

辉瑞、天士力背书，开启二次发展新篇章

海外公司深度研究

◆过去5年复合增长超过30%，年报业绩靓丽：公司作为全国眼科领域的龙头企业，过去5年依靠自有一类生物新药贝复舒、贝复济系列实现连续多年强劲增长。2015年公司收入增长26.2%至6.54亿港元，净利润增长39.4%至1.05亿港元，业绩靓丽增速不减。

◆自有产品稳健增长，凝胶剂型受青睐：公司自有生长因子类产品贝复舒、贝复济系列整体增长21%，凝胶产品贝复新强势增长超50%，预计在医院覆盖数量、科室开发方面仍有空间，价格维持在80多元，未来有望达到贝复舒的销量。滴眼液和外用溶液保持单位数增长，预计未来仍能保持稳定。

◆第三方代理产品占比快速提升，2015年新签品种看点丰富：公司代理产品2015年大幅增长60%，收入占比提升至16%，未来代理产品收入占比有望超过30%。2015年主要是代理辉瑞的高眼压产品适利达和适利加增速迅猛。辉瑞的品牌及公司在眼科领域渠道的龙头地位使得该产品推广进展非常顺利。2015年公司在外延发展方面做了很多工作，新签约万寿堂及百盛公司的产品均处于刚刚进入20多个省份招标，即将放量的阶段，未来两到三年将继续带动第三方产品快速增长。

◆研发合作强强联手，布局生物尖端领域：公司投资参股Abpro350万美元，活动抗体药物的独家授权；投资ACI500万美元，将重点布局老年痴呆领域。同时公司与天士力签署了战略合作框架协议及PDGF项目合作，未来在重组蛋白药物领域继续进行深度研发。公司围绕生物领域中较为热门的几个品种均已布局，长线新品种无忧。

◆处于高速增长期的细分龙头企业，首次给予“买入”评级：公司以眼科外科为基础，不断扩充优秀产品。同时布局高壁垒生物产品，后续品种无忧。公司产品受行业放缓影响较小，我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.25/0.31/0.39港元；对应16-18年的市盈率分别为17.2/13.7/10.8倍。首次覆盖给予公司买入评级，目标价5.5港元，对应2016年22倍PE。

◆风险提示：招标带来价格压力；新产品推广不及预期

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（千港元）	518,300	654,010	890,442	1,104,336	1,377,668
营业收入增长率	49.3%	26.2%	36.2%	24.0%	24.8%
净利润（千港元）	75,273	104,895	138,339	173,982	220,960
EPS（港元）（摊薄）	0.13	0.19	0.25	0.31	0.39
净利润增长率	37.1%	39.4%	31.9%	25.8%	27.0%
ROE	25.7%	28.2%	30.3%	30.6%	30.4%
P/E	31.6	22.7	17.2	13.7	10.8

买入（首次）

当前价/目标价：4.25/5.5 港元

目标期限：6个月

分析师

李君周(执业证书编号：S0930515080003)

021-22167360

lijz@ebcn.com

市场数据

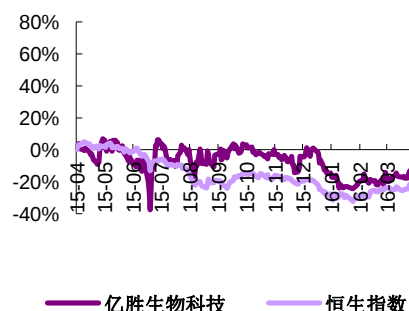
总股本(亿股)：5.6

总市值(亿港元)：23

一年最低/最高(港元)：2.86/5.48

近3月换手率：2.3%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.4	12.4	8.5
绝对	1.0	-3.9	-15.0

相关研报

亿胜生物2015年中期业绩点评

.....2015-08-27

目录

1、近5年复合增速超30%，不受行业放缓影响.....	4
1.1、收入利润维持高速增长	4
1.2、核心产品壁垒高	4
1.3、外科及代理辉瑞产品增长较快	5
2、辉瑞、天士力背书，开启公司二次发展新篇章	6
2.1、第一阶段依靠自身业务稳健发展	6
2.1.1、贝复舒系列品牌效应显著，增长稳健	6
2.1.2、销售团队分开助力外科贝复济系列快速增长.....	7
2.2、外延产品布局思路清晰，即将二次发力	8
2.3、眼科龙头优势明显，重磅产品助力公司如虎添翼.....	9
2.3.1、与国际巨头辉瑞合作，稳固眼科龙头地位.....	9
2.3.2、与英国Elektron公司达成眼科仪器进口分销合作....	10
2.3.3、代理百盛药业眼科产品，进军眼底病药物市场.....	12
2.4、外科产品日益丰富，新增品种进入快速放量期	13
2.4.1、与武汉伢典达成牙科产品代理合作，进军齿科.....	14
2.4.2、万寿堂妇科产品利用外科渠道快速放量.....	15
2.5、与天士力、Abpro、ACI 等公司开展深度研发合作	15
2.5.1、与天士力达成重组蛋白药物战略合作框架协议.....	16
2.5.2、与 Abpro 的合作促进抗体产品的发展	17
3、公司销售、研发、生产竞争力突出	20
3.1、新厂区生产瓶颈解决	20
3.2、公司销售渠道稳健增长	20
3.3、公司三大研发平台，布局清晰	21
3.4、公司生产成本优势突出	22
4、财务状况及盈利预测	23
4.1、收入构成及预测	23
4.2、利润率和各项费用率	24
4.3、公司新产品研发进展	24
5、估值与风险提示	25
5.1、首次给予买入评级，目标价 5.5 港元	25
5.2、同行业估值对比	25
5.3、风险提示	25
6、附录	26
生长因子类产品国内格局	26

投资要件

关键假设

- 1) 眼科贝复舒系列 2015 年销售已过 2.8 亿，未来将维持单位数增长；贝复济系列 2015 年销售超过 2.6 亿，在凝胶剂型的推动下维持高于 20% 的增长；
- 2) 辉瑞产品 2015 年过亿，由于市场空间广阔，且在国内竞品较少，在公司眼科渠道继续维持超过 30% 增长；
- 3) 代理产品中万寿堂产品伊血安颗粒 15 年有 3000 多万的销售额，该产品在公司外科渠道中该产品与现有产品有很好的协同效应，预计该产品在 2016 年将有快速增长；
- 4) 百盛产品在 2015 年有将近 1000 万的销售额，由于过去没有新增招标省份，所以只覆盖了 100 多家医院的销售。2015 年下半年到现在已经有超过 20 多个新增中标省份，预计该产品在 2016 年将快速放量。

我们区别于市场的观点

- 1) 高速增长率仍将持续：五年收入复合增长率到达 32%；净利润复合增长率到达 33%；2015 收入达 6.54 亿港币，净利润达 1.05 亿港币；未来外延产品将是公司重要增长动力。
- 2) 强大 IP 及专利组合提供高壁垒护城河：3 个国家一类新药，9 个中国大陆地区 bFGF 相关专利，保护贝复济及贝复舒系列产品至 2030 年，2014 年申请纳米抗体 PTC 专利等；
- 3) 强大的合作伙伴：辉瑞、天士力、Elektron、武汉仟典、广西万寿堂、西藏林芝百盛、Abpro、ACI 及温州医科大学；

股价上涨的催化因素

15 年公司做了很多外延产品项目，与国内外知名企业进行合作，16 年公司研发合作持续推进，新签项目逐步落地将持续丰富公司现有产品线。我们认为合作产品逐步推广在业绩及后续产品储备方面将逐步兑现。

估值和目标价格

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.25/0.31/0.39 港元；对应 16-18 年的市盈率分别为 17.2/13.7/10.8 倍。首次覆盖给予公司买入评级，目标价 5.5 港元，对应 2016 年 22 倍 PE。

投资风险

招标带来价格压力；新产品推广不及预期

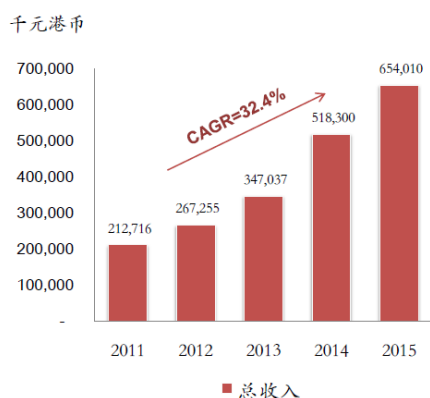
1、近 5 年复合增速超 30%，不受行业放缓影响

1.1、收入利润维持高速增长

公司是全国眼科领域的龙头企业，过去 5 年依靠自有一类生物新药贝复舒、贝复济系列实现连续多年强劲增长。尤其是 2013 年开始眼科和外科销售团队分开后，外科事业部成为公司增长重要推动力。

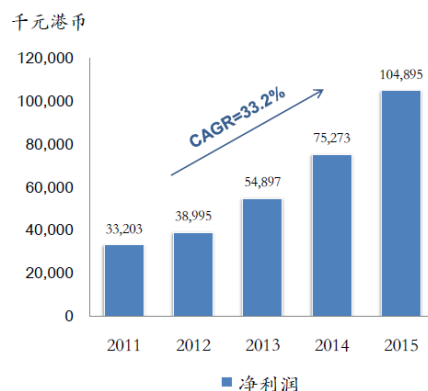
2015 年公司收入增长 26.2%至 6.54 亿港元，净利润大幅增长 39.4%至 1.05 亿港元，业绩靓丽增速不减。

图 1：收入增长强劲



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图 2：净利润 5 年复合增长率 33%



资料来源：公司资料，光大证券研究所

1.2、核心产品壁垒高

目前公司产品线丰富、销售渠道广阔、研发生产水平先进，并在多年的企业发展中建立起了独特的企业管理文化。在同类企业中具有强大的竞争力。

表 1：亿胜生物核心资产

资产	概况
产品	· 自主创新的生物制品：3 个 I 类新药，5 个独家品种；有创伤的地方就可以用 · 独家代理：2 项辉瑞眼科产品，万寿堂伊血安颗粒独家总代，百盛适丽顺独家总代，宏盈左氧氟沙星独家代理，英国 Elektron 黄斑密度检测仪，以及武汉何典微创龋齿祛腐凝胶
渠道	· 专业化的眼科及外科销售团队（总共约 1000 人） · 覆盖 3500 多家医院 · 设 39 个销售区域办事处
研发生产	· 三个核心技术平台：基因重组 rb-bFGF 系列产品研发及生产平台、“吹灌封”单剂量产品研发及生产平台、纳米抗体研发平台等。 · 新版 GMP 工厂，厂房 20000m²
管理平台	· 25 年企业历程，15 年上市公司管理经验 · 独特的企业管理文化 · 先进的 OA 及 KPI 管理体系 · 高素质的人才队伍

