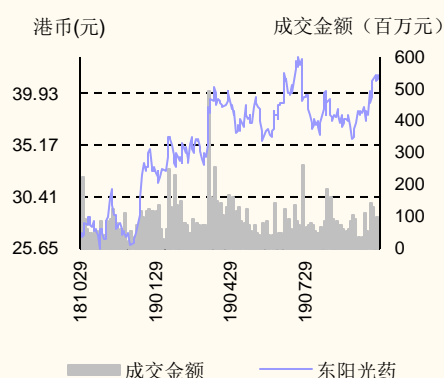


市场数据(港币)

| | |
|-------------|---------------|
| 收盘价(元) | 41.550 |
| 流通港股(百万股) | 222.62 |
| 总市值(百万元) | 18,648.47 |
| 年内股价最高最低(元) | 43.350/25.650 |
| 香港H股指数 | 10466.30 |



| 股价表现(%) | 3个月 | 6个月 | 12个月 |
|---------|--------|--------|--------|
| 绝对 | -18.86 | -32.64 | -39.36 |
| 相对香港国企 | -14.73 | -19.39 | -32.25 |

相关报告

- 《公司业绩符合预期，丙肝新药报产可威高增长-东阳光药 2019 半...》，2019.8.22
- 《公司半年报业绩盈喜，仿制药有望获益于集采-东阳光药 2019 半...》，2019.7.24
- 《公司业绩超预期，可威继续高增长-东阳光药 2019 一季报点评》，2019.4.27
- 《业绩符合预期，收购集团研究院资产逐步落地-东阳光药 2018 年...》，2019.4.10
- 《收购研究院仿制药，出口转内销受益带量采购-东阳光药公司点评》，2019.2.26

王麟

联系人
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230233

公司业绩继续高增长，可威淡季增速超预期

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1,602 | 2,510 | 5,598 | 6,309 | 7,234 |
| 营业收入增长率 | 70.11% | 56.75% | 122.99% | 12.70% | 14.66% |
| 归母净利润(百万元) | 647 | 943 | 1,825 | 2,003 | 2,283 |
| 归母净利润增长率 | 65.11% | 49.98% | 93.64% | 9.74% | 13.99% |
| 摊薄每股盈利(元) | 1.432 | 2.085 | 4.067 | 4.463 | 5.087 |
| 每股经营性现金流净额 | 1.53 | 1.58 | 4.31 | 4.86 | 5.63 |
| 市盈率(倍) | 29.02 | 19.93 | 10.22 | 9.31 | 8.17 |
| 市净率(倍) | 6.69 | 5.47 | 4.12 | 3.25 | 2.63 |

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 前日，公司发布三季报信息，收入约 44.4 亿元，同比约 157.7%；毛利率约 85.5%；不考虑可转债归母约 15.5 亿元，同比约 127.7%；考虑可转债归母约 13.2 亿，同比约 93.4%。业绩略超预期，源于可威淡季继续高增长。

点评

- 公司业绩快速增长，核心品种可威三季度淡季持续放量略超预期：**近日，公司发布 2019 年三季报财务信息，不考虑可转债归母增速约 127.7%，考虑可转债归母增速约 93.4%，公司整体增速超预期，源于可威淡季的继续高增长。我们认为半年度高增速源自三个方面：(1) 核心品种可威受益于流感因素，预计与流感检测以及用药意识提高有关，增速较高；(2) 公司持续加强零售药店渠道推广，预计目前药店渠道可威销售额占可威总销售额比例已超 10%，另外预计可威(胶囊+颗粒)基层覆盖医院数量较大幅度提升；(3) 公司销售人员大幅提升，目前已超 3000 人，有望继续增加。
- 仿制药未来受益于带量采购政策，创新药逐步申报生产进入收获期：**公司曾从集团研究院收购超 30 个仿制药。该批品种均为海外通过 ANDA，预计 CDE 获批后视同通过一致性评价，有望受益于带量采购政策，已备案一致性评价的品种预计达 15-20 个，其中已有 7 个进入集采目录，潜在进入集采目录品种约 10 个。另，创新药抗丙肝依米他韦已申报生产，预计明年有望获批上市，创新药逐步进入收获期，三代甘精胰岛素有望明年报产。
- 在研管线进展顺利，研究院新药梯队完善：**公司在研管线较为丰富，丙肝药及胰岛素品种临床进展顺利，全基因型三联抗丙肝 DAA 药物康达瑞韦已进入临床 I 期。集团在研品种丰富，其中全新机制和靶点的抗乙肝新药莫非赛定有望治愈乙肝，目前 II 期；抗肿瘤药物宁格替尼和莱洛替尼预计在国内外已经进入 II 期临床，SGLT-2 荣格列净进入 III 期。

