

买入 (维持)

01558.HK 东阳光药

港股通 (深)

目标价: 61.0 港元

现价: 34.6 港元

多层次销售网络已成, 期待新品陆续兑现

2020年4月22日

预期升幅: 76.3%

主要财务指标

市场数据

日期	2020.4.21
收盘价(港元)	34.60
总股本(百万股)	444
流通股本(百万股)	218
总市值(亿港元)	154
流通市值(亿港元)	75
净资产(亿元)	46.23
总资产(亿元)	99.12
每股净资产(元)	9.82

数据来源: Wind

相关报告

《新增两款降糖药物, 糖尿病全布局初步形成》2019-11-18

《2019年业绩再创新高, 渠道下沉打造国民抗病毒防线》2020-02-26

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

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额(百万元)	6,224	8,035	9,195	10,146
同比增长	147.9%	29.1%	14.4%	10.3%
归母净利润(百万元)	1,919	2,472	2,845	3,161
同比增长	103.6%	28.8%	15.1%	11.1%
毛利率	85.2%	84.2%	83.3%	83.3%
归母净利润率	30.8%	30.8%	30.9%	31.2%
净资产收益率	0.18	0.39	0.34	0.30
摊薄每股收益(元)	4.10	4.96	5.67	6.26
市盈率(倍)	7.60	6.27	5.50	4.98

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **业绩持续强劲增长:** 公司 2019 年实现营业收入 62.24 亿元人民币(下同), 同比增长 147.9%; 归母净利润 19.19 亿元, 同比增长 103.6%; 若不考虑可转换债影响, 调整后归母净利润为 20.96 亿元, 同比增长 122.4%。
- **销售渠道多元化助力可威持续增长:** 公司产品目前覆盖了 2000 多家三级医院、8000 多家二级医院以及 10 万家基层医疗机构。随着渠道下沉策略的持续推进, 基层市场有望进一步打开。此外, 公司通过与九州通合作在 OTC 渠道的拓展上取得显著突破, 也与阿里健康、华润商业等知名线上运营商展开合作, 有望打通线上销售渠道。
- **可威凭借多维优势, 短期不惧竞争:** 目前有若干企业正在开发奥司他韦仿制药, 最快预计将于近一两年上市。考虑到每年流感季可威均供不应求, 新产能注入市场对产品价格的冲击仍然可控。同时, 在无法确保产能满足市场需求的情况下, 短期内对奥司他韦进行带量采购的可能性较小。
- **新品上市潮来临, 优化产品管线:** 3 款产品在第二批带量采购中中标, 将为公司带来收入增量。近期引进的 33 个化学仿制药中, 5 个已获生产批件, 26 个处于上市申请阶段, 预计 2020 年将有多产品获批。此外, 公司的抗丙肝药物、胰岛素系列产品、非胰岛素降糖药等在研产品也处于上市前夕。随着新产品的陆续上市, 公司的收入结构将不断优化。
- **盈利预测与估值:** 考虑到疫情对公司临床试验开展、新产品上市进度、业务拓展等方面产生影响, 我们下调 2020-2021 年预测收入至 80.35 和 91.95 亿元, 2022 年预测收入为 101.46 亿元, 同比增长 29.1%、14.4% 和 10.3%, 2020-2021 年下调幅度分别为 3.5% 和 10.9%; 下调 2020-2021 年预测归母净利润至 24.72 和 28.45 亿元, 2022 年预测归母净利润为 31.61 亿元, 同比增长 28.8%、15.1% 和 11.1%, 2020-2021 年下调幅度分别为 4.1% 和 12.5%。维持目标价 61.0 港元, 对应 2020-2022 年分别为 11.06、9.69 和 8.77 倍市盈率, 20PEG 为 0.51, 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, 流感发病率下降风险。



报告正文

● 业绩持续强劲增长

公司 2019 年实现营业收入 62.24 亿元人民币（下同），同比增长 147.9%；归母净利润 19.19 亿元，同比增长 103.6%；若不考虑可转换债影响，调整后归母净利润为 20.96 亿元，同比增长 122.4%。基本每股收益 4.27 元，同比增长 104.3%；综合毛利率为 85.2%，较 2018 年的 84.1%略有上升，主要原因是核心产品可威销量增长带来的规模效应。

