

东阳光药(1558 HK)

2017 超强业绩奠定了未来增长高基数，评级降为持有

❖ **目前股价已反应业绩预期，下调至持有评级。**自我们 2016 年 11 月覆盖公司以来，东阳光药的股价涨幅已经超过 120%，以目前的估值来看，我们认为目前股价已反应了近期流感疫情爆发对公司销售的积极影响以及 2017 年的业绩预期。继成果丰硕的 2017 年后，我们认为东阳光药未来几年将难以维持爆发式的增长，目前股价已充分反映公司未来的增长预期。因此，我们将评级由买入评级下调至持有，目标价为 41.2 港元，以反映我们最新的财务预测。我们的目标价格对应着 2018/2019 年预测市盈率 20.2x / 17.6x。

❖ **2017 年业绩远超预期。**公司最近发了一个盈喜公告，公告显示 2017 年公司净利润增速不少于 70%，主要由于 1) 可威销售的强劲增长带动，2) 学术推广成效增加所带动。根据盈喜公告，我们预计公司 2017 年净利润将不少于 6.47 亿人民币，高于我们之前预期 30.7%，同时高于市场一致预期 25.5%。

❖ **流感疫情持续，继续支撑 2018 上半年可威销售增长。**根据盈喜公告，我们预计 2017 年公司可威销售额将达到 12.8 亿人民币，同比增长 70%，2017 年下半年可威销售额同比增长超 150%，远超前公司之前 30% 的销售增长目标。销售爆发性增长主要得益于，2017 年四季度医院流感样患者（流感疑似病例，疑似流感或引发一些常见症状的其他疾病）的激增（参考图 3 和图 4）。此外，近期确诊流感的患者比例也明显上升（图 5 和图 6），因此导致可威的需求量大幅增加。我们认为随着 2018 年一季度流感疫情的持续，可威的需求量将继续保持强劲。

❖ **2017 年的高增速为未来增长奠定了高基数。**经历本次由于流感疫情带来的爆发式的增长后，我们认为可威的增长将有所放缓，原因是：

(1) **短期内另一轮流感疫情爆发的可能性不大。**如前文所述，从过去五年流感样病例占门诊病例百分比以及流感确诊患者占比数据来看，近期的流感疫情是过去 5 年中最为严重的一年。近两年是否会有另一波流感疫情爆发，继续维持可威的高增长？或许有，但我们觉得可能性较低。

(2) **可威的渗透率较高。**根据我们的预算，2017 年公司售出可威超过 2,000 万盒，可威对确诊流感样患者和确诊流感病人的药物渗透率分别达到 9.4% 和 63.6%，对比 2016 年渗透率仅为 6.6% 和 44.4%。我们认为可威渗透率增加主要是由于流感患者使用可威来治疗病毒性感冒的意识提高了，还有部分销售来自于预防流感患者的使用。由于较高的基数，我们相信未来可威的渗透率将会循序增加。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	693	942	1,504	1,776	2,035
核心净利润(百万人民币)	292	381	649	772	886
核心 EPS (人民币)	0.87	0.84	1.44	1.71	1.97
EPS 变动 (%)	93.1	-3.1	70.5	18.9	14.9
市盈率 (x)	39.4	40.7	23.9	20.1	17.5
市帐率 (x)	7.2	6.3	5.2	4.2	3.5
股息率 (%)	0.4	0.9	0.6	0.7	0.9
权益收益率 (%)	12.4	15.5	21.8	21.2	20.1
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：公司及招銀国际

持有（下降）

目标价	HK\$41.20
(前目标价)	HK\$22.70)
潜在升幅	+0.8%
当前股价	HK\$40.90

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)	18,488
3 个月平均流通(百万)	35.6
52 周内高/低(港元)	42.2/14.9
总股本(百万)	225.8

数据源：彭博

股东结构

东阳光集团	50.04%
流通股	49.96%

数据源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 月	34.1%	28.2%
3 月	61.6%	45.3%
6 月	105.5%	76.5%