估值与盈利预测

- 公司业绩快速增长，可威受益于流感继续放量，仿制药没有存量销售有望受益于集采政策放量，新药临床逐步推进。我们给予未来 2019-2021 年 EPS 分别为 4.07/4.46/5.09 元，对应 PE 为 10.2/9.3/8.2 倍。

风险提示

- 可威受流感周期性影响，未来业绩(应收应付等)存在不确定。丙肝新药领域在研品种多竞争激烈，销售存在不确定。可转债对业绩财务费用的影响不确定。

图表 1: 东阳光药公司财务模型 (单位: 百万人民币)

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 主营业务收入 | 942 | 1,602 | 2,510 | 5,598 | 6,309 | 7,234 | 货币资金 | 1,212 | 887 | 594 | 4,179 | 4,969 | 6,193 |
| 增长率 | | 70.1% | 56.8% | 123.0% | 12.7% | 14.7% | 应收款项 | 337 | 747 | 1,027 | 2,316 | 2,610 | 2,993 |
| 主营业务成本 | -214 | -280 | -399 | -795 | -852 | -977 | 存货 | 111 | 88 | 164 | 237 | 254 | 291 |
| % 销售收入 | 22.8% | 17.5% | 15.9% | 14.2% | 13.5% | 13.5% | 其他流动资产 | 242 | 347 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利 | 727 | 1,321 | 2,112 | 4,803 | 5,457 | 6,257 | 流动资产 | 1,901 | 2,069 | 1,785 | 6,732 | 7,833 | 9,477 |
| % 销售收入 | 77.2% | 82.5% | 84.1% | 85.8% | 86.5% | 86.5% | % 总资产 | 67.2% | 54.8% | 39.1% | 70.5% | 72.3% | 76.1% |
| 营业税金及附加 | 47 | -4 | 30 | -6 | -6 | -7 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % 销售收入 | -5.0% | 0.2% | -1.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 固定资产 | 918 | 1,229 | 2,169 | 1,863 | 1,884 | 1,793 |
| 销售费用 | -181 | -372 | -654 | -1,791 | -2,019 | -2,387 | % 总资产 | 32.4% | 32.5% | 47.6% | 19.5% | 17.4% | 14.4% |
| % 销售收入 | 19.2% | 23.2% | 26.0% | 32.0% | 32.0% | 33.0% | 无形资产 | 0 | 450 | 575 | 953 | 1,120 | 1,180 |
| 管理费用 | -133 | -193 | -384 | -728 | -757 | -796 | 非流动资产 | 930 | 1,707 | 2,776 | 2,816 | 3,004 | 2,974 |
| % 销售收入 | 14.1% | 12.0% | 15.3% | 13.0% | 12.0% | 11.0% | % 总资产 | 32.8% | 45.2% | 60.9% | 29.5% | 27.7% | 23.9% |
| 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产总计 | 2,831 | 3,776 | 4,561 | 9,548 | 10,837 | 12,451 |
| % 销售收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 短期借款 | 70 | 10 | 53 | 0 | 0 | 0 |
| 息税前利润 (EBIT) | 460 | 752 | 1,104 | 2,278 | 2,675 | 3,067 | 应付款项 | 182 | 550 | 676 | 1,742 | 1,867 | 2,141 |
| % 销售收入 | 48.9% | 47.0% | 44.0% | 40.7% | 42.4% | 42.4% | 其他流动负债 | 32 | 81 | 83 | 262 | 288 | 329 |
| 财务费用 | -7 | -4 | -1 | -119 | -309 | -369 | 流动负债 | 284 | 641 | 813 | 2,004 | 2,155 | 2,470 |
| % 销售收入 | 0.8% | 0.3% | 0.1% | 2.1% | 4.9% | 5.1% | 长期贷款 | 20 | 10 | 0 | 2,826 | 2,826 | 2,826 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | -2 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 69 | 65 | 69 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 373 | 715 | 882 | 4,830 | 4,980 | 5,295 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 普通股股东权益 | 2,458 | 2,808 | 3,434 | 4,529 | 5,731 | 7,101 |
| % 税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 其中: 股本 | 451 | 452 | 452 | 452 | 452 | 452 |
| 营业利润 | 453 | 748 | 1,102 | 2,158 | 2,366 | 2,698 | 未分配利润 | 0 | 0 | 0 | 1,095 | 2,297 | 3,667 |
| 营业利润率 | 48.1% | 46.7% | 43.9% | 38.5% | 37.5% | 37.3% | 少数股东权益 | 0 | 253 | 245 | 189 | 126 | 55 |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 2,831 | 3,776 | 4,561 | 9,548 | 10,837 | 12,451 |
| 税前利润 | 453 | 748 | 1,102 | 2,158 | 2,366 | 2,698 | | | | | | | |
| 利润率 | 48.1% | 46.7% | 43.9% | 38.5% | 37.5% | 37.3% | | | | | | | |
| 所得税 | -72 | -122 | -201 | -388 | -426 | -486 | | | | | | | |
