

01061.HK 亿胜生物科技

未评级

金玉满盆，蓄势待发

2019年3月19日

市场数据

日期	2019.03.18
收盘价(港元)	6.6
总股本(百万股)	578.8
流通股本(百万股)	578.8
总市值(亿港元)	38.2
流通市值(亿港元)	38.2
净资产(亿港元)	9.3
总资产(亿港元)	14.5
每股净资产(元)	1.6

数据来源: Wind

相关报告

《业绩稳健增长，增进计划有序进行》20180816

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: B1S749

SAC: S0190510110012

联系人:

蔡莹琛

caiyingchen@xyzq.com.cn

SFC: BLT552

主要财务指标

会计年度	2015A	2016A	2017A	2018A
营业收入(千港元)	654,010	775,663	899,590	1,176,500
同比增长(%)	26.2%	18.6%	16.0%	30.8%
净利润(千港元)	104,895	136,284	167,299	231,092
同比增长(%)	39.4%	29.9%	22.8%	38.1%
毛利率(%)	81.0%	80.3%	82.0%	82.7%
净利润率(%)	16.04%	17.57%	18.60%	19.64%
净资产收益率, 平均(%)	28.20%	28.11%	25.81%	27.7%
每股收益(港元)	0.16	0.22	0.25	0.35
市盈率(倍)	35.26	27.14	21.0	15.2

数据来源: wind, 彭博, 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **业绩稳健增长，超出彭博一致预测。**2019年3月12日，公司公告2018年总收入为11.76亿港元，较去年同比增长30.8%，毛利为9.73亿港元，较去年同比增长32.0%；净利润为2.31亿港元，较去年同比增长38.1%。实现基本每股收益约为0.41港元，超出彭博一致预测。
- **自有产品销量持续增长，市场渗透率增长空间巨大。**2018年眼科业务收入5.29亿港元，外科业务收入6.47亿港元，较去年分别同比增长20.8%和40.2%。外科产品贝复济/贝复新系列增速较快，主要得益于贝复新凝胶在医院全科室的推广和贝复济冻干粉进入医保目录。眼科产品贝复舒系列受适应症扩张影响，销量进一步提高。随着市场营销改革的推进，新规格产品推出，未来的市场渗透率和人均销售额有望进一步提升。
- **市场营销改革稳步推进，改革效果逐步显现。**过去一年，在营销改革方面，公司做了几大工作：1) 加大对眼科及外科产品多适应症的推广，2) 公司对销售网络进行结构优化，逐渐将市场销售网络扩展到国内三四线城市3) 公司同时加强对药店销售网络的覆盖，覆盖的药店数量增至1000家，计划2019年再增加500家；另外公司也强化销售过程管理。2018年人均销售额较2017年上涨约37.0%至89万港元。
- **在研管建产品逐渐丰富，未来收益显著。**SkQ1滴眼液的第一次III期临床实验结果将于2019年第二季度公布，产品有望于2022年在全球上市，公司将拥有产品在全球市场的部分商业化权利；另外，未来2年将有7种单剂量滴眼液陆续上市，预期将进一步提高公司在眼科市场上的地位。
- **我们的观点：**公司多年以来一直稳健发展，市场营销改革和增进计划取得了非常好的成效。根据彭博一致预测，公司2019-2020年收入分别是14.55亿、17.71亿港元，增速分别为23.6%、21.8%，净利润分别是2.94、3.67亿港元，增速分别是20.3%、20.7%。当前市值对应19-20年市盈率分别为13.0倍、10.4倍，较行业平均水平低，PEG仅为0.52，一旦SkQ1 III期临床数据发布，或有估值修复机会，值得关注。

风险提示：产品价格降幅超预期，新产品临床进展不及预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

- **业绩稳健增长，超出彭博一致预测：**2018年销售总收入达到11.76亿港元，较去年同比增长30.8%，较彭博一致预测高11.5%；毛利为9.73亿港元，较去年同比增长32.0%，净利润为2.31亿港元，较去年同比增长38.1%，较彭博一致预测高12.7%，实现基本每股收益约为0.41港元，较去年同比增长36.1%。

