

买入 (维持)

01558.HK 东阳光药

港股通 (深)

目标价: 40.00 港元

现价: 30.15 港元

可威持续增长, 产品结构升级值得期待

2020年5月11日

预期升幅: 32.7%

## 主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额 (百万元)	6,224	6,331	7,024	7,529
同比增长	147.9%	1.7%	10.9%	7.2%
归母净利润 (百万元)	1,919	1,939	2,111	2,260
同比增长	103.6%	1.0%	8.9%	7.1%
毛利率	85.2%	83.9%	82.7%	82.4%
归母净利润率	30.8%	30.6%	30.0%	30.0%
净资产收益率	0.21	0.32	0.28	0.25
摊薄每股收益 (元)	4.10	3.96	4.28	4.56
市盈率 (倍)	6.62	6.85	6.33	5.94

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

## 市场数据

日期	2020.5.8
收盘价 (港元)	30.15
总股本 (百万股)	444
流通股本 (百万股)	218
总市值 (亿港元)	134
流通市值 (亿港元)	66
净资产 (亿元)	44.09
总资产 (亿元)	99.12
每股净资产 (元)	9.82

数据来源: Wind

## 相关报告

《多层次销售网络已成, 期待新品陆续兑现》2020-04-22

## 海外医药研究

## 分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

## 联系人:

蔡莹琛

caiyingchen@xyzq.com.cn

SFC: BLT552

李伟

liweil9@xyzq.com.cn

SAC: S0190519110001

## 投资要点

- **一季度可威继续增长, 院外渠道贡献提升:** 公司 2020Q1 实现营业收入 20.11 亿元人民币 (下同), 同比增长 5.57%; 归母净利润 (不考虑可转债影响) 8.75 亿元, 同比增长 9.29%。一季度可威的销售仍然维持了增长。从产品剂型来看, 胶囊剂增长更快, 在可威总收入中的占比有所上升。从销售渠道来看, 在疫情影响下, 人口流动性降低, 医院端收入占比下降, 而药店、互联网渠道的销售占比显著提升, 达到 40% 以上, 这也与公司积极开拓院外销售渠道有关。整体来看, 销售渠道的多元化仍然是公司坚定执行的发展策略, 未来新渠道开拓的成效将逐步显现。
- **积极扩充产品线, 结构优化可期:** 1 月底国内疫情爆发以后, 政府部门迅速采取了应对措施, 通过切断传播途径的方式来控制疫情的发展, 取得了显著成效。在传播途径被切断的情况下, 流感病毒的传播也得到了控制。若未来一段时间疫情防控措施仍然持续, 我们预计今年流感的发病率将较往年降低, 抗流感药物终端需求也将下降。国内若干奥司他韦仿制药即将上市, 或对市场格局产生影响, 但考虑到颗粒剂是公司的独家剂型, 且公司在生产成本、产能、品牌知名度、销售渠道等方面具备优势, 预计仿制药上市对可威颗粒剂的影响有限。在新产品方面, 抗丙肝药物、胰岛素以及化学仿制药的研发都稳步推进, 预计这一两年将有较多产品上市, 优化公司产品结构。此外, 我们预计公司未来与研究院仍有多层次多种方式的, 丰富管线同时贡献一定业绩增量。
- **盈利预测与估值:** 综合考虑疫情对公司产品销售的影响以及一季度业绩的情况, 我们下调 2020-2022 年预测收入至 63.31、70.24 和 75.29 亿元, 同比增长 1.7%、10.9%、7.2%, 下调幅度分别为 21.2%、23.6%、25.8%; 下调 2020-2022 年预测归母净利润 (考虑可转换债利息的影响) 至 19.39、21.11 和 22.60 亿元, 同比增长 1.0%、8.9%、7.1%, 下调幅度分别为 21.6%、25.8%、28.5%。下调目标价至 40.0 港元, 对应 2020-2022 年分别为 9.09、8.40、7.89 倍市盈率, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情影响超预期, 市场竞争加剧, 新产品销售不达预期, 流感发病率下降超预期。



**报告正文**

- **一季度可威继续增长，院外渠道贡献提升：**公司 2020 年第一季度实现营业收入 20.11 亿元人民币（下同），同比增长 5.57%；归母净利润（不考虑可转债影响）8.75 亿元，同比增长 9.29%；若考虑可转债影响，归母净利润为 7.81 亿元，同比增长 0.68%。可威仍然是当前的主要收入来源，虽然一季度的销售一定程度上受到了疫情的影响，但仍然维持了增长。从产品剂型来看，胶囊剂增长更快，在可威总收入中的占比有所上升。从销售渠道来看，在疫情影响下，人口流动性降低，人们去医院的意愿下降，导致医院端的收入占比减小，而药店、互联网渠道的销售占比较去年同期显著提升，达到 40% 以上，这也与公司积极开拓院外销售渠道有关，包括与九州通合作加强 OTC 渠道建设、与阿里健康等线上运营商合作拓展线上销售渠道等。整体来看，销售渠道的多元化仍然是公司坚定执行的发展策略，未来新渠道开拓的成效将逐步显现。
- **积极扩充产品管线，结构优化可期：**作为公司目前的核心品种，可威在销售额持续增长的同时也面临挑战。1 月底国内疫情爆发以后，在没有特效药和疫苗的情况下，政府部门迅速采取了应对措施，通过切断传播途径的方式来控制疫情的发展，民众亦通过减少外出、出门戴口罩等方式积极响应，并取得了显著成效。在传播途径被切断的情况下，流感病毒的传播也得到了控制。若未来一段时间出门戴口罩等疫情防控措施仍然持续，我们预计今年流感的发病率将较往年降低，导致抗流感药物终端需求的下降。另一方面，国内已有几款奥司他韦仿制药即将上市，上市后或对市场格局产生影响，但考虑到颗粒剂是公司的独家剂型，专利 2026 年才到期，且公司在生产成本、产能、品牌知名度、销售渠道等方面具备优势，我们预计仿制药上市对可威颗粒剂的影响有限。在新产品方面，抗丙肝药物、各类胰岛素以及众多化学仿制药的研发都稳步推进，预计这一两年将有较多产品获批上市，优化公司产品结构。此外，我们预计公司未来与研究院仍有多层次多种方式的合作，丰富管线同时贡献一定业绩增量。
- **盈利预测与估值：**综合考虑疫情对公司产品销售的影响以及一季度业绩的情况，我们下调 2020-2022 年预测收入至 63.31、70.24 和 75.29 亿元，同比增长 1.7%、10.9%、7.2%，下调幅度分别为 21.2%、23.6%、25.8%；下调 2020-2022 年预测归母净利润（考虑可转换债利息的影响）至 19.39、21.11 和 22.60 亿元，同比增长 1.0%、8.9%、7.1%，下调幅度分别为 21.6%、25.8%、28.5%。下调目标价至 40.0 港元，对应 2020-2022 年分别为 9.09、8.40、7.89 倍市盈率，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响超预期，市场竞争加剧，新产品销售不达预期，流感发病率下降超预期。

## 附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	5331	5155	6415	6818	
现金及现金等价物	2779	2559	3535	3732	
应收款项	2359	2400	2663	2854	
存货	192	196	217	233	
其他流动资产	0	0	0	0	
<b>非流动资产</b>	4582	6215	6637	8157	
商誉	76	76	76	76	
联营和共同控制实体投资	1556	1089	871	2614	
预付款项	1791	3361	3317	3271	
固定资产	235	230	226	222	
土地使用权	828	1357	2041	1863	
无形资产	96	101	106	111	
递延税项资产	0	0	0	0	
<b>总资产</b>	9912	11370	13052	14975	
<b>流动负债</b>	2312	2445	2758	3124	
短期借款	133	106	85	68	
应付款项	1888	2171	2497	2872	
应交税费	155	163	171	180	
其他	136	5	5	5	
<b>非流动负债</b>	2978	2966	2877	2870	
可转换债券	2853	2853	2853	2853	
其他	125	114	25	17	
<b>负债合计</b>	5289	5411	5635	5994	
股本	449	449	449	449	
储备	3960	5317	6794	8376	
母公司股东应占权益	4409	5766	7243	8825	
非控制性股东权益	215	193	174	156	
<b>总权益</b>	4623	5959	7417	8981	
<b>总负债和总权益</b>	9912	11370	13052	14975	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
除税前利润	2269	2338	2550	2735	
折旧和摊销	109	156	225	288	
营运资本的变动	-452	706	260	-1575	
其他经营活动	-131	-209	-330	-284	
<b>经营活动产生现金流量</b>	1794	2990	2705	1163	
资本性支出	-718	-2251	-860	-60	
其他投资活动	-993	0	0	0	
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1710	-2251	-860	-60	
借款变动	423	-173	-32	-24	
发行股份	-246	0	0	0	
发行可转债	2681	0	0	0	
其他融资活动	-758	-786	-838	-882	
<b>融资活动产生现金流量</b>	2100	-959	-869	-907	
现金净变动	2184	-220	976	196	
现金的期初余额	594	2779	2559	3535	
<b>现金的期末余额</b>	2779	2559	3535	3732	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>营业额</b>	6224	6331	7024	7529	
销售成本	-922	-1022	-1217	-1326	
<b>毛利</b>	5302	5309	5807	6203	
其他收入	45	47	43	38	
销售费用	-2361	-2296	-2547	-2730	
管理费用	-508	-517	-548	-572	
其他费用	-4608	-1382	-415	-124	
<b>经营溢利</b>	2474	2542	2755	2939	
财务费用	-205	-205	-205	-205	
应占子公司溢利	0	0	0	0	
<b>除所得税前溢利</b>	2269	2338	2550	2735	
所得税开支	-362	-421	-459	-492	
<b>除所得税后溢利</b>	1907	1917	2091	2242	
少数股东权益	-12	-21	-19	-17	
<b>归属母公司净利润</b>	1919	1939	2111	2260	
EPS	4.27	4.32	4.70	5.03	
EPS (稀释)	4.10	3.96	4.28	4.56	

## 主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>				
营业额增长率	147.9%	1.7%	10.9%	7.2%
归母净利润增长率	103.6%	1.0%	8.9%	7.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	85.2%	83.9%	82.7%	82.4%
净利率	30.6%	30.3%	29.8%	29.8%
ROE	21.2%	32.2%	28.2%	25.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	53.4%	47.6%	43.2%	40.0%
流动比率	2.31	2.11	2.33	2.18
速动比率	2.22	2.03	2.25	2.11
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.65	0.41	0.39	0.37
应收帐款周转率	4.85	3.12	3.01	2.80
应付账款周转率	0.72	0.50	0.52	0.49
存货周转率	5.17	5.27	5.90	5.90
<b>每股资料</b>				
每股收益 (稀释)	4.10	3.96	4.28	4.56
每股经营现金流	4.00	6.66	6.03	2.59
每股净资产	10.30	13.28	16.53	20.01
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	6.62	6.85	6.33	5.94
PB	2.63	2.04	1.64	1.36

**【信息披露】**

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。本人确认并没有在发表报告之前 30 日内交易或买卖该等证券。本人及本人之有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员。本人及本人之有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

**【有关财务权益及商务关系的披露】**

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

**【法律声明】**

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

**请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明**

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。