睿智投資

億勝生物科技(1061 HK)

一家被低估的醫藥製造公司

❖ **2017 上半年淨利潤增長與預期一致。**2017 上半年公司收入增長 20.2%至 4.4 億港元，其中自有產品增長 18.1%至 3.5 億港元，協力廠商產品增長 57.4%至 7,870 萬港元。眼科產品和外科產品分別增長 19.4%和 28.5%，總收入占比分別為 49%和 48.8%。毛利率提高 0.58 個百分點至 81.7%，淨利率提高 0.59 個百分點至 17.6%。淨利潤增長 24.4%至 7,710 萬港元。剔除人民幣對應港幣貶值 6%的影響，公司收入和淨利潤以人民幣計價分別同比增長 26%和 30%。根據彭博終端的預測，市場預測公司收入和淨利分別增長 25.6%和 23.6%。因此，我們認為公司 2017 上半年收入增速低於市場預測，淨利增速符合預期。

❖ **2017 上半年公司毛利率提高。**儘管協力廠商產品銷售增速更快，且毛利率低於自有產品毛利率。公司 2017 上半年毛利率錄得 81.7%，比市場預期的 78.8%高 3 個百分點。毛利率的提升導致利潤增速符合市場預期，而收入增速不及預期。管理層解釋，毛利率改善主要由於公司業務規模經濟效應帶動。

❖ **新醫保目錄將於 2017 下半年產生影響。**2017 上半年公司收入稍低於市場預期，我們認為主要是由於新醫保目錄執行時間較預期延遲。市場期待新醫保目錄能在 2017 年 3 季度執行，但是管理層預計新醫保執行時間或許推遲到 2017 年年底。管理層表示產品納入新醫保將給公司帶來良好聲譽，產品銷售信心會恢復，良好增長可期。

❖ **存貨管理使得經營性現金流改善。**公司 2017 上半年經營性現金流增長迅速，從 2016 上半年的 2,240 港元增長到 2017 上半年的 6,860 萬港元。管理層解釋，經營性現金流改善主要是因為公司更謹慎的存貨管理，存貨水準從 2016 年末的 1.06 億港元降至 2017 上半年的 9,420 萬港元。

❖ **估值便宜。**公司目前估值為 2017/2018 年預測市盈率 14.3 倍/11.4 倍。公司連續三年淨利潤增速超過 20%，我們認為，公司目前估值較為便宜。潛在股價催化劑：2017 下半年人民幣升值和核心產品增速超預期。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額(百萬港元)	518	654	776
核心淨利潤(百萬港元)	75	105	136
核心 EPS（港元）	0.14	0.19	0.24
EPS 變動 (%)	23.2	11.6	14.6
市盈率 (x)	24.6	25.9	13.7
市帳率 (x)	5.6	6.6	3.4
股息率 (%)	0.5	0.5	0.8
權益收益率 (%)	25.7	28.2	28.1
淨財務杠杆率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash

資料來源：公司及招銀國際

未評級

當前股價 HK$4.23

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)	2,378
3 個月平均流通(百萬)	0.69
52 周內高/低 (港元)	4.52/3.17
總股本 (百萬)	562.1

資料來源：彭博

股東結構

嚴名熾家族	54.5%
流通股	45.5%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1 月	-3.2%	-6.3%
3 月	-3.6%	-10.4%
6 月	24.7%	8.5%