资料来源：公司资料，光大证券研究所

公司主要业务为生产及销售治疗体表创伤和眼部损伤的生物药品，并代理销售其他公司的相关产品。目前公司产品可以分为两大类，外科产品和眼科产品。外科产品主要包括贝复济系列产品（贝复济喷剂、贝复济冻干粉剂和贝复新凝胶）及伢典产品。眼科类产品包括贝复舒系类产品（贝复舒滴眼液及贝复舒眼用凝胶），亦包括辉瑞眼科产品。

图 3：眼科药品、器械、保健品产品发展情况



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图 4：外科药品、器械产品发展情况



资料来源：公司资料，光大证券研究所

1.3、外科及代理辉瑞产品增长较快

目前公司的重组牛碱性成纤维细胞生长因子产品包括贝复舒系列，贝复济系列和贝复新系列三个系列。分别用于眼科及外科创面的治疗。

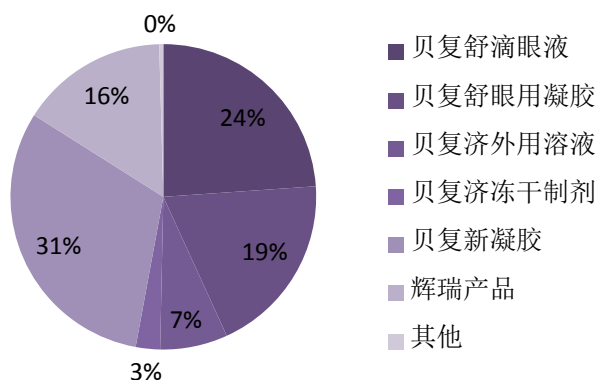
表 2：目前 SFDA 批准的国内成纤维细胞生长因子产品

商品名	通用名	剂型	适应症
贝复舒	重组牛碱性成纤维细胞生长因子滴眼液	滴眼液	眼科 角膜疾病
	重组牛碱性成纤维细胞生长因子眼用凝胶	凝胶剂	
贝复济	外用重组牛碱性成纤维细胞生长因子	冻干制剂	外科创面
	重组牛碱性成纤维细胞生长因子外用溶液	溶液剂	
贝复新	重组牛碱性成纤维细胞生长因子凝胶	凝胶剂	外科创面

资料来源：SFDA，光大证券研究所整理

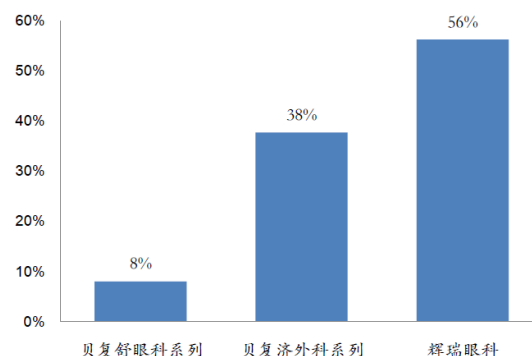
公司自有产品贝复舒、贝复济系列整体增长 21%，凝胶产品贝复新强势增长超 50%，预计在医院覆盖数量、科室开发方面仍有空间，价格维持在 80 多元，未来有望达到贝复舒的销量。滴眼液和外用溶液保持单位数增长，预计未来仍能保持稳定。

图 5：2015 年公司产品占比



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图 6：收入增长率



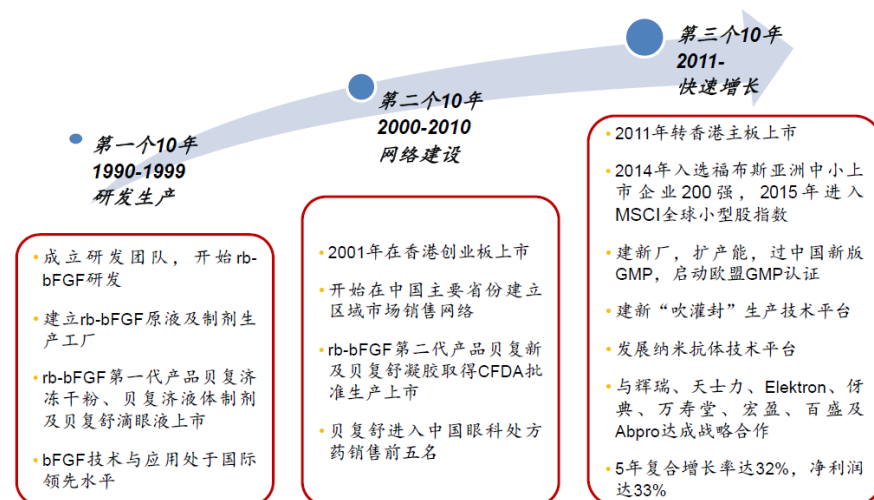
资料来源：公司资料，光大证券研究所

2、辉瑞、天士力背书，开启公司二次发展新篇章

2.1、第一阶段依靠自身业务稳健发展

公司从 1990 年建立 rb-bFGF 研发团队至今，可以分为研发生产、网络建设和快速增长三个阶段，过去 20 多年依靠自身业务发展非常稳健，各项业务推广顺利。

图 7：亿胜生物发展历程



资料来源：公司资料，光大证券研究所

2.1.1、贝复舒系列品牌效应显著，增长稳健

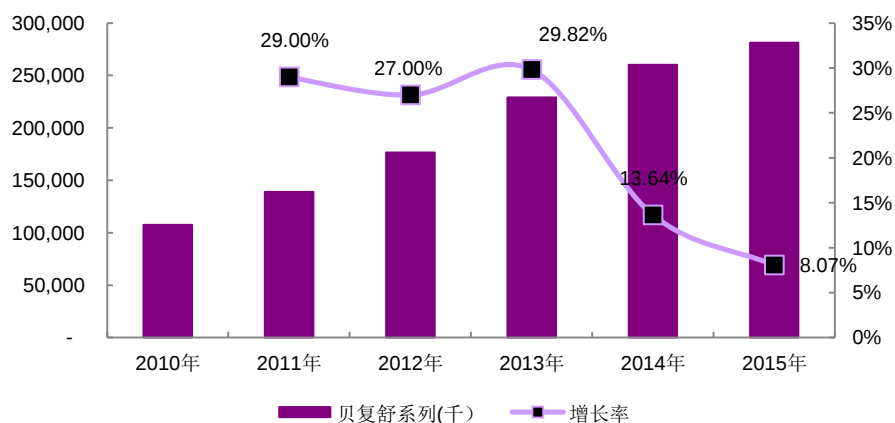
贝复舒滴眼液是亿胜生物科技开发生产的国家一类基因工程新药，是国内第一个促进角膜修复、改善角膜愈合质量的滴眼液，填补了国内没有同类产品的空白。

除了贝复舒滴眼液，公司还开发了贝复舒凝胶剂型，具有国内眼科创伤愈合类药品的最全剂型。贝复舒系列产品可用于治疗各种角膜病变、眼外伤及异

物剔除等，还可用于治疗干眼症、白内障手术及激光角膜屈光手术等导致的角膜损伤，市场前景广阔。

2010 年贝复舒获得广东省著名商标。目前,贝复舒系列产品的销售额占全国眼科处方药销售额的前 5 名,在生长因子类眼科药物市场的占有率达到 70%。

图 8：贝复舒系列增长稳健

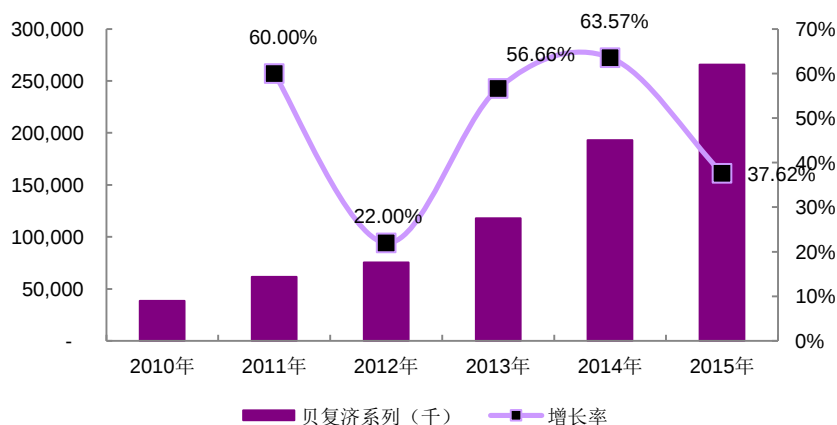


资料来源：公司资料，光大证券研究所

2.1.2、销售团队分开助力外科贝复济系列快速增长

公司针对贝复舒和贝复济两大系列产品成立了眼科事业部和外科事业部，分别独立负责贝复舒系列眼科用药及贝复济系列外科用药的市场推广。14 年新增 100 多名销售人员，重点推广市场前景较好的外科用药系列产品。目前，公司已经在全国成立了 38 个销售推广办事处,产品覆盖了全国 200 多个主要城市，2000 多家二级以上医院。分产品来看，贝复舒系列覆盖较广，基本覆盖了 2000 多家医院，未来将向一级医院、基层医院渗透。贝复济系列覆盖率较低，仍有较大的增长空间。

图 9：贝复济仍处于高速增长期



资料来源：公司资料，光大证券研究所

2.2、外延产品布局思路清晰，即将二次发力

从 2014 年开始，公司通过不断对外合作，不断丰富公司的产品领域，并在已有领域中不断扩充新产品，开启二次转型，外延式发展将继续推动公司快速增长。

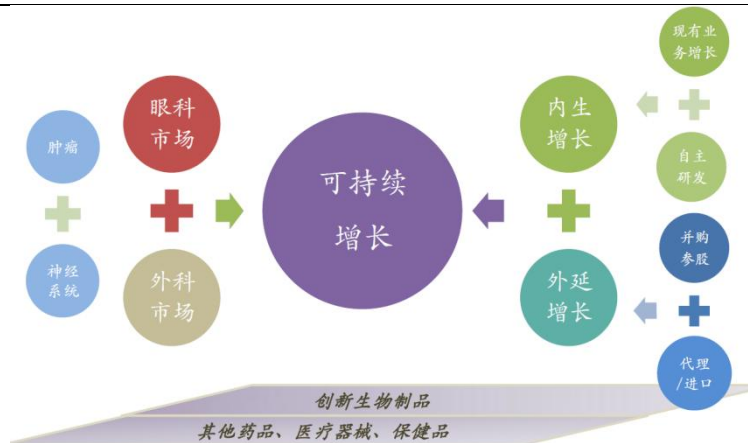
表 3：亿胜生物主要对外合作情况

公司	时间	协议类型	治疗领域	涉及产品/内容
辉瑞国际贸易（上海）	2014-02	代理	眼科	适利达滴眼液 适利加滴眼液
武汉伢典生物科技	2015-08	代理	齿科	Carisolv 龋齿微创祛腐产品
	2015-11	可换股贷款	齿科	向伢典提供 1000 万元可换股贷款，年利率 5%
Elektron Technology	2015-05	分销	眼科	黄斑部色素扫描器 II（包括备用部件）
天士力	2015-08	框架协议	-	重组蛋白药物的研究开发、临床实验、生产制造及市场销售
广西万寿堂	2015-09	代理	妇产科	伊血安颗粒
	2016-01	可换股贷款	-	向万寿堂提供 1500 万元可换股贷款，年利率 6%
西藏林芝百盛药业	2015-12	代理	眼科	卵磷脂络合碘胶囊“适丽顺”
Abpro	2016-01	合作特许	-	抗体产品
	2016-01	股份认购	-	认购 Abpro 616197 股 C 系列优先股，总价 350 万美元
	2016-01	认股权认购	-	可认购 61619 股 Abpro 普通股，初步行使价每股 2.08 美元
ACI	2016-04	认购优先股	老年痴呆	有条件同意按认购价每股获认购优先股 9.63 美元认购获认购优先股，总代价约为 500 万美元

资料来源：公司资料，光大证券研究所

公司发展思路清晰，从 2014 年开始围绕眼科、外科、生物新药研发领域做了大量的框架协议，与辉瑞、天士力等国内外知名药企开展深度合作。公司立足现有眼科、外科业务，利用现有渠道龙头地位优势，不断补充产品线，新签约品种看点颇丰，处于即将放量的阶段，将为公司带来外延快速增长。

图 10：公司发展战略



资料来源：公司资料，光大证券研究所

2.3、眼科龙头优势明显，重磅产品助力公司如虎添翼

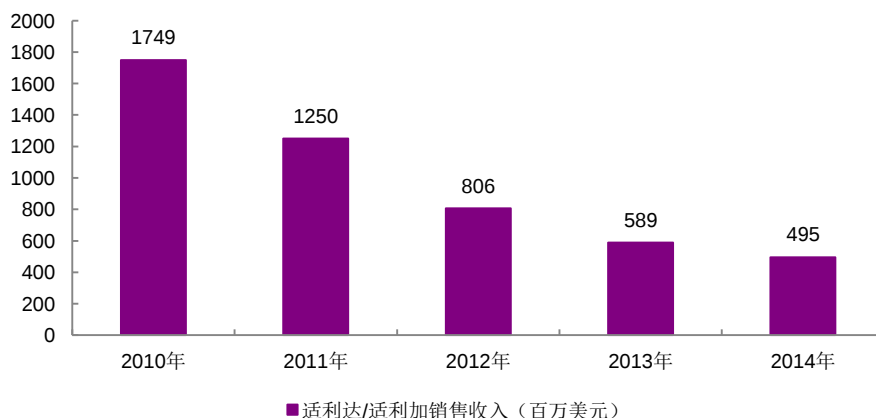
公司深耕眼科领域多年，在全国用用办事处 39 个，代理商 14 家。拥有超过 460 名代表，覆盖 3200 多家医院，公司在渠道的影响力获得了辉瑞等公司的青睐，从 2014 年起，公司陆续在眼科领域补充了高眼压产品、眼科器械诊断产品、眼底药物产品、眼科抗感染产品。公司立足于修复领域在短短一年时间内快速丰富了产品线，眼科龙头地位日益稳固。

2.3.1、与国际巨头辉瑞合作，稳固眼科龙头地位

2014 年 2 月 17 日，公司与辉瑞国际贸易（上海）有限公司订立了进口及服务协议，成为降眼压药物适利达滴眼液（拉坦前列素）和适利加滴眼液（拉坦前列素/马来酸噻吗洛尔）在中国内地（不包括港澳台）的独家进口分销商和独家市场开发商。这两种药物主要用于青光眼的降眼压治疗。与辉瑞公司的业务合作有助于公司与辉瑞共享分销渠道，并能提高集团品牌形象，增加在中国眼科领域的产品组合。

青光眼是指眼内压间断或持续升高的一种眼病，持续的高眼压会给眼球各部分组织和视功能带来损害，如不及时治疗，视野会全部丧失而至失明，是三大致盲眼病之一。青光眼总人群发病率为 1%，45 岁以后为 2%。适利达和适利加是目前全球销量最大的治疗青光眼的品种之一，2014 年全球销量为 4.95 亿美元。

图 11：2010-2014 年适利达/适利加滴眼液全球销量（单位：百万美元）



资料来源：公司资料，光大证券研究所

目前 SFDA 批准的拉坦前列素滴眼液产品共 9 种，其中 5 种为国内生产，4 种为进口产品。且产品主要为单方制剂，仅进口的适利加为复方制剂。

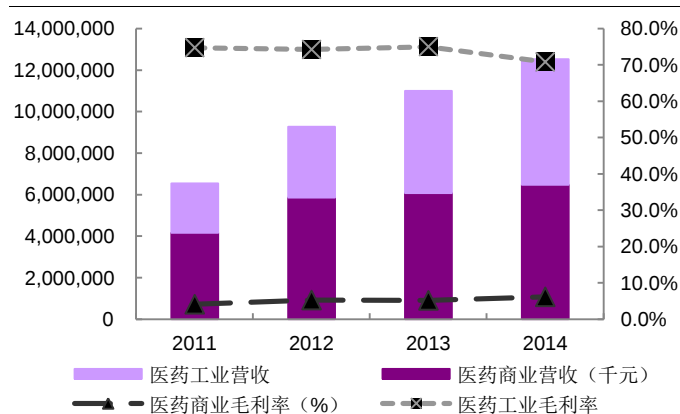
表 4: SFDA 批准的拉坦前列素制剂及生产厂家

	生产企业	商品名/通用名	剂量
国 产	湖北远大天天明制药有限公司	拉坦前列素滴眼液	2.5ml:125µg
	上海信谊金朱药业有限公司	拉坦前列素滴眼液	2.5ml:125µg
	华润紫竹药业有限公司	拉坦前列素滴眼液	2.5ml:125µg
	成都恒瑞制药有限公司	拉坦前列素滴眼液	2.5ml:125µg
	鲁南贝特制药有限公司	拉坦前列素滴眼液	2.5ml:125µg
进 口	韩国 Taejoon Pharm. Co., Ltd.	拉坦前列素滴眼液	2.5ml:125µg
	Pfizer SA	适利达/拉坦前列素滴眼液	2.5ml:125µg
	Pfizer SA	适利加/拉坦噻吗滴眼液	2.5ml:125µg (拉坦前列素)、 17mg(马来酸 噻吗洛尔)
	台湾联邦化学制药股份有限公司	拉坦前列素滴眼液	2.5ml:125µg

资料来源: SFDA, 光大证券研究所

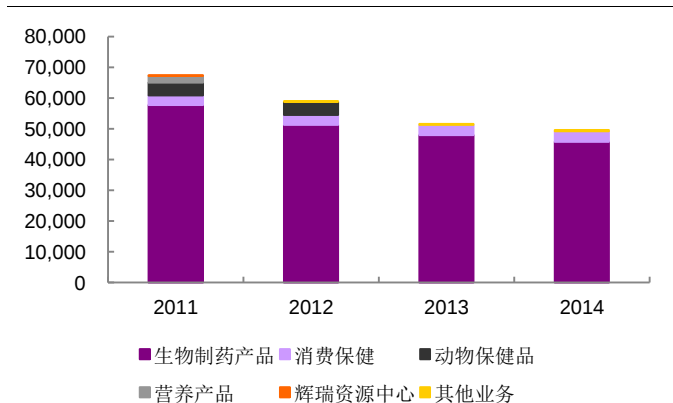
辉瑞制药是美国一家跨国制药公司, 总部设于纽约。2014 年辉瑞的营业收入为 496.05 亿美元, 其中主要为生物制药产品收入, 占总收入的 92.14%。净利率大约为 18.4%。

图 12: 辉瑞营收净利情况 (单位: 千美元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 13: 辉瑞主要销售收入构成 (单位: 百万美元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

适利达、适利加是辉瑞公司治疗青光眼的药物, 也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, 由于辉瑞在国内眼科销售队伍相对薄弱, 因此和亿胜生物签订独家代理协议。该产品将对公司现有产品线进行很好的补充, 15 年收入破亿, 预计未来两年仍维持快速增长。长期来看, 该产品在国内市场空间较大, 公司也能利用该产品巩固国内眼科龙头的地位。

2.3.2、与英国 Elektron 公司达成眼科仪器进口分销合作

2015 年 5 月 27 日, 公司通过间接全资附属公司亿胜生物制药有限公司与 Elektron Technology UK Limited 订立了分销协议。根据分销协议, Elektron 委任亿胜生物制药为黄斑部色素扫描器 II (包括备用部件) 在中国内地 (不包括港、澳、台) 的独家分销商。公司希望通过与 Elektron 的合作, 为集团拓展眼科医疗设备市场奠定里程碑, 并扩大集团护眼解决方案的类别, 帮助集团在中国眼科领域取得可持续发展。

黄斑变性主要为黄斑区结构的衰老性改变。表现为视网膜色素上皮细胞对视细胞外界盘膜吞噬消化功能下降，使未被消化的盘膜残余小体滞留于基底部细胞原浆中，并向细胞外排出，形成玻璃膜疣，因此继发病理改变后，导致黄斑变性发生。黄斑变性主要与黄斑区长期慢性光损伤，脉络膜血管硬化，视网膜色素上皮细胞老化有关。多发于中老年人，临床表现为视力减退，是50岁以上人士失明的主要原因。黄斑变性是国际眼科界公认的最难治疗的疾病之一，目前有效的治疗方法并不多。因此对于中老年人来说，定期进行眼睛检查十分重要，黄斑部色素扫描器II是用于为高风险病人检查老年黄斑变性早期症状的便携式检测设备，因此将拥有较大的市场前景。

Elektron Technology UK Limited 是一家于英格兰及威尔士注册成立的，主要从事电子部品制造的公司。公司业务主要分为连接器与仪器仪表、监测和控制产品两大块。

