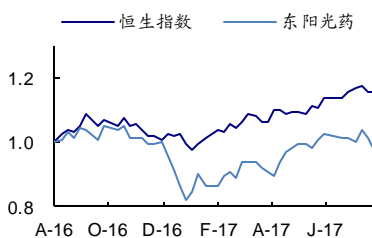


证券研究报告—动态报告
医药保健
制药
东阳光药(1558.HK)
买入
2017年半年报点评

(维持评级)

2017年08月21日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	452/226
总市值/流通(百万元)	8,616/4,304
上证综指/深圳成指	3,268/10,614
12个月最高/最低(元)	13.82/20.95

相关研究报告:

《中国中药-0570.HK-中药配方颗粒龙头, 加快全产业链布局》

——2017-07-05

《三生制药-1530.HK: 加速崛起的生物制药龙头》

——2017-06-20

《石四药集团-2005.HK: 大输液龙头: 受益行业深度整合, 迎来盈利拐点》

——2017-06-09

《金斯瑞生物科技-1548.HK: 基因合成与工业酶双轮驱动, 发展可期》

——2016-08-08

《东阳光药-1558.HK: 十年磨一剑, “创新药+仿制药+大健康”巨轮正在起航》

——2016-06-27

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157

E-MAIL: jiangw n@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515060001

联系人: 谢长雁

电话: 0755-82133263

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

证券分析师: 徐衍鹏

电话: 021-60875165

E-MAIL: xuyanp@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
可威毛利率提高, 业绩符合预期
● 业绩符合预期, 归母净利润 40%增长

2017年上半年, 公司实现营收 6.62 亿元人民币 (+19.2%), 毛利 5.4 亿元人民币 (+28.9%); 归母净利润 3.02 亿元人民币 (+40.4%)。其中, 抗病毒产品营收 5.59 亿元 (+21%), 毛利 4.54 亿元 (+30.1%); 心脑血管用药产品营收 5054 万元 (+25.7%), 毛利 4384 万元 (+28%), 业绩增速符合预期。中期股息每股人民币 0.4 元 (含税), 共计人民币 1.8 亿元, 派息率 59.9%。

● 可威毛利率提高推动整体业绩增长, 下半年营收增速有望再加快

重点产品可威实现营收 5.56 亿元人民币, 同比增长 20.8%, 实现毛利 4.53 亿元人民币, 同比增长 30.1%。因可威部分原材料由外购转为自产 (约降低成本 50-60%) 及专利许可费用率降低 10%, 公司整体毛利率升至 81.6% (较同期 +6.1pp, 较 16 年 +4.3pp)。预计下半年销售管理架构改革调整进入尾声效果初显, 同时受益进入 2017 年新医保目录加快医院开发, 营收增速有望加快。

● 在研产品储备丰富, 研发进展顺利, 2018 年起陆续上市

公司研发投入高, 在研产品数量多, 前景广, 竞争格局好。2018 年起二代、三代胰岛素及依米他韦胶囊等产品将陆续上市。依米他韦胶囊有望成为国内最早上市的抗丙肝 DAA 药物之一。这些产品将为公司业绩增长注入新活力。

● 费用率下降明显, 净利率大幅提升

2017H1 销售费用率为 17.8%, 较 16 年下降 1.4pp。加强学术营销推广及扩大销售团队造成销售费用较同期增加 7843 万元, 但增速低于营收增速。管理费用率为 8.7%, 较 16 年下降 5.4pp。公司资金充足, 偿还部分贷款, 利息费用降低。受益费用率下降, 上半年销售净利率较 16 年提升 5.1pp 至 45.6%。

● 风险提示: 可威销售收入增速不达预期; 产品上市速度不达预期
● 投资建议: 业绩稳健增长, 维持“买入”评级

可威借力新版医保目录, 渠道下沉加速放量, 成本大幅降低释放业绩, 预计 17-19 年归母净利润 5.1/6.5/8.1 亿元, EPS 为 1.13/1.42/1.77 元, 当前股价对应 PE 为 14/11/9X。考虑公司是国内创新药、仿制药领军企业, 集团在研药物前景广阔, 给予 2018 年 16-18PE, 合理股价 26.6-30 港币, 对应 64%-84% 空间, 继续推荐“买入”。

盈利预测和财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	942	1,220	1,531	1,922
(+/-)%	36%	30%	25%	26%
净利润(百万元)	381	514	647	808
(+/-)%	43%	35%	26%	25%
每股收益(元)	0.83	1.13	1.42	1.77
EBIT Margin	49%	50%	50%	49%
净资产收益率 (ROE)	15%	19%	20%	19%
市盈率 (PE)	19.5	14.1	11.4	9.2
EV/EBITDA	16.0	12.0	9.5	7.3
市净率 (PB)	3.03	2.61	2.22	1.89

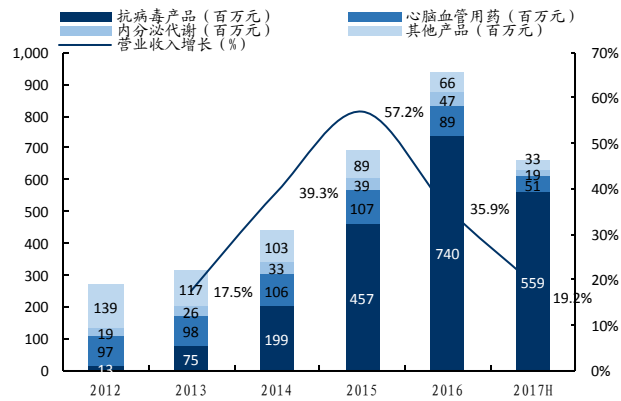
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩符合预期，归母净利润增长 40%

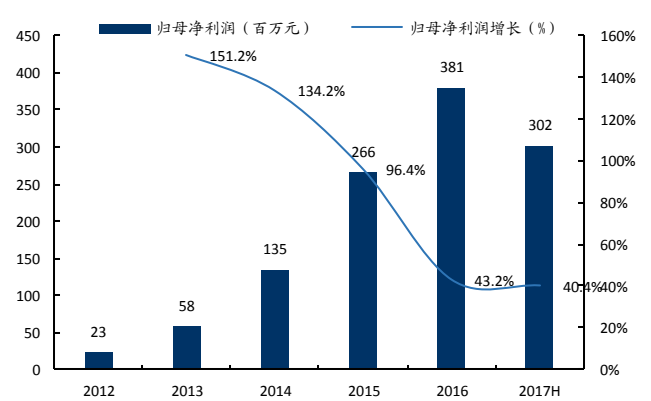
2017 年上半年，公司实现营业收入 6.62 亿元人民币，同比增长 19.2%；实现归母净利润 3.02 亿元人民币，同比增长 40.4%。公司业绩增长主要原因为学术推广活动持续改善，公司主打产品可威销售量的大幅增长以及因规模效应及原材料价格下降导致生产成本的降低。

图 1: 东阳光药营业收入及增长情况 (百万元)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 东阳光药归母净利润及增长情况 (百万元)

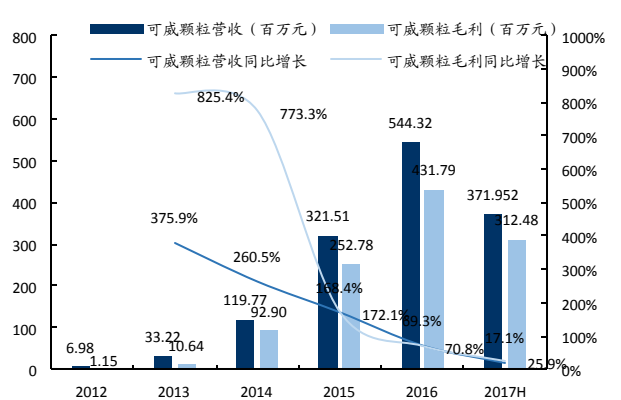


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

主打产品可威有望持续推动公司业绩增长

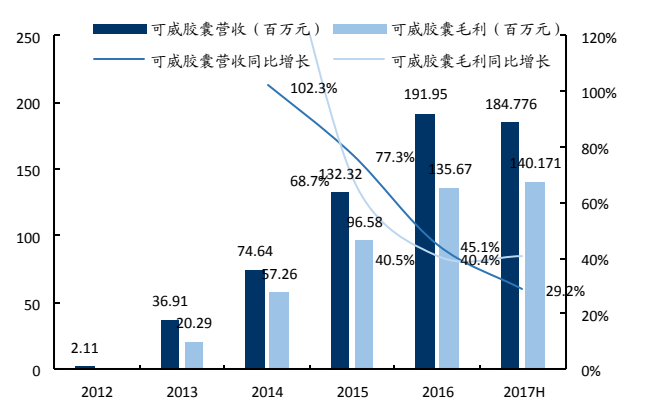
公司主打产品可威实现销售收入 5.56 亿元人民币，同比增长 20.8%，实现毛利 4.53 亿元人民币，同比增长 30.1%。其中，可威颗粒营收 3.72 亿元 (+17.1%)，毛利 3.12 亿元 (+25.9%)；可威胶囊营收 1.85 亿元 (+29.2%)，毛利 1.4 亿元 (+40%)。公司在胶囊部分战略性增加一个科室，主要进行成人病毒性肺炎等推广，胶囊增速略高于颗粒。在福建省招标中，可威颗粒剂出现掉标，同比下滑 44.5%，但胶囊新中标，后期将逐步恢复。

图 3: 可威颗粒营收和毛利增长情况 (百万元)



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 可威胶囊营收和毛利增长情况 (百万元)

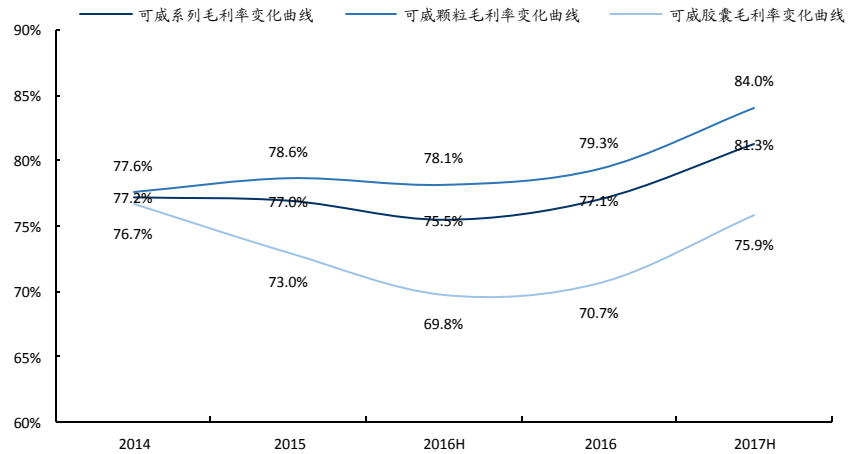


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

生产成本降低+授权费用率降低，可威毛利率显著提高。2017 年上半年，公司实现可威生产工艺所需原材料的全部自产，减少部分原材料的外购，可威生产成本得以缩减 50-60%。此外，规模化生产的扩大进一步减少生产成本。同时磷酸奥司他韦许可方亦同意降低专利许可费率约 10%。可威颗粒毛利率提升至 84%

(+5.9pp), 可威胶囊毛利率提升至 75.9% (+6.1pp), 推动公司整体毛利率达到 81.6% (+6.1pp), 盈利能力大幅提升。

图 5: 可威系列产品毛利率变化曲线



资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

营销管理改革效果显现+进入全国医保拓展医院渠道,可威下半年销量增速有望加快。公司不断加强对可威的学术营销改革,对销售管理框架进行改革,下半年有望进入改革收获期。且可威颗粒于二月份进入 2017 年新版医保目录,有望借助基层医院的开发加速增长。同时今年七、八月份香港、广东流感疫情也会对可威下半年销量起到推动作用。

研发进展顺利, 2018 年起多个产品陆续上市

公司研发投入高,在研产品数量多,前景广,竞争格局好。目前研发进展顺利,2018 年起二代、三代胰岛素及依米他韦胶囊等产品将如期陆续上市。东阳光药是国内极少数将同时上市二代和三代胰岛素的公司。胰岛素产品为刚需,目前竞争格局较好,进口替代空间大。依米他韦胶囊有望成为国内最早上市的抗丙肝 DAA 药物之一。这些产品将为公司业绩增长注入新活力。

表 1: 东阳光药在研产品

治疗领域	产品名称	开发阶段	申请时间	批件类型	预计上市	注册分类	概述
抗糖尿病	重组人胰岛素注射液	临床 III 期	3 月-13	临床试验	2018	生 15	二代胰岛素,短效,30min 起效,2-3h 达峰,持续 3-6h,配合长效使用
	精蛋白胰岛素注射液	进入临床试验	6 月-13	临床试验	2018-2019	生 15	二代胰岛素,中效,2-4h 起效,4-12h 达峰,持续 12-18h,一日两次
	精蛋白胰岛素注射液(预混 30R)	进入临床试验	6 月-13	临床试验	2018-2019	生 15	二代胰岛素,由 70%精蛋白胰岛素和 30%重组人胰岛素预混合而成,30min 起效,2-8h 达峰,持续 10-16h
	甘精胰岛素注射液	临床 III 期	4 月-14	临床试验	2019	生 15	三代胰岛素,长效,持续 24h 以上
抗糖尿病	门冬胰岛素注射液	进入临床试验	9 月-15	临床试验	2020	生 15	三代胰岛素,速效,15min 起效,1h 达峰,持续 2-4h
	门冬胰岛素注射液(预混 30R)	进入临床试验	3 月-16	临床试验	2020	生 15	三代胰岛素,有 70%门冬胰岛素精蛋白混悬液和 30%门冬胰岛素预混而成,10-20min 起效,1-4h 达峰,持续 24h
	阿格列汀二甲双胍片	准备临床中	9 月-14	临床试验	未知	化 3.2	DPP-4 酶活阻断剂和二甲双胍复方
抗丙肝药	依米他韦胶囊	临床 II 期	1 月-14	临床试验	2019	化 1.1	有望成为国内最早上市的抗丙肝 DAA 药物之一
抗消化系统疾病	注射用兰索拉唑	撤回后再申请	12 月-12	生产注册	2017	化 3.3	第一代质子泵抑制剂
	注射用泮托拉唑钠	待批准上市	6 月-14	生产注册	2019	化 6	第一代质子泵抑制剂

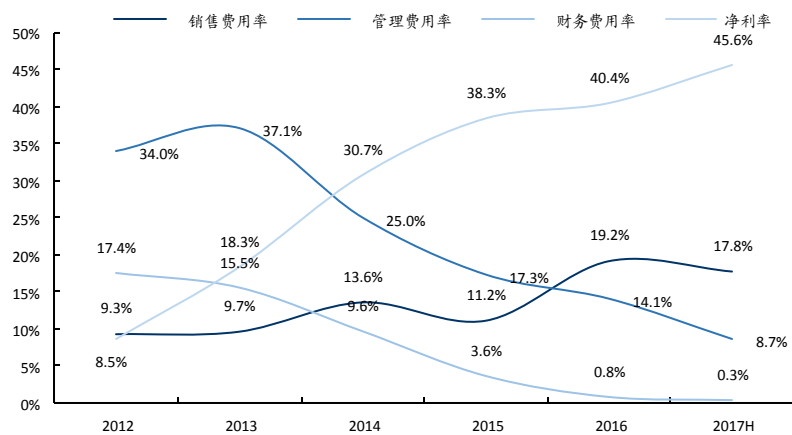
	注射用雷贝拉唑钠	待提交上市申请		生产注册	不适用	化 6	第二代质子泵抑制剂
抗关节炎	尼美舒利分散片	临床试验申请	2月-12	生产注册	2020年后	化 6	用于治疗关节炎, 亦用于治疗剧烈疼痛及炎症
	枸橼酸托法替布片	验证性临床中	5月-14	临床试验	2020年后	化 3.1	治疗关节炎
抗血栓	西洛他唑片	临床试验申请	10月-12	生产注册	2020年后	化 6	血管扩张及抗血小板
抗高血压	阿齐沙坦酯片	准备临床中	1月-14	临床试验	2020年后	化 3.1	治疗高血压
抗精神疾病	注射用奥氮平	验证性临床试验申请	5月-13	临床试验	2020年后	化 3.3	治疗精神分裂及躁郁症
	奥氮平干混悬剂	临床试验申请	5月-13	临床试验	2020年后	化 5	治疗精神分裂及躁郁症

资料来源: 东阳光药公告、药智网、国信证券经济研究所整理、预测

费用率下降明显, 净利率大幅提升

公司持续加强可威的学术营销推广, 并不断进行销售队伍扩张, 报告期内较 2016 年底增加销售及市场推广人员 98 人。由此造成销售费用较同期增加 7843 万元, 但增速低于营收增速, 销售费用率下降 1.4pp 至 17.8%。管理费用率为 8.7%, 较 16 年下降 5.4pp。公司资金充足, 已偿还部分贷款, 利息费用减少, 财务费用率下降 0.43pp 至 0.34%。上半年销售净利率升至 45.6%, 较 16 年同期提升 6.9pp, 较 16 年提升 5.2pp。

