

买入 (维持)

目标价: 61.0 港元

现价: 46.9 港元

预期升幅: 30.1%

### 市场数据

日期	2019-11-15
收盘价(港元)	46.90
总股本(百万股)	449
流通股本(百万股)	223
总市值(亿港元)	210
流通市值(亿港元)	104
净资产(亿元)	42.66
总资产(亿元)	91.31
每股净资产(元)	9.50

数据来源: Wind

### 相关报告

- 《一步一脚印,厚积将薄发》  
2019-08-01
- 《一核多星雏形初现,管道铺设网络成型》  
2019-03-27
- 《开春报喜,扬帆启航》  
2019-02-19
- 《乘流感风,旭日东升》  
2019-01-21
- 《三季度业绩超预期,产品管线扩容助力可持续增长》  
2019-10-28

### 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

## 01558.HK 东阳光药

# 新增两款降糖药物, 糖尿病全布局初步形成

2019年11月18日

### 主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额(百万元)	2,510	5,814	7,199	9,042
同比增长	56.8%	131.6%	23.8%	25.6%
归母净利润(百万元)	943	1,833	2,247	2,792
同比增长	45.7%	94.4%	22.6%	24.2%
毛利率	84.1%	85.7%	83.9%	82.5%
归母净利润率	37.5%	31.5%	31.2%	30.9%
净资产收益率	0.18	0.37	0.34	0.33
摊薄每股收益(元)	2.09	4.06	4.98	6.19
市盈率(倍)	20.24	10.39	8.48	6.82

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

### 投资要点

- **事件:** 近日, 公司发布公告, 以 20.57 亿元人民币收购广东东阳光药业的两个在研降糖药物——焦谷氨酸荣格列净和利拉鲁肽。交易款项分为 3 个部分: (1) 第一期款项 10.29 亿元于购买协议生效后 30 个工作日内一次性支付; (2) 第二期款项 5.14 亿元于药物临床试验达到里程碑节点后付款; (3) 尾款 5.14 亿元分 3 期支付: 年销售额达到 15、25、35 亿元时分别支付 1.03、2.06、2.06 亿元。
- **糖尿病市场空间广阔, 新靶点降糖药成长可期:** 目前我国糖尿病药物的市场规模约 660 亿元, 但患者治疗率仅 30%, 70% 的潜在市场有望被开发。目前市场上已有较多的降糖药物, 其中胰岛素、 $\alpha$ -糖苷酶抑制剂、双胍类、磺酰脲类以及格列奈类药物合计占比达到 85%。新靶点口服降糖药物, 如 DPP4 抑制剂、GLP1 受体激动剂、SGLT2 抑制剂等占比还较低, 随着市场推广的加强, 这类药物的市场份额将逐步提升。
- **外延并购完善产品管线, 糖尿病全布局初步完成:** 本次收购的荣格列净和利拉鲁肽分别属于 SGLT2 抑制剂和 GLP1 受体激动剂。荣格列净目前已进入 III 期临床试验, 预计 2020 年病人入组, 若进展顺利有望于 2021 年完成 III 期临床试验并申报生产, 2022 年获批。预计荣格列净将成为国内第 5 或第 6 个上市的 SGLT2 抑制剂药物。利拉鲁肽已获得临床试验批件, 临床试验正在积极推进中。国内已上市的 GLP1 受体激动剂较多, 但该类药物降糖效果良好、目前市占率还很低, 我们认为公司的利拉鲁肽上市后有望取得一定的市场份额, 带来业绩增量。公司的胰岛素和 DPP4 抑制剂均处于上市前夕, 再加上本次收购的两个产品, 公司目前已经基本上完成了糖尿病领域的布局。
- **可威持续增长动力不减, 产品线快速扩容保障可持续发展:** 根据我们的测算, 国内流感治疗和预防的理论市场空间在 190 亿元左右, 即使在高速增长的态势下, 可威当前的年销售额也才 50-60 亿元, 远未达到行业天花板。此外, 公司也积极扩充产品管线, 今年上半年收购了 26 个仿制药品种, 同时近年也将有在研新药获批。整体来看, 我们认为公司中短期的业绩增长有保障, 而产品线的不断丰富也助力公司长期的可持续发展。
- **盈利预测和估值:** 考虑到本次收购的 2 个品种在 2022 年以后才会贡献收入, 公司现有产品的销售仍然保持良好的增长趋势, 我们维持之前的盈利预测, 预计 2019-2021 年实现收入 58.14 亿元、71.99 亿元、90.42 亿元, 归母净利润 18.3 亿元、22.5 亿元、27.9 亿元。维持目标价 61 港元, 对应 2019-2020 年分别为 13.5、11.0 倍市盈率, 20PE 仅为 0.47, 较现价有 30.1% 的上升空间, 维持买入评级。