数据源：彭博

股价表现



数据源：彭博

审计师: KPMG

公司网站: www.hec-changjiang.com

图 1:可威渗透率预测

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
平均流感样病例占门诊病例比例	3.04%	3.38%	2.99%	2.83%	3.12%	3.23%
平均流感病毒阳性比例	0.53%	0.26%	0.43%	0.31%	0.46%	0.48%
估算流感样病例数目(百万)	196.4	236.6	221.0	214.0	241.1	229.9
估算流感病例数目(百万)	34.0	18.2	32.0	23.1	35.9	34.1
估算可威销售量(百万盒)	0.2	1.3	3.5	9.1	16.0	21.7
可威流感样病例渗透率	0.1%	0.5%	1.6%	4.2%	6.6%	9.4%
可威流感病例渗透率	0.6%	6.9%	11.0%	39.2%	44.4%	63.6%

资料来源: 中国国家流感中心, 卫计委, 招银国际预测

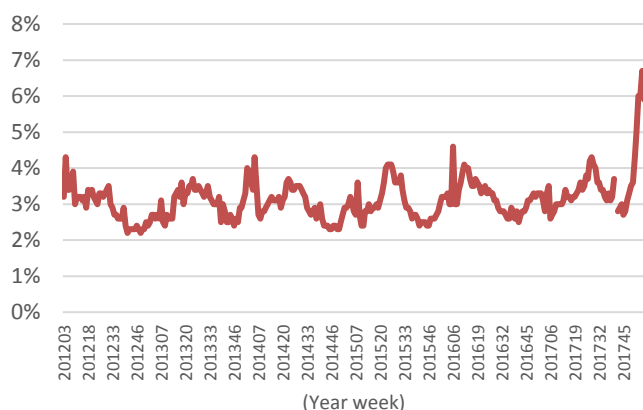
❖ **调高 2018/2019 年净利润预测 28.1%/25.1%**。我们上调可威的 2018/19 年收入预测 24.4%/20.4%，以反映 2017 下半年产品的强劲增长。同时，由于学术推广活动效益的显现以及患者对可威抗流感的接受度提高，我们预计公司经营利润率也会有所改善。因此，我们调高 2018/19 年净利预测 28.1%/25.1%。我们最新的预测对应 2018/2019 年收入同比增长 18.1%/14.6%，净利润同比增长 18.9%/14.9%。

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	1,226	1,525	24.4%	1,448	1,743	20.4%
颗粒	874	977	11.8%	1,022	1,124	10.0%
胶囊	353	548	55.6%	426	619	45.5%
其他	251	251	0.0%	292	292	0.0%
总收入	1,477	1,776	20.2%	1,739	2,035	17.0%
成本	(285)	(350)	22.7%	(340)	(405)	19.2%
毛利	1,192	1,426	19.6%	1,400	1,630	16.5%
其他收入	7	8	16.8%	9	10	13.7%
经营成本	(393)	(407)	3.6%	(457)	(462)	1.0%
研发开支	(103)	(121)	16.8%	(122)	(138)	13.7%
经营利润	703	907	29.0%	829	1,040	25.4%
净财务收入	20	23	13.5%	27	33	22.2%
税项	(130)	(167)	28.6%	(154)	(193)	25.3%
少数股东应占利润	9	9	N/A	6	6	0.0%
净利润	602	772	28.1%	709	886	25.1%
毛利率	80.7%	80.3%	-0.4ppt	80.5%	80.1%	-0.4ppt
经营利润率	47.6%	51.1%	+3.5ppt	47.7%	51.1%	+3.4ppt
净利率	40.8%	43.4%	+2.7ppt	40.7%	43.6%	+2.8ppt

