



被低估的生物制药企业

评级：
上次评级

买入

报告摘要

自有产品迎来增速拐点 我们认为公司自有产品 17-19 年销售增速将提高, 主要因为 1.) 贝复舒凝胶与贝复济冻干粉在新版医保目录中取消工伤限制; 2.) 贝复舒主要竞品在新医保中被删或有使用限制; 3.) 贝复济/贝复新潜在临床使用范围广泛, 公司积极拓展科室渠道, 带来新的增长空间; 4.) bFGF 的临床效果在临床试验中获得充分验证, 医学界认可度持续提高。2017 上半年贝复济与贝复新销售额同比增长 26.7%, 收入占比约 46%; 贝复舒系列销售额同比增长 8.4%, 收入占比约 34%。

第三方代理产品增速显著 公司代理的眼科产品包括青光眼一线用药适利达和适利加、治疗视网膜病变和玻璃体混浊的适丽顺, 代理的外科产品包括用于龋齿祛腐的伢典 Carisolv 系统和妇产科用药伊血安。适利达/适利加增速有所放缓, 但由于毛利低, 并不影响公司总体盈利情况。其余代理产品作为推荐用药或独家产品, 增速显著。第三方代理产品 2017H1 收入同比增长 57.4%, 收入占比 18%。

新产品陆续上市, 注入新增长动力 公司“吹-灌-封”生产技术平台开发的首款产品妥布霉素单剂量滴眼液已获 CFDA 批准商业化, 预计 2018 年上市。另有多款单剂量滴眼液将在 18-19 年陆续上市, 包括单剂量贝复舒滴眼液。单剂量滴眼液不含防腐剂, 避免对眼表造成损伤。代理 Elektron 的老年性黄斑变形检测仪和青光眼检测仪预计最快今年年底可获批上市。新产品上市将进一步巩固公司在眼科的竞争力。

通过自主研发与外延合作丰富产品线 公司主要通过自有平台和外延合作进行新产品的研发。公司核心战略布局包括: 1) 基于 bFGF 开发不同领域不同给药方式的产品, 未来将开发神经系统、胃溃疡等领域的修复产品; 2) 国际化发展, 通过自主开发与海外投资提升研发能力以及充实在研管线, 重点布局眼科、肿瘤、神经系统等领域; 3) 持续引进优质代理产品, 提高销售网络利用率。

投资建议: 基于自有产品与代理产品的增速提升, 我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.30/0.36/0.41 元, 目前股价分别对应 16.2/13.7/11.9 倍 PE, 低于同业平均水平。我们看好海外投资对公司研发能力的提升以及高质量销售网络的发展潜力, 给予 18 年 16.5 倍 PE, 目标价 5.86 元, 给予“买入”评级。

风险提示: i) 科室拓展不顺利, 药品销量低于预期; ii) 在研产品进度慢于预期

(年结31/12; HKD 000)	FY 2015A	FY 2016A	FY 2017E	FY 2018E	FY 2019E
销售收入	654,010	775,663	913,900	1,106,249	1,332,829
增长率 (%)	26.2%	18.6%	17.8%	21.0%	20.5%
净利润	104,895	136,284	168,858	200,165	229,850
增长率 (%)	39.4%	29.9%	23.9%	18.5%	14.8%
毛利率 (%)	81.0%	80.3%	80.8%	79.1%	77.7%
净利润率 (%)	16.0%	17.6%	18.5%	18.1%	17.2%
ROE, 平均 (%)	28.2%	28.1%	26.8%	25.3%	23.5%
每股盈利 (元)	0.19	0.24	0.30	0.36	0.41
每股净资产 (元)	0.74	0.99	1.25	1.56	1.91
市盈率 (x)	25.9	20.0	16.2	13.7	11.9
市净率 (x)	6.6	4.9	3.9	3.1	2.5
股息收益率 (%)	0.51	0.66	0.80	0.95	1.09

资料来源: Wind 资讯, 彭博, 公司资料; 安信国际预测

目标价格: 5.86 元

上次预测 元
现价 (2018 年 02 月 12 日): 4.85 元

报告日期: 2018-02-12

总市值(百万港元)	2,732.94
流通股市值(百万港元)	2,732.94
总股本(百万股)	563.49
流通股股本(百万股)	563.49
12 个月低/高(港元)	3.21/6.4
平均成交(百万港元)	3.67

股东结构

严名炽、刘慧娟	26.06%
严名杰	25.77%
Dynatech Ventures Pte Ltd	1.19%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-7.48	-4.36	17.69
绝对收益	-13.70	-3.19	42.65

数据来源: 彭博、港交所、公司

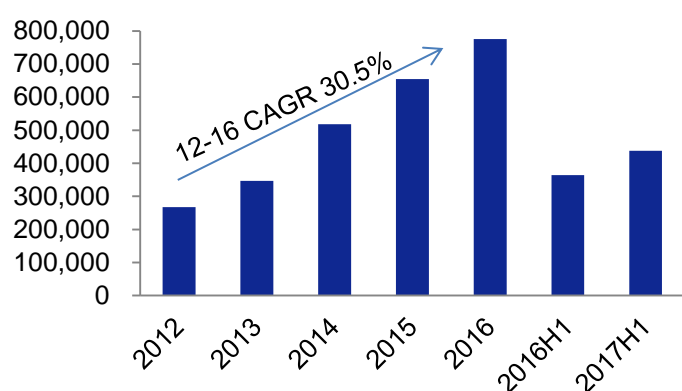
李艾蔚 PhD
+852-2213 1400

行业分析师
aiweili@eif.com.hk

1. 近年业绩保持高速增长

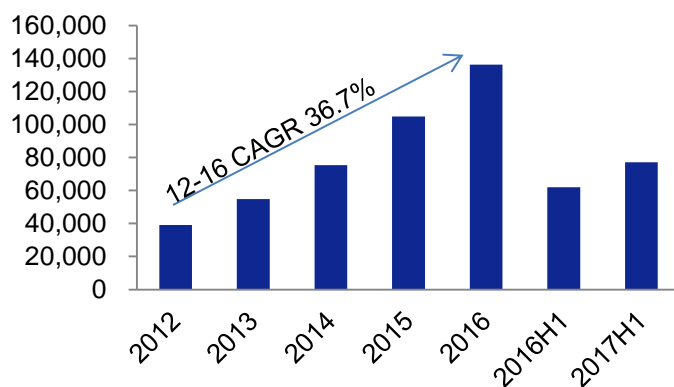
公司近5年业绩保持高速增长。2012-16年收入和净利润年复合增长率分别为30.5%和36.7%。公司产品分为外科与眼科两个领域，除自主研发，还通过引入代理产品丰富产品线。同时公司从早期开始自建销售队伍，经过多年建设和稳步扩张，已形成高质量的营销团队和营销体系，为推广公司自有和代理产品奠定了坚实的基础。对眼科与外科渠道网络的高度控制，也为公司提供了未来通过研发或引入新产品实现快速成长的有利条件。

图 1：2012-2017H1 营业收入（千港元）



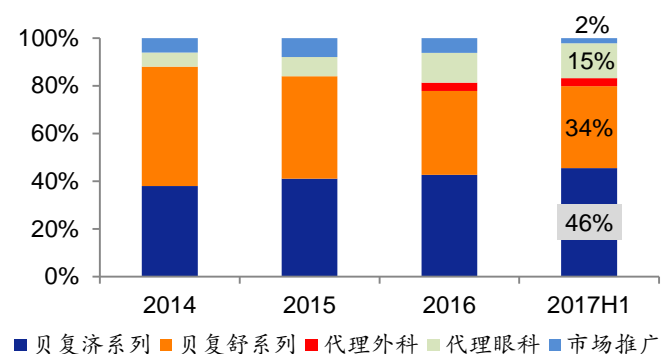
数据来源：公司资料，安信国际

图 2：2012-2017H1 净利润（千港元）



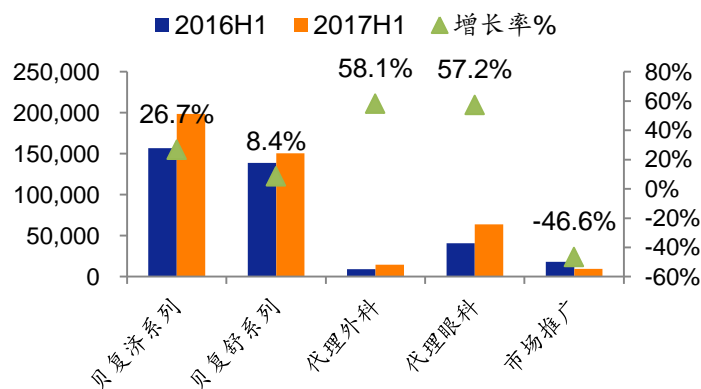
数据来源：公司资料，安信国际

图 3：历年营业收入拆分



数据来源：公司资料，安信国际

图 4：2017H1 各类产品收入同比增长情况



数据来源：公司资料，安信国际

1.1 自有产品贝复舒与贝复济系列在 bFGF 市场处于领先地位

重组牛碱性成纤维细胞生长因子(rb-bFGF)是由公司自主研发的国家一类基因工程新药。获CFDA批准用于促进创面愈合，用于烧伤创面（包括浅II度、深II度、肉芽创面）、慢性创面（包括体表慢性溃疡等）和新鲜创面（包括外伤、供皮区创面、手术伤等）。基于bFGF，公司研发了用于眼科的促进角膜修复和改善角膜愈合的贝复舒系列和用于外科创面修复的贝复济系列。

贝复舒系列包括滴眼液和眼用凝胶剂型。滴眼液适用于角膜缺损、角膜病变、轻中度干眼症、角膜手术及术后愈合、角膜损伤等。凝胶适用于角膜移植、角膜损伤性感严重、白内障手术、激光角膜屈光手术等。

贝复济系列包括凝胶、冻干粉和喷雾剂剂型。凝胶剂能更精准地控制药物剂量，凝胶可持续作用于创面，形成薄膜，起到保护作用并保持湿润环境。方便患者带回家自行使用；冻干粉现用现配，活性更强。适用于手术后医生即刻使用；喷雾剂方便大面积伤口给药（例如：大面积烧伤患者），但液体剂型易流动，需用纱布吸收住药物并覆盖于伤口表面，纱布吸收大部分药物溶液使得实际给药剂量不明确。

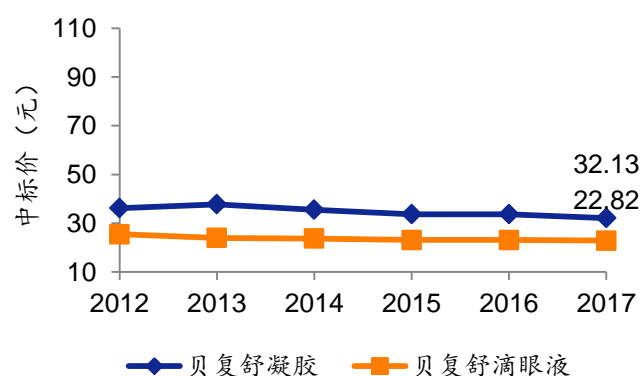
目前已上市的bFGF产品还包括双鹭药业的扶济复系列产品和朗肽制药的盖扶系列产品，均为外科产品。公司为重组牛bFGF，竞品为重组人bFGF。研究显示牛源与人源bFGF同源性高，155个氨基酸中只有2个不同，不存在免疫原性或治疗效果的问题。公司贝复济系列产品，受益于齐全的剂型、专业的销售队伍以及品牌优势等因素，在bFGF市场中保持领先地位，外科产品市占率超过70%，眼科产品市占率超过66%。在各省招标中议价能力强，历年来中标价保持稳定。

表 1：已上市 bFGF 产品列表

厂家	有效成分	剂型				
		滴眼液	眼用凝胶	外用凝胶	外用冻干粉	外用喷雾剂
亿胜生物	rb-bFGF	√	√	√	√	√
双鹭药业	rh-bFGF			√	√	
朗肽制药	rh-bFGF				√	
国家医保目录		乙类 无限制	乙类 取消限制		乙类 取消限制	

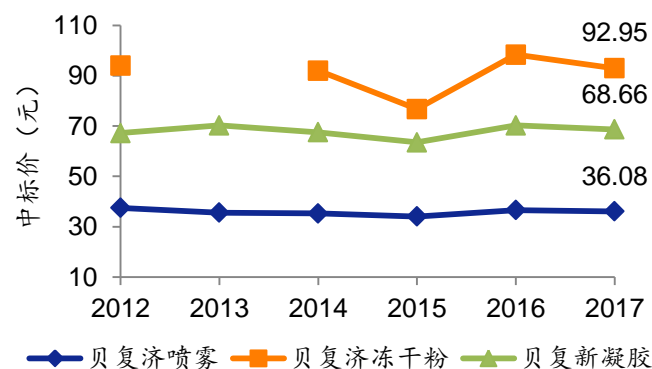
资料来源：公司资料，安信国际

图 6：贝复舒系列产品全国中标价中值保持稳定



数据来源：医药魔方，安信国际

图 7：贝复济系列产品全国中标价中值保持稳定



数据来源：医药魔方，安信国际

1.2 受益于新医保目录与科室扩张，bFGF 系列产品迎来增速拐点

2017年2月人社部公布新版医保目录，公司眼科产品贝复舒凝胶与外科产品贝复济冻干粉继续被列入乙类目录并由工伤限制变为无限制，贝复舒滴眼液继续被列为乙类产品且无限制。根据公司管理层，17年上半年贝复舒凝胶以及贝复济冻干粉同比

增速分别为 12%及 21%，已经初步显现撤销工伤限制带来的增量效应。我们认为医保影响将在未来 1-2 年内持续，18-19 年增速会继续提升。此外，贝复济目前主要在外科和皮肤科使用，但其临床应用范围广泛，在妇产科、整形美容、糖尿病等领域具有广阔的市场空间。公司正积极拓展已覆盖医院的不同科室，为贝复济系列带来新的增长动力。

贝复济/贝复新临床应用前景广泛

bFGF 获批适应症广，具有很大的临床应用价值。可应用科室包括外科、烧伤科、妇产科、整形美容、内分泌科（主要是糖尿病）、五官科、骨科、肿瘤科等几乎所有“大外科”的范围。其中，外科的手术伤口、住院部患者长期卧床导致的褥疮、妇产科的剖腹产伤口、整形外科的美容整形伤口、以及糖尿病足导致的双下肢溃疡等适应症的容量非常大。

表 2. 贝复济与贝复新可应用科室列表

科室	适应症
外科	外伤、手术伤、褥疮、静脉曲张溃疡、瘰、窦道
烧伤科	深 II 度、浅 II 度烧伤及肉芽创面等
妇产科	剖宫产术切口、宫颈糜烂、会阴侧切
整形美容	提高愈合质量、抑制瘢痕形成。双眼皮、隆胸、眉上提、眼袋、瘢痕磨削、激光除痣等手术的伤口。
内分泌科	糖尿病难治性慢性溃疡、糖尿病足（糖尿病致死致残的主要原因之一）
口腔科	治疗口腔黏膜溃烂、溃疡
耳鼻喉	鼓膜穿孔、颜面损伤
骨科	骨、关节及神经损伤促进骨折愈合、修复骨缺损、促进韧带损伤愈合、促进腱骨愈合
肿瘤科	放射性溃疡、放疗导致口腔黏膜溃疡

资料来源：公司资料、CNKI，安信国际

多项临床研究结果显示贝复济及贝复新在“大外科”范围使用能显著提高伤口愈合率、加快愈合时间、减少瘢痕产生，为贝复济及贝复新大范围的临床应用提供了理论支持：

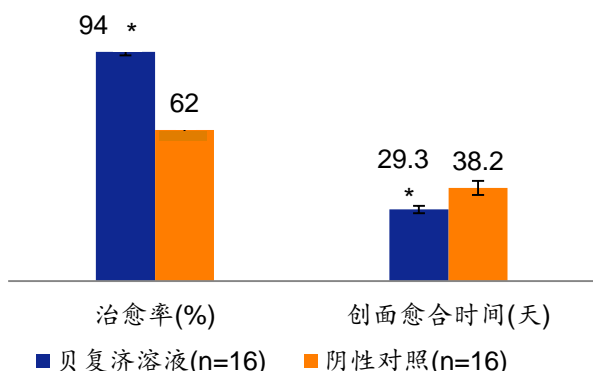
由中华医学会烧伤外科学分会及《中华烧伤杂志》编辑委员会联合制定的《皮肤创面外用生长因子的临床指南》2017 年 12 月正式发表在国内烧伤权威杂志《中华烧伤杂志》上，其中 bFGF 为唯一获得 GRADE 高证据等级，高推荐的生长因子。

糖尿病足是由于糖尿病患者下肢血管和神经病变、感染，引发的一系列足部问题。可引起从轻度到重度的溃疡、感染、血管疾病、关节疾病和神经病变性骨折等。在糖尿病患者人群中发病率高达 15%。传统疗法以抗感染、控制血糖、保持局部干燥为基本原则，无法有效促进较大的溃疡创面的愈合，导致表面干燥坏死，以至于骨质坏死导致截肢。多项临床试验表明，贝复济相比传统疗法可显著提高糖尿病足的治愈率，并缩短溃疡创面愈合时间，有利于创面修复。

伤口愈合质量是衡量美容整形外科手术成功的重要标志之一。一项包含 60 例不同美容整形外科手术的临床研究表明，贝复新与贝复济对于双眼皮、隆胸、眉上提、眼袋、激光除痣、瘢痕磨削等常见手术的伤口愈合，具有抑制瘢痕、促进修复、缩短愈合时间的显著疗效。

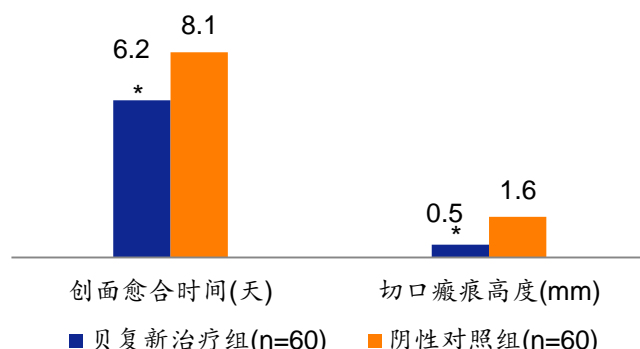


图 8: 贝复济用于治疗糖尿病足



数据来源: 《中国临床康复》2004年, 安信国际

图 9: 贝复新用于美容外科手术切口的治疗

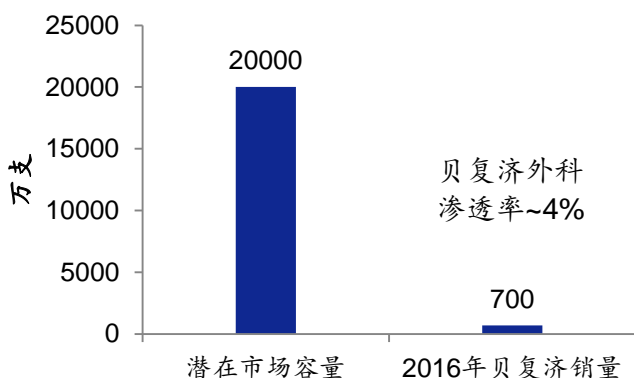


数据来源: 《中国美容医学》2006年, 安信国际

科室扩张与医保目录带来增速拐点

贝复济/贝复新系列目前销售主要来自烧伤科和皮肤科。公司正在逐步推进外科、妇产科、整形外科、内分泌科(糖尿病)等科室的使用。公司预计外科市场容量约2亿支 bFGF 产品(包括所有剂型), 2016年贝复济/贝复新销量约700万支, 市场渗透率不足4%。随着医保目录取消限制、各科室学术推广逐步推进, 我们认为贝复济/贝复新将继续保持高速增长。