資料來源：彭博

股價表現

資料來源：彭博

審計師: BDO Ltd

公司網站: www.essexbio.com

億勝生物科技（1061.HK）2017 年中期業績會
2017.08.14 14:30
方海洲先生 董事總經理

1、 兩票制實施對公司市場推廣服務費的影響？

兩票制對代理商產品銷售有影響，代理產品銷售未來會轉為收取服務費模式，銷售額會一定程度上減少，服務費用會提高。

2、福建市場是通過代理銷售，兩票制對銷售是否有影響？

公司在福建市場較早實行兩票制，公司選擇和大型分銷商合作，兩票制無太大影響。

3、公司行政費用下降原因？

公司行政費用基本比較穩定。行政費用包括日常管理費用，研發費用和期權費用，管理費用基本穩定，研發費會稍有點波動，期權費用會涉及到一次性費用。

4、自有產品與代理產品銷售比例與去年基本持平，毛利率提升的原因？

自有產品的毛利在 90%左右，基本成本相對固定，銷售量上升帶動毛利率提升。代理產品毛利較低，但因占比較小，影響較小。

5、IFC 可轉債預提 470 萬利息的條件？

若 IFC 放棄轉股，按照合約條款利息會上浮（若成功轉股，年利率 1.9%），所以從財務風險角度計提 470 萬港元利息。

16、經營性現金流改善原因？

1）存貨控制；2）應收賬款管理。

7、公司產品全年銷售指引？

眼科產品收入反彈原因 1）公司貝複舒滴眼液和貝複舒眼用凝膠納入 2017 醫保目錄，產品銷售信心恢復。2）獨家代理產品適麗順，豐富了眼科產品組合，擴大了眼科收入規模，2016 年收入錄得 1 倍多增長，今年能保持較好增長勢頭。獨家代理產品適利達和適利加去年保持 20%-30%增長；外科產品方面，貝複凍乾粉進入新醫保，增速可期；貝複新凝膠，公司通過學術推廣，改變醫生用藥理念，擴大產品的科室覆蓋。

18、新醫保進展以及藥品零加成實行是否會引發更多醫院二次議價？

新醫保預計於 2017 年年底或 2018 年年初全國各省份可以落地實施。藥品零加成於 2017 年 9 月份全國統一實施，暫不好預估，不排除個別盈利較弱的醫院進行二次議價。

9、公司廠房通過歐盟 GMP 認證後，未來是否有產品於歐洲上市？

公司通過歐盟 GMP 認證的兩個目的 1）使得公司產品達到出口歐美水準；2）吸引國外企業建立合作關係。

10、AC-immune 抗體產品進度？未來是否會在國內上市？

在研抗體產品現處於三期臨床階段，該抗體預計為全球治療老年癡呆疾病領域最有前景的藥物，未來是否於國內上市尚未確定。

11、公司于韓國上市計畫進展？

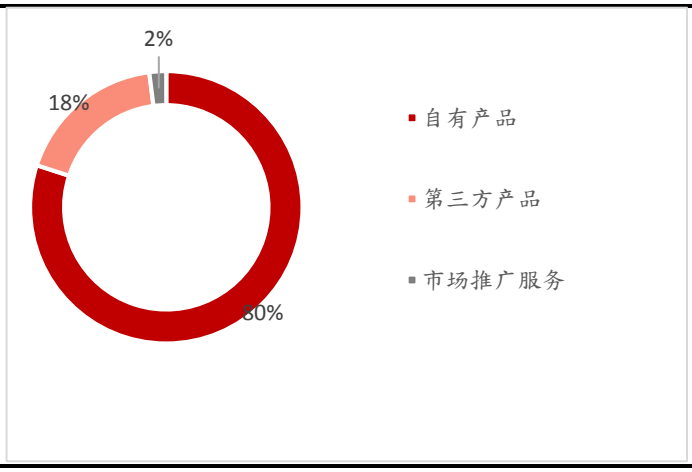
上市進度放緩，有新進度會發公告。

圖 1: 同業估值

公司	代码	股价 HK$	市值 HK$mn	PER(x) FY16A	PER(x) FY17E	PER(x) FY18E	PBR(x) FY16A	PBR(x) FY17E	PBR(x) FY18E	EV/EBITDA (x) FY16A	EV/EBITDA (x) FY17E	EV/EBITDA (x) FY18E	ROE(%) FY16A	ROE(%) FY17E	ROE(%) 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**