风险提示: 仿制药销售不及预期, 疫情大幅低于预期, 新药研发及上市进度低于预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 报告正文

- **事件：**近日，公司发布公告，以 20.57 亿元人民币收购广东东阳光药业的两个在研降糖药物——焦谷氨酸荣格列净和利拉鲁肽。交易款项分为 3 个部分：(1)第一期款项 10.29 亿元于购买协议生效后 30 个工作日内一次性支付；(2)第二期款项 5.14 亿元于药物临床试验达到里程碑节点后付款；(3)尾款 5.14 亿元分 3 期支付：年销售额达到 15、25、35 亿元时分别支付 1.03、2.06、2.06 亿元。

- **糖尿病市场空间广阔，新靶点降糖药成长可期**

随着人口结构老龄化程度的不断提高、经济发展带来的生活方式的改变以及肥胖的日趋流行，我国糖尿病患病率快速提升。根据国际糖尿病联盟的统计数据，2017 年我国糖尿病患者人数已经达到 1.14 亿，位列全球第一。庞大的患者人群带来了强烈的治疗需求，推动糖尿病治疗市场规模的快速增长。根据弗若斯特沙利文的统计，目前我国糖尿病药物的市场规模约 660 亿元。然而，我国糖尿病患者的治疗率还仅有 30%，控制率 50%，仍处于较低的水平。随着未来医疗水平的进一步提高、医保支付体系的不断完善以及人们对糖尿病防治意识的提升，我国更大的潜在市场有望被逐步开发。

经过多年的发展，目前市场上已有较多的降糖药物。根据弗若斯特沙利文的统计数据，2018 年我国使用最多的降糖药物是胰岛素、 $\alpha$ -糖苷酶抑制剂、双胍类、磺酰脲类以及格列奈类药物，合计占比达到 85%。由于上市时间晚，近年上市的新型口服降糖药物，如 DPP4 抑制剂、GLP1 受体激动剂、SGLT2 抑制剂等占比还较低。然而美国 2017 年 DPP4、GLP1、SGLT2 三个靶点的降糖药物市占率达到 43%。随着市场推广的加强，我国新型靶点降糖药的市场份额也将不断提升，市场格局逐步向美国靠拢。

- **外延并购完善产品管线，糖尿病全布局初步完成**

公司本次收购的荣格列净和利拉鲁肽分别属于 SGLT2 抑制剂和 GLP1 受体激动剂。

荣格列净目前已进入 III 期临床试验，预计 2020 年病人入组，若进展顺利有望于 2021 年完成 III 期临床试验并申报生产，2022 年获批。目前国内已上市的 SGLT2 抑制剂药物有 3 个：达格列净、卡格列净、恩格列净。在研的产品中进展较快的是恒瑞医药和山东轩竹的产品，均处于 III 期临床阶段，预计荣格列净将成为国内第 5 或第 6 个上市的 SGLT2 抑制剂药物。

利拉鲁肽已获得临床试验批件，临床试验正在积极推进中。目前国内已上市的 GLP1 受体激动剂药物包括短效（艾塞那肽、利拉鲁肽、利司那肽、贝那鲁肽）和长效（艾塞那肽微球、阿必鲁泰、度拉糖肽、索马鲁肽、洛塞那肽）两大类。整体来看，已上市的 GLP1 受体激动剂较多，竞争相对激烈，但考虑到该类药物良好的降糖效果以及目前还非常低的市占率，我们认为公司的利拉鲁肽上市后有望取得一定的市场份额，带来业绩增量。

目前公司的二代和三代胰岛素处于上市前夕，同时几个 DPP4 抑制剂药物（西格列汀、利格列汀等）也处于上市申报阶段，再加上本次收购的两个产品，公司目前已经基本上完成了糖尿病领域的布局。待这些产品陆续上市以后，公司有望在广阔的糖尿病市场上分得一杯羹。此外，公司在等级医院、基层医院和药店均已做好销售的准备工作，产品上市后将快速推向市场，贡献业绩。

- **可威持续增长动力不减，产品线快速扩容保障可持续发展：**公司目前收入的主要来源仍然是可威，近年一直维持超高速增长。根据我们的测算，国内流

感治疗和预防的理论市场空间分别为 190 亿元左右，即使在高速增长的态势下，可威当前的年销售额也才 50-60 亿元，远未达到行业天花板。此外，公司也积极扩充产品管线，今年上半年收购了 26 个仿制药品种，同时近年也将有在研新药获批，如用于丙肝治疗的依米他韦等。整体来看，我们认为公司中短期的业绩增长有保障，而产品线的不断丰富也助力公司长期的可持续发展。

- **盈利预测和估值：**考虑到本次收购的 2 个品种在 2022 年以后才会贡献收入，公司现有产品的销售仍然保持良好的增长趋势，我们维持之前的盈利预测，预计 2019-2021 年实现收入 58.14 亿元、71.99 亿元、90.42 亿元，归母净利润 18.3 亿元、22.5 亿元、27.9 亿元。维持目标价 61 港元，对应 2019-2020 年分别为 13.5、11.0 倍市盈率，20PEG 仅为 0.47，较现价有 30.1% 的上升空间，维持买入评级。
- **风险提示：**仿制药销售不及预期，疫情大幅低于预期，新药研发及上市进度低于预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1785	3082	4823	7243	<b>营业额</b>	2510	5814	7199	9042
现金及现金等价物	594	593	1741	3373	销售成本	-399	-832	-1159	-1584
应收款项	1027	2169	2686	3374	<b>毛利</b>	2112	4982	6040	7457
存货	164	319	395	497	其他收入	25	22	23	21
其他流动资产	0	0	0	0	销售费用	-654	-2151	-2664	-3279
<b>非流动资产</b>	2776	6902	6974	6712	管理费用	-384	-419	-518	-651
商誉	76	76	76	76	其他费用	5509	-60191	496	149
联营和共同控制实体投资	0	0	0	0	<b>经营溢利</b>	1104	2374	2882	3549
预付款项	818	654	523	419	财务费用	-1	-169	-169	-169
固定资产	1199	1661	2006	1990	应占子公司溢利	0	0	0	0
土地使用权	153	149	145	141	<b>除所得税前溢利</b>	1102	2205	2713	3380
无形资产	499	4328	4189	4049	所得税开支	-201	-397	-488	-608
递延税项资产	32	34	35	37	<b>除所得税后溢利</b>	901	1808	2225	2772
<b>总资产</b>	4561	9984	11797	13955	少数股东权益	-41	-24	-22	-20
<b>流动负债</b>	813	1877	2135	2436	<b>归属母公司净利润</b>	943	1833	2247	2792
短期借款	53	43	34	27	EPS	2.09	4.06	4.98	6.19
应付款项	676	1755	2019	2321	EPS (稀释)	2.09	4.06	4.98	6.19
应交税费	71	74	78	82					
其他	12	5	5	5					
<b>非流动负债</b>	69	3173	3176	3100	<b>主要财务比率</b>				
可转换债券	0	3100	3100	3100	<b>会计年度</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
其他	69	73	76	0	<b>成长性</b>				
<b>负债合计</b>	882	5049	5312	5536	营业额增长率	56.8%	131.6%	23.8%	25.6%
股本	452	449	449	449	归母净利润增长率	45.7%	94.4%	22.6%	24.2%
储备	2982	4265	5838	7792					
母公司股东应占权益	3434	4714	6287	8241	<b>盈利能力</b>				
非控制性股东权益	245	220	198	179	毛利率	84.1%	85.7%	83.9%	82.5%
<b>总权益</b>	3679	4934	6485	8419	净利率	35.9%	31.1%	30.9%	30.7%
<b>总负债和总权益</b>	4561	9984	11797	13955	ROE	18.3%	36.6%	34.3%	32.9%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	19.3%	50.6%	45.0%	39.7%
					流动比率	2.20	1.64	2.26	2.97
					速动比率	1.99	1.47	2.07	2.77
					<b>营运能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	资产周转率	0.41	0.61	0.45	0.48
除税前利润	1102	2205	2713	3380	应收帐款周转率	4.10	4.78	3.82	4.17
折旧和摊销	61	143	212	219	应付账款周转率	0.65	0.68	0.61	0.73
营运资本的变动	-249	-1083	-199	-381	存货周转率	3.16	3.44	3.24	3.55
其他经营活动	-199	-222	-314	-514					
<b>经营活动产生现金流量</b>	715	1043	2412	2705	<b>每股资料</b>				
资本性支出	-620	-3402	-413	-60	每股收益(稀释)	2.09	4.06	4.98	6.19
其他投资活动	-108	0	0	0	每股经营现金流	1.58	2.32	5.37	6.03
<b>投资活动产生现金流量</b>	-729	-3402	-413	-60	每股净资产	8.14	10.99	14.45	18.76
借款变动	33	-14	-9	-7					
发行股份	0	0	0	0	<b>估值比率(倍)</b>				
发行可转债	0	3100	0	0	PE	20.24	10.39	8.48	6.82
其他融资活动	-318	-719	-843	-1006	PB	5.19	3.84	2.92	2.25
<b>融资活动产生现金流量</b>	-284	2367	-852	-1013					
现金净变动	-298	8	1148	1631					
现金的期初余额	887	594	593	1741					
现金的期末余额	594	593	1741	3373					

**【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](http://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、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)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、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)控股有限公司和四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司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。