图 10: 贝复济系列外科市场渗透率



数据来源: 公司资料, 安信国际

图 11: 贝复济系列国内市场估算

市场总容量 (百万支)	200	200	200
市场渗透率	5%	10%	15%
销量 (百万支)	10	20	30
平均价格 (元/支)	60	60	60
市场规模 (亿元)	6.0	12.0	18.0

数据来源: 公司资料, 安信国际

图 12: 贝复济系列 (外科) 销售额 (千港币)

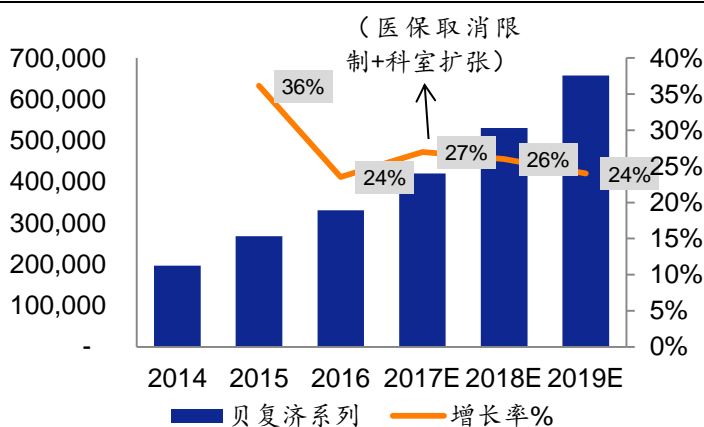
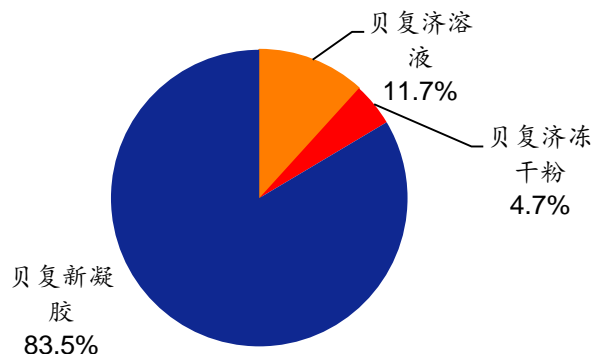


图 13: 2017H1 贝复济系列产品销售拆分



数据来源: 公司资料, 安信国际

数据来源: 公司资料, 安信国际

医学界对贝复舒认可度提高

贝复舒滴眼液适用于角膜缺损、角膜病变、轻中度干眼症、角膜手术及术后愈合、角膜损伤等; 凝胶适用于角膜移植、角膜损伤性感严重、白内障手术、激光角膜屈光手术 (近视矫正手术) 等。其治疗效果经过多项临床试验证明, 得到学术界的肯定。根据一项 2016 年发表在《中国实用眼科杂志》的 bFGF 与玻璃酸钠滴眼液的对照试验结果显示, bFGF 可显著加快 LASIK 手术后眼睛泪膜破裂时间 (BUT) 的恢复, 恢复水平更高。术后连续用药 3 个月可有效缓解眼表不适, 降低干眼症的发生, 对角膜神经修复与角膜知觉回复具有促进作用。2017 年 11 月, 亚洲干眼协会主席, 中国干眼之父-刘祖国教授在第三届全国干眼学术大会讲课及会后直播采访中提到, 贝复舒对干眼的治疗有非常显著的效果。

新版医保增强贝复舒竞争力

贝复舒滴眼液/凝胶均为 bFGF 眼用制剂独家产品。其治疗干眼症的主要竞品为人工泪液与玻璃酸钠滴眼液, 治疗眼表损伤的竞品为表皮细胞生长因子 (EGF) 滴眼液/凝胶产品。新版医保目录中, 贝复舒继续被列为医保目录乙类产品, 滴眼液无限制, 凝胶剔除工伤限制后无限制。人工泪液在新版医保目录中被删除, 玻璃酸钠滴眼液列为手术辅助用药。重组人表皮生长因子 (EGF) 滴眼剂限制在有明确角膜溃疡或角膜损伤患者, 凝胶剂未列入医保目录。

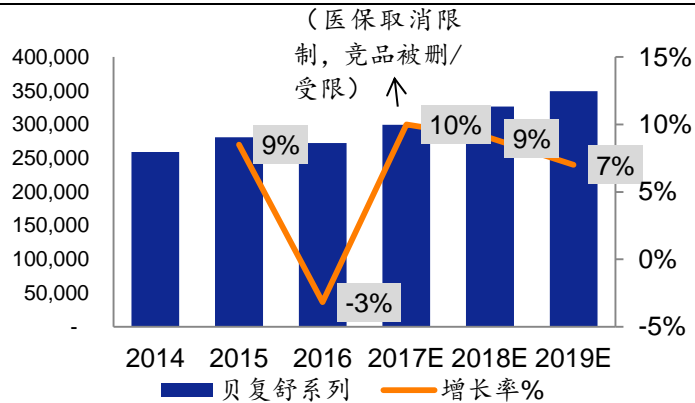
表 3: bFGF 眼科主要竞品比较

	碱性成纤维细胞生长因子 bFGF	表皮细胞生长因子 EGF	玻璃酸钠 (透明质酸)
功能	加速中胚层和外胚层的细胞修复和再生; 通过促进角膜修复缓解干眼症状	加速上皮细胞增殖与分化	促进上皮细胞的连接和伸展、保水保湿, 缓解干眼症状
临床用途	角膜损伤修复 (早、中期)、干眼症	角膜损伤修复 (后期)	干眼症

资料来源: CNKI, 安信国际

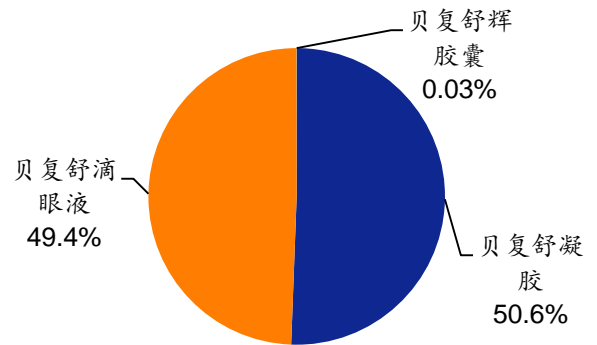
近年来，我国干眼症、近视发病率，以及青光眼、白内障、老年性黄斑疾病等需手术治疗的眼部疾病发病率逐步上升，带动眼科用药市场增长。根据国家卫计委和弗若斯特沙利文数据，我国眼科疾病门诊患者数量从2012年的8740万增加到2016年的1.09亿人，CAGR 5.8%。预计到2021年将达到1.4亿人，对应16-21E CAGR 5.1%。住院患者数量从2012年的310万人增加值2016年的450万人，CAGR 10.2%，预计2021年将达到720万人，16-21E CAGR 9.7%。我们认为干眼症患者数量和眼科手术数量的增长、和新医保目录的利好将带动贝复舒系列增速恢复。

图 14: 自有眼科产品销售额 (千港元)



数据来源: 公司资料, 安信国际

图 15: 2017H1 自有眼科产品销售拆分



数据来源: 公司资料, 安信国际

1.3 代理产品增添亮点，与自有产品良好协同

公司代理产品分为眼科及外科产品，与公司自有产品在销售渠道上具有良好的协同作用。目前公司代理的眼科产品包括辉瑞的适利达和适利加，宏盈的左氧氟沙星滴眼液、和百盛的适丽顺。此外引进 Elektron 公司的老年性黄斑变性检测仪和青光眼检测仪预计最快今年年底可以上市。届时，公司眼科产品将覆盖眼科的诊断（Elektron 产品）、修复（贝复舒系列）、保养（贝复辉胶囊）、治疗（适利达、适利加、适丽顺、左氧氟沙星滴眼液）各个方面，综合竞争力进一步巩固。外科代理产品包括万寿堂的伊血安颗粒，和伢典的用于龋齿治疗的凝胶以及祛腐的 Carisolv 系统。2015 年多款代理产品的引入，丰富了公司产品线，使 2016 年营业收入实现快速增长。

表 4 公司代理产品列表

商品名	有效成分	代理时间	公司	适应症	国家医保	专利期	附注
眼科							
适利达	拉坦前列素	2014-2022	辉瑞	降低青光眼和高眼压症患者的眼压	是	否	大部分国家地区青光眼治疗一线用药；国际眼科理事会《青光眼防治指南》推荐用药
适利加	拉坦前列素和马来酸噻吗洛尔	2014-2019	辉瑞	降低青光眼和高眼压症患者的眼压	否	是	国际眼科理事会《青光眼防治指南》推荐用药
适丽顺	卵磷脂洛合碘	2015-2031	百盛	视网膜病变、玻璃体出血、混浊	否	是	中华医学会《临床诊疗指南-眼科学分册》推荐用药
秀瞳滴眼液	左氧氟沙星	2015	宏盈	细菌性结膜炎/角膜炎	是	否	
外科							
龋齿祛腐凝胶/工具		2015-2025	伢典	龋齿	否	专利申请中	已在全球 58 个国家地区上市，在很多国家为常规治疗方法
伊血安颗粒	滇桂艾纳香、益母草、延胡索、甘草	2015-2025	万寿堂	养护子宫、用于产后、流产后出血	否	是	国家中药三类新药、拥有自主知识产权

