
複星醫藥	2196	50.60	141,373	19.1	30.5	25.7	2.5	3.9	3.5	20.1	41.4	34.2	13.9	13.6	14.9
石藥集團	1093	21.80	136,098	23.5	48.4	37.7	5.0	10.8	8.0	14.9	32.1	24.8	22.3	23.5	22.7
中國生物製藥	1177	15.62	131,602	21.2	44.4	37.8	4.6	8.9	6.6	10.7	28.8	21.1	23.0	23.9	23.3
白雲山	874	25.05	58,163	16.7	18.0	15.0	1.7	1.8	1.6	18.4	17.6	17.9	11.7	10.3	11.4
麗珠集團	1513	65.90	45,732	30.1	31.5	26.2	3.8	2.9	2.6	17.5	20.8	19.0	14.5	29.1	10.6
三生製藥	1530	17.08	43,363	24.1	39.5	30.0	2.6	4.8	4.2	14.7	26.2	20.5	11.7	12.5	14.5
綠葉製藥	2186	7.23	23,678	15.3	20.1	17.8	2.1	2.6	2.3	11.9	14.0	12.7	14.7	13.6	13.8
李氏大藥廠	950	10.94	6,473	14.7	24.4	21.5	2.3	3.5	3.1	9.1	N/A	N/A	16.4	14.2	13.9
復旦張江	1349	3.83	3,535	38.6	19.1	16.5	6.3	3.0	2.6	28.5	13.0	10.9	17.6	14.9	15.4
Average				22.6	30.7	25.4	3.4	4.7	3.8	16.2	24.2	20.1	16.2	17.3	15.6

資料來源: 彭博, 招銀國際預測

財務報表

利潤表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	941.5	1,601.6	1,937.0	2,226.3	2,525.6
可威	736.3	1,401.2	1,718.5	1,974.1	2,225.2
爾同舒	44.6	39.7	40.2	43.3	47.9
其他	160.6	160.6	178.3	208.9	252.5
銷售成本	(214.2)	(280.4)	(338.2)	(395.3)	(455.8)
毛利	727.3	1,321.2	1,598.8	1,831.0	2,069.8
其他收益	7.9	7.1	6.3	7.2	8.2
銷售費用	(180.9)	(372.1)	(452.8)	(516.9)	(577.8)
行政費用	(68.5)	(96.1)	(118.2)	(136.3)	(154.4)
研發開支	(64.2)	(96.9)	(125.9)	(144.7)	(164.2)
息稅前收益	421.6	763.2	908.2	1,040.3	1,181.6
淨財務收入/(支出)	0.9	10.4	18.7	26.4	39.1
非經常性收入	30.6	(25.4)	0.0	0.0	0.0
稅前利潤	453.1	748.2	926.9	1,066.7	1,220.7
所得稅	(72.5)	(121.8)	(152.9)	(176.0)	(201.4)
非控制股東權益	0.0	20.7	14.5	10.2	7.1
淨利潤	380.6	647.1	788.4	900.9	1,026.4
核心淨利潤	350.0	672.5	788.4	900.9	1,026.4
息稅折攤前收益	479.6	784.3	959.6	1,091.8	1,233.9

資料來源: 公司, 招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	929.6	1,707.3	1,612.3	1,670.4	1,731.9
物業、廠房及設備	495.7	670.2	766.9	817.5	870.4
預付款	422.5	558.8	385.2	410.6	437.2
其他非流動資產	11.4	478.3	460.3	442.3	424.3
流動資產	1,901.5	2,068.6	2,653.6	3,333.4	4,141.8
現金及現金等值物	1,212.1	887.2	1,195.6	1,770.2	2,479.1
應收貿易款項	337.1	747.0	1,005.2	1,090.8	1,169.0
存貨	110.6	88.0	106.4	125.8	147.2
其他流動資產	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流動負債	284.3	640.7	437.6	401.4	386.6
銀行貸款	70.0	10.0	26.2	27.8	28.5
應付貿易賬款	182.4	549.5	330.2	292.4	276.9
其他流動負債	31.9	81.2	81.2	81.2	81.2
非流動負債	89.0	74.6	90.9	92.5	93.1
銀行貸款	20.0	10.0	26.2	27.8	28.5
其他非流動負債	69.0	64.6	64.6	64.6	64.6
淨資產總值	2,457.8	3,060.6	3,737.4	4,509.9	5,394.0
少數股東權益	0.0	252.8	238.2	228.1	220.9
股東權益	2,457.8	2,807.8	3,499.2	4,281.8	5,173.1

資料來源: 公司, 招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日 (百萬元人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	421.6	763.2	908.2	1,040.3	1,181.6
折攤和攤銷	27.4	43.8	54.9	59.4	63.2
營運資金變動	(134.1)	(156.3)	(322.3)	(168.3)	(141.6)
稅務開支	(72.5)	(121.8)	(152.9)	(176.0)	(201.4)
其他	30.8	(25.1)	0.0	0.0	0.0
經營活動所得現金淨額	273.2	503.8	487.8	755.3	901.7
資本開支	(276.1)	(200.4)	(133.5)	(92.0)	(98.1)
其他	41.1	(418.8)	20.8	29.7	42.5
投資活動所得現金淨額	(235.0)	(619.1)	(112.7)	(62.4)	(55.6)
債務變化	(105.0)	(70.0)	32.5	3.2	1.2
股本融資所得淨額	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
派息	(67.6)	(135.2)	(97.1)	(118.3)	(135.1)
利息開支	(7.2)	(4.3)	(2.2)	(3.2)	(3.4)
融資活動所得現金淨額	(179.8)	(209.5)	(66.8)	(118.3)	(137.3)
現金淨變動	(141.6)	(324.9)	308.4	574.6	708.9
年初現金及現金等值物	1,353.7	1,212.1	887.2	1,195.6	1,770.2
匯兌差額	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
年末現金及現金等值物	1,212.1	887.2	1,195.6	1,770.2	2,480.1

資料來源: 公司, 招銀國際預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
可威	78.2	87.5	88.7	88.7	88.1
爾同舒	4.7	2.5	2.1	1.9	1.9
其他	17.1	10.0	9.2	9.4	10.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	77.2	82.5	82.5	82.2	82.0
息稅折攤前利潤率	50.9	49.0	49.5	49.0	48.9
稅前利率	48.1	46.7	47.8	47.9	48.3
淨利潤率	40.4	40.4	40.7	40.5	40.6
核心淨利潤率	37.2	42.0	40.7	40.5	40.6
有效稅率	16.0	16.3	16.5	16.5	16.5
增長 (%)					
收入	35.9	70.1	20.9	14.9	13.4
毛利	41.3	81.7	21.0	14.5	13.0
息稅折攤前利潤	32.1	63.5	22.4	13.8	13.0
經營利潤	18.0	81.0	19.0	14.5	13.6
淨利潤	43.2	70.0	21.8	14.3	13.9
核心淨利潤	22.5	92.2	17.2	14.3	13.9
資產負債比率					
流動比率 (x)	6.7	3.2	6.1	8.3	10.7
平均應收賬款周轉天數	115.9	123.5	165.1	171.8	163.3
平均應付賬款周轉天數	47.1	50.3	55.7	38.6	27.9
平均存貨周轉天數	51.4	22.6	18.3	19.0	19.7
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	15.5	23.0	22.5	21.0	19.8
資產回報率	13.4	17.1	18.5	18.0	17.5
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.84	1.44	1.75	2.00	2.28
核心每股盈利 (人民幣)	0.78	1.49	1.75	2.00	2.28
每股股息 (港元)	0.30	0.22	0.26	0.30	0.34
每股帳面值 (人民幣)	5.5	6.2	7.8	9.5	11.5

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。