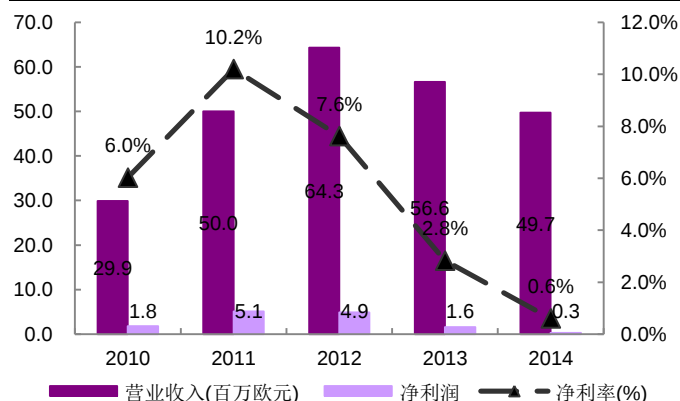
表 6: Elektron Technology 公司主要产品

分类	细类	主要品牌	主要产品
连接器	连接器	Bulgin	电池支架、IP68 防水连接器、危险区域连接器、IEC 连接器
	开关、指示灯及保险丝座	Arcoelectric	摇杆开关、切换开关、按钮开关、工业开关、防破坏开关、安全开关、滑动开关、冰箱开关
	医疗	眼科仪器	黄斑色素筛 (MPS II)、Henson 7000、Henson 9000
仪器仪表、监测和控制产品	检验与测试	Medical - Qados	放射科、肿瘤科、仪器仪表、服务与安装
		涂料-光泽	外观、物理测试、粘度
		橡胶-华莱士可塑度	密度、硬度、可塑性、弹性、压缩、试样制备
	温度、压力计量	Digitron	温度计、压力表、无线监控、高温数据记录器、数据记录器、气体检测、本质安全的仪器、热通量
	纳米定位	Queensgate	纳米机械、物镜定位器、针尖倾斜纳米机械、数字压电翻译器、MTP 翻译器、纳米传感器、控制电子、纳米扫描软件
	显微镜	Agar Scientific	仪器仪表、钳和工具、光学显微镜、扫描电子显微镜 (SEM)、透射电子显微镜 (TEM)、扫描探针显微镜 (SPM)、原子力显微镜 (APM)、通用耗材
	无线监控	Checkit	食品安全监测
	模具	Titman Tools	镗削刀具、数控工装、主轴模具、路由器刀具
	自动化	Carnation Designs	Genisys 动力管理

资料来源：公司资料，光大证券研究所

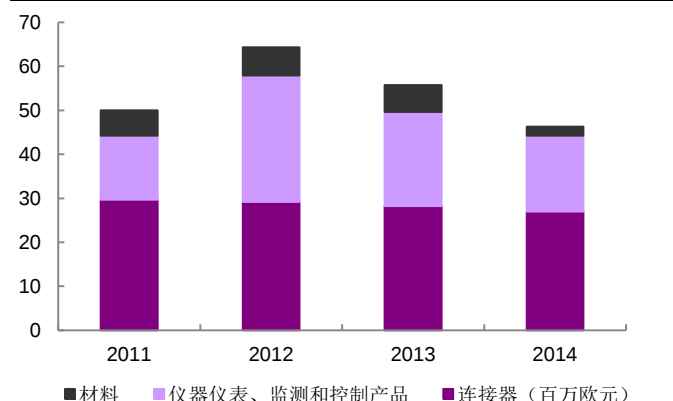
2014 年 Elektron Technology 营业收入约为 4970 万欧元，同比下降 12.2%。净利润约为 30 万欧元，同比下降 81.3%。净利率为 0.6%。

图 14: Elektron Technology 营收净利情况 (单位: 百万欧元)



资料来源: Elektron Technology 年报, 光大证券研究所

图 15: Elektron Technology 主要销售收入构成 (单位: 百万欧元)



资料来源: Elektron Technology 年报, 光大证券研究所

2.3.3、代理百盛药业眼科产品，进军眼底病药物市场

2015 年 12 月 22 日，公司与授权商西藏林芝百盛药业有限公司及辽宁万鑫药业有限公司（百盛药业全资子公司）订立代理协议，获得卵磷脂络合碘胶囊“适丽顺”于中国（不包括辽宁和港澳台）分销及市场推广的独家代理。一笔过授权费总额为人民币 2000 万元。委任的有效期由 2016 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日为期七年，仅可根据代理协议的条款重续或提早终止。集团获委任后，可扩大旗下眼科产品种类，进军眼底病药物市场，因而加强集团在眼科药物业务的市场占有率。

卵磷脂络合碘片，适应症为治疗中心性浆液性脉络膜视网膜病变、中心性渗出性脉络膜视网膜病变、玻璃体出血、玻璃体混浊、视网膜中央静脉阻塞等。

目前 SFDA 批准的生产卵磷脂络合碘的企业有两家，一家为国产，一家为进口。

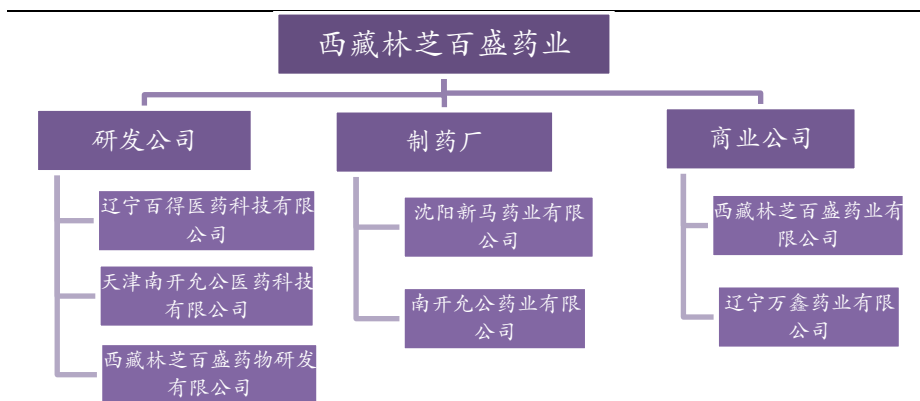
表 3: SFDA 批准的卵磷脂络合碘制剂及生产厂家

	生产企业	商品名/通用名	剂量
国产	西安汉丰药业有限责任公司	适丽顺/卵磷脂络合碘胶囊	0.1mg(以碘计)
进口	Daiichi Yakuhin Sangyo Co., Ltd	沃丽汀/卵磷脂络合碘片	1.5mg

资料来源: SFDA, 光大证券研究所

西藏林芝百盛药业有限公司是一家集新药研发、生产、全国招商、临床推广于一体的综合性集团公司。公司现有 3 个研发公司、2 个制药厂、2 个通过 GSP 认证的商业公司，业务遍及全国各地。

图 4：西藏林芝百盛药业组织架构



资料来源：公司资料，光大证券研究所

公司主要产品线十分丰富，涵盖了呼吸科、心内科、心外科、外科、急诊科、儿科、神经内科等各治疗领域。

表 5：西藏林芝百盛药业主要产品

商品名	化学名	适用科室	适应症
开顺	注射用盐酸氨溴索	呼吸科	伴有痰液分泌不正常及排痰功能不良的急性、慢性呼吸道疾病
曲之全	注射用盐酸替罗非班	心内科	不稳定型心绞痛或非 Q 波心肌梗塞，冠脉缺血综合征
汉非	注射用丙戊酸钠	神经科	癫痫的单纯或复杂性失神发作、肌阵挛发作和全身性强直-阵挛发作(大发作)治疗
适丽顺	卵磷脂络合碘胶囊	眼科	中心性浆液性脉络膜视网膜病变，中心性渗出性脉络膜视网膜病变，玻璃体出血，玻璃体混浊，视网膜中央静脉阻塞等
筠菲	注射用氟罗沙星	全科	氟喹诺酮类抗菌药物，适用于细菌引起的感染
N/A	注射用奥美拉唑	消化科	十二指肠溃疡、胃溃疡、反流性食管炎及 Zollinger-Ellison 综合征
N/A	注射用乙酰谷酰胺	神经科	脑外伤性昏迷、神经外科手术引起的昏迷、肝昏迷及偏瘫、高位截瘫、小儿麻痹后遗症、神经性头痛和腰痛等

资料来源：公司资料，光大证券研究所

该产品在 2015 年有将近 1000 万的销售额，由于过去没有新增招标省份，所以只覆盖了 100 多家医院的销售。2015 年下半年到现在已经有超过 20 多个新增中标省份，预计该产品在 2016 年将快速放量。

2.4、外科产品日益丰富，新增品种进入快速放量期

公司在 2013 年实行了外科销售团队与眼科销售团队分开的战略，快速在外科领域进行了医院科室拓展。由于外科产品可用范围更广，因此产品空间巨大。目前公司外科销售团队拥有代表 450 名，覆盖 1769 家医院。同眼科相比，仍有较大的增长空间。2015 年，公司在牙科、妇科等领域进行了产品扩展，我们预计这几个品种在 2016 年有较快的增长。

2.4.1、与武汉伢典达成牙科产品代理合作，进军齿科

2015年4月28日，公司通过其间接全资附属公司亿胜生物制药有限公司与武汉伢典生物科技有限公司订立了代理协议。获得了 Carisolv 伢典龋齿微创祛腐技术系统产品在中国内地指定地区（不包括港、澳、台）的独家销售代理权。该项业务有助于公司进一步丰富公司产品线，并开拓牙科领域。

2015年11月30日，亿胜科技订立可换股贷款协议，同意向伢典生物提供金额为人民币1000万元的可换股贷款，按年利率5%计息，每季支付。受限于可换股贷款协议的条款及条件，可换股贷款的本金额，可于伢典生物获得可换股贷款当日起计第四周年（到期日）到期前，兑换为换股股份。可换股贷款协议为集团提供良机，在某种程度上（符合雅典生物财务表现值若干基准后）可灵活处理伢典生物的股权收购，因而与其现有业务伙伴建立更紧密关系，有助于集团拓展口腔科业务。