资料来源：公司资料，安信国际

伢典龋齿祛腐凝胶/工具

Carisolv III 系统是武汉伢典生物科技公司基于瑞典 MediTeam Dental AB 公司的 Carisolv 二代产品开发的第三代化学机械法龋齿祛腐技术系统。该系统由 Carisolv 伢典龋齿微创祛腐凝胶和 Caritool 微创祛腐工具组成。凝胶中包含氯胺 T 和木瓜蛋白酶两种活性物质。氯胺 T 具有杀菌和消毒的作用，能有效防止继发龋的产生，木瓜蛋白酶具有广谱杀菌抑菌作用。同时该两种成分可通过氯代和酶解作用，软化龋坏牙本质外层，使龋坏部分易于清除。祛腐过程先将凝胶滴入龋洞内，凝胶使龋坏组织软化，然后使用伢典工具轻柔地将龋坏部分刮除，最后使用填充材料对龋洞进行填充。

相比传统的车针祛腐方法，该套系统具有简单安全、无痛微创、无交叉感染风险的优点。Carisolv 系统 1997 年在瑞典上市后，已在全球 58 个国家地区使用，在很多国家已成为常规治疗方法。我国口腔学术界对 Carisolv 系统的认知也在逐步提高。

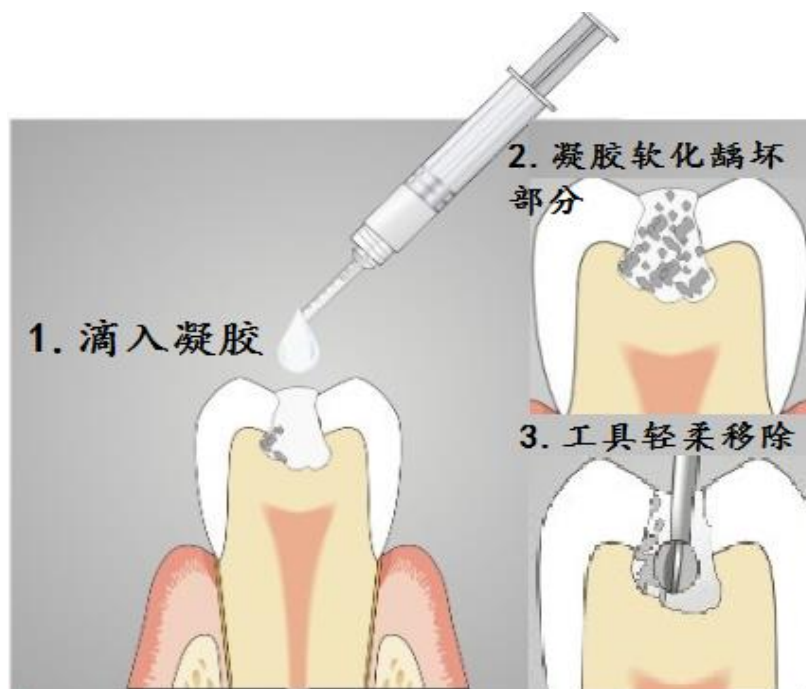
由武汉大学口腔医学院和香港大学牙学院共同在 2016 年发表在《中华口腔医学杂志》的龋坏组织去除专家共识中指出，“手工器械去龋或化学机械去龋更具优势”，尽管研究证据不充分，但这“两种去龋方式相比其他方法更能减少患者疼痛及不适感”。

表 5. 伢典祛腐疗法与传统车针祛腐法比较

名称	Carisolv 伢典祛腐疗法	传统车针祛腐方法
祛腐机制	化学-机械法：用凝胶将龋坏部分软化后轻轻刮除	机械法：用高速或低速旋转的车针，机械破坏并祛除牙本质龋坏
优缺点	不必使用麻醉剂； 精确地、高度选择性地祛除龋坏牙本质，不损伤健康牙质； 轻柔刮除，患者无痛感； 无交叉感染； 微创，减少并发症	疼痛，通常需要局部麻醉； 无法精确控制切割，易损坏健康牙体； 高速旋转的噪音、疼痛带来不适感； 钻牙过程中产生的粉末和飞沫可能造成对医生的交叉感染； 创伤性，有并发症风险。
价格(元)	凝胶~150/支，工具~500/支	<50

资料来源：公司资料、网络资料，安信国际

图 16: Carisolv 系统龋齿微创祛腐主要治疗步骤



资料来源：公司资料，安信国际

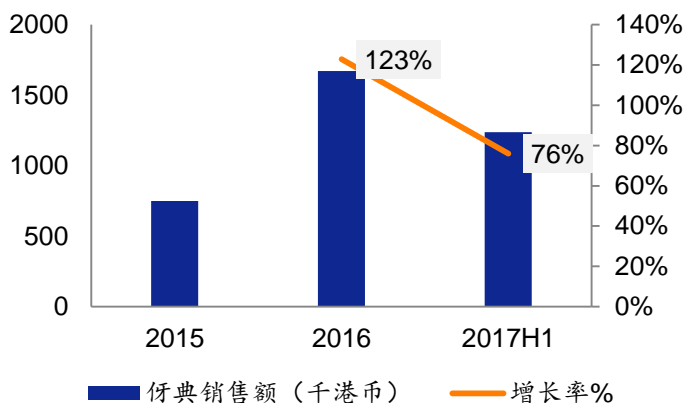
图 17: 伢典 Carisolv III 系统组成部分



资料来源：公司资料，安信国际

根据 2007 年《第三次全国口腔健康流行病学抽样调查》数据，我国 5 岁儿童乳牙龋齿率 66.0%，治疗率 3%；12 岁儿童恒牙龋齿率 28.9%，治疗率 11%；35-44 岁人群龋齿率 88.1%，65-74 岁老年人龋齿率 98.4%，中老年人龋齿群治疗率仅 8.3-21.1%。龋齿治疗市场有非常大的空间。伢典 2017H1 销售额超过 120 万港币，增幅达 76%。我们认为伢典系统产品未来将受益于：1) 医生认知提高，替代部分传统车针祛腐方法；2) 牙齿健康知识在人群中的普及，龋齿治疗率提高。

图 18: 伢典 Carisolv III 系统销售额 (千港币)



数据来源：公司资料，安信国际

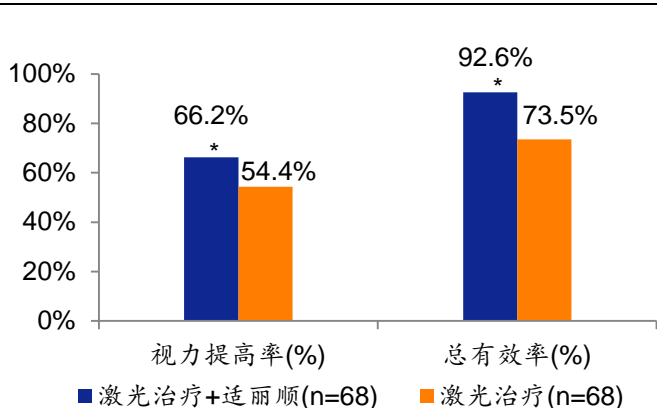
适利达/适利加与适丽顺

适丽顺的主要成分是卵磷脂络合碘。将碘与卵磷脂结合后，在体内可稳定释放微量碘。碘在消化道内吸收后作用于甲状腺，促进甲状腺合成并分泌甲状腺素，进而促进视网膜新成代谢和功能恢复。主要用于治疗视网膜病变、玻璃体出血、混浊，是

中华医学会《临床诊疗指南-眼科学分册》推荐用药。2016年公司开始代理后，该产品销售增长非常快速，2017H1销售额超过3100万港币，同比增长113%。

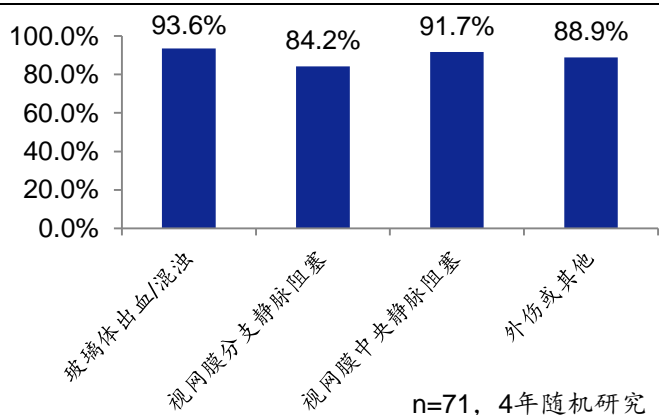
适利达与适利加的主要成分是拉坦前列素，适利加还含有马来酸噻吗洛尔。主要用于降低青光眼和高眼压症患者的眼压。两者皆是国际眼科理事会《青光眼防治指南》推荐用药，适利达也是大部分国家地区青光眼治疗一线用药。16年销售增速有所放缓，但该两款药物毛利低，对公司整体盈利影响不大。17年上半年销售额约3100万港币，同比增长23%。

