

东阳光药 (01558)

证券研究报告

2018年07月11日

抗流感龙头业绩增长靓丽，多领域新品布局未来可期

公司业绩高速增长，产品高毛利率经营稳定

2017年营业收入达16.02亿元，同比增长70.1%，较2012年营收2.69亿元，复合增长率达42.9%。2017年净利润6.47亿元，同比增长70.0%，较2012年0.23亿元，复合增长率达94.9%。公司业务毛利率逐年上升，2012年公司毛利率已有57.01%，至2017年毛利率高达82.49%，较2016年的77.25%上升5.24个百分点。

公司发布2018半年报业绩预告，预计上半年权益拥有人应占盈利同比增长超过110%，主要原因为主打产品可威销售量大幅增长，叠加公司加大学术推广力度，实现业绩大幅提升。

奥司他韦成为业绩主要动力，东阳光药抗流感领域行业地位凸显

2017年公司抗病毒药物销售额达14.08亿元，同比增长90.3%，2012-2017年间复合增长率达153.4%。抗病毒药物也成公司主要收入来源，2017年抗病毒药物销售额占总营收的87.5%。在抗病毒药物销售大幅提升主要得益于核心产品可威（磷酸奥司他韦）系列的快速增长，2012-2017年间复合增长率达173.3%。至2017年，可威系列销售额占抗病毒药物销售额的99.5%，占总营收的87.5%。

奥司他韦是流感的首选用药，占据主要的市场份额。2017年样本医院奥司他韦在抗流感药的销量占比达到98.86%，销售额占比为92.53%。2017年，根据样本医院数据，东阳光药占奥司他韦销量的96.1%，销售额占比为86.85%，稳居龙头地位。

加大销售团队建设，多领域新品打造新增长点

公司加强销售团队建设，销售人员从2015年196人，2016年翻升至404人，2017年再跃增至856人，占员工总数从2015年的20.7%增长至2017年的42.9%。分销费用2016、2017年增速也高达134.1%和105.7%。

公司新产品的研发最集中于三点：1) 内分泌和代谢类疾病，正在研发三种胰岛素原料药和六种胰岛素制剂，旨在在糖尿病市场占得一席之地；2) 消化系统疾病领域，计划推出多种质子泵抑制剂（PPI），打造国内最完备PPI产品组合之一；3) 抗病毒治疗领域，依托东阳光药业，获得磷酸依米他韦生产销售权利，并展开与太景医药合作。

重组人胰岛素注射液预计2018年底推出市场，公司已于2017年正式组建内分泌及代谢产品队伍，负责苯溴马隆及胰岛素产品的专业学术推广。我们可以预见公司已为胰岛素产品的上市推广做好了准备，内分泌及代谢产品有望继可威系列成为公司新的收入来源。

给予“增持”评级

我们预计2018-2020年净利润分别为8.10、9.95、11.81亿元，对应EPS分别为1.79、2.20、2.61元。我们从港股恒生医疗保健板块中选取主营业务近似，皆为从事化药生物药制剂等研发生产销售的企业作为可比公司，根据可比公司2018年PE，给予东阳光药2018年22倍估值，对应目标价39.38元（46.61港元，2018.7.10汇率），首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：产品无法通过一致性评价的风险；药品价格下降的风险；研发产品批准被延迟或不通过风险；奥司他韦专利到期风险

投资评级

行业 消费品制造业/医疗保健

6个月评级 增持（首次评级）

当前价格 41.40 港元

目标价格 46.61 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	225.82
港股总市值(百万港元)	9,349.07
每股净资产(港元)	6.77
资产负债率(%)	18.95
一年内最高/最低(港元)	51.60/17.82

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 立足抗病毒领域，产品多方向布局.....	3
2. 产品毛利率持续提升，业绩高速增长.....	4
3. 抗病毒领域深耕细作，核心产品市场地位凸显.....	8
4. 加强销售团队建设，加速产品推广.....	9
5. 布局多个领域打造发展新增长点.....	9
6. 盈利预测与估值.....	10

图表目录

图 1：公司发展重要历史节点.....	3
图 2：公司股权结构.....	4
图 3：2012-2017 营业收入、营业利润（亿元）及各增速（右轴）.....	5
图 4：2012-2017 营业收入、毛利润、净利润（亿元）及毛利率、净利率（右轴）.....	5
图 5：2012-2017 公司费用拆分（百万元）.....	5
图 6：2012-2017 主营业务收入拆分（亿元）及各增速（右轴）.....	6
图 7：2012-2017 抗病毒药物收入拆分（亿元）.....	7
图 8：2012-2017 抗病毒药物收入细分占比.....	7
图 9：2012-2017 各主营产品毛利率.....	7
图 10：2012-2017 可威系列产品毛利率.....	7
图 11：公司核心品牌.....	8
图 12：2012-2017 五大核心品牌营收占比.....	8
图 13：2017 年抗流感病毒药物样本医院销量占比.....	8
图 14：2017 年抗流感病毒药物样本医院销售额占比.....	8
图 15：2017 年奥司他韦样本医院销量占比.....	9
图 16：2017 年奥司他韦样本医院销售额占比.....	9
图 17：2015-2017 销售人员数（人）及占总人数比（右轴）.....	9
图 18：2012-2017 分销成本（百万元）及增速（右轴）.....	9
表 1：公司生产销售的 35 款药品.....	6
表 2：流感和普通感冒的主要区别与特点.....	8
表 3：关键胰岛素产品研发进度（截至 2017 年年报）.....	10
表 4：其他重点研发产品.....	10
表 5：公司盈利预测（单位：亿元）.....	11
表 6：同行业公司可比 PE.....	11

