

东阳光药(1558 HK)

预计爆发式增长难以持续

- ❖ **分销费用激增侵蚀利润增长。**2017 年公司净利润同比增长 70%至 6.47 亿人民币，公司 2 月份曾释放利好消息，利润增幅市场已基本预期。公司收入同比增长 70.1%至 16 亿人民币，分别高于我们及市场预期 6.5%/ 10.7%，收入主要由核心产品可威的强劲增长带动。由于部分原材料转为自供及专利费用的下降，公司毛利率提升 5.2ppt 至 82.5%。由于营销费用上浮 105.7%，公司营业利润率同比下降 0.4 个百分点至 47.7%。
- ❖ **营销推广加大投入。**管理层表示，分销费用的激增是由于（1）更多的学术推广活动，（2）增加低端市场的渗透，（3）增加淡季的推广活动，及（4）拓展新市场。销售人员数量从 2015 年的 196 个增加到 2016 年的 404 个及 2017 年的 856 个。随着营销策略的延续及 2018-20 年新产品的推出，我们预计现有营销费用水平将在未来三年持续下去。
- ❖ **可威目标实现 30%的增长。**尽管 17 年可威产品录得爆发式增长，管理层仍然设定了同样的增长目标，2018 年可威目标同比增长 30%。然而由于 2017 年可威销售的高基数及 2018 年爆发新一轮较强流感的机会较小，我们认为 30% 增长是一个充满挑战的增长目标。对于产能，管理层表示年产能不会是个约束，可威颗粒和软胶囊仅用了公司产能的 50%和 25%。较难控制的部分就是如何在淡旺季管理供给端和需求端的差额。
- ❖ **胰岛素产品目标获取 5-10%的市场份额。**该公司计划于 2018 年底至 2019 年初推出重组人胰岛素注射剂。第三代胰岛素产品甘精胰岛素和门冬胰岛素目前正处于 III 期和 I 期临床试验阶段，预计于 2020 年后推出。管理层认为胰岛素市场的竞争不是太激烈，凭借公司完整的胰岛素产品线，预计未来可以占据 5-10%的市场份额。
- ❖ **小幅上调 2018 / 19 年核心净利润 2.2% / 1.6%。**为了反映（1）可威增长强于预期，及（2）营销费用增加，我们将 2018 / 19 年收入预测上调了 9.1% / 9.4%，经营利润率下调了 4.2ppt / 4.4ppt。整体而言，我们将核心净利润预测小幅上调了 2.2% / 1.6%。我们预计公司 2017-20 年核心净利润复合年增长率为 15.1%。
- ❖ **维持持有评级，目标价不变 41.2 港元。**我们仍然坚持之前的观点，2017 年可威爆发式的增长是提前透支其未来的增长潜力。因此，我们预计未来 2017-20 年可威的复合年增长率仅为 16.7%，公司总收入复合年增长率仅为 16.4%。由于未来几年公司为了提高产品渗透率市场推广力度将持续，新产品推出后学术推广力会加大，我们预计未来几年的公司经营效率将基本保持不变。因此我们维持对东阳光药的持有评级，目标价维持 41.20 港元不变。公司目前估值为 2018 / 19 年预测市盈率 18.1x / 15.8x，我们的目标价对应着 2018 / 19 年预测市盈率 22.0x / 17.5x。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	942	1,602	1,937	2,226	2,526
核心净利润(百万人民币)	350	673	788	901	1,026
核心 EPS (人民币)	0.78	1.49	1.75	2.00	2.28
EPS 变动 (%)	-8.8	92.1	17.2	14.3	13.9
市盈率 (x)	40.7	21.2	18.1	15.8	13.9
市帐率 (x)	5.8	5.1	4.1	3.3	2.8
股息率 (%)	0.9	0.7	0.8	0.9	1.1
权益收益率 (%)	15.5	23.0	22.5	21.0	19.8
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际

持有（维持）

目标价	HK\$41.20
(前目标价)	HK\$41.20)
潜在升幅	+10.9%
当前股价	HK\$37.60

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)	16,996
3 个月平均流通(百万)	91.2
52 周内高/低(港元)	51.6/16.0
总股本(百万)	225.8

数据来源：彭博

股东结构

东阳光集团	50.04%
流通股	49.96%

数据来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	-15.8%	-13.1%
3 月	39.7%	36.3%
6 月	94.7%	79.1%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.hec-changjiang.com