图 19: 适丽顺联合氩激光治疗糖尿病视网膜病变，显著提高患者视力



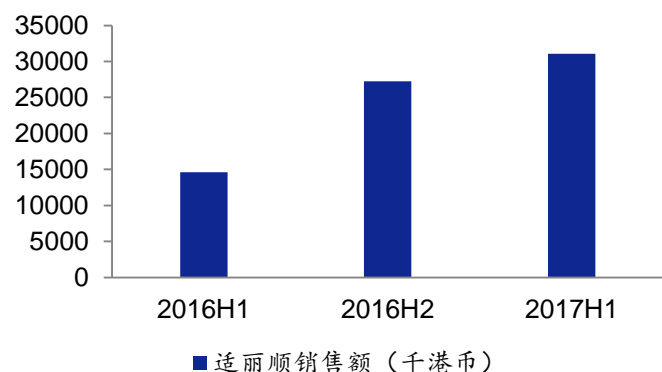
数据来源:《眼科研究》2007, 安信国际

图 20: 适丽顺对多种原因引起的眼内出血具有显著疗效



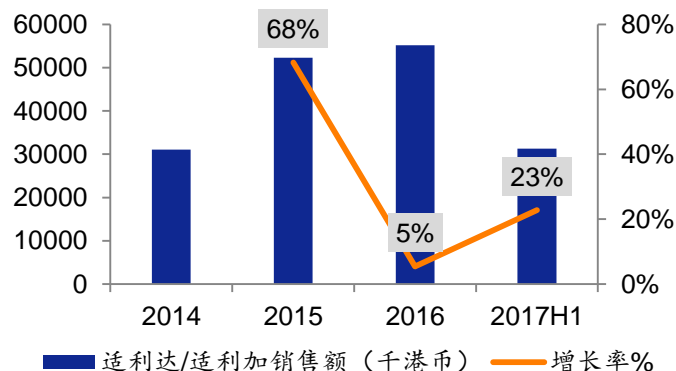
数据来源:《中华医学杂志》2007, 安信国际

图 21: 适丽顺销售额快速增长



数据来源: 公司资料, 安信国际

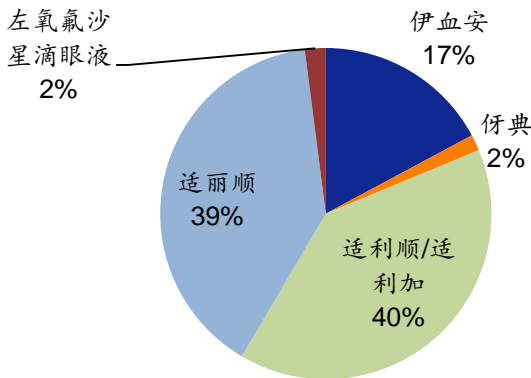
图 22: 适利达/适利加销售稳步增长



数据来源: 公司资料, 安信国际

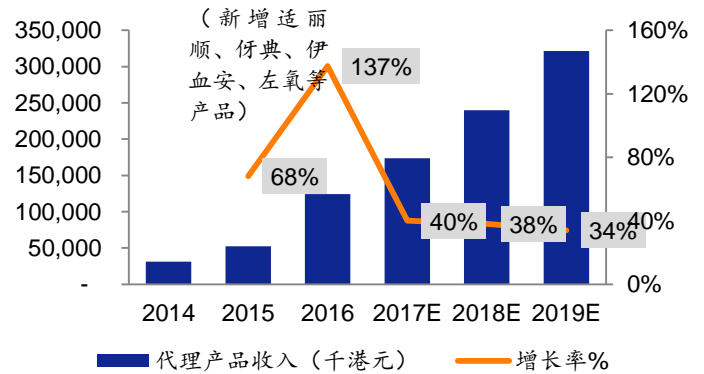
我们认为，公司依靠高质量的营销体系，对渠道终端有良好的了解与控制。在外延发展中对代理产品的选择思路清晰。代理产品临床应用具有学术论据支持，竞争格局与增长前景良好。在丰富公司产品线的同时，与自有产品有良好的协同作用。未来可保持高增速。

图 23: 2017H1 代理产品收入拆分



数据来源：公司资料，安信国际

图 24: 代理产品销售额 (千港币)



数据来源：公司资料，安信国际

2. 在研管线

公司通过国际化发展路径，通过“自主开发+海外投资”充实公司研发实力及在研管线。未来将重点布局眼科、肿瘤、神经系统等主流疾病领域。此外，公司将持续引进优质第三方代理产品，提高销售网络利用率。

公司自有的技术平台包括 3 大平台：生长因子平台、抗体研发平台和“吹-灌-封”单剂量平台。在研产品主要包括生物药 (bFGF、纳米抗体)、化学药 (妥布霉素、左氧氟沙星、阿奇霉素滴眼液) 和保健品 (对抗视觉疲劳)。目前有 16 个产品在研，其中 2 个待批、6 个进入临床 2、3 期。

生长因子平台：公司根据重组牛碱性生长因子 rb-bFGF，通过不同给药方式，开发不同修复领域。目前成功开发眼表及体表修复领域，未来还将持续开发神经系统、骨科、胃溃疡等领域的修复应用。第四代贝复舒 (单剂量人源化 bFGF, RDA6)，计划 2018 年内向美国 FDA 提交新药临床 (IND) 申请。基于 bFGF 对脑、神经的修复保护作用，公司将利用 AC Immune 的跨血脑屏障的给药技术，将 bFGF 传递到中枢神经，发挥神经系统修复的作用，该产品处于临床前研究阶段。

抗体研发平台：纳米抗体 RDA1，用于治疗癌症和眼底疾病，处于临床前研发阶段。公司也会考虑引进 Abpro 的双特异性抗体产品或与其进行合作研发。

单剂量平台：传统的滴眼液使用期长，需要添加防腐剂，且药液染菌、交叉感染风险大。单剂量滴眼液使用无菌包装，一次性使用，不添加防腐剂。目前公司有 8 个眼科产品在研。妥布霉素单剂量滴眼液已获 CFDA 批准商业化，预计 2018 年上市。第三代贝复舒滴眼液 (单剂量牛源 bFGF)、左氧沙星单剂量滴眼液、透明质酸单剂量滴眼液已进入临床 III 期，预计在 18-19 年陆续上市。另外有单剂量的阿奇霉素滴眼液、双氯芬酸钠滴眼液、盐酸莫西沙星滴眼液、瑞巴派特滴眼液和 2 个呼吸系统产品处于临床或临床前研究阶段。

此外，代理 Elektron Technology 公司的 MPSII 老年性黄斑变性检测仪和 Henson9000 青光眼检测仪在申请注册阶段，预计今年年底可获批上市。

3. 投资参股及合作研发布局前沿领域

公司近年来积极通过参股投资海外优质生物医药标的，并积极寻求合作研发、独家授权代理等方式增强研发能力和丰富产品储备。近两年，分别与美国的 Abpro、Humacyte 和瑞士的 AC Immune 签订合作协议或参股协议，布局肿瘤免疫、组织工程以及神经退行性疾病等生物技术前沿领域。目前公司投资参股共计 950 万美元，全部计入公司可供出售金融资产中。

表 5 公司近年来参股公司

参股公司	协议达成时间	协议内容	状态	战略目标
Humacyte	2015-08	投资参股 100 万美元	人类脱细胞组织工程血管产品已进入临床 3 期	布局人造仿生血管、组织工程领域
Abpro	2016-01	投资参股 350 万美元，获得抗体药物独家授权	15 个肿瘤免疫、眼科的抗体产品处于临床前阶段	协同抗体产品开发、布局肿瘤免疫市场
AC Immune	2016-04	投资参股 500 万美元	2016-9 月 ACI 在 Nasdaq 上市；治疗阿尔海默兹症的抗体产品 Crenezumab 已进入临床 3 期	布局神经退行性疾病治疗及诊断产品领域

资料来源：公司资料；安信国际

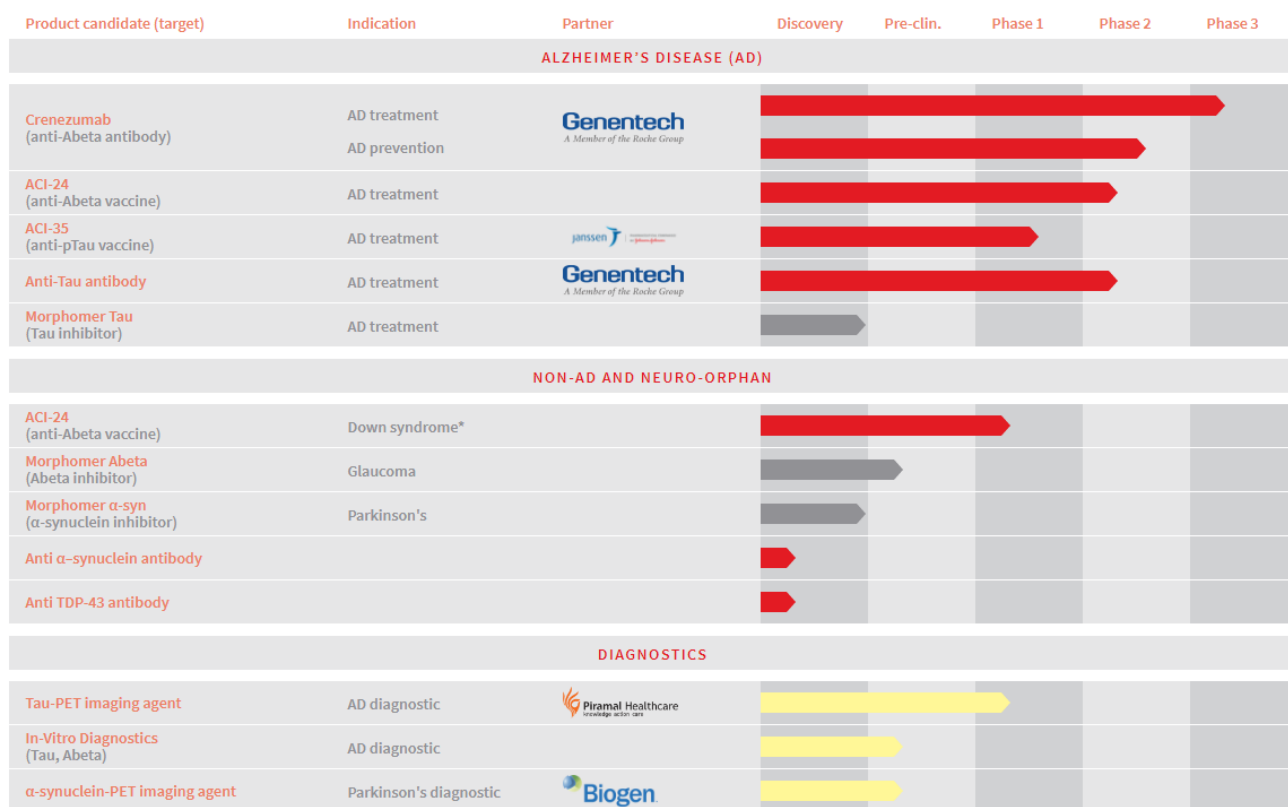
AC Immune

2016 年，公司认购瑞士生物医药公司 AC Immune SA (ACI) (NASDAQ:ACIU) 518,758 股系列 E 优先股，占 ACI 已发行股份约 0.96%，代价 500 万美元（约 3900 万港元）。2016 年 9 月 ACI 于纳斯达克上市后，全部股份已转换为相同数目的普通股。2017 年 5 月 19 日，公司宣布与 ACI 订立研究合作协议，就一项治疗神经退化疾病及神经性发炎（例如阿尔海默兹、额颞叶痴呆）的创新生物治疗药物，共同展开临床前及临床开发工作。该项目旨在利用 ACI 的跨血脑屏障（BBB）给药技术，开发基于 bFGF 神经修复作用的药物。