图 1、2015-2019 年公司营业收入与毛利率

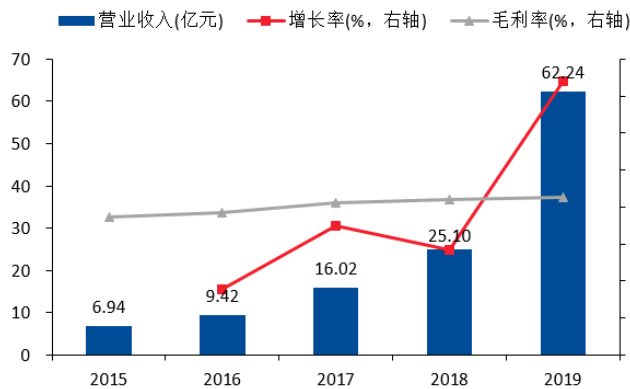
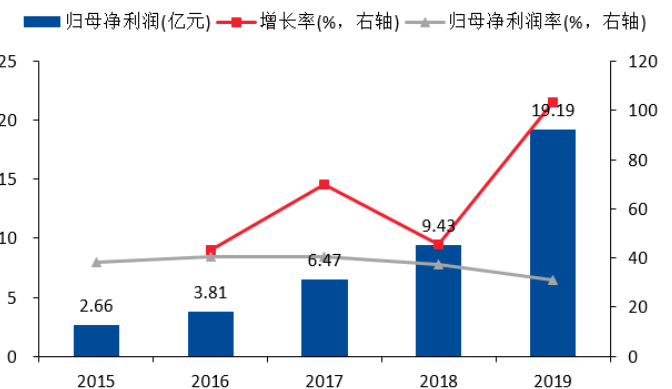


图 2、2015-2019 年公司归母净利润



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院

从收入端来看，2019 年可威的销售继续呈现超高速增长态势，同比增长 164.1%至 59.33 亿元，是公司收入增长的主要原因，其中颗粒剂和胶囊剂的销售额分别为 42.73 亿元和 16.61 亿元。从费用端来看，2019 年销售费用率继续上升，主要原因是公司扩建销售队伍、加大产品的市场推广力度；管理费用率较 2018 年显著下降，主要原因是营业收入规模的扩大以及部分研发开支满足资本化条件形成了无形资产导致研发费用下降；财务费用率上升主要是公司于 2019 年 2 月发行了年利率为 3% 的 4 亿美元可转换债所致。

图 3、2015-2019 年可威销售额

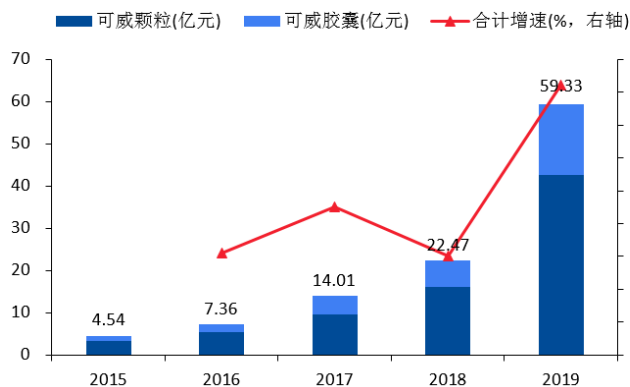
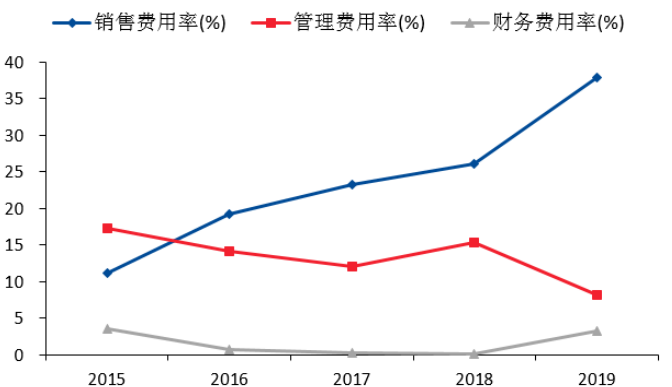


图 4、2015-2019 年公司期间费用率



请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院

● 销售渠道多元化助力可威持续增长

近年来可威销售额持续高增长，除了奥司他韦已被临床实践证明的安全有效以外，公司学术推广的不断深入、医生和患者对可威品牌认可度的提高、销售渠道下沉等也是重要驱动力。截至 2019 年底，公司销售人员达到 4300 多人，较 2018 年增加 1600 多人，为产品的市场推广奠定了坚实的基础；产品覆盖了 2000 多家三级医院、8000 多家二级医院以及 10 万家基层医疗机构，但基层医疗机构的渗透率还不高，约 10% 左右。随着渠道下沉策略的持续推进，基层市场有望进一步打开，成为可威销售新的增长点。此外，公司也通过对外合作的方式积极开拓其他销售渠道。2019 年 11 月，公司与九州通达成合作协议，授权九州通作为可威及其他药品在大陆地区 OTC 渠道的独家总代理，目前已覆盖药房门店超过 10 万家，自合作以来 OTC 渠道的拓展取得显著突破。同时，公司也与阿里健康、华润商业等知名线上运营商展开合作，有望进一步打通线上销售渠道。分地区来看，此前广东是可威销售的优势省份，收入占比达到 50% 以上。随着近年公司医院覆盖能力的增强，可威的销售也逐步向全国范围辐射。2019 年广东省的销售额占比降至 15.3%，但与广东省 8% 的人口占比相比仍然偏高，其他省份还有较大的待开发市场。随着未来销售渠道的多元化，可威有望进一步开发潜在市场，继续保持增长。

- **可威凭借多维优势，短期不惧竞争：**奥司他韦的化合物专利已于 2017 年到期，目前有若干企业正在开发仿制药，其中进展较快的是美国 Alvogen、信泰制药、印度 Hetero 和成都倍特，其产品的上市申请已获 CDE 受理。根据研发进度推算，预计仿制药最快将于近一两年上市。虽然竞品的上市会对市场格局产生一定影响，但就近年可威的销售情况来看，每年流感季均存在不同程度的断货，供不应求，新产能注入市场对产品价格的冲击仍然可控。同时，考虑到此前已发生带量采购中标企业因产能不足导致产品断货的情况，政府部门在带量采购时会更注重企业的产能，在无法确保产能满足市场需求的情况下，我们认为短期内对奥司他韦进行带量采购的可能性较小。此外，面对其他仿制药的竞争，公司也具备多方面优势：（1）优化了奥司他韦的合成工艺，生产条件更温和，成本更低；（2）销售渠道多元化；（3）可威的品牌优势显著；（4）产能更大，规模效应明显。综合来看，未来可威不可避免地将面临其他仿制药的竞争，但抗流感药物市场潜力尚未被充分挖掘，且公司具备多方面的竞争优势，可威仍有望维持稳健增长。

- **新品上市潮来临，优化产品管线：**围绕抗感染、内分泌/代谢、心血管等领域，公司近年加快产品布局，取得了积极进展。在第二批药品的全国带量采购中，公司的奥美沙坦、莫西沙星、福多司坦顺利中标，虽然价格降幅较大，但考虑到这几个品种公司目前的销售额和市场份额均极低，如莫西沙星 2019 年销售额不到 4500 万元，仅占公司营业收入的 0.72%，我们认为中标后公司有望

以量换价增加收入，快速打开市场。公司近期引进的 33 个化学仿制药中，目前有 5 个已获得生产批件，另有 26 个处于上市申请阶段，预计 2020 年将有多产品获批，上市后可望通过带量采购快速放量。在创新药和生物药方面，公司的抗丙肝药物、胰岛素系列产品、非胰岛素降糖药等在研产品也处于上市前夕，上市后可望凭借公司多层次的销售团队和渠道打开市场。此外，研究院在研产品丰富，莫非赛定、莱洛替尼等多款新药处于不同的研发阶段，公司未来可择机将合适的产品纳入上市公司体内。随着新产品的陆续上市，公司的产品线不断优化，收入结构也将得到改善。

- **盈利预测与估值：**考虑到疫情对公司临床试验开展、新产品上市进度、业务拓展等方面产生影响，我们下调 2020-2021 年预测收入至 80.35 和 91.95 亿元，2022 年预测收入为 101.46 亿元，同比增长 29.1%、14.4% 和 10.3%，2020-2021 年下调幅度分别为 3.5% 和 10.9%；下调 2020-2021 年预测归母净利润至 24.72 和 28.45 亿元，2022 年预测归母净利润为 31.61 亿元，同比增长 28.8%、15.1% 和 11.1%，2020-2021 年下调幅度分别为 4.1% 和 12.5%。维持目标价 61.0 港元，对应 2020-2022 年分别为 11.06、9.69 和 8.77 倍市盈率，20PEG 为 0.51，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，流感发病率下降风险。

【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.xyqz.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.xyqz.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。