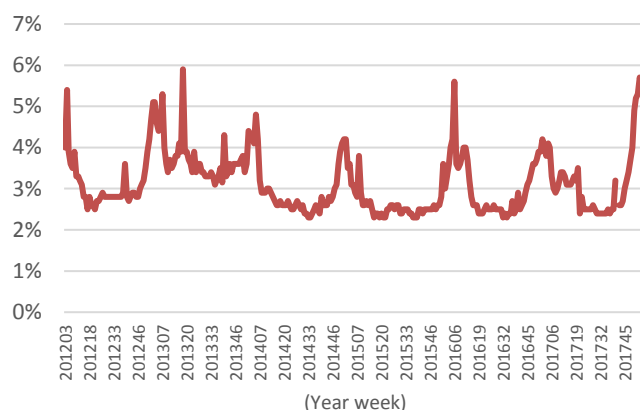
资料来源: 公司, 招银国际预测

图 3: 南方省份哨点医院流感样病例占门急诊病例百分比



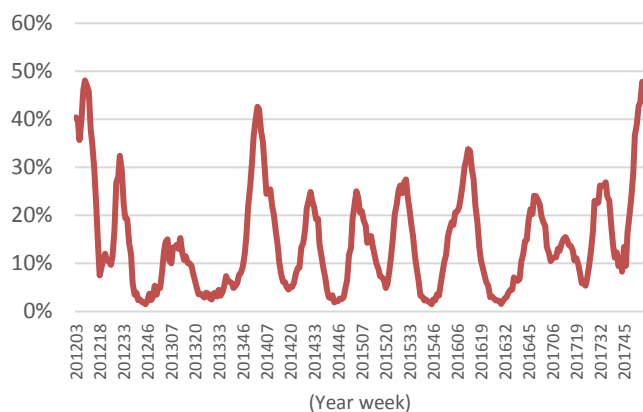
来源：中国国家流感中心，公司

图 4: 北方省份哨点医院流感样病例占门急诊病例百分比



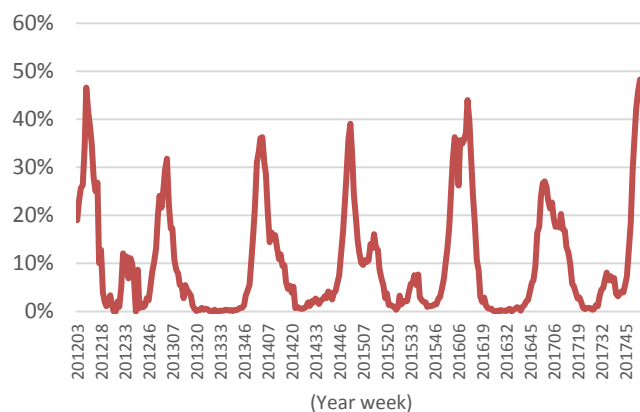
来源：中国国家流感中心，公司

图 5: 南方省份流感样病例检测阳性率



来源：中国国家流感中心，公司

图 6: 北方省份流感样病例检测阳性率



来源：中国国家流感中心，公司

财务报表

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	692.9	941.5	1,503.9	1,776.2	2,035.2
可威	453.8	736.3	1,278.8	1,525.1	1,743.4
尔同舒	36.5	44.6	51.6	59.2	67.6
其他	202.6	160.6	173.5	191.9	224.2
销售成本	(178.3)	(214.2)	(310.4)	(350.2)	(404.8)
毛利	514.6	727.3	1,193.5	1,425.9	1,630.4
其他收益	20.3	38.5	7.2	8.5	9.7
销售费用	(77.3)	(180.9)	(230.8)	(277.9)	(314.4)
行政费用	(41.3)	(68.5)	(110.9)	(128.7)	(147.3)
研发开支	(52.3)	(64.2)	(102.3)	(120.8)	(138.4)
息税前收益	364.0	452.2	756.7	907.0	1,040.0
净财务收入/(支出)	(22.7)	0.9	18.7	22.8	33.0
非经常性收入	(26.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	314.7	453.1	775.4	929.8	1,073.1
所得税	(49.0)	(72.5)	(139.6)	(167.4)	(193.2)
非控制股东权益	0.0	0.0	13.2	9.2	6.5
净利润	265.8	380.6	649.0	771.7	886.4
核心净利润	292.3	380.6	649.0	771.7	886.4
息税折摊前收益	363.2	479.6	800.5	954.1	1,089.0