ACI 专注神经退化疾病的药物及诊断产品的研发。拥有技术平台可制造针对多种神经退化疾病的抗体、小分子和疫苗。目前共有 13 个产品在研，应用于阿尔海默兹症、帕金森、唐氏综合征、青光眼等疾病的诊断与治疗。其中与基因泰克 (Genentech) 合作研发的用于治疗阿尔海默兹症的 Crenezumab 已进入临床 3 期，根据 ClinicalTrials 资料，第一个 III 期临床在 2016 年 3 月启动，第 2 个 III 期临床已在 2017 年 3 月启动，预计在 2021-2022 年完成。另外有 3 个阿尔海默兹产品已进入临床 II 期。除了基因泰克，ACI 合作公司还包括 Janssen、Biogen 等国际领先的制药公司，显示其强大的研发创新实力。

血脑屏障是将血液循环系统与大脑间隔开的一道屏障，使绝大多数药物分子无法从血液进入脑组织。将抗体药物跨过血脑屏障转运到中枢神经系统中发挥作用，是阿尔海默兹症以及其他中枢神经系统药物研发的关键技术难点之一，也是将 bFGF 应用于神经修复和神经保护需要解决的难点之一。ACI 的多个产品成功进入临床后期，显示其在跨血脑屏障大分子药物传递方面的技术优势。我们认为该合作可大大增强公司中枢神经系统药物的研发实力。

图 25 : AC Immune 在研管线



* AD and cognitive impairment associated with Down syndrome.

■ Biologics ■ Small molecules ■ Diagnostics

资料来源：公司官网，安信国际

图 26: AC Immune 历年来主要合作方



资料来源：公司官网，安信国际

Humacyte

2015 年公司参与美国组织工程公司 Humacyte 的 B 轮融资，以 100 万美元（7.8 百万港币）认购 Humacyte 673,400B 系列优先股，占 B 轮优先股的 0.7%。公司已支付 50 万美元，剩下 50 万美元将在实现里程碑后支付。据公司管理层透露，除了参股以外，公司未来也会考虑引进 Humacyte 的相关产品。

Humacyte 2004 年由耶鲁大学组织工程学领域著名教授 Luran Niklason 在美国创立，致力于研发血管疾病和血液透析方面的再生医学、组织工程产品。目前有 5 个产品在研，其中人类脱细胞组织工程血管（human acellular vessels, HAV）用于肾衰患者透析治疗已进入临床 3 期。Humacyte 预计在 2018 年底可获得初步结果，随后将向 FDA 提交生物制品许可（BLA）申请。临床 2 期研究显示良好的透析效果和安全性，结果成功发表在顶级医学杂志柳叶刀（Lancet）上。其研究还获得美国国防部资金资助。

人工血管广泛应用于血液透导管和动静脉疾病，如血管狭窄、血管瘤等。相比现有的 PTFE 材质或动物源性的人工血管，HAV 生物相容性更好，免疫反应更低，且长期使用不会出现堵塞问题。

图 27: Humacyte 人类脱细胞组织工程血管 (human acellular vessels, HAV)



HUMACYTE

图 28: Humacyte 在研管线

	临床前	I期	II期	III期	注释
A-V	—————→				HAV血管用于肾衰患者的透析治疗
PAD EU	—————→				HAV血管用于外周动脉疾病-欧洲
PAD US	—————→				HAV血管用于外周动脉疾病-美国
Vas Trauma	————→				血管创伤
Small Caliber	————→				

数据来源：公司官网，安信国际

数据来源：公司官网，安信国际

Abpro

2016 年 1 月，公司宣布与美国 Abpro 公司建立合作关系，合作开发肿瘤科和眼科的单克隆抗体。公司以 350 万美元认购 Abpro 的 C 系列优先股，以及认购 Abpro 认购权证。

Abpro 是合成生物学前沿的综合性生命科学技术公司，核心技术平台 DiversImmune 提供先进的生物信息学、抗原/抗体合成、抗体工程、抗体筛选等技术。该技术平台已证明可成功应对具有难度的抗体靶点，开发高敏感性、特异性抗体药物。Abpro 的合作伙伴包括哈佛大学、麻省理工大学、斯坦福大学等著名高校，以及默克、葛兰素史克、礼来、诺华、辉瑞、百时美施贵宝等跨国制药巨头。Abpro 共有 15 个产品在研，包括 8 个肿瘤免疫治疗和 4 个眼科产品，均处于临床前研究阶段。Abpro 在双特异性抗体开发方面具有先进的技术平台，曾在 2016 年与阿斯利康子公司 MedImmune 达成合作开发协议，共同开发靶点为血管生成素-2 和血管内皮生长因子（Ang2-VEGF）的双特异性抗体。

图 29: Abpro 在研管线

	药物发现	优化设计	IND 申请前试验	临床试验	疾病领域
X1	→	→	→	→	肿瘤免疫
X2	→	→	→	→	肿瘤免疫
X3	→	→	→	→	肿瘤免疫
X4	→	→	→	→	肿瘤免疫
X5	→	→	→	→	肿瘤免疫
X6	→	→	→	→	肿瘤免疫
X7	→	→	→	→	肿瘤免疫
X8	→	→	→	→	肿瘤免疫
X9	→	→	→	→	眼科
X10	→	→	→	→	眼科
X11	→	→	→	→	眼科
X12	→	→	→	→	眼科
X13	→	→	→	→	其他
X14	→	→	→	→	其他
X15	→	→	→	→	其他

数据来源: Abpro 官网, 安信国际

图 30: Abpro 技术平台



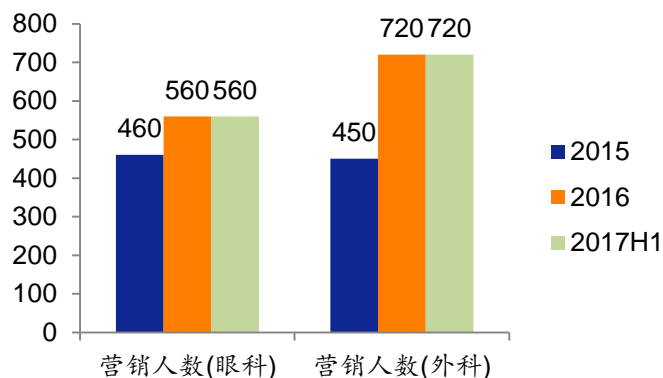
数据来源: Abpro 官网; 安信国际

4. 销售网络稳步扩张

截止 2017 年 6 月 30 日, 公司在中国主要省市有 39 个地区销售办事处, 共聘用 1280 名营销人员及销售代表, 负责销售自有产品和第三方产品。销售团队分为两个专责团队, 分别负责眼科以及外科产品的营销。目前, 眼科及外科销售团队分别有约 560 名及 720 名代表。

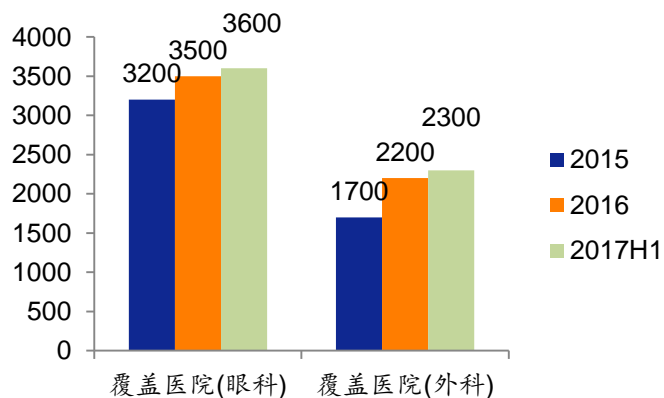
产品共覆盖全国 4567 家医院, 其中眼科和外科分别覆盖约 3600 和 2300 家医院。建立联系的医生约 20 万名。公司正积极拓展基层医疗机构的市场, 计划在两内将销售队伍扩张至 2000 人, 覆盖医院扩张至 7000 家。

图 31: 销售人员人数变化



数据来源: 公司资料, 安信国际

图 32: 眼科与外科覆盖医院数量变化



数据来源: 公司资料, 安信国际

5. 生产设施完善, 寻找海外 CMO 机会

目前公司的生产线包括 1 条生产 bFGF 的生物原料生产线, 2 条单剂量制剂生产线, 和 4 条分别可生产液体、冻干粉、滴眼液和外用凝胶剂型的生物制剂的生产线。公司正在申请欧盟 GMP 认证, 预计 2019 年可通过认证。未来可作为海外制药企业在中国的生产基地。此外, 公司计划建设一个新的生产基地, 用于生产人源化 bFGF (rh-bFGF) 和未来的抗体产品。目前处于规划阶段, 预计 2019 年开始动工。