龋病俗称虫牙、蛀牙，是细菌性疾病，可以继发牙髓炎和根尖周炎，引起牙槽骨和颌骨炎症。如不及时治疗，最终将导致牙齿丧失。龋病发病率高，分布广，是口腔主要的常见病。Carisolv 伢典龋齿微创祛腐凝胶剂主要成分为氯胺T和木瓜蛋白酶，是第三代化学祛腐技术，适用于各种牙本质龋坏组织的祛除，在根面龋的治疗、深龋洞的祛腐及儿童、孕妇、老年人及牙科恐惧症患者的龋齿治疗中有独到的优越性。Caritool 伢典龋齿微创祛腐工具是治疗龋齿过程中使用的医疗器械，工具的刀口锋利但支撑面广，切角为钝角，无向下方向的力，可以精确掌握工具到达的深度，不损伤健康的牙体组织。

图 16: Carisolv 伢典龋齿微创祛腐凝胶剂



资料来源：公司资料，光大证券

图 17: Caritool 伢典龋齿微创祛腐工具



资料来源：公司资料，光大证券

武汉伢典生物科技有限公司是一家以齿科高新微创医疗技术，尤其是以牙科无痛微创修复技术系统为核心，长期致力于口腔微创医学产品的技术创新的生物科技公司。产品主要分为 Carisolv、Perisolv 和 Caritool 三大品牌。

表 5: 武汉伢典生物科技主要产品

品牌	产品
Carisolv	龋齿微创祛腐凝胶、龋齿指示剂
Perisolv	牙科消毒棉球（口腔创面洁治装）
Caritool	牙科用微创祛腐工具

资料来源：公司资料，光大证券研究所

2.4.2、万寿堂妇科产品利用外科渠道快速放量

2015年9月22日，公司与广西万寿堂订立代理协议，获得广西万寿堂产品“伊血安颗粒”在中国（不包括港澳台）的独家销售代理。伊血安颗粒主要用于产后恶露不绝、人工流产后子宫出血不净。代理协议有效期由2015年9月22日至2025年12月31日内有效。与万寿堂建立业务关系将扩大集团的外科产品线，促进集团核心产品贝复济和贝复新在妇产科的市场销售。

2016年1月8日，亿胜科技订立可换股贷款协议，同意向广西万寿堂提供本金额为人民币1500万元的可换股贷款，按年利率6%计息，须每季支付。受限于可换股贷款协议的条款及条件，可换股贷款的本金额，可于广西万寿堂获得可换股贷款当日（垫款日期）起第三周年（到期日）到期前，兑换为换股股份。可换股贷款协议为集团提供良机，并在某种程度上可灵活处理广西万寿堂的股权收购，从而巩固与其现有业务伙伴的战略关系。

伊血安颗粒主要成分为滇桂艾纳香、益母草、延胡索（醋制）、甘草。具有活血止血，行气止痛的作用。临床上用于产后恶露不绝、人工流产后子宫出血不净，中医辨证属血瘀证者。可缩短出血持续时间，减轻小腹疼痛。

广西万寿堂药业有限公司成立于2002年2月，主要从事制造、研发及销售中成药。公司以妇科、心脑血管药为发展方向依托广西丰富的中药材资源，发掘传统壮医药。公司拥有60多个品种，独家产品有伊血安颗粒、决明山绿茶、金莲胃舒片、明目滋肾片等，有二十多个品种列入广西医保、新农合以及基药目录。

表6：广西万寿堂主要产品

治疗领域	主要产品
妇科类	伊血安颗粒、滇桂艾纳香胶囊、黄藤素片、5%聚维酮碘溶液
儿科类	稚儿灵颗粒、小儿止咳糖浆
消化及内科类	金莲胃舒片、明目滋肾片、健肝灵胶囊、莲胆消炎片、利胆排石片、复肝宁片
心血管科类	山绿茶降压胶囊、决明山绿茶、硝酸异山梨酯缓释片
耳鼻喉科类	鼻渊片、清喉咽颗粒
清热解毒类	治感灵颗粒、感冒清片、玉叶清火胶囊、梅苏颗粒、清火栀麦片、板蓝根颗粒
外用类	跌打扭伤灵酊
滋补等其他类	灵芝桂圆酒、灵芝片

资料来源：公司资料，光大证券研究所

伊血安颗粒价格维持在40多元，受招标影响较小。该产品已经有3000多万的销售额，与万寿堂建立业务关系将扩大集团的外科产品线，促进集团的核心产品贝复济和贝复新在妇产科的市场销售，同时在公司外科渠道中该产品与现有产品有很好的协同效应，我们预计该产品在2016年将有快速增长。

2.5、与天士力、Abpro、ACI 等公司开展深度合作

公司在生物基因工程领域有多年的研发积累，成功开发了三个生物一类新药，在微生物基因工程表达系统药物的研发及生产方面处于国内外领先的地位。公司主席及董事总经理在医药领域人脉丰富，眼光独特，在重组蛋白类药物、单抗等领域有深度的布局。

2.5.1、与天士力达成重组蛋白药物战略合作框架协议

2015年8月28日，公司与天士力订立框架协议。根据框架协议，天士力及珠海亿胜生物制药将在重组蛋白药物的研究开发、临床实验、生产制造及市场销售方面进行合作。框架协议之合作期限由签署框架协议日起十年内有效。鉴于天士力在哺乳动物基因工程表达系统药物的研发及生产，与珠海亿胜生物制药在微生物基因工程表达系统药物的研发及生产方面存在优势互补；经友好协商，双方同意在优势互补、互惠互利、共同发展的基础上建立双赢的战略合作伙伴关系；共同开发和运营重组蛋白药物。

蛋白质药物可分为多肽和基因工程药物、单克隆抗体和基因工程抗体、重组疫苗。1982年世界上第一个重组蛋白药物——重组人胰岛素上市。与传统的小分子化学药物相比，重组蛋白药物具有活性高、特异性强、毒性低、副作用小、生物功能明确等优势，在某些疾病(如糖尿病、血友病、蛋白酶缺少导致的罕见病等)的治疗中具有不可替代的作用。由于其成本低、成功率高、安全可靠，已成为医药产品中的重要组成部分。

表 7：重组蛋白药物分类

类别	具体品种
多肽类激素药	人胰岛素，人生长激素、卵泡刺激素和其他激素
人造血因子	重组人促红细胞生成素、粒细胞/单核细胞集落刺激因子 GM-CSF、其他造血相关因子
人细胞因子	α -干扰素、 β -干扰素、其他细胞因子
人血浆蛋白因子	重组人凝血因子Ⅷ、重组人凝血因子Ⅶ、重组人凝血因子Ⅸ、组织血浆酶原激活物 tPA、C 反应蛋白、重组人抗凝血酶
外源重组蛋白	重组水蛭素

资料来源：光大证券研究所

表 8：国内医药企业/机构重组蛋白药物研发进展

企业或机构名称	临床	1 期	2 期	3 期	预注册	已注册	上市	合计
中国医药集团		1			1		11	13
厦门特宝生物	5	1	2	1			2	11
军事医学科学院	2	2			3		4	11
安徽安科生物	1	1	1	1			5	9
北京双鹭药业	2		1				4	7
长春高新技术产业					1	1	5	7
上海复旦张江	2	2	2				1	7
长春长生基因药业							6	6
三生制药公司		1					4	5
齐鲁制药有限公司		1		1	1		2	5
上海中信国建药业				2	1		2	5
北京四环生物制药							4	4

资料来源：公司资料，光大证券研究所

从企业和研发机构来看，国内重组蛋白药物的研发主要来自中国医药集团、厦门特宝生物、军事医学科学院等上市企业或大型研究机构，其中中国医药集团占据主导地位，目前该公司拥有多个上市产品和临床研发阶段的产品。

天士力制药集团股份有限公司由天士力控股集团有限公司等单位发起设立，于2000年4月登记注册，总部位于天津，是我国中药现代化的标志性企业，是当前国内最大的滴丸剂型生产企业。

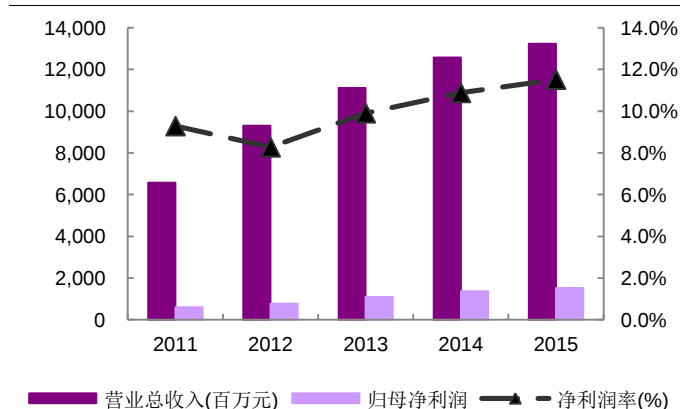
表9：天士力制药集团主要产品

分类	产品
现代中药	滴丸剂 复方丹参滴丸、穿心莲内酯滴丸、藿香正气滴丸、芪参益气滴丸、柴胡滴丸
	丸剂 养血清脑丸、荆花胃康胶丸
	颗粒剂 养血清脑颗粒、消渴清颗粒
	注射剂 注射用益气复脉
天然植物药	水林佳
提取物	丁香油、桂皮油、大豆提取物、人参提取物、红景天提取物、香菇提取物、葛根提取物、柴胡提取物等
精品中药材	三七、甘草、丹参、冰片、白芍、柴胡等

资料来源：公司资料，光大证券研究所

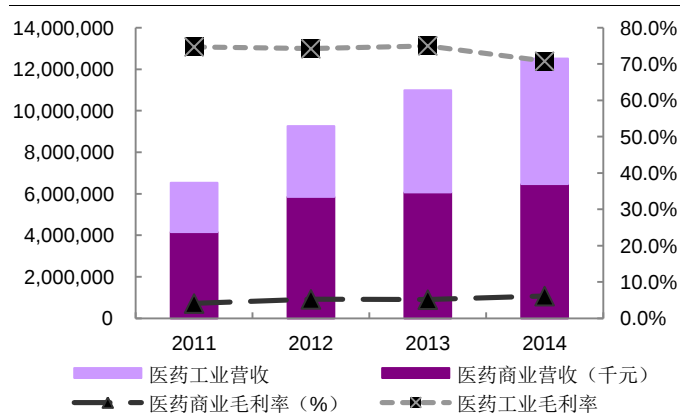
公司股票已于2002年8月在上海证券交易所挂牌交易，公司主要产品为药品，经营范围包括滴丸剂、颗粒剂、硬胶囊剂、软胶囊剂、片剂、丸剂的生产；汽车货物运输；货物及技术的进出口业务。

