

东阳光药(1558 HK)

毛利率大幅改善弥补收入增速放缓

❖ **收入增速不及预期，毛利率改善支撑利润增长。**2017 上半年公司收入同比增长 19.2%至 6.62 亿人民币，可威产品占总收入的 84.1%，可威颗粒和胶囊销售分别录得 17.1%和 29.2%的同比增速。其他产品增长 11.3%至 1.06 亿人民币。公司毛利率提高 6.2 个百分点至 81.6%，经营利润率提高 6.1 个百分点至 54.4%。收入增长以及毛利率改善带动净利润同比增长 40.4%至 3.02 亿人民币。公司上半年收入增长低于我们和市场的预期，但毛利率的提高和净利润增速高于我们和市场的预期。

❖ **核心产品可威销售不及预期。**从过往三年公司收入变化可以看出可威销售受季节性影响，上半年收入一般占据全年收入的 55%-60%。今年上半年公司收入仅录得 6.62 亿人民币，仅是我们和市场全年预测收入的 51.5%和 52.4%。可威的销售增速从 2016 上半年的 70.1%、2016 下半年的 50.6%及 2016 全年的 62.2%放缓至今年上半年的 20.8%。管理层解释可威销售放缓因为：1) 广东销售大省增速放缓，2) 福建省公司弃标，3) 北京、深圳地区公司重组销售团队导致销售疲弱。由于 2017 年流感爆发在 6-8 月份且期持续时间较长，公司管理层仍然有信心实现全年销售增速 40%的目标。

❖ **毛利率显著改善。**2017 上半年公司毛利率提高 6.1 个百分点至 81.6%，原因有：1) 部分原料药从外购转为自产导致原料药成本下降，2) 可威的专利费减少。可威颗粒的毛利率从 2016 上半年的 78.1%、2016 下半年的 81%提高至 2017 上半年的 84%；可威胶囊的毛利率从 2016 上半年的 69.8%、2016 下半年的 73.3%提高至 2017 上半年的 75.9%。此外，销售费用率从 2016 上半年的 25.4%下降到 2017 上半年的 22.8%。今年下半年公司会加强学术推广，销售费率会略有上升，管理层表示全年的销售费用率会控制在 20%左右。

❖ **分别上调 2017/2018 年净利率 3.3%/2.4%。**我们将公司 2017/2018 年收入预测下调了 6.7%/6.3%，以反映今年上半年公司收入增速低于预期。然而由于公司毛利率的强劲改善以及财务开支的减少，我们将 2017/2018 年预测毛利率分别上调 5 个百分点/5.1 个百分点至 80.8%/80.7%，净利率上调 4 个百分点/3.5 个百分点至 41.2%/40.8%。因此，净利率预测上调了 3.3%/2.4%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万港元)	693	942	1,201	1,477	1,739
核心净利润(百万港元)	292	381	495	602	709
核心 EPS (港元)	0.87	0.84	1.10	1.34	1.57
EPS 变动 (%)	93.1	-3.1	30.0	21.7	17.7
市盈率 (x)	18.8	19.4	14.9	12.3	10.4
市帐率 (x)	3.4	3.0	2.6	2.2	1.9
股息率 (%)	0.9	1.8	1.0	1.2	1.4
权益收益率 (%)	12.4	15.5	17.6	18.0	17.9
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

买入 (维持)

目标价	HK\$22.70
(前目标价)	HK\$20.80)
潜在升幅	+19.1%
当前股价	HK\$19.06

吴永泰, CFA

电话: (852) 3761 8780

邮件: cyrusng@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	8,616
3 个月平均流通(百万)	13.1
52 周内高/低(港元)	20.95/13.82
总股本(百万)	450.8

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	-4.5%	-7.3%
3 月	11.0%	2.2%
6 月	21.4%	7.0%

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

维持买入评级，最新目标价 22.7 港元。尽管上半年可威销售不及预期，我们仍看好流感爆发期具有垄断地位的可威。从毛利率的提升可以看出公司成本控制已显现成果。我们的最新目标价是基于 5 年的现金流折现模型（WACC: 11.2%，终值增长率: 3.0%）。我们的目标价代表着 2017/2018 年预测市盈率的 17.8 倍/14.6 倍，较当前股价仍有 19.1% 的升幅空间。