6. 财务预测

预计 2017-2019E 营业收入和净利润的年复合增长率分别为 20.8% 和 23.8%

公司 2014-2016 年营业收入、毛利与净利润 CAGR 分别为 22.3%/23.1%/34.6%。其增长主要受益于：1) 自有产品贝复济贝复新系列与贝复舒系列竞争优势明显，在国内 bFGF 市场处于领先地位，历年中标价稳定，且贝复济贝复新系列保持高速增长；2) 2014-2015 年引入多款代理产品丰富产品线，代理产品增长迅速；3) 持续建设高质量的营销团队，加强终端掌控的同时，扩大营销网络覆盖面；4) 毛利率与净利率稳步提升，自有产品的高毛利以及高销售占比，毛利率保持 80% 以上水平。

贝复济贝复新系列、贝复舒系列以及代理产品 2016 年增速分别为 24%、-3%、137%；2017H1 增速分别为 26.7%、8.4%、57.4%，收入增速实现拐点，主要因为：新版医保目录取消限制、销售网络覆盖医院终端数量增加、贝复济贝复新系列应用科室逐步扩张。我们预计 2017 年贝复济贝复新系列、贝复舒系列以及代理产品收入增长分别为 27%、10%、40%。

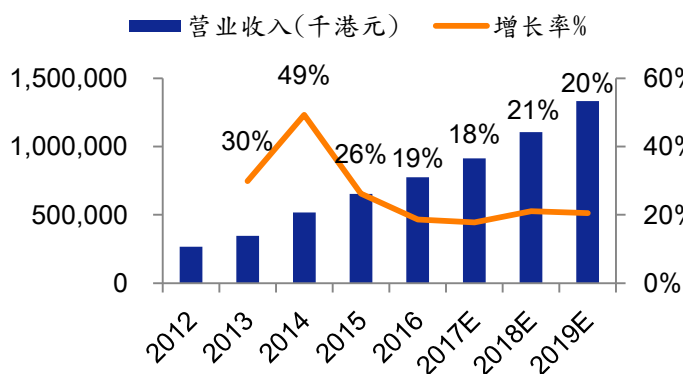
毛利：公司自有产品议价能力强，中标价保持稳定，毛利率保持在 90% 以上。代理产品毛利率差由 10%-80% 不等。由于代理产品增速较快，收入占比 17-19 年每年上升约 1-3 个点，故我们预计公司 2017 年毛利率为 80.8%，2018-2019 年毛利率为 79.1% 和 77.7%。

营销费用：公司近 3 年营销费用保持在 53% 左右。由于近期公司致力于开拓基层市场、贝复济的科室拓展、以及代理产品的推广，我们预计 2017 年营销费用将略微上升至 54.0%，18-19 年分别为 53.8% 和 53.5%。

行政开支：包括管理费用及研发费用。公司管理费用每年逐步下降，2017H1 管理费用占比为 4.0%。我们预计 17-19 年将保持该水平。公司部分研发费用按会计准则进行资本化为无形资产。

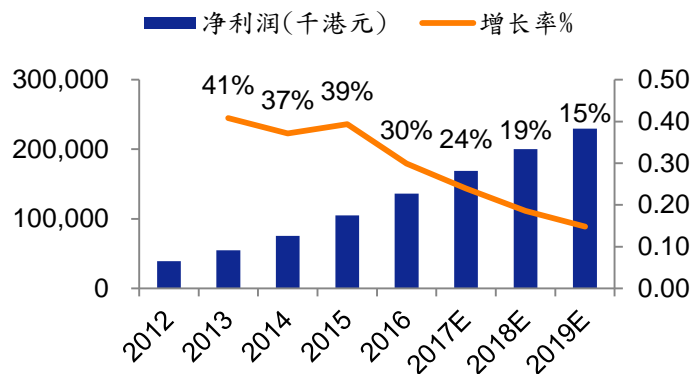
财务费用：公司财务状况良好，财务费用常年保持在 0.5% 左右，主要来自于银行贷款利息。2016 年升高至 1.2%，主要由于公司获得国际金融公司(IFC)1.5 亿港元的可换股贷款，确认应付利息约 600 万港元（年利率 1.9%，为期 5 年）。

图 33：2012-2019E 营业收入（千港元）



数据来源：公司资料，安信国际

图 34：2012-2019E 净利润（千港元）



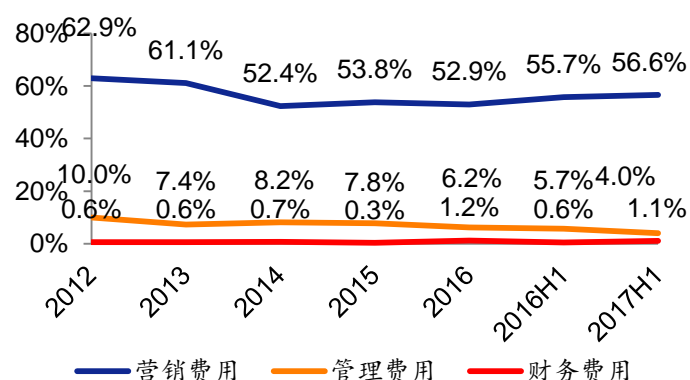
数据来源：公司资料，安信国际

表 6 公司各部分收入预测

百万人民币	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
贝复舒系列					
收入	281,220	272,271	299,498	326,453	349,304
毛利	251,692	246,405	271,345	295,766	316,469
毛利率%	89.5%	90.5%	90.6%	90.6%	90.6%
增长率%	9%	-3%	10%	9%	7%
占比%	43%	35%	33%	30%	26%
贝复济贝复新系列					
收入	268,140	331,224	420,654	530,024	657,230
毛利	248,298	307,707	397,097	500,343	620,425
毛利率%	92.6%	92.9%	93%	93%	93%
增长率%	36%	24%	27%	26%	24%
占比%	41%	43%	46%	48%	49%
代理产品					
收入	52,280	124,105	173,748	239,772	321,294
毛利	5,228	24,821	64,982	89,675	120,164
毛利率%	10%	20%	32%	32%	32%
增长率%	68%	137%	40%	38%	34%
占比%	8%	16%	19%	22%	24%
市场推广服务					
收入	52,370	48,063	20,000	10,000	5,000
毛利	52,370	48,063	20,000	10,000	5,000
毛利率%	100%	100%	100%	100%	100%
增长率%	68%	-8%	-58%	-50%	-50%
占比%	6%	8%	6%	2%	1%

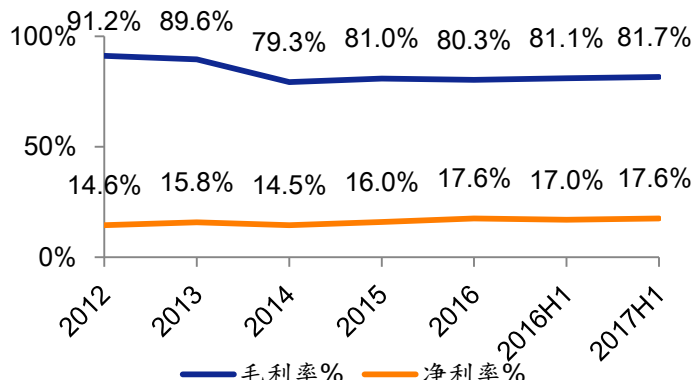
资料来源：公司资料；安信国际预测

图 35: 2012-2017H1 费用分析



数据来源：公司资料，安信国际

图 36: 2012-2017H1 毛利率和净利率



数据来源：公司资料，安信国际



7. 投资建议

我们认为公司 2018-2019 的增长动力主要包括：1.) 核心产品贝复舒凝胶和贝复济冻干粉进入新医保目录乙类产品，取消工伤限制，有助于产品在已覆盖医院的渗透和向基层的渗透，预计 2017 年下半年开始增速提升；2.) 贝复济/贝复新作为大外科产品，科室拓展带来新的增长空间；3.) 第三方代理产品增速提升；4.) 单剂量无防腐剂滴眼液预计 2018 起陆续上市。基于自有产品与代理产品的增速提升，我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.30/0.36/0.41 元，目前股价分别对应 16.2/13.7/11.9 倍 PE，低于同业平均水平。我们看好海外投资对公司研发能力的提升以及高质量销售网络的发展潜力，给予 18 年 16.5 倍 PE，目标价 5.86 元，给予“买入”评级。

8. 风险提示

i) 科室拓展不顺利，药品销量低于预期；ii) 在研产品进度慢于预期



附表：财务及估值数据

31/3 年结；百万 RMB	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
综合损益表					
营业额	654,010	775,663	913,900	1,106,249	1,332,829
销售成本	-124,419	-152,636	-178,210	-221,250	-266,566
毛利	529,592	623,027	738,153	875,415	1,035,507
其他营运收入	6,383	7,396	7,500	7,500	7,500
分销成本	-352,109	-410,539	-493,506	-595,162	-713,063
行政管理开支	-51,158	-47,959	-41,125	-46,462	-53,313
经营溢利	132,707	171,924	211,021	241,291	276,631
财务费用	-2,056	-9,686	-10,000	-3,000	-3,000
除税前溢利	130,651	162,238	201,021	238,291	273,631
所得税	-25,756	-25,954	-32,163	-38,127	-43,781
期内持续经营净溢利	104,895	136,284	168,858	200,165	229,850
期内净溢利	104,895	136,284	168,858	200,165	229,850
股东应占溢利	104,895	136,284	168,858	200,165	229,850
少数股东权益	0	0	0	0	0
每股盈利 (EPS), 元	0.1875	0.2433	0.2966	0.3696	0.4539
每股股利 (DPS), 元	0.0250	0.0320	0.0385	0.0481	0.0590
其他参考项目：					
EBIT	132,429	168,475	206,385	236,655	271,995
EBITDA	132,429	168,475	206,385	236,655	271,995
平均股数，基本	559,541	562,149	563,284	563,284	563,284
同比增长率：					
收益	26.2%	18.6%	17.8%	21.0%	20.5%
毛利	28.8%	17.6%	18.5%	18.6%	18.3%
经营溢利	33.3%	29.6%	22.7%	14.3%	14.6%
EBITDA	30.4%	29.3%	21.2%	13.5%	13.9%
除税前溢利	36.4%	24.2%	23.9%	18.5%	14.8%
股东应占溢利	39.4%	29.9%	23.9%	18.5%	14.8%
重要财务比率：					
毛利率%	81.0%	80.3%	80.8%	79.1%	77.7%
经营溢利率%	20.3%	22.2%	23.1%	21.8%	20.8%
税前溢利率%	20.0%	20.9%	22.0%	21.5%	20.5%
净利率(持续经营)%	16.0%	17.6%	18.5%	18.1%	17.2%
销售费用/营业总收入%	53.8%	52.9%	54.0%	53.8%	53.5%
管理费用/营业总收入%	7.8%	6.2%	4.5%	4.2%	4.0%
有效税率%	19.7%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%