图 1: 2017 利润表

	2H16	2H17	按年增长	2016	2017	按年增长	2017E	差距
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币		百万人民币	
可威	275	845	206.6%	736	1,401	90.3%	1,279	9.6%
颗粒	227	590	160.3%	544	962	76.7%	620	55.0%
胶囊	49	255	421.1%	192	440	129.0%	658	-33.2%
尔同舒	27	21	-21.3%	45	40	-11.0%	52	-23.0%
欧美宁	24	25	3.0%	43	50	17.8%	49	2.4%
欣海宁	17	14	-15.2%	31	32	2.6%	35	-10.8%
喜宁	22	19	-16.7%	37	43	18.3%	40	7.5%
其他	20	16	-21.1%	51	35	-29.8%	49	-27.2%
总收入	386	939	143.4%	942	1,602	70.1%	1,504	6.5%
销售成本	(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%
分销开支	(71)	(254)	259.1%	(181)	(372)	105.7%	(231)	61.2%
行政费用	(37)	(63)	68.7%	(68)	(96)	40.3%	(111)	-13.3%
研发费用	(38)	(73)	89.9%	(64)	(97)	50.9%	(102)	-5.2%
经营利润	184	403	119.3%	452	763	68.8%	757	0.9%
非经营性项目	0	(25)	N/A	0	(25)	N/A	0	N/A
净利息收入	5	13	155.0%	1	10	1099.5%	19	-44.2%
税前利润	189	390	106.7%	453	748	65.1%	775	-3.5%
税项	(23)	(59)	155.9%	(72)	(122)	68.1%	(140)	-12.7%
少数股东权益	0	0	N/A	0	21	N/A	13	57.4%
净利润	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
经营利润率	47.6%	42.9%	-4.7ppt	48.0%	47.7%	-0.4ppt	50.3%	-2.7ppt
净利率	42.9%	36.8%	-6.2ppt	40.4%	40.4%	+0.0ppt	43.2%	-2.8ppt

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 2: 财务预测变化

	2018E			2019E		
	旧	新	变动	旧	新	变动
	百万人民币	百万人民币		百万人民币	百万人民币	
可威	1,525	1,718	12.7%	1,743	1,974	13.2%
颗粒	977	1,131	15.8%	1,124	1,277	13.6%
胶囊	548	588	7.1%	619	697	12.5%
其他	251	218	-13.0%	292	252	-13.6%
总收入	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%
经营成本	(407)	(571)	40.4%	(462)	(653)	41.5%
研发开支	(121)	(126)	4.2%	(138)	(145)	4.6%
经营利润	907	908	0.1%	1,040	1,040	0.0%
净财务收入	23	19	-18.2%	33	26	-20.1%
税项	(167)	(153)	-8.6%	(193)	(176)	-8.9%
少数股东应占利润	9	15	N/A	6	10	0.0%
净利润	772	788	2.2%	886	901	1.6%
毛利率	80.3%	82.5%	+2.3ppt	80.1%	82.2%	+2.1ppt
经营利润率	51.1%	46.9%	-4.2ppt	51.1%	46.7%	-4.4ppt
净利率	43.4%	40.7%	-2.7ppt	43.6%	40.5%	-3.1ppt

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 3: 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
东阳光药	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
复星医药	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
石药集团	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
中国生物制药	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
白云山	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
丽珠集团	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
三生制药	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
绿叶制药	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
李氏大药厂	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
复旦张江	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

资料来源: 彭博, 招银国际预测

财务报表

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17E	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
尔同舒	44.6	39.7	40.2	43.3	47.9
其他	160.6	160.6	178.3	208.9	252.5
销售成本	(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
销售费用	(180.9)	(372.1)	(452.8)	(516.9)	(577.8)
行政费用	(68.5)	(96.1)	(118.2)	(136.3)	(154.4)
研发开支	(64.2)	(96.9)	(125.9)	(144.7)	(164.2)
息税前收益	421.6	763.2	908.2	1,040.3	1,181.6
净财务收入/(支出)	0.9	10.4	18.7	26.4	39.1
非经常性收入	30.6	(25.4)	0.0	0.0	0.0
税前利润	453.1	748.2	926.9	1,066.7	1,220.7
所得税	(72.5)	(121.8)	(152.9)	(176.0)	(201.4)
非控制股东权益	0.0	20.7	14.5	10.2	7.1
净利润	380.6	647.1	788.4	900.9	1,026.4
核心净利润	350.0	672.5	788.4	900.9	1,026.4
息税折摊前收益	479.6	784.3	959.6	1,091.8	1,233.9