| 所得税率 | 16.0% | 16.3% | 18.2% | 18.0% | 18.0% | 18.0% | | | | | | | |
| 净利润 | 381 | 626 | 901 | 1,769 | 1,940 | 2,212 | | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | -21 | -41 | -56 | -63 | -71 | | | | | | | |
| 归属于母公司的净利润 | 381 | 647 | 943 | 1,825 | 2,003 | 2,283 | | | | | | | |
| 净利率 | 40.4% | 40.4% | 37.5% | 32.6% | 31.7% | 31.6% | | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 比率分析 | | | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 净利润 | 381 | 742 | 901 | 1,769 | 1,940 | 2,212 | 每股指标 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | -21 | -41 | -56 | -63 | -71 | 每股收益 | 0.844 | 1.432 | 2.085 | 4.067 | 4.463 | 5.087 |
| 非现金支出 | 176 | 47 | -460 | 169 | 222 | 241 | 每股净资产 | 5.452 | 6.212 | 7.597 | 10.091 | 12.769 | 15.821 |
| 非经营收益 | -1 | -17 | -4 | 130 | 196 | 196 | 每股经营现金净流 | 0.885 | 1.527 | 1.583 | 4.313 | 4.861 | 5.626 |
| 营运资金变动 | -157 | -82 | 278 | -119 | -161 | -105 | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 1.615 | 1.772 | 2.020 |
| 经营活动现金净流 | 399 | 690 | 715 | 1,949 | 2,197 | 2,543 | 回报率 | | | | | | |
| 资本开支 | -63 | -327 | -1,096 | -240 | -410 | -210 | 净资产收益率 | 15.49% | 22.38% | 27.45% | 40.30% | 34.95% | 32.15% |
| 投资 | -110 | -181 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产收益率 | 13.44% | 16.64% | 20.67% | 19.12% | 18.48% | 18.34% |
| 其他 | -195 | -105 | 368 | 0 | 0 | 0 | 投入资本收益率 | 15.18% | 23.36% | 24.18% | 24.77% | 25.26% | 25.20% |
| 投资活动现金净流 | -368 | -612 | -729 | -240 | -410 | -210 | 增长率 | | | | | | |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | 38.12% | 91.59% | 34.20% | 120.35% | 12.70% | 14.66% |
| 债权募资 | -105 | -70 | 33 | 2,703 | 0 | 0 | EBIT 增长率 | 35.54% | 93.67% | 23.81% | 106.43% | 17.41% | 14.66% |
| 其他 | -68 | -333 | -314 | -828 | -997 | -1,109 | 净利润增长率 | ##### | 65.11% | 49.98% | 93.64% | 9.74% | 13.99% |
| 筹资活动现金净流 | -173 | -403 | -280 | 1,875 | -997 | -1,109 | 总资产增长率 | 9.84% | 33.37% | 20.79% | 109.34% | 13.50% | 14.89% |
| 现金净流量 | -142 | -325 | -293 | 3,585 | 790 | 1,224 | 资产管理能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 110.4 | 104.5 | 127.5 | 150.0 | 150.0 | 150.0 |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 226.0 | 129.2 | 115.4 | 110.0 | 110.0 | 110.0 |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 288.2 | 476.3 | 560.9 | 800.0 | 800.0 | 800.0 |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 152.9 | 113.8 | 172.2 | 121.5 | 109.0 | 90.5 |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | -45.65% | -28.33% | -14.69% | -28.68% | -36.60% | -47.06% |
| | | | | | | | EBIT 利息保障倍数 | 63.6 | 175.4 | 778.4 | 19.2 | 8.7 | 8.3 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 13.19% | 18.95% | 19.34% | 50.58% | 45.96% | 42.53% |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;
中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;
减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考, 不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》, 本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用; 非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903
传真: 021-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979
传真: 010-66216793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH