

## 业绩符合预期, 新产品放量在即

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年年报, 全年实现营业收入 25.1 亿元, 同比增长 56.8%; 毛利润 21.1 亿元, 同比增长 59.8%; 归母净利润 9.4 亿元, 同比增长 45.7%。
- **预计可威降价压力较小, 渠道下沉助力持续放量:** 2018 年可威(磷酸奥司他韦)销售额达 22.5 亿元 (+60.3%, 收入占比 89.5%), 其中可威颗粒及胶囊的销售额分别为 16.2 亿及 6.3 亿元, 同比增长分别为 68.2% 和 43.2%。奥司他韦是目前国内官方指南推荐的一线流感治疗药物, 而由于原料药的生产难度, 基本可以认为可威是国内独家产品, 预计未来几年降价压力较小。目前可威的渗透率在儿童中不足 20%, 在成人中不足 10%, 仍存在巨大的放量空间, 公司正在积极开拓一二级医院, 提升医院的覆盖率, 推动可威销售额持续增长。
- **批量收购集团仿制药, 未来 3 年有望陆续国内上市:** 公司于 2019 年 2 月 25 日发布公告称收购集团研究院 27 个临近国内上市的仿制药品种, 总代价为人民币 16.3 亿元。该批品种涉及降压药、降糖药、神经系统用药等多个领域, 包括瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、氯吡格雷、琥珀酸美托洛尔等多个重磅仿制药品种, 整体销售峰值有望达到 25 亿元人民币。叠加公司之前以 5 亿元收购的 6 个海外制剂品种, 未来 3 年公司的仿制药品种有望实现爆发式增长, 成为公司发展新动力。
- **公司自身在研管线丰富, 产品有望开始陆续上市:** 公司自研药品品种丰富, 包括丙肝药磷酸依米他韦、胰岛素、抗癌药、乙肝药等, 其中丙肝药和胰岛素有望 3 年内上市: 依米他韦+索非布韦已完成 III 期临床试验, 有望 2019-2020 年获批上市; 与太景医药合作研发的依米他韦伏拉瑞韦已完成临床 II 期试验, 有望 2020 年获批上市。重组人胰岛素已提交上市申请, 预计 2019 年获批; 精蛋白重组人胰岛素(预混 30R)和甘精胰岛素处于临床 III 期阶段, 预计 2020 年有望获批上市; 门冬胰岛素处于临床 I 期阶段, 预计 2021 年有望获批上市; 门冬胰岛素(预混 30)处于临床 III 期阶段, 预计 2021 年有望获批上市。
- **盈利预测与评级:** 预计 2019-2021 年归母净利润分别为 11.2 亿、13.3 亿、15.3 亿元, EPS 分别为 2.48 元、2.94 元、3.39 元, 对应 PE 分别为 12 倍、10 倍、9 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 可威销售受流感影响明显, 公司收入存在波动风险; 收购的仿制药品种申报进展不及预期的风险; 创新药研发进展不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元人民币)	1,602	2,510	3,017	3,542	4,065
增长率		56.8%	20.2%	17.4%	14.8%
归属母公司净利润(百万元人民币)	647	943	1,122	1,328	1,534
增长率		45.7%	19.1%	18.4%	15.5%
每股收益 EPS	1.43	2.09	2.48	2.94	3.39
净资产收益率	21.1%	25.6%	23.4%	21.7%	20.0%
PE	21	14	12	10	9

数据来源: 公司资料, 西南证券

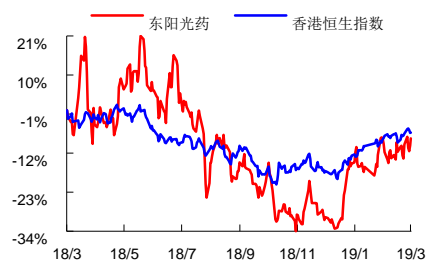
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
执业证号: S1250516100001  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 张祝源  
电话: 021-58351907  
邮箱: zzy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

52 周区间(港元)	25.65-47.0
3 个月平均成交量(百万)	2.53
流通股数(亿)	4.52
市值(亿)	156.40

### 相关研究

1. 东阳光药 (1558.HK): 可威助业绩爆发, 研发管线顺利推进 (2018-08-26)
2. 东阳光药 (1558.HK): 受益流感爆发, 可威业绩超预期 (2018-03-26)

**关键假设：**

- 1) 核心品种可威：渗透率持续提升；由于是国内类独家品种，未来降价温和；同时受益于规模优势，毛利率维持稳定。
- 2) 自主研发品种：研究进展顺利，磷酸依米他韦、胰岛素等可按预期获批上市。
- 3) 收购的仿制药：获批及放量符合预期。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分项收入预测**