图 1: 2017 上半年利润表

	1H16 人民币 百万	1H17 人民币 百万	YoY Change
可威	461	557	20.8%
颗粒	318	372	17.1%
胶囊	143	185	29.2%
其他	95	106	11.3%
总收入	556	662	19.2%
销售成本	(136)	(122)	-10.8%
毛利	419	541	28.9%
其他收入/亏损	17	(5)	N/A
销售费用	(110)	(118)	7.1%
行政费用	(31)	(33)	6.6%
研发开支	(26)	(24)	-7.0%
经营利润	269	360	34.2%
非经营性项目	0	0	N/A
净财务费用	(4)	(2)	-45.1%
税前利润	264	358	35.5%
所得税	(49)	(63)	27.3%
少数股东权益	0	7	N/A
净利润	215	302	40.4%
核心净利	215	302	40.4%
	0		
毛利率	75.5%	81.6%	+6.2ppt
经营利润率	48.3%	54.4%	+6.1ppt
净利率	38.7%	45.6%	+6.9ppt

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 2: 预测变化

	2017E			2018E		
	旧 人民币 百万	新 人民币 百万	变化	旧 人民币 百万	新 人民币 百万	变化
可威	1,049	976	-7.0%	1,322	1,226	-7.2%
颗粒	777	698	-10.2%	980	874	-10.8%
胶囊	272	278	2.1%	342	353	3.1%
其他	238	225	-5.4%	255	251	-1.7%
总收入	1,287	1,201	-6.7%	1,577	1,477	-6.3%
销售成本	(312)	(231)	-26.0%	(385)	(285)	-25.9%
毛利	975	970	-0.5%	1,192	1,192	0.0%
其他收入/亏损	9	6	-34.7%	11	7	-34.4%
销售费用	(323)	(322)	-0.5%	(394)	(393)	-0.2%
行政费用	(90)	(84)	-6.7%	(110)	(103)	-6.3%
研发开支	571	570	-0.1%	699	703	0.6%
经营利润	14	18	28.3%	18	20	10.4%
非经营性项目	(105)	(106)	0.5%	(129)	(130)	0.8%
净财务费用	0	13	N/A	0	9	N/A
税前利润	479	495	3.3%	588	602	2.4%
所得税						
少数股东权益	75.7%	80.8%	+5.0ppt	75.6%	80.7%	+5.1ppt
净利润	44.3%	47.5%	+3.1ppt	44.3%	47.6%	+3.3ppt
核心净利	37.2%	41.2%	+4.0ppt	37.3%	40.8%	+3.5ppt

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 3: 现金流折现模型

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
	人民币	人民币	人民币	人民币	人民币
	百万	百万	百万	百万	百万
净利润	495	602	709	799	907
折旧和摊销	40	47	51	55	60
税后净利润	(15)	(16)	(22)	(30)	(40)
资本开支	(225)	(134)	(94)	(101)	(107)
营业资本变化	36	(50)	(111)	(76)	(76)
自由现金流	331	448	532	647	744
终值					9,387
企业价值	7,441				
债券和优先股	90				
银行存款和保证金	1,454				
股权价值	8,804				
股数	451				
每股价值 (人民币)	19.5				
每股价值 (港币)	22.7				
无风险利率	3.6%				
Beta	0.8				
风险溢价	10.3%				
股权成本	11.9%				
债权成本	6.0%				
WACC	11.2%				
终值增长率	3.0%				

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 4: 敏感性分析

终值增长率 / WACC	9.7%	10.2%	10.7%	11.2%	11.7%	12.2%	12.7%
1.5%	23.6	22.4	21.2	20.3	19.3	18.5	17.8
2.0%	24.7	23.3	22.0	21.0	20.0	19.1	18.3
2.5%	25.8	24.3	22.9	21.8	20.7	19.7	18.8
3.0%	27.2	25.5	23.9	22.7	21.4	20.4	19.4
3.5%	28.8	26.8	25.1	23.7	22.3	21.1	20.1
4.0%	30.7	28.4	26.4	24.9	23.3	22.0	20.8
4.5%	32.9	30.2	28.0	26.2	24.4	22.9	21.7

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 5: 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	19.06	8,616	19.4	14.9	12.3	3.0	2.6	2.2	13.1	10.1	7.9	15.5	17.6	18.0
复星医药	2196	29.20	84,921	19.1	18.1	15.5	2.5	2.4	2.2	20.1	27.5	22.9	13.9	13.9	14.9
石药集团	1093	12.32	74,586	23.5	27.2	21.8	5.0	6.2	5.2	14.9	17.7	14.2	22.3	24.1	25.4
中国生物制药	1177	6.51	48,253	21.2	22.3	19.6	4.6	4.3	3.6	10.7	11.8	10.2	23.0	22.0	20.7
白云山	874	19.20	47,245	16.7	16.6	15.2	1.7	1.4	1.3	12.3	N/A	N/A	11.7	8.8	9.3
丽珠医药	1513	42.70	29,333	30.1	20.2	16.8	3.8	2.3	2.1	19.5	14.0	11.9	14.5	12.7	12.8
三生制药	1530	9.75	24,753	24.1	23.6	18.0	2.6	2.9	2.5	16.7	16.2	12.8	11.7	12.9	14.9
绿叶制药	2186	4.32	14,347	15.3	11.6	10.2	2.1	1.7	1.4	11.9	8.5	7.3	14.7	15.0	15.0
复旦张江	1349	4.07	3,757	38.6	20.1	17.4	6.3	3.3	2.8	28.5	13.5	10.7	17.6	16.0	15.9
李氏大药房	950	6.20	3,660	14.7	13.0	11.7	2.3	2.0	1.7	9.1	N/A	N/A	16.4	17.5	19.3
			平均	22.6	19.2	16.3	3.4	2.9	2.5	16.0	15.6	12.8	16.2	15.9	16.5

资料来源: 彭博, 招银国际预测

东阳光药 (1558.HK) 2017 年中期业绩会
2017.08.18

1、2017 年上半年可威增速放缓原因

1) 公司销售队伍管理改革, 导致深圳、北京等地区销售不及预期; 2) 福建掉标影响, 销售下滑 44%; 3) 2017 上半年广东销售增长 5%, 增速放缓。

2、2017 年下半年成本费用指引?

2017 年下半年, 成本不会有太大变化。2017 年上半年销售成本略有下降, 主要由于生产可威的原料药从外购转为自己生产, 自行生产相比外购成本节约 50%-60%。下半年是流感淡季, 公司会加强学术推广, 销售费用会上升, 全年销售费用占比维持在 20%。

3、2017 年上半年心血管药物销售增速较快原因?

心血管销售团队进行了人员调整专业化程度更高。心血管药物属于低价药, 上半年各地销售价格上调, 所以销售额增长较快。

4、2017 年下半年可威和尔同舒销售指引?

可威产品销售预期保持不变, 7-8 月份的香港和广东疫情导致可威的销量增加, 从 7-8 月份可威销售数据看增长比较乐观。尔同舒销售团队在搭建中, 公司维持尔同舒全年销售目标 +100% 增速不变, 毛利率维持在中报水平。

5、可威进入国家医保后销售预期?

可威颗粒进医保有益于公司开发医院渠道, 可威颗粒是门诊儿童用药, 医保用药占比不大。

6、可威产品销售队伍规模?

2017 上半年可威产品销售人数 400 多, 截至 8 月份销售人员扩充到 600 多, 全年规划销售队伍 800-1000 人。

7、未来新市场的布局?

未来公司会拓展华东、西南、北京、西北市场, 现主要增长来自于华东、西南 (成都、重庆)、西北西安。

8、研发管线上依米他韦和二代、三代胰岛素临床进度?

盐酸依米他韦目前已获得中国二期和三期临床批件, 已经进入临床二期研究; 与太景合作的扶拉瑞韦, 争取 2017 年底或 2018 年初进入二期临床研究; 胰岛素产品临床进展与上市时预期进度一致。

9、公司股票何时纳入深港通名单?

今年 8 月份公司没有进入深港通, 与成交量有关, 2018 年有望纳入深港通名单。

10、罗氏抗流感新药 S033188 对公司奥司他韦的影响?

该产品预计于 2021 年上市, 上市后定价会较高, 该药尚未开展幼儿药品的临床试验, 若适应症扩展到 12 岁以下儿童, 产品的剂型、用量都要调整, 该产品较难于 2020-2021 年上市, 所以对可威颗粒没什么影响。

财务报表

利润表

年結:12月31日(百萬人民)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	692.9	941.5	1,200.7	1,477.5	1,739.5
可威	453.8	736.3	975.6	1,226.4	1,447.7
爾同舒	36.5	44.6	51.6	59.2	67.6
其他	202.6	160.6	173.5	191.9	224.2
銷售成本	(178.3)	(214.2)	(231.0)	(285.4)	(339.5)
毛利	514.6	727.3	969.7	1,192.0	1,399.9
其他收益	20.3	38.5	5.9	7.2	8.5
銷售費用	(77.3)	(180.9)	(238.8)	(290.9)	(337.7)
行政費用	(41.3)	(68.5)	(82.9)	(101.7)	(119.5)
研發開支	(52.3)	(64.2)	(84.1)	(103.4)	(121.8)
息稅前收益	364.0	452.2	569.8	703.2	829.5
淨財務收入/(支出)	(22.7)	0.9	17.7	20.1	27.0
非經常性收入	(26.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
稅前利潤	314.7	453.1	587.5	723.3	856.5
所得稅	(49.0)	(72.5)	(105.8)	(130.2)	(154.2)
非控制股東權益	0.0	0.0	13.2	9.2	6.5
淨利潤	265.8	380.6	494.9	602.3	708.8
核心淨利潤	292.3	380.6	494.9	602.3	708.8
息稅折攤前收益	363.2	479.6	613.6	750.3	878.4