资料来源: 公司, 招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	929.6	1,707.3	1,612.3	1,670.4	1,731.9
物业、厂房及设备	495.7	670.2	766.9	817.5	870.4
预付款	422.5	558.8	385.2	410.6	437.2
其他非流动资产	11.4	478.3	460.3	442.3	424.3
流动资产	1,901.5	2,068.6	2,653.6	3,333.4	4,141.8
现金及现金等值物	1,212.1	887.2	1,195.6	1,770.2	2,479.1
应收贸易款项	337.1	747.0	1,005.2	1,090.8	1,169.0
存货	110.6	88.0	106.4	125.8	147.2
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	284.3	640.7	437.6	401.4	386.6
银行贷款	70.0	10.0	26.2	27.8	28.5
应付贸易账款	182.4	549.5	330.2	292.4	276.9
其他流动负债	31.9	81.2	81.2	81.2	81.2
非流动负债	89.0	74.6	90.9	92.5	93.1
银行贷款	20.0	10.0	26.2	27.8	28.5
其他非流动负债	69.0	64.6	64.6	64.6	64.6
净资产总值	2,457.8	3,060.6	3,737.4	4,509.9	5,394.0
少数股东权益	0.0	252.8	238.2	228.1	220.9
股东权益	2,457.8	2,807.8	3,499.2	4,281.8	5,173.1

资料来源: 公司, 招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	421.6	763.2	908.2	1,040.3	1,181.6
折摊和摊销	27.4	43.8	54.9	59.4	63.2
营运资金变动	(134.1)	(156.3)	(322.3)	(168.3)	(141.6)
税务开支	(72.5)	(121.8)	(152.9)	(176.0)	(201.4)
其他	30.8	(25.1)	0.0	0.0	0.0
经营活动所得现金净额	273.2	503.8	487.8	755.3	901.7
资本开支	(276.1)	(200.4)	(133.5)	(92.0)	(98.1)
其他	41.1	(418.8)	20.8	29.7	42.5
投资活动所得现金净额	(235.0)	(619.1)	(112.7)	(62.4)	(55.6)
债务变化	(105.0)	(70.0)	32.5	3.2	1.2
股本融资所得净额	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
派息	(67.6)	(135.2)	(97.1)	(118.3)	(135.1)
利息开支	(7.2)	(4.3)	(2.2)	(3.2)	(3.4)
融资活动所得现金净额	(179.8)	(209.5)	(66.8)	(118.3)	(137.3)
现金净变动	(141.6)	(324.9)	308.4	574.6	708.9
年初现金及现金等值物	1,353.7	1,212.1	887.2	1,195.6	1,770.2
汇兑差额	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
年末现金及现金等值物	1,212.1	887.2	1,195.6	1,770.2	2,480.1

资料来源: 公司, 招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
可威	78.2	87.5	88.7	88.7	88.1
尔同舒	4.7	2.5	2.1	1.9	1.9
其他	17.1	10.0	9.2	9.4	10.0
总额	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
息税折摊前利润率	50.9	49.0	49.5	49.0	48.9
税前利率	48.1	46.7	47.8	47.9	48.3
净利润率	40.4	40.4	40.7	40.5	40.6
核心净利润率	37.2	42.0	40.7	40.5	40.6
有效税率	16.0	16.3	16.5	16.5	16.5
增长 (%)					
收入	35.9	70.1	20.9	14.9	13.4
毛利	41.3	81.7	21.0	14.5	13.0
息税折摊前利润	32.1	63.5	22.4	13.8	13.0
经营利润	18.0	81.0	19.0	14.5	13.6
净利润	43.2	70.0	21.8	14.3	13.9
核心净利润	22.5	92.2	17.2	14.3	13.9
资产负债比率					
流动比率 (x)	6.7	3.2	6.1	8.3	10.7
平均应收账款周转天数	115.9	123.5	165.1	171.8	163.3
平均应付账款周转天数	47.1	50.3	55.7	38.6	27.9
平均存货周转天数	51.4	22.6	18.3	19.0	19.7
净负债 / 权益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回报率 (%)					
资本回报率	15.5	23.0	22.5	21.0	19.8
资产回报率	13.4	17.1	18.5	18.0	17.5
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.84	1.44	1.75	2.00	2.28
核心每股盈利(人民币)	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
每股账面值(人民币)	5.5	6.2	7.8	9.5	11.5

资料来源: 公司, 招银国际预测

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的分析员，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: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

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，请与我们联络。

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。