百万人民币		2018A	2019E	2020E	2021E
抗病毒产品	收入	2254.2	2705.1	3164.9	3608.0
	增速	60.1%	20.0%	17.0%	14.0%
	毛利率	84.0%	82.0%	82.0%	82.0%
心脑血管用药	收入	100.7	105.7	111.0	116.5
	增速	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	89.4%	89.0%	89.0%	89.0%
内分泌代谢	收入	100.7	151.1	211.6	285.6
	增速	143.6%	50.0%	40.0%	35.0%
	毛利率	89.6%	89.0%	89.0%	89.0%
其他产品	收入	54.8	54.8	54.8	54.8
	增速	-2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	69.6%	70.0%	70.0%	70.0%
合计	收入	2510.5	3016.7	3542.3	4065.0
	增速	56.8%	20.2%	17.4%	14.8%
	毛利率	84.1%	82.4%	82.5%	82.5%

数据来源：wind，公司资料，西南证券

**附：财务报表**

<b>损益表</b>						<b>现金流量表</b>					
12月31年结(百万CNY)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	12月31年结(百万CNY)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	1,602	2,510	3,017	3,542	4,065	税前利润	748	1,102	1,368	1,620	1,871
毛利	1,321	2,112	2,485	2,921	3,355	税项	-73	-207	-71	-246	-292
EBIT	752	1,104	1,369	1,621	1,872	营运资本变动	-125	125	-89	-109	-110
财务收入(费用)	-4	-1	-1	-1	-1	<b>经营现金流量</b>	-125	125	-89	-109	-110
联营公司	0	0	0	0	0	资本开支	-175	-681	-819	-961	-1,103
非经常性项目	0	0	0	0	0	<b>自由现金流量</b>	376	338	451	363	427
税前利润	748	1,102	1,368	1,620	1,871	股息	0	0	0	0	0
税项	-122	-201	-246	-292	-337	其他非流动资产变动	-603	-387	0	0	0
非控股权益	21	41	0	0	0	股本变动	1	0	0	0	0
已终止经营业务利润	0	0	0	0	-0	其他	-25	-283	0	-0	0
<b>净利润(归属母公司)</b>	<b>647</b>	<b>943</b>	<b>1,122</b>	<b>1,328</b>	<b>1,534</b>	<b>净现金流量</b>	<b>-251</b>	<b>-331</b>	<b>451</b>	<b>363</b>	<b>427</b>
<b>资产负债表</b>						期初净现金(负债)	1,053	803	471	922	1,285
12月31年结(百万CNY)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	期末净现金(负债)	803	471	922	1,285	1,712
现金及现金等价物	887	594	962	1,325	1,752	<b>财务比率</b>					
应收账款	747	1,027	1,405	1,650	1,893	12月31年结	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
存货	88	164	218	255	292	<b>增长(%)</b>					
其他流动资产	347	0	0	0	0	收入	70.1	56.8	20.2	17.4	14.8
物业、厂房及设备	670	1,351	2,110	3,011	4,054	EBITDA	63.3	46.3	22.7	17.6	14.9
无形资产	374	499	499	499	499	EBIT	63.5	46.7	24.1	18.4	15.5
其他非流动资产	663	925	925	925	925	净利润	70.0	45.7	19.1	18.4	15.5
<b>总资产</b>	<b>3,776</b>	<b>4,561</b>	<b>6,119</b>	<b>7,666</b>	<b>9,415</b>	每股盈利	69.57	45.66	19.05	18.39	15.50
应付账款	550	676	1,020	1,192	1,362	<b>利润率(%)</b>					
短期借款	10	53	40	40	40	毛利	82.5	84.1	82.4	82.5	82.5
其他流动负债	81	83	259	304	349	EBITDA	49.7	46.4	47.4	47.5	47.5
长期借款	10	0	0	0	0	EBIT	47.0	44.0	45.4	45.8	46.1
递延税项负债	0	0	0	0	0	净利润	40.4	37.5	37.2	37.5	37.7
其他非流动负债	65	69	0	0	0	<b>其他比率</b>					
<b>总负债</b>	<b>715</b>	<b>882</b>	<b>1,318</b>	<b>1,536</b>	<b>1,751</b>	ROE(%)	21.1	25.6	23.4	21.7	20.0
股本	452	452	452	452	452	ROA(%)	17.1	20.7	18.3	17.3	16.3
储备	2,356	2,982	4,104	5,433	6,967	净负债率	(26.2)	(12.8)	(19.2)	(21.0)	(22.3)
<b>股东权益</b>	<b>2,808</b>	<b>3,434</b>	<b>4,556</b>	<b>5,885</b>	<b>7,419</b>	利息覆盖率(倍)	175.4	778.4	1711.6	2026.1	2340.2
非控股权益	253	245	245	245	245	应收账款周转天数	170.2	149.4	170.0	170.0	170.0
<b>总权益</b>	<b>3,061</b>	<b>3,679</b>	<b>4,801</b>	<b>6,130</b>	<b>7,664</b>	应付账款周转天数	715.3	618.9	700.0	700.0	700.0
净现金(负债)	867	540	922	1,285	1,712	存货周转天数	114.5	150.4	150.0	150.0	150.0
						有效税率(%)	16.3	18.2	18.0	18.0	18.0

数据来源：公司资料，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -10% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn