



成熟平台虚位以待 产品线拓展仍为核心战略

——亿胜生物科技（1061.HK）

2015年05月28日

强烈推荐/首次

亿胜生物

个股精选

分析师：谭可	执业证书编号：S1480510120013	010-66554011	tanke@dxzq.net.cn
王昕	执业证书编号：S1480511090001	010-66554015	wangxin@dxzq.net.cn
联系人：代云彬	010-66554130	daiyb@dxzq.net.cn	微信订阅号“东兴海外研究”
汤杰	010-66555481	tang-jie@dxzq.net.cn	

关注 1：二十余年专注 rb-bFGF 药物研发，产品系列全球领先

公司在重组牛碱性成纤维细胞生长因子（rb-bFGF）药物研发方面全球领先，90年代初期就开始了以 rb-bFGF 为原料的修复产品开发，专注于该领域 20 余年，产品主要应用于眼科和外科，产品剂型有冻干粉、液体制剂、凝胶、滴眼液，自有产品系列有贝复舒、贝复济、贝复新，分别适用于眼科和外科的创伤修复领域，包括贝复舒滴眼液、贝复舒眼用凝胶、贝复济冻干制剂、贝复济液体制剂和贝复新凝胶剂；其中贝复舒滴眼液、贝复舒眼用凝胶和贝复济冻干制剂三种新药进入了国家医保目录。

图 3：恒生综合中型股指数走势

图 4：恒生中资股指数走势

	亿胜	
名称	贝复舒滴眼液	贝复舒眼用凝胶
专利保护	国家 I 类新药	国家 IV 类新药
零售价（人民币）	27.6	43.4
保质期	1 年	1.5 年
储藏温度	2-8℃	
医保	✓	✓ 限工伤
2014 年销售额	2.6 亿港元	
10-14CAGR	24%	

	外科		
名称	贝复济喷雾	贝复济冻干粉	贝复新凝胶
国家新药类别	I	I	IV
零售价（人民币）	40.9	99.5	80.8
保质期	1 年	1 年	1.5 年
储藏温度	2-8℃		
医保	—	✓ 限工伤	—
2014 年销售额	~1.93 亿港元		
10-14CAGR	50%，2014 年贝复新增长 117%		

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

关注 2：第三代贝复舒有望量价齐升，眼科保健产品也将贡献增量。

公司在眼科创伤修复领域保持领先地位，目前在生长因子类眼科药物市场的占有率达到 70%。公司目前自有的眼科产品主要为贝复舒系列，分别是贝复舒滴眼液和贝复舒眼用凝胶。公司率先解决修复因子在液态中保持活性的问题，产品剂型包括滴眼液和凝胶。未来公司将进一步升级现有核心产品贝复舒，已投资建成 2 条“吹-灌-封”生产线，可用于生产不含防腐剂的单剂量眼科修复用药品，目前正待药监局出具生产证书。公司的第三代贝复舒产品为不含防腐剂的单剂量眼科修复用药品，该产品为一次性滴眼液，不仅解决了传统滴眼液在卫生保存上的问题，且由于不含防腐剂对眼睛修复过程中副作用更少，第三代产品面市后将有望获得患者更好的体验从而取得更佳销量。贝复舒第一、二代眼科产品面市较早，产品定价偏低，目前贝复舒滴眼液和贝复舒眼用凝胶定价分别仅为 24.68 元和 36.99 元，升级后的新一代产品重新面市后的定价有望提升至与

同类产品相当价位, 预计第三代产品将在 2017 年全面上市。此外, 公司的舒缓视疲劳的眼科保健产品“贝复舒辉胶囊”已于 2014 年 4 月获药监局批准, 并有两种眼科保健产品在研发中。

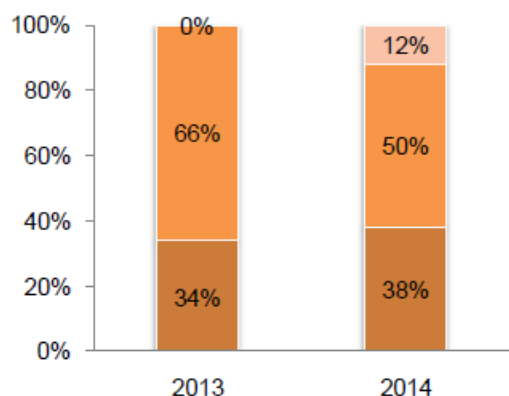
关注 3: 外科领域拓展将成公司重要增长引擎。

外科是公司第二个重要增长引擎。外科相对眼科市场更为广阔, 公司产品可用于包括烧伤、整形美容、体表创伤、口腔溃疡、糖尿病溃疡等多个修复领域。公司外科产品主要为贝复济喷雾、贝复济冻干粉和贝复新凝胶, 其中贝复济冻干粉早在 90 年代就已推出, 由于公司销售资源上更专注在眼科, 因此外科产品发展此前落后于眼科。公司 2012 年重新划分销售资源, 分别创建外科事业部和眼科事业部, 在保持眼科市场的同时, 优化外科资源配置, 近两年该战略卓有成效, 2014 年贝复济外科系列收入占公司总收入比重从 2013 年的 34% 提升至 38%, 2013-2014 年贝复济覆盖科室增长率分别高达 52% 和 65%。公司计划 3-5 年外科从目前的 1300 家医院覆盖提升至 2500 家, 销售人员将在当前 280 人基础上每年增加 150 人, 目前眼科的医院覆盖已超 3100 家, 在现有覆盖渠道上, 完成科室的拓展, 我们认为阻力较小, 外科业务未来几年的快速拓展可期。

图 3: 恒生综合中型股指数走势

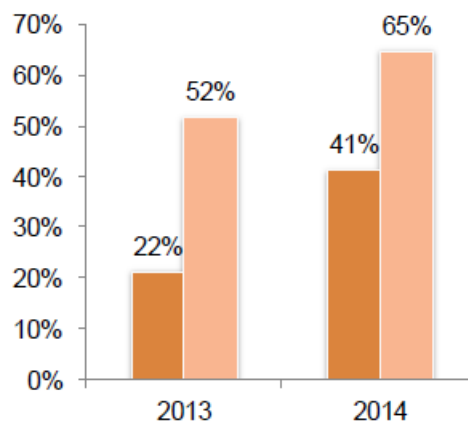
图 4: 恒生中资股指数走势

2013-2014 按产品划分收入占比



■ 贝复济外科系列 ■ 贝复舒眼科系列 ■ 辉瑞眼科

2013-2014 科室增长率



■ 眼科 ■ 外科

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

关注 4: 代理国际产品, 在现有销售平台上迅速拓展产品线。

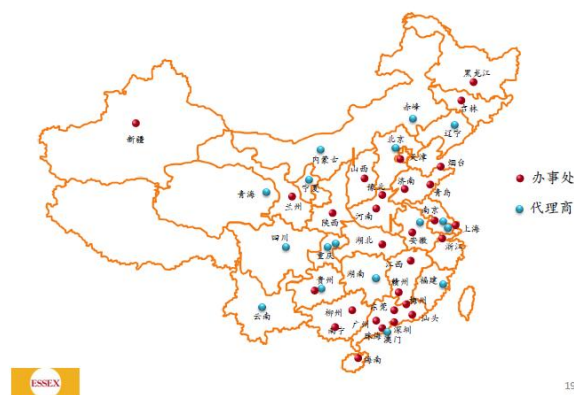
公司在 2000 年后花费近十年完成全国销售平台的搭建, 目前已在中国各大省市共设有 29 个区域销售办事处, 眼科产品在中国超过 3000 家医院发售, 外科产品超过 1300 多家医院销售, 全年销售收入中 70% 来自自有团队, 近 30% 来自代理商。公司当前的销售平台特别是眼科网络覆盖面广阔, 纵深程度高, 在当前较为成熟的销售平台上, 公司将积极寻求可代理产品来快速拓展平台上的可销售产品线。

图 3: 恒生综合中型股指数走势

	自有团队	代理商
销售贡献	≈ 70%	≈ 30%
队伍规模	530+人	200+人
队伍管理	29个区域办事处	17个代理商
队伍建设	专业眼科队伍和专业外科队伍, 每年增加约150人 外科-280人	
区域覆盖	中国31个省, 280+个地级市	
医院覆盖	眼科3100+家医院, 外科1300+家医院	

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 恒生中资股指数走势



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司 2014 年 2 月与辉瑞订立进口及服务协议, 辉瑞委任及授权公司为其适利达滴眼液和适利加滴眼液在中国内地 (不包括台湾、香港及澳门) 的独家进口分销商和独家市场开发商, 除订约各方另行终止外, 进口及服务协议为期五年, 由二零一四年二月起生效, 并将自动续期三年。与辉瑞合作的产品适利达、适利加是全球最大的治疗青光眼的品种之一, 全球最高销售额达 17 亿美金, 对公司现有眼科产品线进行较好的补充。2014 年全年, 辉瑞产品已为公司贡献销售收入 6220 万元, 占全年总收入的 12%, 目前辉瑞产品覆盖医院仅 300 多家, 未来拓展空间巨大。

公司 2015 年 4 月 28 日公告, 与武汉伢典生物科技有限公司订立代理协议。根据代理协议, 公司获伢典委任为 Carisolv® 伢典® 龋齿微创祛腐技术系统产品 (「Carisolv 产品」) 于中国内地 (不包括台湾、香港及澳门) 若干指定地区之独家销售代理。Carisolv 为使用微创治疗龋齿的技术系统。Carisolv 产品包括 Carisolv® 伢典® 龋齿微创祛腐凝胶及 Caritool® 伢典® 牙科微创祛腐工具。代理协议之期限为 2015 年 5 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日, 除订约各方另行终止外, 该期限将自动延展 3 年至 2022 年 12 月 31 日。与伢典建立业务关系对公司产品贝复济和贝复新有协同效应, 将推进公司进入口腔科领域。

结论:

公司当前的核心战略为基于成熟的技术和完备的销售平台, 积极拓展产品线: 1) 对核心眼科产品进行升级换代, 来保持领先的市场地位并促进优势产品的量价齐放; 2) 通过加强销售向外科等更大用药领域拓展; 3) 在现有销售平台上通过代理或兼并快速有效地丰富产品线。我们认同以上战略, 以公司当前的研发和销售平台基础, 现有的产品线略显单薄, 以上三项行之有效的拓展战略, 公司的销售收入将保持较快速的增长, 由于引进代理产品将拉低毛利率, 但考虑到公司在现有的销售平台上进一步引进产品, 将使得现有的销售资源得到更有效地利用, 费用率有望同步下降。

我们预计公司 2015 和 2016 年 EPS 分别为 0.17 元和 0.22 元, 对应 PE 分别为 28 倍和 22 倍, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

关键指标	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万)	347	518	671	862
增长率(%)	30	49	30	28
归属母公司股东净利润(百万)	55	75	99	129
增长率(%)	41	37	32	30
EPS	0.10	0.14	0.18	0.24
PE	47.6	34.0	25.8	19.8

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

风险提示

新一代贝复舒批复不确定性;

代理产品销售不畅。

分析师简介

谭可

海外研究组组长，2007 年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股市场。

王昕

经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，2009-2014 年从事农林牧渔行业研究，目前从事海外研究。曾获 2012 年度、2013 年度“天眼”中国最佳证券分析师评选—最佳选股分析师（农林牧渔行业）第二名。

代云彬

硕士，2014 年加入东兴证券研究所，曾在港就职于国际组织，在京就职于海问律师事务所从事资本市场业务，目前在东兴证券研究所从事海外研究工作。

汤杰

经济学（金融方向）学士，美国金融硕士，曾就职于美国研究机构 JG-Capital，从事中概 TMT 行业研究。2014 年初加盟东兴证券研究所，现专注于 TMT 互联网行业研究。

东兴海外研究团队

研究覆盖港股、美股等主要海外市场，关注领域涉及大消费、TMT、新能源、医药等多个板块，专注于民营资本背景、模式领先、并放眼全球的中国价值企业挖掘。团队主要成员具有海外与内地双重投研经历，对境内外市场运作环境、投资价值体系有较深刻认识。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。