资料来源：彭博、安信国际



31/3 年结; 百万 RMB	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
综合资产负债表					
流动资产					
现金及现金等值项目	64,613	156,180	315,198	451,910	614,714
贸易及其他应收款项	206,427	256,007	328,060	407,521	491,651
存货	38,679	106,216	118,378	172,581	192,578
流动资产总额	359,466	555,482	748,655	964,828	1,211,760
非流动资产					
物业、厂房及设备	174,336	163,902	164,902	165,902	166,902
土地使用权及权益	6,775	6,189	6,305	6,305	6,305
无形资产 (商誉)	2,417	2,228	2,300	2,300	2,300
非流动资产总额	277,113	377,815	389,507	390,507	391,507
总资产	636,579	933,297	1,136,361	1,360,538	1,630,947
流动负债					
贸易及其他应付款项	154,288	195,128	243,042	286,071	334,035
抵押银行贷款	51,000	38,780	38,780	38,780	38,780
流动负债总额	208,229	243,957	296,823	339,852	387,816
非流动负债					
长期银行贷款	0	121,434	126,256	126,256	126,256
递延税项负债	15,403	11,042	11,298	11,298	11,298
非流动负债总额	15,403	132,477	137,554	137,554	137,554
总负债	223,632	376,433	434,377	477,406	525,370
净资产	412,947	556,864	703,785	877,928	1,077,897
资本及储备					
归属股东权益					
股本	55,954	56,215	56,222	56,222	56,222
储备	356,993	500,649	647,563	821,706	1,021,675
总归属股东权益	412,947	556,864	703,785	877,928	1,077,897
总股东权益	412,947	556,864	703,785	877,928	1,077,897

资料来源: 彭博、安信国际

31/3 年结; 百万 RMB	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
综合现金流量表					
经营活动:					
税前盈利	130,651	162,238	201,021	238,291	273,631
营运资本变动	-45,248	-119,764	-81,301	-135,634	-101,163
折旧及摊销	10,209	12,927	13,000	13,000	13,000
经营活动产生的现金流量净额	68,640	85,279	203,898	182,967	212,161
投资活动:					
(购买固定资产、无形资产等)	-23,029	-36,059	-23,000	-23,000	-23,000
利息收入	278	218	4,636	4,636	4,636
投资活动产生的现金流量净额	-58,287	-117,949	-18,364	-18,364	-18,364
筹资活动:					
净债务增加	1,286	-12,220	4,822	-	-
(股利支付及资本证券分派)	-12,249	-13,989	-21,554	-24,892	-27,993
筹资活动产生的现金流量净额	-4,543	129,790	-26,516	-27,892	-30,993
所有现金流量净额	5,810	97,120	159,018	136,712	162,804
现金及现金等价物期初余额	61,974	64,613	156,180	315,198	451,910
现金及现金等价物期末余额	64,613	156,180	315,198	451,910	614,714

资料来源: 彭博、安信国际



31/3 年结; 百万 RMB	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
盈利能力及收益质量					
毛利率%	81.0%	80.3%	80.8%	79.1%	77.7%
经营溢利率%	20.3%	22.2%	23.1%	21.8%	20.8%
经营活动溢利率%	19.3%	21.2%	102.3%	104.8%	107.3%
EBITDA 率%	21.9%	23.8%	24.5%	23.0%	21.7%
税前溢利率%	20.0%	20.9%	22.0%	21.5%	20.5%
净利率(持续经营)%	16.0%	17.6%	18.5%	18.1%	17.2%
销售费用/营业总收入%	53.8%	52.9%	54.0%	53.8%	53.5%
管理费用/营业总收入%	7.8%	6.2%	4.5%	4.2%	4.0%
财务费用/营业总收入%	0.3%	1.2%	1.1%	0.3%	0.2%
有效税率%	19.7%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
派息比率%	13.3%	13.2%	13.0%	13.0%	13.0%
ROE (平均, 年化)	28.2%	28.1%	26.8%	25.3%	23.5%
ROA (平均, 年化)	18.4%	17.4%	16.3%	16.1%	15.5%
营运能力					
存货周转天数	108	173	230	240	250
贸易应收账款周转天数	100	107	115	120	122
贸易应付账款周转天数	5	3	4	4	4
营业周期(存货日数+应收账)	209	280	345	360	372
现金循环周期(存货日+应收)	204	277	341	356	368
总资产周转率, 倍(收入/平	1.15	0.99	0.88	0.89	0.89
资本结构					
资产负债率%(总负债/总资产)	35.1%	40.3%	38.2%	35.2%	32.8%
权益乘数, 倍(总资产/总权	1.54	1.68	1.62	1.54	1.49
产权比率, 倍(总负债/总权	0.54	0.68	0.62	0.54	0.49
流动资产/总资产%	56.5%	59.5%	65.8%	71.2%	75.6%
流动负债/总负债%	93.1%	64.8%	68.3%	71.2%	73.8%
带息债务/全部投入资本%	11.0%	22.3%	19.0%	15.8%	13.3%
净负债比率%(负数=净现金)	-3.3%	0.7%	-21.3%	-32.7%	-41.7%
偿债能力					
流动比率, 倍	1.73	2.28	2.52	2.84	3.12
速动比率, 倍	1.54	1.84	2.12	2.33	2.63
保守速动比率, 倍(现金及应	1.30	1.69	2.17	2.53	2.85
EBITDA/流动负债, 倍	0.33	0.35	0.69	0.54	0.55
EBITDA/负债合计, 倍	0.64	0.49	0.52	0.53	0.55
经营活动现金流量净额/流	0.33	0.35	0.69	0.54	0.55
经营活动现金流量净额/负	0.31	0.23	0.47	0.38	0.40
利息覆盖倍数, 倍(EBIT/利	64.5	17.7	21.1	80.4	92.2
利息支出/平均资产%	0.6%	2.0%	1.6%	0.4%	0.3%
杜邦分析					
ROE (平均, 年化)	28.2%	28.1%	26.8%	25.3%	23.5%
经营溢利率%	20.3%	22.2%	23.1%	21.8%	20.8%
总资产周转率, 倍(收入/平	1.15	0.99	0.88	0.89	0.90
利息支出/平均资产%	0.6%	2.0%	1.6%	0.4%	0.3%
权益乘数, 倍(总资产/总权	1.54	1.68	1.62	1.54	1.49
有效税率%	19.7%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%

资料来源: 彭博、安信国际



附：同业估值比较-医药

股份名稱	代碼	市值 百萬元	股價 元	最近報表 年結	----- 市盈率 (倍) -----				--- 每股盈利增長 (%) ---				股息率 (%)		市淨率 (倍)		淨負債 比率 %*
					歷史	今年	下年	下兩年	歷史	今年	下年	下兩年	12個月	今年	歷史	今天	
亿胜生物科技	1061 HK	2,733	4.85	12/2016	19.9	16.4	13.5	10.7	29.8	21.2	22.0	26.4	0.52	1.03	4.90	3.79	-21.1
绿叶制药	2186 HK	21,620	6.51	12/2016	19.6	18.4	16.4	14.9	18.1	6.6	12.2	10.0	1.14	0.95	2.72	2.39	-17.5
东阳光药	1558 HK	19,957	44.2	12/2016	42.5	27.3	22.2	18.4	6.3	55.6	23.0	21.0	1.07	1.09	6.55	5.40	-55.4
联邦制药	3933 HK	11,014	6.77	12/2016	-ve E	26.5	18.4	15.1	n/a	n/a	44.3	21.7	n/a	n/a	1.84	1.74	78.8
复旦张江	1349 HK	3,101	3.36	12/2016	18.1	15.5	13.6	10.1	8.6	16.4	14.3	35.0	1.71	0.04	2.98	2.59	-46.4
李氏大药厂	950 HK	5,691	9.62	12/2016	22.5	20.9	18.9	16.7	7.6	7.5	10.9	12.7	1.17	1.09	3.54	3.10	-23.1
远大医药	512 HK	10,099	4.42	12/2016	33.8	29.5	22.1	17.7	41.6	14.9	33.3	25.0	n/a	n/a	5.81	n/a	142.6
康哲药业	867 HK	39,448	15.9	12/2016	n/a	19.1	16.2	13.9	37.0	21.7	17.5	16.4	1.81	1.84	5.14	4.22	18.2
四环医药	460 HK	25,856	2.73	12/2016	n/a	12.5	11.0	10.0	-15.3	5.0	13.0	10.0	2.38	2.63	1.94	1.73	-37.7
昊海生物科技	6826 HK	6,226	38.90	12/2016	16.5	13.6	11.3	9.4	2.7	21.6	20.3	19.5	1.48	1.25	1.73	1.83	-68.3
丽珠集团	1513 HK	41,083	58.6	12/2016	31.1	12.0	23.5	19.8	22.2	159.7	-49.0	18.7	4.23	1.91	3.98	2.70	-21.4
石药集团	1093 HK	103,884	16.6	12/2016	47.2	36.8	29.3	23.7	25.1	28.2	25.7	23.8	0.72	0.90	9.96	8.34	-20.7

*净负债比率为负数代表净现

数据来源：彭博；安信国际

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。安信国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。安信国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010