

亿胜生物科技(1061 HK)

工厂调研纪要

- ❖ **公司内生增长为主要增长动力。**2017 上半年公司自有产品同比增长 18.1%，第三方产品增长 29.6%。上半年自有产品总收入占比为 79.8%，其中外科产品（贝复济系列）占总收入的 45.4%，眼科产品（贝复舒系列）占总收入的 34.4%。第三方产品和市场推广服务占总收入的 20.2%。管理层认为，现有产品将继续推动公司的增长。
- ❖ **外科修复产品线齐全。**贝复济系列产品现有三种剂型，贝复济喷雾、贝复济冻干粉和贝复新凝胶。贝复济喷雾主要用于门急诊烧伤，贝复济冻干粉用于手术一次性使用，贝复济凝胶可以带回家自用。贝复济冻干粉被纳入新版国家医保目录，未来增长空间来自多科室覆盖，过去该产品主要用于烧伤科，现在已拓展至皮肤科、口腔科、妇产科、整形手术及微整形手术。贝复新凝胶没有纳入新版国家医保目录，但是该产品可以维持现有售价，由于凝胶和喷雾使用更为便捷，贝复济冻干粉纳入医保后将带动凝胶和喷雾的销售。
- ❖ **眼科产品增长依赖新医保目录。**贝复舒滴眼液被纳入新版国家医保目录，贝复舒眼用凝胶取消了医保工伤限制。我们认为，未来眼科业务增长主要依靠新版国家医保目录的执行。第三方代理产品方面，百盛的适丽顺成为公司主要推广的产品，用于治疗视网膜病变，预计该产品全年将继续维持上半年的高增速。辉瑞的产品也将维持上半年的增速。
- ❖ **渠道下沉，提高市场渗透率。**公司目前销售人员共计 1,280 人，覆盖全国 4,567 家医院。销售人员中 60% 是全职员工，其余销售人员为合同制。管理层表示，公司一直以来以学术营销为主，所以医改政策推进对公司的负面影响较少。公司目前覆盖的医院以一二线城市的三甲医院为主，随着分级诊疗的推进，公司未来会进行渠道下沉，覆盖更多的地市级、县级医院。

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 (%)	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际

未评级

当前股价 HK\$5.01

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)	2,817
3 个月平均流通(百万)	2.02
52 周内高/低(港元)	5.48/3.17
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	-1.2%	-1.7%
3 月	17.1%	14.1%
6 月	19.0%	2.3%

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

- ❖ **研发能力较弱。**公司研发平台有三个：抗体平台、生长因子平台和“吹-灌-封”单剂量平台。抗体平台和生长因子平台是技术平台，“吹-灌-封”单剂量平台是生产平台。公司在研管线上有 9 款眼科产品，而公司研发开支仅为 3,000 千万港元左右，研发费用占总收入比重约 3.9%，远低于同行业竞争者。
- ❖ **通过收购兼并丰富产品线。**短期内，公司正在物色可以丰富产品线的独家产品。海外收购方面，公司也在积极寻求海外研发实力较强的公司和有市场潜力的药品。
- ❖ **估值较便宜。**公司目前市盈率为 2017 年/2018 年预测市盈率的 16.7 倍/13.4 倍。基于公司未来三年净利润增速预测在 20%以上，我们认为目前估值较为便宜。

图 1: 同业估值

公司	代码	股价 HK\$	市值 HK\$m	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	5.01	2,817	13.7	16.7	13.4	3.4	3.9	3.1	9.8	N/A	N/A	28.1	N/A	N/A
复星医药	2196	41.45	122,602	19.1	26.4	22.1	2.5	3.4	3.1	20.1	38.8	30.9	13.9	13.7	15.1
石药集团	1093	15.28	95,393	23.5	34.3	27.2	5.0	7.6	6.3	14.9	22.7	18.0	22.3	23.9	25.2
中国生物制药	1177	10.28	76,197	21.2	34.1	30.0	4.6	6.3	5.3	10.7	18.3	15.7	23.0	21.7	20.2
白云山	874	26.35	58,939	16.7	19.7	17.8	1.7	2.0	1.8	18.4	20.4	17.4	11.7	10.5	11.2
丽珠医药	1513	58.85	43,146	30.1	14.3	23.4	3.8	2.9	2.6	17.5	22.0	18.9	14.5	19.7	11.8
三生制药	1530	14.62	37,117	24.1	35.5	27.2	2.6	4.4	3.8	14.7	24.3	18.8	11.7	12.7	14.8
绿叶制药	2186	5.51	18,299	15.3	16.1	14.2	2.1	2.1	1.9	11.9	12.2	10.5	14.7	14.4	14.0
复旦张江	1349	4.90	4,523	38.6	23.8	19.8	6.3	4.0	3.4	28.5	16.6	13.3	17.6	17.0	17.9
李氏大药房	950	7.08	4,184	14.7	15.2	13.4	2.3	2.3	2.0	9.1	N/A	N/A	16.4	15.7	15.3
东瑞制药	2348	4.58	3,633	12.6	10.5	9.3	2.0	N/A	N/A	7.3	N/A	N/A	17.1	16.9	17.1
平均				21.6	23.0	20.4	3.3	3.9	3.4	15.3	21.9	17.9	16.3	16.6	16.3

资料来源：彭博，招银国际预测

图 2: 吹灌封单剂量平台



资料来源：公司

图 3: 发酵罐控制平台



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。