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	767.5	929.6	1,354.2	1,470.0	1,524.2
物业、厂房及设备	462.5	495.7	689.8	786.4	838.3
预付款	294.6	422.5	242.1	169.9	181.1
其他非流动资产	10.4	11.4	422.3	513.8	504.8
流动资产	1,809.9	1,901.5	2,251.5	2,794.2	3,513.5
现金及现金等值物	1,353.7	1,212.1	1,286.6	1,733.8	2,351.2
应收贸易款项	260.6	337.1	536.0	634.0	727.2
存货	154.6	110.6	187.3	184.8	193.4
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	271.2	284.3	257.8	247.5	254.5
银行贷款	105.0	70.0	65.4	70.2	72.9
应付贸易账款	156.0	182.4	160.6	145.4	149.7
其他流动负债	10.2	31.9	31.9	31.9	31.9
非流动负债	163.4	89.0	122.5	126.4	128.6
银行贷款	90.0	20.0	53.5	57.4	59.6
其他非流动负债	73.4	69.0	69.0	69.0	69.0
净资产总值	2,142.8	2,457.8	3,225.3	3,890.4	4,654.5
少数股东权益	0.0	0.0	253.7	244.5	238.1
股东权益	2,142.8	2,457.8	2,971.6	3,645.8	4,416.5

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)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	364.0	452.2	756.7	907.0	1,040.0
折摊和摊销	25.7	27.4	39.7	46.9	51.4
营运资金变动	(51.0)	(134.1)	(116.8)	(38.5)	(108.7)
税务开支	(56.6)	(72.5)	(139.6)	(167.4)	(193.2)
其他	5.3	0.1	0.0	(0.0)	(0.0)
经营活动所得现金净额	287.4	273.2	540.0	748.0	789.6
资本开支	(28.0)	(276.1)	(224.8)	(134.5)	(94.4)
其他	(315.6)	41.1	(128.0)	(70.3)	40.9
投资活动所得现金净额	(343.6)	(235.0)	(352.8)	(204.8)	(53.5)
债务变化	(250.1)	(105.0)	28.9	8.7	4.9
上市所得净额	1,598.6	0.0	0.0	0.0	0.0
派息	0.0	(67.6)	(135.2)	(97.4)	(115.8)
利息开支	(25.2)	(7.2)	(6.3)	(7.4)	(7.8)
融资活动所得现金净额	1,323.3	(179.8)	(112.7)	(96.0)	(118.7)
现金净变动	1,267.1	(141.6)	74.6	447.2	617.4
年初现金及现金等值物	86.6	1,353.7	1,212.1	1,286.6	1,733.8
汇兑差额	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
年末现金及现金等值物	1,353.7	1,212.1	1,286.6	1,733.8	2,351.2

资料来源: 公司, 招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
可威	65.5	78.2	85.0	85.9	85.7
尔同舒	5.3	4.7	3.4	3.3	3.3
其他	29.2	17.1	11.5	10.8	11.0
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	74.3	77.2	79.4	80.3	80.1
息税折摊前利润率	52.4	50.9	53.2	53.7	53.5
税前利率	45.4	48.1	51.6	52.4	52.7
净利润率	38.4	40.4	43.2	43.4	43.6
核心净利润率	42.2	40.4	43.2	43.4	43.6
有效税率	15.6	16.0	18.0	18.0	18.0
增长(%)					
收入	57.2	35.9	59.7	18.1	14.6
毛利	60.3	41.3	64.1	19.5	14.3
息税折摊前利润	68.1	32.1	66.9	19.2	14.1
经营利润	97.7	24.2	67.3	19.9	14.7
净利润	96.4	43.2	70.5	18.9	14.9
核心净利润	116.0	30.2	70.5	18.9	14.9
资产负债比率					
流动比率(x)	6.7	6.7	8.7	11.3	13.8
平均应收账款周转天数	112.5	115.9	106.0	120.2	122.1
平均应付账款周转天数	88.5	47.1	36.5	39.9	33.3
平均存货周转天数	93.5	51.4	36.2	38.2	33.9
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	12.4	15.5	21.8	21.2	20.1
资产回报率	10.3	13.4	18.0	18.1	17.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.79	0.84	1.44	1.71	1.97
核心每股盈利(人民币)	0.87	0.84	1.44	1.71	1.97
每股股息(港元)	0.15	0.30	0.22	0.26	0.30
每股账面值(人民币)	4.8	5.5	6.6	8.1	9.8

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責任。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。