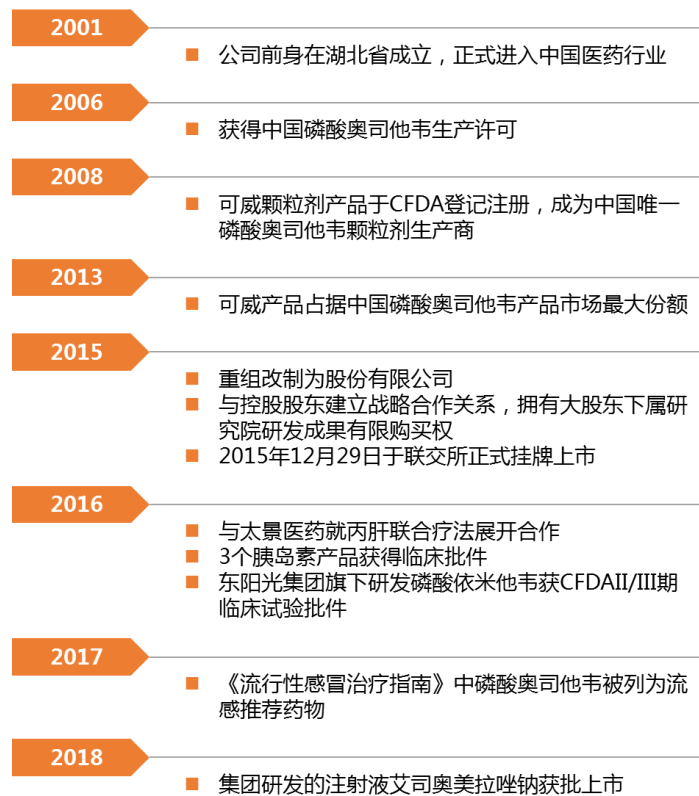
1. 立足抗病毒领域，产品多方向布局

宜昌东阳光长江药业股份有限公司于 2015 年 12 月 29 日在联交所正式挂牌上市，证券代码：1558.HK。公司主要从事抗病毒、内分泌、心血管、抗肿瘤及其他疾病等治疗领域药物产品的研发、制造及销售。

发展历程

公司前身宜昌长江药业有限公司可追溯至 2001 年 8 月于湖北省成立，正式进入医药行业。深圳东阳光实业与香港南北兄弟国际投资有限公司为公司前身两大股东，分别持有 75%和 25%的股权。2015 年 5 月，公司改制为股份有限公司，并在 2015 年 12 月于香港联交所主板成功挂牌上市。

图 1：公司发展重要历史节点



资料来源：公司年报，公司公告，天风证券研究所

据公司 2017 年年报，至 2017 年底，公司在国内生产、销售共有 33 款医药产品，专注于抗病毒、内分泌、心血管、抗肿瘤及其他疾病等治疗领域。抗流感病毒的可威（磷酸奥司他韦）系列产品为公司核心产品。公司于 2006 年获得中国磷酸奥司他韦生产许可，率先推出可威胶囊产品。于 2008 年针对儿童市场推出可威颗粒剂型，成为国内唯一的磷酸奥司他韦颗粒剂生产商。据公司年报，公司的磷酸奥司他韦产品在 2013 至 2017 年间名列中国区销量第一。

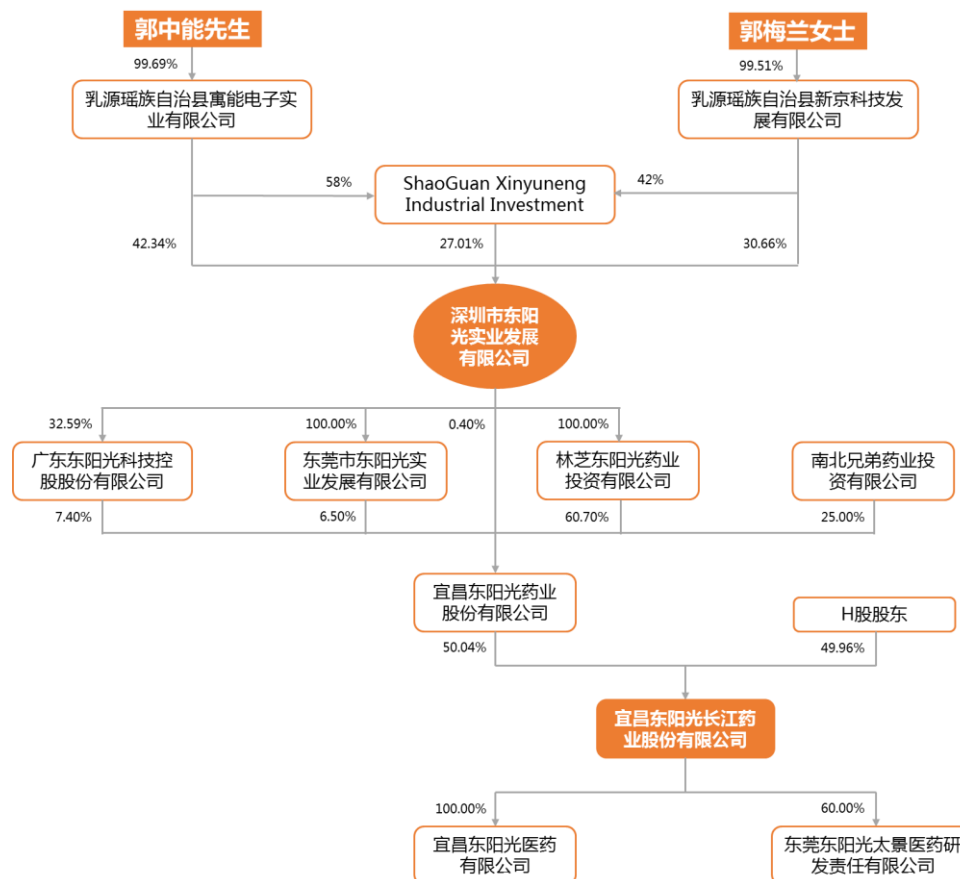
公司立足于抗流感病毒治疗领域的绝对优势，将产品扩张至其他疾病治疗领域。公司计划开发三种胰岛素原料药，并研制成六种胰岛素制剂，2016 年 8 月精蛋白重组人胰岛素注射液、精蛋白重组人胰岛素注射液（预混 30R）、甘精胰岛素注射液等 3 个产品获得 CFDA 临床试验批件，成为公司产品扩展的重要事件。在消化系统疾病领域，公司计划推出多种质子泵抑制剂（PPI），2018 年 4 月，公司研发的注射用艾司奥美拉唑（40mg&20mg）获 CFDA 审批完毕，获准上市。2016 年 2 月，公司与太景生物就开发治疗慢性丙型肝炎病毒新型疗法达成合作意向协议，同年 12 月，东阳光集团旗下新药研发团队研发的 1.1 类创新药丙型肝炎病毒 NS5A 蛋白抑制剂磷酸依米他韦获 II/III 期临床试验批件。此外，公司还有多个研发计划，公司的新产品将会成为提升业务及盈利能力的重要基础。

股权结构

公司最终实际控制公司为深圳东阳光实业发展有限公司，即东阳光集团。东阳光集团最终实际控制人为创始人郭中能先生及其夫人郭梅兰女士。东阳光集团拥有两家上市公司，一个是上交所挂牌上市公司东阳光科，其主营电子材料、新材料及新能源产业，另一家即为联交所挂牌的东阳光药。

公司直接控股公司为宜昌东阳光药业股份有限公司，据 wind 介绍，其主要从事大环内酯类抗生素、抗病毒类、胰岛素等药物的研发、生产和销售，是目前全球规模最大、技术最先进的大环内酯类抗生素原料药生产企业，也是目前最早从事海外仿制药研发、注册、生产的企业之一。

图 2：公司股权结构



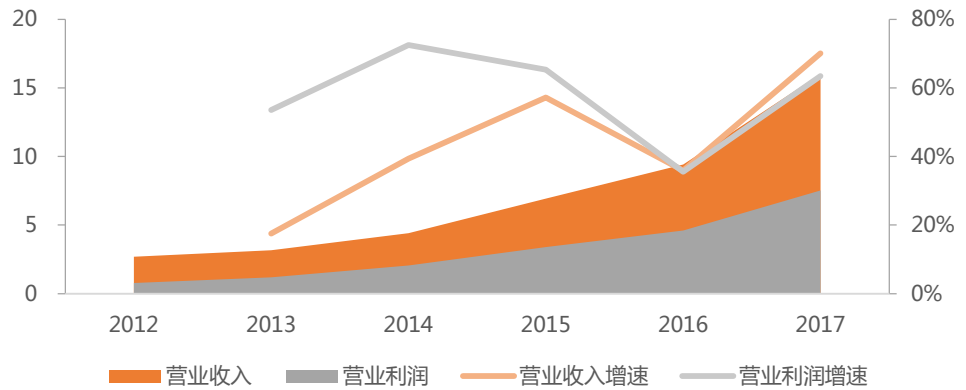
资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司全资子公司宜昌东阳光医药成立于 2005 年 7 月，主要负责公司产品的销售推广业务。2016 年 11 月，公司与太景医药签约与之共同设立合资公司——东莞东阳光太景医药研发，合作开发磷酸依米他韦与伏拉瑞韦联合用药临床试验。

2. 产品毛利率持续提升，业绩高速增长

公司业绩保持高速增长。2017 年营业收入达 16.02 亿元，同比增长 70.1%，较 2012 年营收 2.69 亿元，复合增长率达 42.9%。2017 年营业利润 7.52 亿元，同比增长 63.5%，较 2012 年 0.78 亿元，复合增长率达 57.5%。

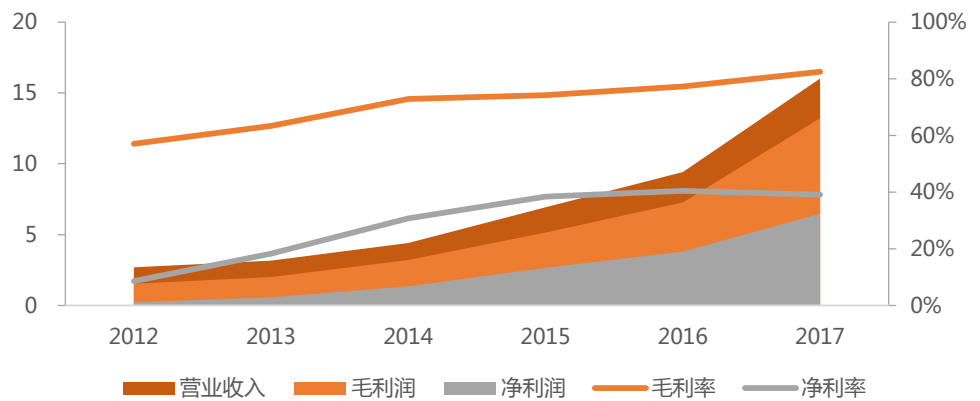
图 3：2012-2017 营业收入、营业利润（亿元）及各增速（右轴）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司业务毛利率逐年上升，2012 年公司毛利率已有 57.01%，至 2017 年毛利率高达 82.49%，较 2016 年的 77.25% 上升 5.24 个 pp。公司净利率在 2012-2015 年间也有较大提升，2012 年公司净利率 8.55%，至 2015 年净利率达 38.35%，2017 年净利率 39.11%。

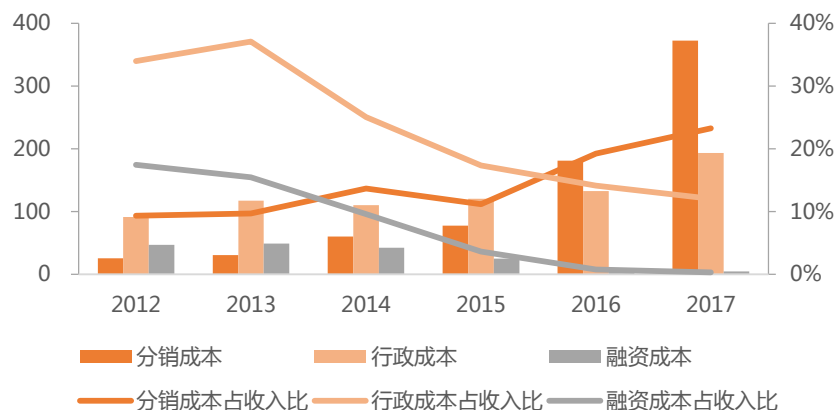
图 4：2012-2017 营业收入、毛利润、净利润（亿元）及毛利率、净利率（右轴）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司在上市后对销售投入也大幅增长，2016、2017 年分销成本同比增长分别为 134.1% 和 105.7%。分销成本占收入比例也有大幅提升，2015 年仅为 11.2%，2016、2017 年占比分别达到 19.2 和 23.2%。公司行政成本略有增长，但占收入比例呈下降趋势。上市后，公司融资压力大大下降，融资成本大幅下降至较低水平。

图 5：2012-2017 公司费用拆分（百万元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

奥司他韦——公司成长的主要动力

公司拥有足够丰富的产品线，目前共计生产销售 35 款药品。同时，公司能够生产 11 种原料药，主要供自身使用。公司将所销售药品按治疗领域分为四个板块分别为：抗病毒药物、内分泌及代谢药物、心血管药物和其他药物。