图18：天士力营收净利情况（单位：百万元）



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图19：天士力主要销售收入构成（单位：千元）



资料来源：公司资料，光大证券研究所

2.5.2、与 Abpro 的合作促进抗体产品的发展

2016年1月22日，Essex Bio-Investment(亿胜全资附属公司)与 Abpro 订立合作及特许协议，股份认购协议及认股权认购协议等。合作及特许经营协议让双方发挥各自长处及资源，以追求及促进抗体产品发展，股份认购事项的的目的是让集团维持与 Abpro 的策略合作。

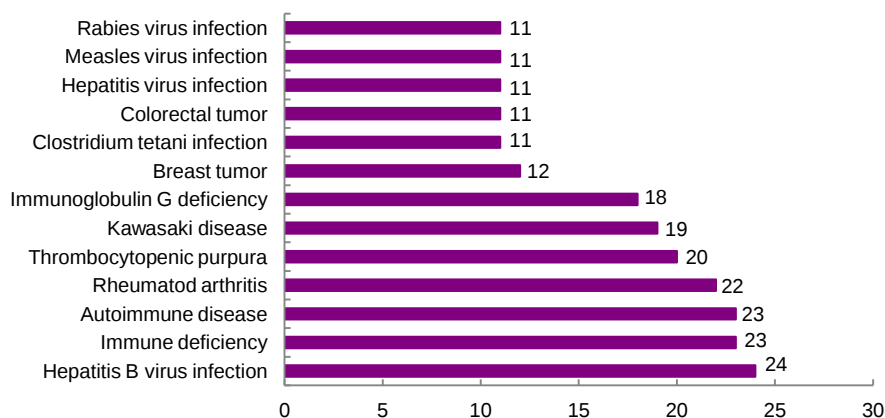
表 13: Essex Bio-Investment 与 Abpro 协议情况

协议种类	协议内容	期限
合作及特 许协议	根据合作及特许协议的条款将选定 抗体商品化及共同开发成特许商品	初步为期十年, 将自动重续至其后 两年期间, 可根据其条款提前终止
股份认购 协议	同意认购 Abpro 的 616197 股 C 系列 优先股, 总价约为 350 万美元	预期交割将于 2016 年 2 月 2 日(或 订约方协定之其他日期) 发生
认股权证 认购协议	可认购 61619 股 Abpro 普通股, 初 步行使价为每股 2.08 美元(可根据 认股权证之条款调整)	认股权证日期满十周年或发生认 股权证所载之一项事件后(以较早 者为准) 届满

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

自 1986 年第一个治疗性单克隆抗体药物 MuromonabCD3 经 FDA 批准上市, 抗体药物在临床恶性肿瘤、自身免疫性疾病、感染、心血管疾病和器官移植排斥等重大疾病中取得了快速发展, 引领了第二次生物医药产品浪潮。

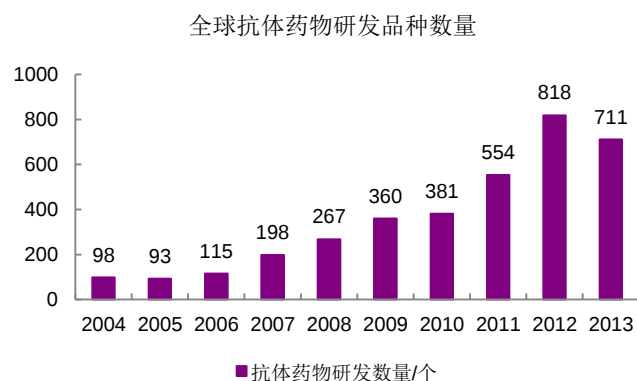
图 20: 上市抗体药物主要适应症分布



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

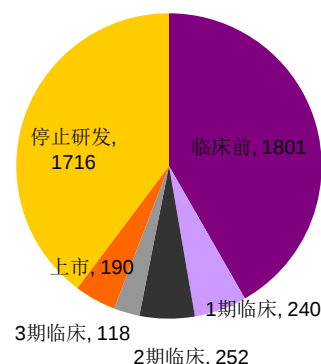
截至 2014 年底, 全球已有 48 个抗体类药物上市, 超过 350 个单抗类药物处于临床研究阶段, 其中处于 III 期临床阶段的有 39 个创新型单抗药物。目前, 全球单抗药物年销售额超过 600 亿美元, 占全球药品销售额的 20%, 在生物医药市场的份额超过 40%, 据预测, 到 2020 年, 全球生物药物将占全部药品市场的 35% 以上。

图 21: 全球抗体药物研发品种年度概览图



资料来源: 万方, 光大证券研究所

图 22: 抗体药物研发各阶段分布图



资料来源: VIP, 光大证券研究所

Abpro 为美国生物科技公司，专攻工业生物科技领域，主要为开发研究、诊断及治疗市场产品的公司开发人类及动物健康适用的新锐生物分子（包括针对过往难以预防的疾病的抗体）。目前公司业务包括抗体制备、自定义蛋白质制备、检测与临床前产品开发等。

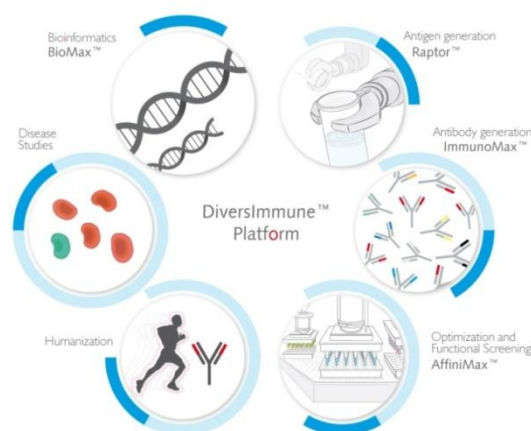
表 14: Abpro 服务项目简介

名称	产品项目
抗体	单氨基酸差异物、G 蛋白偶联受体、个体基因型抗体、构象特异性抗原表位、高同源性目标物（人、大鼠或小鼠）、小分子、双特异抗体、抗体-药物共轭物、生物相似物、生物改良物
蛋白质产品	通过多功能杆状病毒系统表达自定义蛋白
临床前产品	炎症与自身免疫模型 系统性红斑狼疮(SLE)、多发性硬化(MS)、I 型糖尿病、银屑病、炎症性肠病
	体内药理学服务 药物动力学（通过有对照或无对照分析）、通过重复剂量研究评估剂量线性度、通过提升剂量研究评估剂量比例、生物利用度、生物等效性
	体内毒理学服务 毒动力学、最大耐受剂量估计、急性毒性、亚急性毒性、慢性毒性
	同源与异源癌症模型 异种移植瘤模型、同源小鼠肿瘤模型（可根据客户要求定制）
检测	代谢性疾病模型 I 型与 II 型糖尿病模型、营养与基因性肥胖模型、血脂障碍、非酒精性脂肪肝（NAFLD）、非酒精性脂肪性肝炎（NASH）
	酶联免疫吸附实验（ELISA）、亲和力排序(ForteBio Octet™)、免疫印迹、流式细胞计数、免疫沉淀、斑点杂交

资料来源：公司资料，光大证券研究所

在抗体的制备方面，Abpro 公司采用高度工业化的策略，充分利用对于人类基因组的理解、合成生物学、免疫学和尖端的工程方面的领先优势。公司建立了集生物信息学 BioMax™、抗原生成 Raptor™、抗体生成 ImmunoMax™、亲和性开发 AffiniMax™、抗体人化和疾病研究为一体的抗体制备平台。可以制备传统意义上较难制备的细微机构差别的抗体。使得制备抗体具有多样性、高通量性和高亲和力等特点。

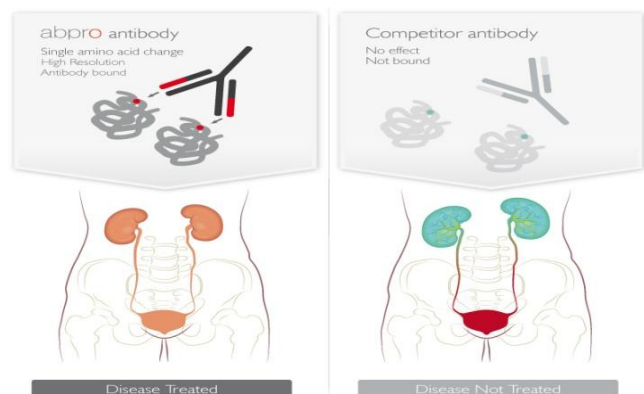
图 23: 以独特技术平台制备优于竞争对手的抗体



资料来源：公司资料，光大证券研究所

目前公司客户包括很多世界知名的大型制药企业包括辉瑞、诺华、默克、礼来、葛兰素史克、施贵宝等等。

图 24: Abpro 制备具有独特竞争优势的抗体



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 25: Abpro 服务客户



资料来源：公司官网，光大证券研究所

3、公司销售、研发、生产竞争力突出

3.1、新厂区生产瓶颈解决

工厂于 2014 年投入使用，占地面积 13,000 m²，使用面积 20,000 m²，位于珠海高新区，通过中国 2010 版 GMP，正在申请欧盟 GMP。公司新厂区生产瓶颈问题得以解决，拥有 1 条生物原料生产线，年产能 bFGF1000g；2 条单剂量生产线（生物/化学制品）；4 条生物制剂生产线，液体、冻干、滴眼液、眼用/外用凝胶生产线。

图 26: 新厂区情况

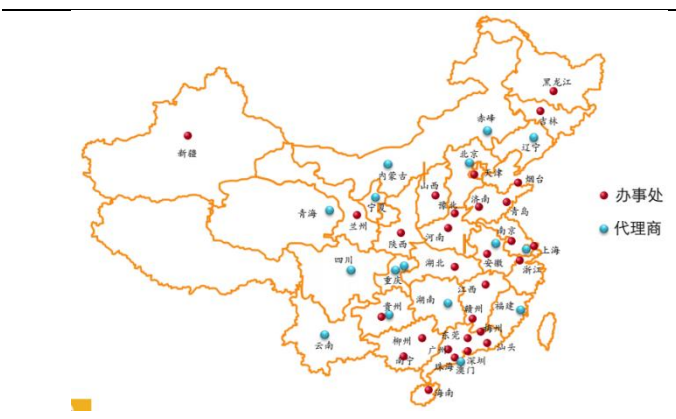


资料来源：公司资料，光大证券研究所

3.2、公司销售渠道稳健增长

公司建立了强大的专家网络，由 7 位中国顶级眼科专家组成公司眼科专家委员会。2015 年上半年，举办区域推广会约 80 次，科室推广会约 300 次，覆盖医生 3 万人次。