图1： 销售收入及毛利率

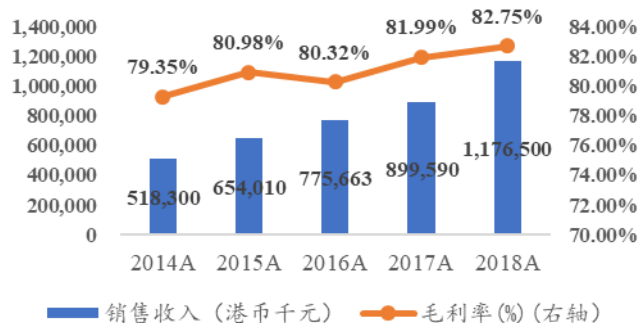
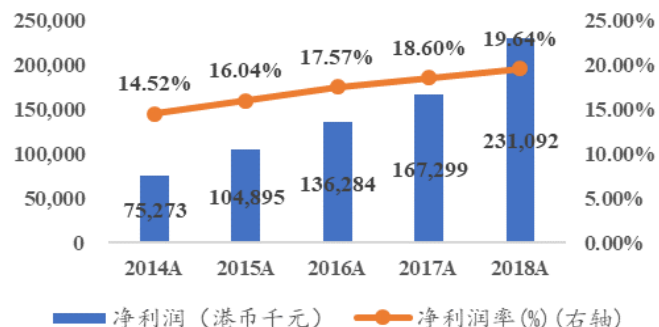


图2： 净利率及净利润率



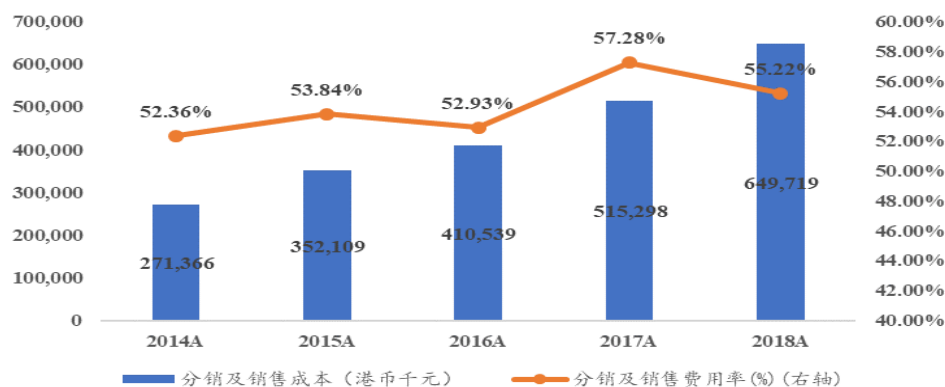
数据来源：wind，公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **营销改革效果良好，人均销售额显著提升。**2018年分销及销售支出约为6.49亿港元，较去年同比增长26.1%，销售费用率同比下降2.1ppts。主要原因是：
 - 1) 公司加大了对眼科及外科产品多适应症推广，眼科适应症包括干眼症，外科适应症包括口腔科和皮肤科。
 - 2) 公司同时对销售网络进行结构优化，并促使渠道下沉。
 - 3) 公司也加强对药店销售网络的覆盖。

这些措施使得2018年末公司所覆盖的医院数量增加达至6300家，较去年增加900家，办事处增至42家，较去年增加3家，药店数量增加超过1000家，销售人员达到1320人，人均销售额提高到89万港元，较去年同比增加近37.0%。

为进一步提高产品的市场渗透率，公司计划将市场网络从国内大中城市逐步扩展到三四线城市，并加快完善药店渠道的建设，计划2019年将再增加500家药店；进一步细分市场，加强销售过程管理和优化销售人员业绩考核标准。

图3： 分销及销售开支及费用率



请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

数据来源: wind, 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

- **再生因子市场地位稳固, 市场渗透率提升空间大。**2018 年眼科业务收入 5.29 亿港元, 占比 45.0%, 较去年同比增长 20.8%, 其中贝复舒系列收入 3.55 亿港元, 同比增长 17.9%, 第三方眼科产品收入 1.74 亿港元, 同比增长 27.2%。其中, 贝复舒凝胶收入增长较快, 原因是凝胶剂型在 2017 年的医保报销取消了工伤限制, 由于凝胶剂型价格相比滴眼液价格更高, 使用更便捷有效, 报销覆盖面的扩大进一步提高了产品销量, 预计 2019 年贝复舒眼用凝胶的增速会快于贝复舒滴眼液的增速。公司大力开展贝复舒系列在眼科慢性病干眼症适用上的临床试验, 预计 2019 年贝复舒系列收入将进一步增加。

外科业务收入 6.47 亿港元, 占比 55.0%, 较去年同比增长 40.2%, 其中贝复新和贝复济系列收入 6.29 亿, 同比增长 48.7%, 增长是由于贝复新凝胶产品在医院全科室推广策略效果显著, 贝复济冻干粉受医保目录拉动影响快速增长; 第三方产品收入 1800 万, 同比下降 52.0%, 原因是受到政府实施的两票制影响, 产品收入端贡献减少。