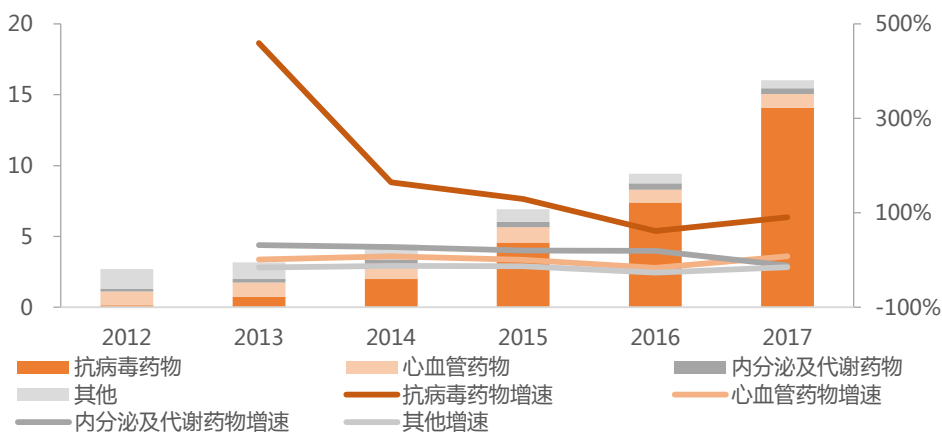
表 1：公司生产销售的 35 款药品

抗病毒药物			其他药物		
产品名	规格剂型	适应症	产品名	规格剂型	适应症
磷酸奥司他韦	75mg/胶囊剂	抗流感	盐酸西替利嗪	10mg/分散片	过敏
	15mg/颗粒剂		阿奇霉素	0.25mg/胶囊剂	抗生素
	25mg/颗粒剂			0.1g/干混悬剂	
更昔洛韦	0.25g/注射剂	一般抗病毒		0.25g/分散片	
盐酸伐昔洛韦	0.3g/片剂	抗水痘及疱疹病毒		0.25g/注射剂	
泛昔洛韦	0.25g/片剂	一般抗病毒	克拉霉素	0.25g/片剂	抗生素
苦参素	0.1g/分散片	抗乙肝病毒		0.25g/分散片	
内分泌及代谢药物			罗红霉素	0.15g/片剂	抗生素
产品名	规格剂型	适应症	氟康唑	50mg/胶囊剂	抗真菌
苯溴马隆	50mg/片剂	高尿酸痛风	奥沙普秦	0.2g/片剂	风湿
格列吡嗪	5mg/胶囊剂	2 型糖尿病	吗替麦考酚酯	0.5g/注射剂	器官排斥
心血管药物			福多司坦	0.2g/片剂	呼吸道疾病
产品名	规格剂型	适应症	磷酸苯丙哌林	20mg/颗粒剂	呼吸道疾病
替沙米坦	40mg/片剂	高血压	乳酸左氧氟沙星	0.1g/片剂	抗生素
	80mg/片剂		盐酸环丙沙星	0.25g/片剂	抗生素
苯磺酸氨氯地平	5mg/片剂	高血压	兰索拉唑	15mg/片剂	减少胃酸分泌
辛伐他汀	10mg/片剂	高胆固醇血症	法莫替丁	20mg/胶囊剂	胃肠道溃疡
	20mg/片剂		艾司奥美拉唑钠	20mg/注射剂	胃肠道溃疡
赖诺普利	10mg/片剂	高血压		40mg/注射剂	
奥扎格雷钠	注射剂	血栓			

资料来源：CFDA，招股说明书，天风证券研究所

主营抗病毒药物连年大幅增长，至 2017 年抗病毒药物销售额达 14.08 亿元，同比增长 90.3%，2012-2017 年间复合增长率高达 153.4%。抗病毒药物也成公司主要收入来源，2017 年抗病毒药物销售额占总营收的 87.5%。

图 6：2012-2017 主营业务收入拆分（亿元）及各增速（右轴）

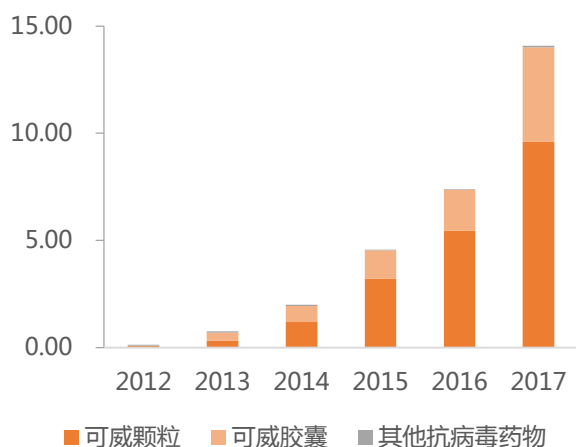


资料来源：公司年报，天风证券研究所

在抗病毒药物销售大幅提升中，主要是公司核心产品可威（磷酸奥司他韦）系列的快速增

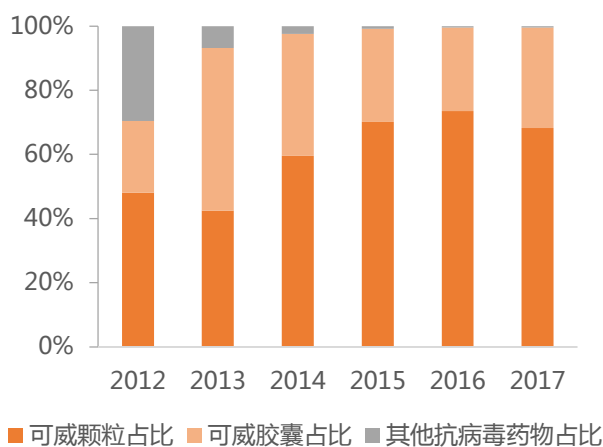
长，2012-2017 年间复合增长率高达 173.3%。至 2017 年，可威系列销售额占抗病毒药物销售额的 99.5%，占总营收的 87.5%。其中可威颗粒和可威胶囊分别占抗病毒药物销售额的 68.3%和 31.4%。

图 7：2012-2017 抗病毒药物收入拆分（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 8：2012-2017 抗病毒药物收入细分占比

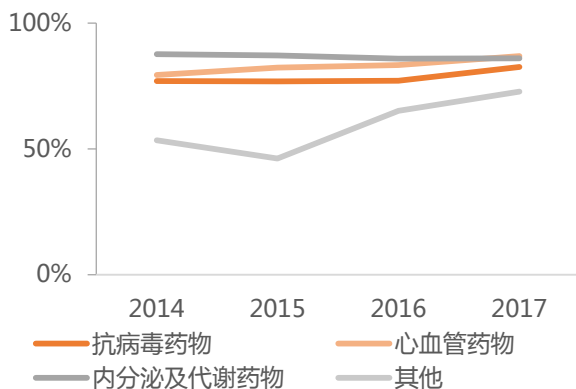


资料来源：公司年报，天风证券研究所

各板块药物毛利率均在较高水平，2017 年抗病毒、心血管、内分泌及代谢和其他药物毛利率分别为 82.5%、86.9%、86.0%和 72.8%。并且，2017 年各板块毛利率均有一定幅度提升，抗病毒、心血管、内分泌及代谢和其他药物毛利率较上一年分别提升 5.42%、3.62%、0.07%和 7.67%。

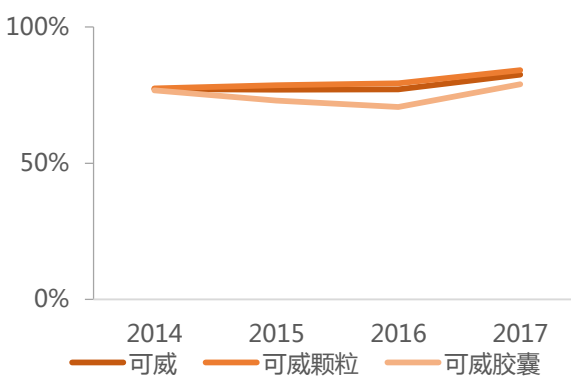
可威系列产品 2017 年综合毛利率为 82.5%，提升 5.45%。其中可威颗粒剂毛利率为 84.2%，提升 4.82%；可威胶囊剂毛利率 79.0%，提升 8.29%。

图 9：2012-2017 各主营产品毛利率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 10：2012-2017 可威系列产品毛利率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

抗流感的可威系列与治疗 and 预防高血压的欧美宁（替米沙坦片）、欣海宁（苯磺酸氨氯地平片）、治疗高尿酸血症的尔同舒（苯溴马隆片）和抗组胺的喜宁（盐酸西替利嗪片）这五大畅销产品构成公司核心品牌群。

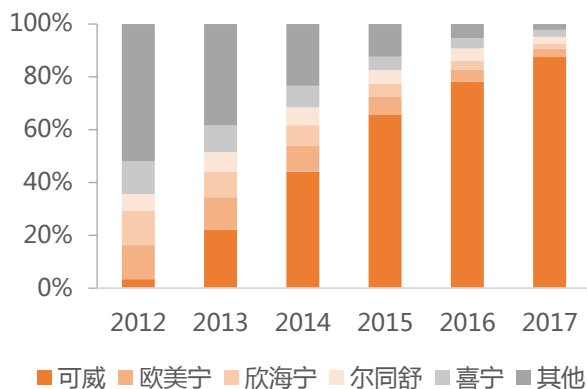
此五大畅销品牌产品占据公司营收的绝大部分，2015 年-2017 年分别占总营收的 87.6%、94.6%和 97.8%。

图 11：公司核心品牌



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 12：2012-2017 五大核心品牌营收占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

3. 抗病毒领域深耕细作，核心产品市场地位凸显

流行性感冒与普通感冒相区别，流感是由流感病毒引起的急性呼吸道感染，具有强传染性，且具有明显季节性。在治疗时，普通 OTC 感冒药对流感效果甚微，推荐使用抗流感病毒药物。

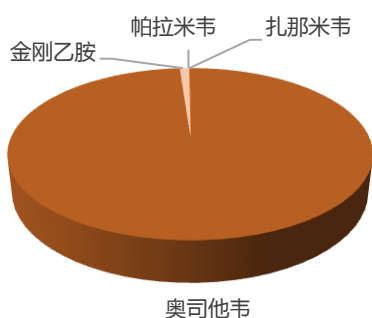
表 2：流感和普通感冒的主要区别与特点

	流感	感冒
病原体	流感病毒（甲乙丙丁）	多种病原体引起，如鼻病毒、腺病毒、细菌及支原体等
传染性	强	弱
季节性	有明显季节性(我国北方为 11 月至次年 3 月多发)	季节性不明显
症状	多高热（39-40° C）、伴寒颤、全身症状较重、有时可以导致人死亡	打喷嚏、流鼻涕、不发热或仅有低热、全身症状较轻、无寒颤，一般 3-5 天痊愈
发热持续时间	3-5 天	1-2 天
病程	5-10 天	5-7 天
并发症	可合并中耳炎、肺炎、心肌炎、脑膜炎或脑炎	少见
流行情况	容易出现大爆发	一般不会大流行
治疗方式	抗流感病毒药物治疗	以支持疗法为主，注意休息、多饮水、饮食清淡；若细菌感染用抗生素治疗

资料来源：国家卫计委，天风证券研究所

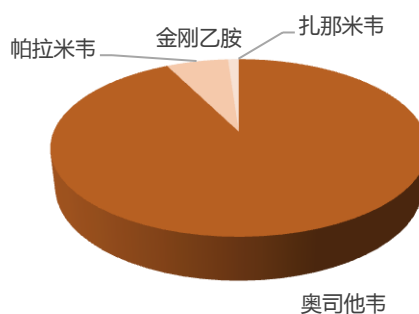
奥司他韦是流感的首选用药，占据主要的市场份额。2017 年样本医院奥司他韦在抗流感药的销量占比达到 98.86%，销售额占比为 92.53%。

图 13：2017 年抗流感病毒药物样本医院销量占比



资料来源：PDB 数据库，天风证券研究所

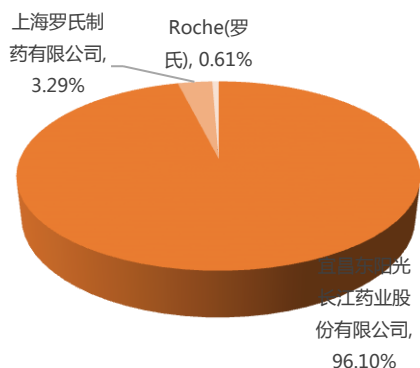
图 14：2017 年抗流感病毒药物样本医院销售额占比



资料来源：PDB 数据库，天风证券研究所

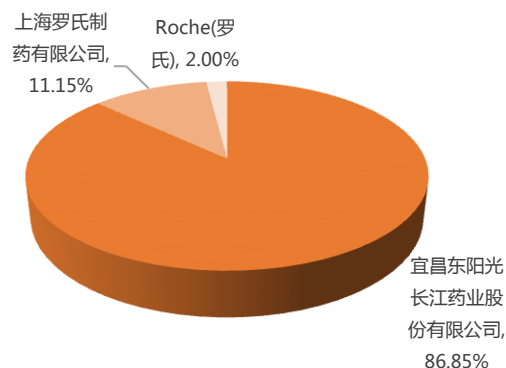
奥司他韦是由罗氏开发生产的产品，商品名为 Tamiflu（达菲）。根据 CFDA，仅有罗氏、宜昌东阳光长江药业和上海中西三维药业 3 家持有奥司他韦生产注册批文，两家国内公司是由罗氏授权生产。2017 年，根据样本医院数据，东阳光药占奥司他韦销量的 96.1%，销售额占比为 86.85%，稳居龙头地位。

图 15：2017 年奥司他韦样本医院销量占比



资料来源：PDB 数据库，天风证券研究所

图 16：2017 年奥司他韦样本医院销售额占比

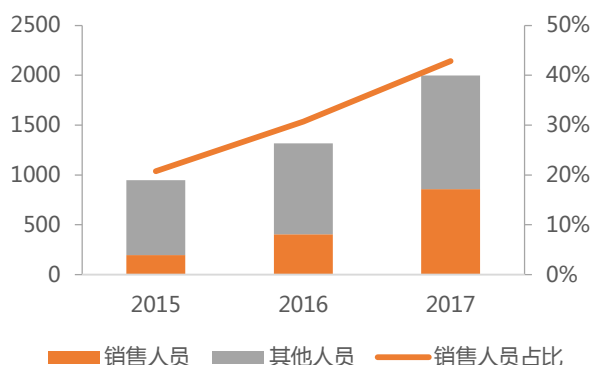


资料来源：PDB 数据库，天风证券研究所

4. 加强销售团队建设，加速产品推广

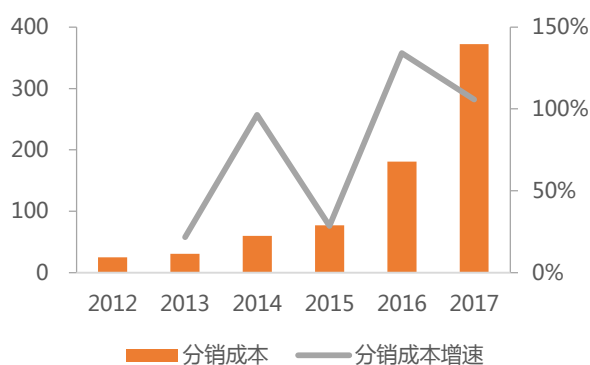
公司近两年加强销售团队建设，销售人员从 2015 年 196 人，2016 年攀升至 404 人，2017 年再跃增至 856 人，占员工总数从 2015 年的 20.7% 增长至 2017 年的 42.9%。分销费用 2016、2017 年增速也高达 134.1% 和 105.7%。

图 17：2015-2017 销售人员数（人）及占总人数比（右轴）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 18：2012-2017 分销成本（百万元）及增速（右轴）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司销售体系为学术推广团队+建设分销网络。公司自有销售人员从事销售、营销及分销活动，同时公司拥有覆盖全国的第三方分销商，截至 2017 年底公司已与 1205 家第三方分销商建立合作关系。公司针对核心产品可威，将可威颗粒和可威胶囊针对不同科室现状，组建专业团队进行分线销售管理。

2017 年，公司正式组建内分泌及代谢产品队伍，负责苯溴马隆及后续胰岛素产品的专业学术推广。我们可以预见公司已为胰岛素产品的上市推广做好了充分准备，内分泌及代谢产品有望继可威系列成为公司新的收入来源。

5. 布局多个领域打造发展新增长点

公司新产品的研发最主要集中于三点：1) 内分泌和代谢类疾病，正在研发三种胰岛素原料药和六种胰岛素制剂，意图在糖尿病市场占得一席；2) 消化系统疾病领域，计划推出多种质子泵抑制剂 (PPI)，打造国内最完备 PPI 产品组合之一；3) 抗病毒治疗领域，依托东阳光药业，获得磷酸依米他韦生产销售权利，并与展开太景医药合作。

公司胰岛素产品线涵盖二代和三代产品。重组人胰岛素注射液预计 2018 年底推出市场，这将是公司的一个重要新增长点。同时有多个产品处在临床三期阶段，也将陆续推出。

表 3：关键胰岛素产品研发进度（截至 2017 年年报）

胰岛素产品	当前所处阶段	计划推出时间
重组人胰岛素注射液	待报产	2018 年底至 2019 年初
精蛋白重组人胰岛素注射液（预混 30R）	临床 III 期	2020 年底
甘精胰岛素注射液	临床 III 期	2020 年底
门冬胰岛素注射液	临床 I 期	2020 年底
门冬胰岛素 30 注射液	临床 III 期	2020 年底

资料来源：公司年报，天风证券研究所

在消化系统疾病领域，2018 年 4 月，公司研发的注射用艾司奥美拉唑（40mg&20mg）获 CFDA 审批完毕，获准上市。此外公司计划的 PPI 产品线上还有注射用泮托拉唑钠和注射用雷贝拉唑钠。

东阳光集团旗下新药研发团队研发的 1.1 类创新药丙肝病毒 NS5A 蛋白抑制剂磷酸依米他韦在 2017 年 6 月启动了与索非布韦联用的临床 II 期试验，并在 2018 年第一季度展开 III 期试验。同时，公司与太景医药合作开发的 NS3/4A 蛋白酶抑制剂伏拉瑞韦分别在 2017 年 8 月和 2017 年 11 月启动了 I 期临床试验以及与磷酸依米他韦联用的 DDI 研究。

除以上三个公司研发重点外，在其他治疗领域也均有布局。

表 4：其他重点研发产品

产品名称	治疗领域	适应症
尼美舒利分散片	肌肉-骨骼系统	治疗关节炎，亦用于治疗剧烈疼痛及炎症
西洛他唑片	血液和造血器官	血管扩张作用及抗血小板功能
枸橼酸托法替布片	肌肉-骨骼系统	治疗关节炎
阿齐沙坦酯片	心血管系统	治疗高血压
注射用奥氮平	中枢神经系统	治疗精神分裂及躁郁症
奥氮平干混悬液	中枢神经系统	治疗精神分裂及躁郁症

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

6. 盈利预测与估值

关键假设：

1) 公司主要产品磷酸奥司他韦虽面临专利到期，但目前仍无其他企业进入。由于受 2017 年底流感爆发影响，公司 2017 年业绩大增，考虑流感大爆发非经常性事件，预测 2018-2020 年增速有所回落，我们预计可威系列产品同比增速分别为 30%、25%、20%。

2) 公司组建内分泌及代谢产品队伍，负责苯溴马隆及后续胰岛素产品的专业学术推广。同时 2018 年底胰岛素产品上市。我们预计内分泌及代谢产品有望得到增长，同比增速分别为 10%、12%、15%。

3) 公司心血管药物产品方面，我们预测其增速保持相对稳定增长，同比增速保持 5%。公司其他业务营收保持减少趋势，我们预计同比增速分别为 -15%、-12%、-10%。

4) 公司三费方面，分销费用率近年逐年上升，公司未来推广新品将会有进一步支出，我们预计公司销售费用率进一步提升，分别为 25%、27%、28%；行政费用延续下降趋势分别为 11%、10%、10%；融资费用率也继续下降至 0.20%、0.18%、0.15%。

5) 预计 2018-2020 年净利润分别为 8.10、9.95、11.81 亿元，对应 EPS 分别为 1.79、2.20、2.61 元。

表 5：公司盈利预测（单位：亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4.41	6.93	9.42	16.02	20.25	24.87	29.53
YOY		57.16%	35.88%	70.11%	26.41%	22.84%	18.75%
毛利率	72.82%	74.26%	77.25%	82.49%	82.21%	82.30%	82.36%
抗病毒药物	1.99	4.57	7.40	14.08	18.30	22.88	27.45
YOY		129.39%	61.73%	90.31%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	76.94%	76.79%	77.05%	82.47%	82.43%	82.43%	82.43%
其中：可威颗粒	1.20	3.22	5.44	9.62	12.50	15.63	18.75
YOY		168.30%	69.30%	76.67%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	77.52%	78.62%	79.33%	84.15%	84.00%	84.00%	84.00%
其中：可威胶囊	0.75	1.32	1.92	4.40	5.71	7.14	8.57
YOY		77.27%	45.07%	128.99%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	76.72%	72.99%	70.68%	78.98%	79.00%	79.00%	79.00%
心血管药物	1.06	1.07	0.89	0.96	1.01	1.06	1.12
YOY		0.82%	-16.72%	8.02%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	79.39%	82.26%	83.26%	86.88%	85.00%	85.00%	85.00%
内分泌及代谢药物	0.33	0.39	0.47	0.41	0.45	0.51	0.59
YOY		20.09%	19.70%	-11.52%	10.00%	12.00%	15.00%
毛利率	87.64%	87.12%	85.90%	85.97%	85.00%	85.00%	85.00%
其他	1.03	0.89	0.66	0.56	0.48	0.42	0.38
YOY		-13.06%	-26.40%	-14.94%	-15.00%	-12.00%	-10.00%
毛利率	53.35%	46.12%	65.12%	72.79%	65.00%	65.00%	65.00%
分销费用率	13.63%	11.15%	19.21%	23.23%	25.00%	27.00%	28.00%
行政费用率	25.02%	17.34%	14.10%	12.05%	11.00%	10.00%	10.00%
融资费用率	9.60%	3.59%	0.77%	0.27%	0.20%	0.18%	0.15%
净利润	1.35	2.66	3.81	6.47	8.10	9.95	11.81
EPS	0.45	0.79	0.84	1.43	1.79	2.20	2.61

资料来源：公司年报，天风证券研究所

我们从港股恒生医疗保健板块中选取主营业务近似，皆为从事化药生物药制剂等研发生产销售的企业作为可比公司，根据可比公司 2018 年 PE，给予东阳光药 2018 年 22 倍估值，对应目标价 39.38 元（46.61 港元，2018.7.10 汇率），首次覆盖给予“增持”评级。

表 6：同行业公司可比 PE

证券代码	证券简称	收盘价	2018E PE	2019E PE	2018E EPS	2019E EPS	2018E PEG
1177.HK	中国生物制药	11.84	44.71	35.75	0.22	0.28	1.47
1093.HK	石药集团	22.90	39.47	31.08	0.58	0.73	1.28
1530.HK	三生制药	17.54	31.46	24.99	0.47	0.59	1.12

资料来源：wind，天风证券研究所

注：收盘价为 2018 年 7 月 9 日价格，18 和 19 年为 Wind 一致预期数据

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com