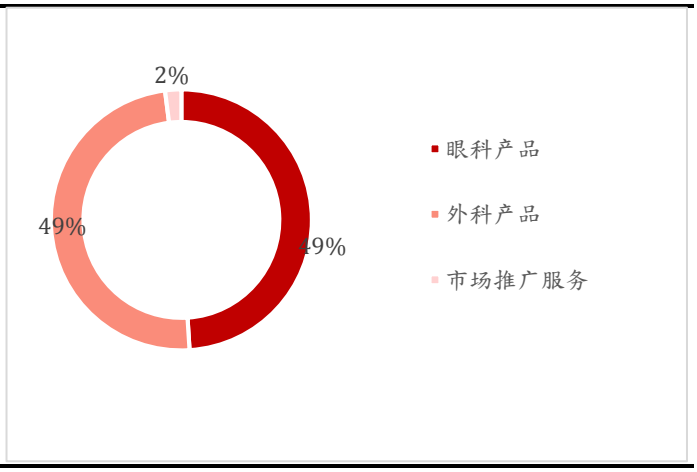
資料來源: 彭博,招銀國際預測

圖 2: 1H2017 總收入分佈



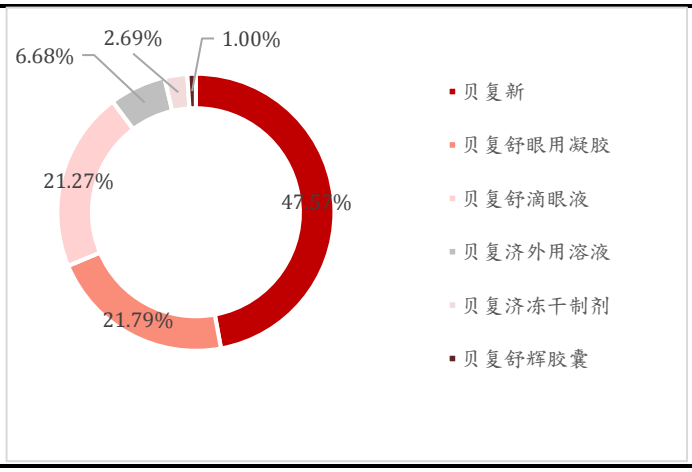
資料來源：公司

圖 3 : 1H2017 總收入分佈



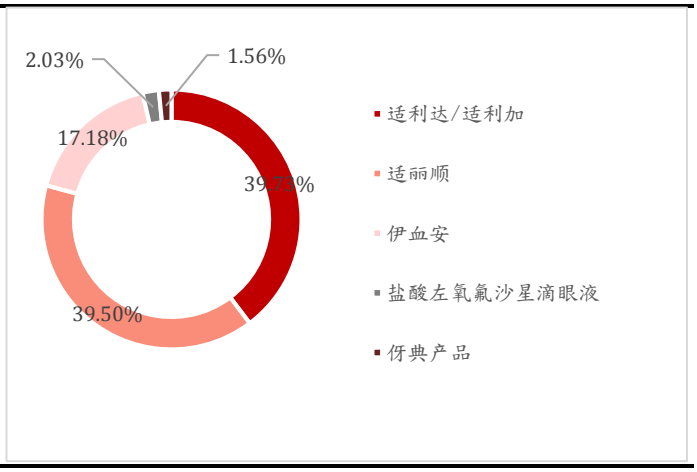
資料來源：公司

圖 4: 1H2017 自有產品收入分佈



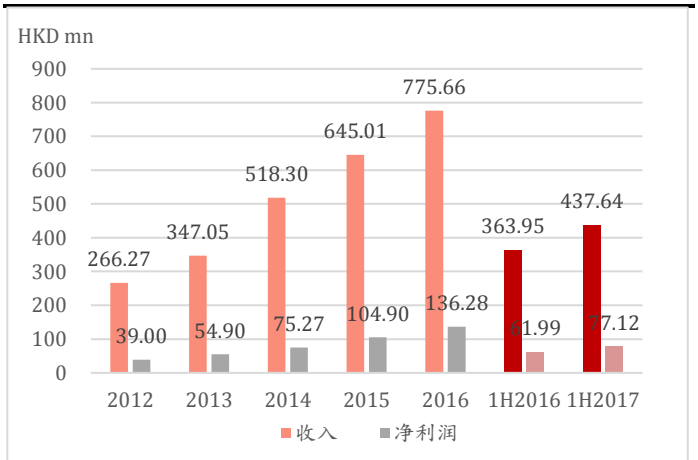
資料來源：公司

圖 5 : 1H2017 協力廠商產品收入分佈



資料來源：公司

圖 6 : 總收入和淨利潤



資料來源：公司

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: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。而過去的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。