图 4: 眼科产品及贝复舒系列收入

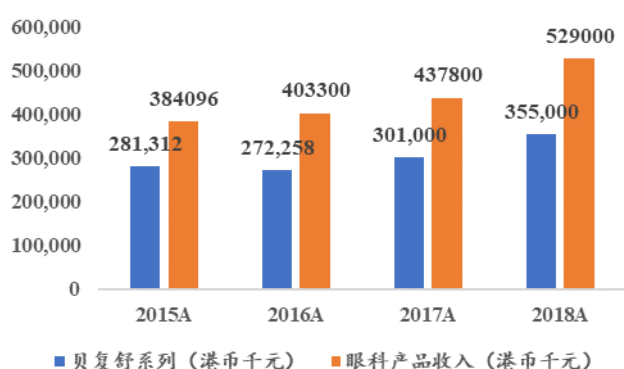
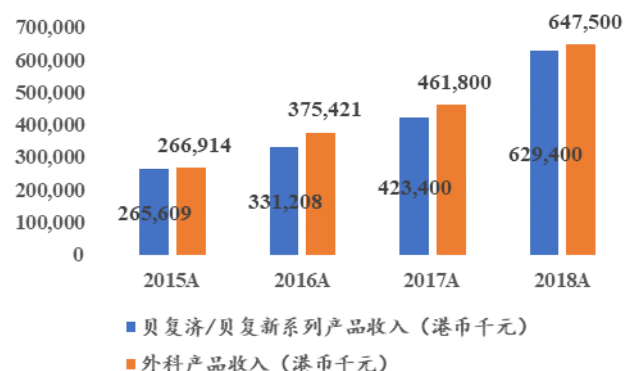


图 5: 外科产品及贝复济/贝复新系列



数据来源: wind, 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

另外, 公司与辉瑞在青光眼药物的合作已延长到 2021 年, 且已获得万寿堂产品伊血安颗粒的全部专利代理权, 并已将代理时间延长 25 年至 2043 年; 公司于再生因子市场的份额占比超过 60%, 专利产品议价能力高, 受带量采购政策影响小, 产品降价风险较小, 因此产品市场有望进一步提升。

- **研发能力持续加强, 在研管建产品逐渐丰富:** 2018 年总研发开支为 3500 万港元, 较去年同比增长 29.5%, 其中约 1700 万港元已资本化, 占比 48.4%, 作为行政支出的研发开支为 1800 万港元, 较去年翻了近两倍。公司目前已拥有 4 项专利 API (bFGF、纳米抗体、SkQ1、狄-166), 已有单剂量不含防腐剂的妥布霉素、玻璃酸钠和左氧氟沙星滴眼液在药店销售。

目前重点在研药品包括:

- 1) 投资支持研发的 SkQ1 滴眼液的第一次 III 期临床实验已于 2019 年 3 月 8 日结束, 预期第一次 III 期临床实验结果将于 2019 年第二季度公布, 并有望于 2022 年在全球上市, 公司拥有部分全球商业化权利及在大中华地区和新加坡的独家商业化许可, 预计 SkQ1 的成功上市将会给公司带至新的发展阶段。
- 2) 未来 2 年将有 7 种用于治疗眼部疾病和呼吸系统疾病的生物单剂量滴眼液陆续上市, 预期贝复舒单剂量滴眼液将在 2019 年通过 NMPA 批准在中国上

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

市。

3) 基于狄-166 (一种放射性物质) 开发的放射治疗绷带 Curiwrap 能够便捷有效地治疗皮肤癌, 公司与 DBT 就 Curiwrap 的合作标志着公司首次进入核医疗领域; 公司也获得此产品在大中华地区、新西兰、澳大利亚、日本及韩国等地区的独家产品授权。

4) 纳米乳液麝香草酚在口腔杀菌、伤口消毒方面具有低刺激性副作用的功效, 预期将于 2021 年上市。

- **我们的观点**：公司多年以来一直稳健发展，市场营销改革和增进计划取得了非常好的成效。根据彭博一致预测，公司 2019-2020 年收入分别是 14.55 亿、17.71 亿港元，增速分别为 23.6%、21.8%，净利润分别是 2.94、3.67 亿港元，增速分别是 20.3%、20.7%。当前市值对应 19-20 年市盈率分别为 13.0 倍、10.4 倍，较行业平均水平低，PEG 仅为 0.52，一旦 SkQ1 III 期临床数据发布，或有估值修复机会，值得关注。
- **风险提示**：产品价格降幅超预期，新产品临床进展不及预期。

分析师声明

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，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.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。

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大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、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、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司和新东方在线科技控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限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。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份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。