图 6: 东阳光药三费下降明显, 净利率大幅提升



资料来源: wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测

表 2: 东阳光药盈利预测与关键假设 (百万元人民币)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	备注
营业收入	693	942	1220	1531	1922	未来三年营收 CAGR=27%
同比增长	57.2%	35.9%	29.6%	25.4%	25.6%	
一、抗病毒产品收入合计	457	740	966	1238	1583	抗病毒产品收入维持高增长, 未来三年 CAGR=29%, 推动整体业绩增长
同比增长	129.4%	61.7%	30.6%	28.1%	27.9%	
其中: 可威颗粒	322	544	708	906	1159	其中: 可威产品收入占抗病毒用药的 99.5%, 毛利占 99.6%
同比增长	168.4%	69.3%	30.0%	28.0%	28.0%	
毛利	253	432	580	743	951	改善成本+授权费用率降低+规模效应, 可威系列毛利率于 2017H 大幅提升, 且可以维持
毛利率	78.6%	79.3%	82.0%	82.0%	82.0%	
可威胶囊	132	192	253	329	422	公司战略性向胶囊倾斜, 胶囊增速快于颗粒
同比增长	77.3%	45.1%	32.0%	30.0%	28.0%	
毛利	97	136	190	247	316	
毛利率	73.0%	70.7%	75.0%	75.0%	75.0%	

其他	3.61	3.55	5.20	3.00	2.50	
抗病毒产品毛利合计	351	570	770	990	1267	
毛利率	76.8%	77.1%	79.7%	79.9%	80.0%	可威毛利率增加推动抗病毒产品毛利率增加
二、心脑血管产品收入合计	107	89	100	106	111	心血管部分低价药售价提高，推动心血管产品收入的增长
同比增长	0.8%	-16.7%	12.3%	5.8%	4.9%	
其中：欧美宁（替米沙坦片）	50	43	48	53	57	
同比增长	16.4%	-13.7%	13.0%	10.0%	8.0%	
欣海宁（苯磺酸氨氯地平片）	32	31	32	33	34	
同比增长	-7.8%	-5.0%	4.0%	3.0%	3.0%	
其他	25	16	20	20	20	
心脑血管产品毛利合计	88	74	84	89	93	
毛利率	82.3%	83.3%	84.0%	84.0%	84.0%	
三、内分泌代谢产品收入合计	39	47	91	127	171	
同比增长	20.1%	19.7%	95.7%	39.1%	34.4%	
其中：尔同舒（苯溴马隆片）	37	44	89	125	169	尔同舒加强学术营销，同时公司销售团队将不断扩大（400人逐渐扩大为900人）将成为第二大增长点，2017年收入有望翻倍
同比增长	21.3%	22.2%	100.0%	40.0%	35.0%	
格列吡嗪	2.5	2.1	2.2	2.44	2.5	
同比增长	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
内分泌代谢产品毛利合计	34	40	78	109	146	
毛利率	87.1%	85.9%	85.6%	85.6%	85.6%	内分泌代谢产品毛利率最高
四、其他产品收入合计	89	66	62	59	56	
同比增长	-13.1%	-26.4%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	
其中：喜宁（盐酸西替利嗪分散片）	355	37	39	40	41.28	
同比增长	-2.9%	6.4%	5.0%	4.0%	3.0%	
其他	55	29	24	19	15	
其他产品毛利合计	41	43	42	42	41	
毛利率	46.1%	65.1%	68.0%	70.0%	72.0%	

资料来源：wind、公司公告、国信证券经济研究所整理、预测

毛利率和费用率方面，我们认为，可威原材料由外购转为自产后，成本的下降可维持，同时考虑规模化效应，公司整体毛利率可上升至80%以上。随着营销改革的推进、营销队伍的扩大（截至2017年中期，销售队伍约400人，年底预计扩充至900-1000人），营销费用仍将不断增加，费用率约20%。

表 3: 东阳光药财务估值模型核心要素预测（百万元）

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	693	942	1220	1531	1922
(+/-%)	57.2%	35.9%	29.6%	25.4%	25.6%
合计毛利	515	727	975	1229	1547
毛利率	74.3%	77.3%	79.9%	80.3%	80.5%
其他收入-经营	16	16	16	16	16
销售费用	77	181	244	306	384
销售费用率	11.2%	19.2%	20.0%	20.0%	20.0%
管理费用	120	133	165	199	250
管理费用率	17.3%	14.1%	13.5%	13.0%	13.0%
其他经营净收益	7	31	20	20	20
营业利润	340	460	602	760	949
财务费用	25	7	6	6	7
财务费用率	3.6%	0.77%	0.5%	0.4%	0.4%
除税前溢利	315	453	608	766	956
所得税	49	72	94	119	148
所得税率	16.0%	7.7%	15.5%	15.5%	15.5%
归母净利润	266	381	514	647	808
(+/-%)	96%	43%	35%	26%	25%
EPS	0.58	0.83	1.13	1.42	1.77

资料来源：wind、公司公告、国信证券经济研究所整理、预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本

报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 13681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyit@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	胡家杰 13902452709 hujajie@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		