图 27：亿胜生物全国市场销售布局情况



资料来源：公司资料

图 28：亿胜生物专家资源



资料来源：公司资料

在产品销售方面，集团的销售网络有独立代理/分销商及集团自营区域销售办事处组成。目前已建立起约 1000 人的销售团队，其中自有团队销售贡献约占 70%。

表 15：公司销售渠道情况

	自有团队	代理商
销售贡献	约 70%	约 30%
队伍规模	700 人	210 人
队伍管理	39 个区域办事处	14 个代理商
队伍建设	专业眼科队伍 460 人、专业外科队伍 450 人	
区域覆盖	中国 31 个省，280 多个地级市	
医院覆盖	眼科约 3215 家医院、外科约 1769 家医院	

资料来源：公司年报，光大证券研究所

3.3、公司三大研发平台，布局清晰

目前，公司在研产品超过十项，包括 bFGF 衍生品、抗体及治疗眼部损伤修复滴眼液、眼部细菌感染、疲劳、敏感及干眼症等眼科产品。

2014 年 4 月 16 日，由集团间接全资附属公司珠海亿胜生物制药有限公司研发的贝复舒辉胶囊产品获得中国药监局保健食品批准证书。该产品主要用于舒缓眼睛疲劳。目前集团还有另外两种眼睛保健产品正在研发中。

2014 年 8 月 19 日，集团间接全资附属公司珠海亿胜生物制药有限公司与温州医科大学订立战略合作框架协议，合作研发与使用成纤维细胞生长因子生物药品。

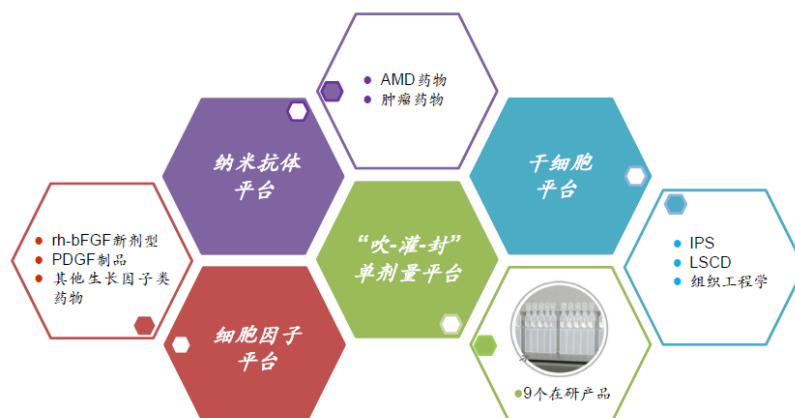
目前集团建立了三大研发平台，分别为基因重组（rDNA）细胞因子研发技术平台、纳米抗体研发技术平台和“吹-灌-封”新生产技术平台。

表 16：亿胜生物研发技术平台

研发平台	研发内容	研发目标
基因重组 (rDNA) 细胞因子研发技术平台	基因重组碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 新产品的研发与产业化	计划推出一系列高素质产品，奠定公司在创伤修复生物药品市场的领导地位
纳米抗体研发技术平台	用于老年性黄斑变性及肿瘤治疗方向的新型血管内皮生长因子 (VEGF) 纳米抗体	探索抗体用于治疗癌症、老年性黄斑病的可能性
新生产技术平台 “吹-灌-封”	一系列无防腐剂的单剂量滴眼液 (目前公司有九项单剂量眼科产品处于研发阶段)	加强公司在眼科领域的核心竞争力；完善公司在抗感染、抗过敏、视疲劳、干眼症方面的产品线

资料来源：光大证券研究所

图 29：亿胜生物研发技术平台

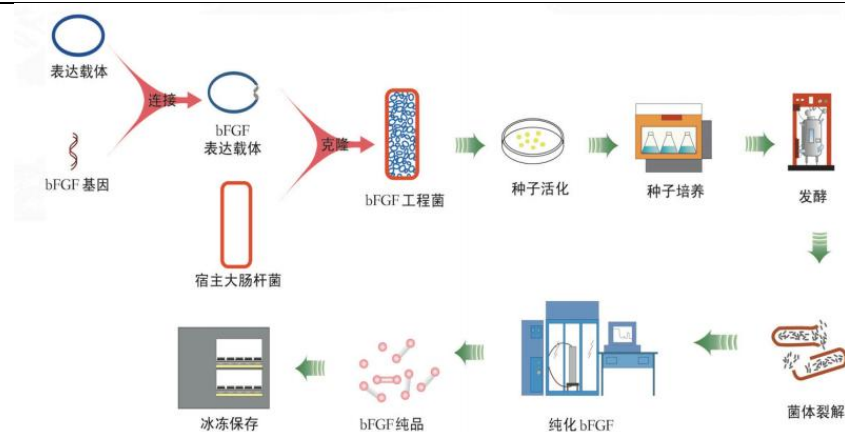


资料来源：公司资料，光大证券研究所

3.4、公司生产成本优势突出

公司目前采用基因重组方法制备 bFGF。若使用传统的生化提取方法，1 万头牛只能提取 1 克 bFGF，因此价格将十分昂贵。公司采用的基因重组法使用 2000 升发酵罐，1 批可生产 10 克 bFGF，大大降低产品的价格与生产效率。

图 30：bFGF 基因重组技术



资料来源：公司资料，光大证券研究所

公司位于珠海市的新厂房于2013年12月获得中华人民共和国国家食品药品监督管理局药品生产质量管理规范（GMP）证书，已于2014年1月投产。新厂房提供生产面积约2万平方米，较之前的厂房增加1.5万平方米。新厂房一共有七条生产线，其中一条为bFGF原料生产线，四条药品制剂生产线，两条“吹-灌-封”生产线。“吹-灌-封”生产线可用于生产不含防腐剂的单剂量眼科药物。这两条生产线一条计划用于升级公司核心眼科产品贝复舒，使其成为不含防腐剂的单剂量眼科修复用药品；另一条用于升级先销量较大的眼科常用药，生产不含防腐剂的单剂量眼科抗菌、抗疲劳、抗过敏、干眼症等药品。新厂房拥有更先进的生产设备及严格的质量管理体系，大大提高集团的产能与生产效率。

4、财务状况及盈利预测

4.1、收入构成及预测

按产品线来分，主要分为眼科和外科两项产品。

图 31：眼科产品

	亿胜		辉瑞		广东宏盈	西藏林芝百盛
名称	贝复舒滴眼液	贝复舒眼用凝胶	适利达	适利加	左氧氟沙星滴眼液	卵磷脂络合碘胶囊
专利保护	专利保护期	专利保护期	专利过期	专利保护期	专利过期	专利保护期
零售价 (CNY)	27.6	43.4	218	248	18.9	75/150
保质期	1年	1.5年	3年	3年	2年	3年
储藏温度	2-8℃		<25℃		常温	常温
医保	✓	✓(限工伤)	✓	---	✓	---
2015收入	~2.8亿港元		~1.02亿港元		2015年9月引进	2015年12月引进
11-15CAGR	17%		---		---	---



图 32：外科产品

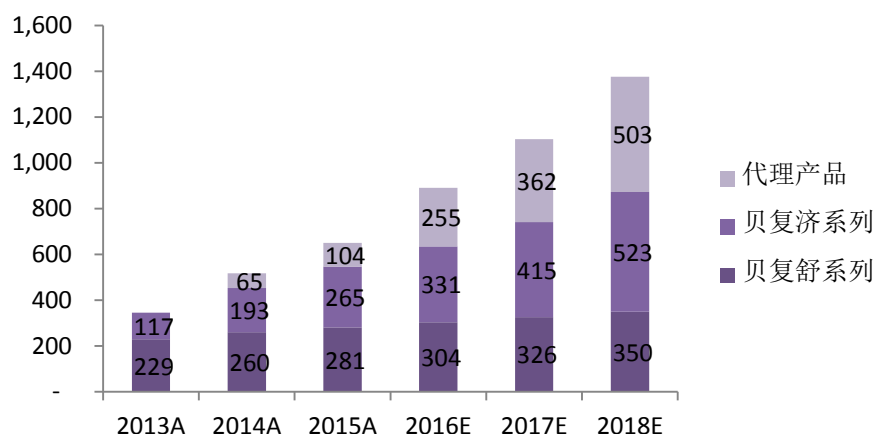
	亿胜			傅典		广西万寿堂
名称	贝复济喷雾	贝复济冻干粉	贝复新凝胶	颌面微创祛腐凝胶	微创祛腐工具	伊血安颗粒
专利保护	专利保护期	专利保护期	专利保护期	专利申请中	---	专利保护期
零售价 (CNY)	40.9	99.5	80.8	120	380	52.3
保质期	1年	1年	1.5年	2年	牙医工具	2年
储藏温度	2-8℃			常温		密封防潮
医保	---	✓(限工伤)	---	---	---	---
2015收入	~2.66亿港元			2015年5月引进		2015年9月引进
11-15CAGR	45%			---	---	---



资料来源：公司资料，光大证券研究所

- 1) 眼科贝复舒系列2015年销售已过2.8亿，未来将维持单位数增长；贝复济系列2015年销售超过2.6亿，在凝胶剂型的推动下维持高于20%的增长；
- 2) 代理产品中万寿堂产品伊血安颗粒15年有3000多万的销售额，该产品在公司外科渠道中该产品与现有产品有很好的协同效应，预计该产品在2016年将有快速增长；
- 3) 百盛产品在2015年有将近1000万的销售额，由于过去没有新增招标省份，所以只覆盖了100多家医院的销售。2015年下半年到现在已经有超过20多个新增中标省份，预计该产品在2016年将快速放量；
- 4) 辉瑞产品由于市场空间广阔，且在国内竞品较少，在公司眼科渠道继续维持超过30%增长。