資料來源: 公司, 招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	767.5	929.6	1,354.2	1,470.0	1,524.2
物業、廠房及設備	462.5	495.7	689.8	786.4	838.3
預付款	294.6	422.5	242.1	169.9	181.1
其他非流動資產	10.4	11.4	422.3	513.8	504.8
流動資產	1,809.9	1,901.5	2,067.4	2,464.0	3,027.9
現金及現金等值物	1,353.7	1,212.1	1,278.9	1,564.1	2,023.5
應收貿易款項	260.6	337.1	426.8	526.4	620.8
存貨	154.6	110.6	120.1	131.9	142.0
其他流動資產	41.1	241.6	241.6	241.6	241.6
流動負債	271.2	284.3	230.6	222.3	227.5
銀行貸款	105.0	70.0	62.0	64.4	65.4
應付貿易賬款	156.0	182.4	136.7	126.0	130.2
其他流動負債	10.2	31.9	31.9	31.9	31.9
非流動負債	163.4	89.0	119.7	121.7	122.5
銀行貸款	90.0	20.0	50.7	52.7	53.5
其他非流動負債	73.4	69.0	69.0	69.0	69.0
淨資產總值	2,142.8	2,457.8	3,071.2	3,590.1	4,202.0
少數股東權益	0.0	0.0	253.7	244.5	238.1
股東權益	2,142.8	2,457.8	2,817.5	3,345.5	3,964.0

資料來源: 公司, 招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日 (百萬港元)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	364.0	452.2	569.8	703.2	829.5
折攤和攤銷	25.7	27.4	39.7	46.9	51.4
營運資金變動	(51.0)	(134.1)	35.7	(49.9)	(111.5)
稅務開支	(56.6)	(72.5)	(105.8)	(130.2)	(154.2)
其他	5.3	0.1	0.0	0.0	0.0
經營活動所得現金淨額	287.4	273.2	539.4	570.0	615.3
資本開支	(28.0)	(276.1)	(224.8)	(134.5)	(94.4)
其他	(315.6)	41.1	(128.2)	(72.4)	35.2
投資活動所得現金淨額	(343.6)	(235.0)	(353.0)	(206.9)	(59.1)
債務變化	(250.1)	(105.0)	22.7	4.4	1.8
上市所得淨額	1,598.6	0.0	0.0	0.0	0.0
派息	0.0	(67.6)	(135.2)	(74.3)	(90.4)
利息開支	(25.2)	(7.2)	(7.1)	(8.0)	(8.2)
融資活動所得現金淨額	1,323.3	(179.8)	(119.6)	(77.9)	(96.7)
現金淨變動	1,267.1	(141.6)	66.8	285.2	459.4
年初現金及現金等值物	86.6	1,353.7	1,212.1	1,278.9	1,564.1
匯兌差額	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
年末現金及現金等值物	1,353.7	1,212.1	1,278.9	1,564.1	2,023.5

資料來源: 公司, 招銀國際預測

主要比率

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
可威	65.5	78.2	81.3	83.0	83.2
爾同舒	5.3	4.7	4.3	4.0	3.9
其他	29.2	17.1	14.4	13.0	12.9
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	74.3	77.2	80.8	80.7	80.5
息稅折攤前利潤率	52.4	50.9	51.1	50.8	50.5
稅前利率	45.4	48.1	48.9	49.0	49.2
淨利潤率	38.4	40.4	41.2	40.8	40.7
核心淨利潤率	42.2	40.4	41.2	40.8	40.7
有效稅率	15.6	16.0	18.0	18.0	18.0
增長 (%)					
收入	57.2	35.9	27.5	23.0	17.7
毛利	60.3	41.3	33.3	22.9	17.4
息稅折攤前利潤	68.1	32.1	27.9	22.3	17.1
經營利潤	97.7	24.2	26.0	23.4	18.0
淨利潤	96.4	43.2	30.0	21.7	17.7
核心淨利潤	116.0	30.2	30.0	21.7	17.7
資產負債比率					
流動比率 (x)	6.7	6.7	9.0	11.1	13.3
平均應收賬款周轉天數	112.5	115.9	116.1	117.8	120.4
平均應付賬款周轉天數	88.5	47.1	44.3	42.0	34.4
平均存貨周轉天數	93.5	51.4	35.1	31.1	28.7
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	12.4	15.5	17.6	18.0	17.9
資產回報率	10.3	13.4	14.5	15.3	15.6
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.79	0.84	1.10	1.34	1.57
核心每股盈利(人民幣)	0.87	0.84	1.10	1.34	1.57
每股股息(港元)	0.15	0.30	0.16	0.20	0.24
每股帳面值(人民幣)	4.8	5.5	6.2	7.4	8.8

資料來源: 公司, 招銀國際預測

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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。