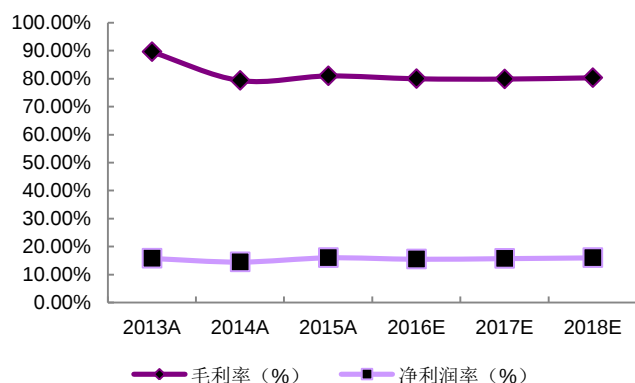
图 33：各产品情况及预测（百万港元）



资料来源：公司资料，光大证券研究所

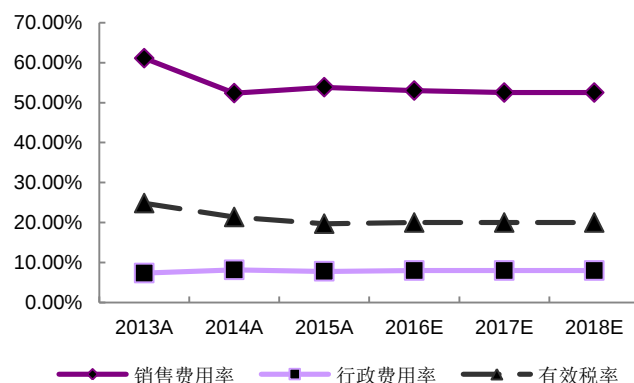
4.2、利润率和各项费用率

图 34：毛利率和净利率（%）



资料来源：公司资料，光大证券研究所

图 35：分项费用率（%）



资料来源：公司资料，光大证券研究所

4.3、公司新产品研发进展

图 36：未来新产品时间进度

内生		
单剂量药物	抗感染	预计 2017 年陆续上市
	抗过敏	
	视疲劳	
	干眼症	
	贝复舒滴眼液	
眼科保健产品	贝复舒眼用凝胶	2015 年 9 月上市 待批生产
	贝复舒辉胶囊	
	另 2 项眼保健品	
细胞因子类新产品	Rh-bFGF 新适应症及新剂型	持续研发
	PDGF 凝胶	临床三期
纳米抗体	AMD 及肿瘤	临床前

资料来源：公司资料，光大证券研究所

5、估值与风险提示

5.1、首次给予买入评级，目标价 5.5 港元

处于高速增长期的细分龙头企业，首次给予“买入”评级：公司以眼科外科为基础，不断扩充优秀产品。同时布局高壁垒生物产品，后续品种无忧。公司产品受行业放缓影响较小，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.25/0.31/0.39 港元；对应 16-18 年的市盈率分别为 17.2/13.7/10.8 倍。首次覆盖给予公司买入评级，目标价 5.5 港元，对应 2016 年 22 倍 PE。

5.2、同行业估值对比

图 37：港股同行业公司估值对比情况

公司	代码	股价	市值 (亿)	EPS			P/E(x)		
				2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
中国生物制药	1177.HK	5.64	426	0.34	0.35	0.36	24.20	16.83	15.34
三生制药	1530.HK	10.76	266	0.23	0.34	0.45	41.86	25.41	19.79
复旦张江	1349.HK	5.89	54	0.14	0.18	0.27	35.56	27.94	18.17
平均值				0.24	0.29	0.36	33.87	23.39	17.77
亿胜生物	1061.HK	4.25	23	0.19	0.25	0.31	22.7	17.2	13.7

资料来源：彭博，光大证券研究所

5.3、风险提示

招标带来价格压力；新产品推广不及预期。

6、附录

生长因子类产品国内格局

生长因子 (GF) 是一类通过与特异的、高亲和的细胞膜受体结合, 调节细胞生长与其他细胞功能等多效应的多肽类物质。包括神经生长因子 (NGF)、表皮生长因子 (EGF)、成纤维细胞生长因子 (FGF)、角化细胞生长因子 (KGF)、血小板来源增殖因子 (PDGF) 以及生长激素释放抑制因子 (SRIH) 等。生长因子对骨骼系统、消化系统、血液系统、呼吸系统、内分泌系统、生殖系统、免疫系统、神经系统均有作用。目前上市的药用生长因子主要为 FGF、EGF 和 NGF。

表 7: 目前上市生长因子制剂的概况

分类	通用名	剂型	主要生产厂家
EGF	重组人 EGF	凝胶剂、外用溶液、滴眼剂、外用冻干剂	深圳市华生元、桂林华诺威、上海昊海生物
	鼠 EGF	冻干剂	杭州天目北斗生物
FGF	重组牛碱性 FGF	眼用凝胶、凝胶、外用冻干剂、外用溶液、滴眼液	珠海亿胜生物制药、长春长生基因药业
	重组人碱性 FGF	外用冻干制剂、凝胶剂	北京双鹭药业、南海朗肽制药
	重组人酸性 FGF	外用冻干剂	上海腾瑞制药
NGF	鼠 NGF	注射剂	舒泰神(北京)生物、丽珠制药厂、武汉海特生物、未名生物医药

资料来源: SFDA, 光大证券研究所整理

目前 SFDA 批准的 EGF 生产企业为 4 家, 其中 3 家为重组人表皮生长因子制剂生产企业, 1 家为鼠表皮生长因子生产企业。

表 8: 目前 SFDA 批准的药用 EGF 制剂概况

公司名称	商品名	通用名	适应症
深圳华生元基因工程发展有限公司 (联康生物)	金因舒	重组人表皮生长因子衍生物滴眼液	眼科角膜疾病
	金因肽	外用重组人表皮生长因子衍生物	外科创面
桂林华诺威基因药业有限公司 (华瀚生物)	易贝	重组人表皮生长因子滴眼液	眼科角膜疾病
	易孚	重组人表皮生长因子凝胶	外科创面
上海昊海生物技术有限公司	康合素	外用重组人表皮生长因子	外科创面
杭州天目北斗生物制药有限公司	一夫	冻干鼠表皮生长因子	外科创面

资料来源: SFDA, 光大证券研究所整理

目前 SFDA 批准的国内 FGF 生产厂家有 5 家, 其中 bFGF 生产厂家 4 家, aFGF 生产厂家 1 家。在 4 家 bFGF 生产厂家中有 2 家生产重组牛碱性成纤

维细胞生长因子产品，另 2 家生产重组人碱性成纤维细胞生产因子产品。除亿胜公司有眼科制剂以外，其他公司的制剂均用于外科。

表 9：目前 SFDA 批准的国内成纤维细胞生长因子产品

公司名称	商品名	通用名	剂型	适应症
珠海亿胜生物制药有限公司	贝复舒	重组牛碱性成纤维细胞生长因子滴眼液	滴眼液	眼科 角膜疾病
		重组牛碱性成纤维细胞生长因子眼用凝胶	凝胶剂	
	贝复新	重组牛碱性成纤维细胞生长因子凝胶	凝胶剂	外科创面
	贝复济	外用重组牛碱性成纤维细胞生长因子	冻干制剂	
长春长生基因药业股份有限公司	见林	外用重组牛碱性成纤维细胞生长因子	冻干制剂	外科创面
北京双鹭药业股份有限公司	扶济复	外用重组人碱性成纤维细胞生长因子	粉针剂	外科创面
		重组人碱性成纤维细胞生长因子凝胶	凝胶剂	
南海朗肽制药有限公司	盖扶	外用重组人碱性成纤维细胞生长因子	冻干制剂	外科创面
上海腾瑞制药有限公司	艾夫吉夫	外用冻干重组人酸性成纤维细胞生长因子	冻干制剂	外科创面

资料来源：SFDA，光大证券研究所整理

利润表 (千港元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入	518,300	654,010	890,442	1,104,336	1,377,668
毛利	411,257	529,592	712,064	881,878	1,106,434
其他收入及收益	2,040	6,382	6,701	7,036	7,388
销售费用	-271,366	-352,109	-471,934	-579,776	-723,276
行政开支	-42,368	-51,158	-71,235	-88,347	-110,213
经营利润	99,563	132,707	175,596	220,791	280,333
融资成本	-3,808	-2,056	-2,671	-3,313	-4,133
税前利润	95,755	130,651	172,924	217,478	276,200
所得税	-20,482	-25,756	-34,585	-43,496	-55,240
税后利润	75,273	104,895	138,339	173,982	220,960
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于所有者的净利润	75,273	104,895	138,339	173,982	220,960
折旧与摊销	0	5,337	0	0	0
EBITDA	99,563	138,044	175,596	220,791	280,333
每股收益 (港元)	0.13	0.19	0.25	0.31	0.39

资产负债表 (千港元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	61,974	64,613	76,104	129,078	215,073
应收帐款	158,558	206,427	247,712	297,255	356,706
存货	35,221	38,679	47,575	58,517	71,976
其他流动资产	28,324	49,746	55,716	62,401	69,890
总流动资产	284,077	359,465	427,107	547,252	713,645
固定资产	182,935	174,336	175,113	176,405	178,209
无形资产	26,099	34,368	56,503	73,631	86,764
其他非流动资产	9,931	68,410	73,945	80,090	86,903
总资产	503,042	636,579	732,667	877,377	1,065,522
银行借款	50,550	51,000	50,000	50,000	50,000
应付帐款	109,592	154,288	162,002	170,103	178,608
其他流动负债	337	2,941	3,294	3,689	4,132
总流动负债	160,479	208,229	215,296	223,792	232,740
递延税项负债	11,517	15,403	16,351	16,588	16,647
融资租赁承担	0	0	0	0	0
负债总额	171,996	223,632	231,647	240,379	249,386
本公司权益拥有人应占权	331,046	412,947	501,020	636,997	816,135
股本	55,675	55,954	55,954	55,954	55,954
储备	275,371	356,993	445,066	581,043	760,181
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (千港元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EBITDA	99,563	138,044	175,596	220,791	280,333
融资成本(收入)	3,808	2,056	2,671	3,313	4,133
营运资金变化	-47,964	-45,703	-44,525	-41,775	-55,174
所得税	-20,482	-25,756	-34,585	-43,496	-55,240
营运现金流	34,925	68,641	99,157	138,833	174,052
资本开支	-17,442	-58,566	-70,293	-69,085	-69,092
投资活动现金流	-17,236	-58,288	-69,987	-68,749	-68,722
已付股息	-10,022	-12,249	-13,474	-14,821	-16,303
其他融资活动	0	7,705	-1,000	948	237
融资活动现金流	-10,022	-4,544	-14,474	-13,874	-16,066
现金变化	7,667	5,809	14,696	56,210	89,263
期初持有现金	54,527	61,974	64,613	76,104	129,078
期末持有现金	61,974	64,613	76,104	129,078	215,073

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	濮维娜	021-22167099	13611990668	puwn@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18017184645	jishuang@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22167330	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	吕程	021-22169152	18500502917/18616981623	lvch@ebsecn.com
	王昕宇	021-22169129	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	杜婧瑶	010-58452038	13910115588	dujy@ebsecn.com
	张玮琦	-	18500177850	zhangwq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	牟俊宇	-	13606938932	moujy@ebsecn.com
	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com
国际业务	戚德文	021-22169152	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com