



快速扩张的专科药生产商

报告摘要

公司是拥有强大股东背景的专科药生产商。公司大股东东阳光集团拥有 15000 名员工，涵盖药品、电子材料、大健康等领域。东阳光集团非常重视药品研发，药物研究院拥有 1500 多人，包括 24 名海外专家和 5 名中国“千人计划”专家，股东背景强大。2016 年抗病毒药物/心血管药物/内分泌药物分别占收入的 78.6%/9.5%/5.0%，主要产品抗病毒药物可威在国内市场绝对领先，

抗病毒药物可威将维持快速扩张态势。可威是罗氏磷酸奥司他韦的仿制药，用于治疗流感。磷酸奥司他韦在因为安全性和疗效明显高于主要对手金刚烷胺，欧美广为推荐。可威疗效良好，售价低于原研产品，2013-2016 年销售额 CAGR 高达 119%，可威在磷酸奥司他韦中 2015 年市场份额高达 76.23%，市场认可度高。可威未来将保持快速扩张，原因包括：i) 目前由于价格因素，金刚烷胺在国内占主导，但金刚烷胺副作用大，英美等国已不推荐使用，预计中国会效仿；ii) 可威销售以前以广东福建为主，但 2015 年底上市以后销售团队迅速扩张，医院覆盖大增；iii) 用于儿童流感的可威颗粒被新纳入国家医保乙类目录，有助销量提升。预计可威 2017-2019 年销售额 CAGR 为 26.3%。

高尿酸血症药物尔同舒将维持较快增长。用于高尿酸血症的尔同舒销售近年来维持在 20% 以上，预计将继续快速增长，原因包括：i) 由于应酬与工作压力等原因，高尿酸血症患者不断增加，不治疗可能引发痛风，因此药物需求较广；ii) 尔同舒所属的苯溴马隆在高尿酸血症药物占据半壁江山，2015 年尔同舒占国内苯溴马隆销售额的 9.5%，将受益于苯溴马隆需求增加；iii) 公司去年开始自建学术推广团队销售，效果非常明显，医院覆盖数量大幅增长。

预计公司利润率将维持高水平。公司目前毛利率与其他专科药生产商基本持平，产品销售价格稳定，预计未来将保持 75% 以上的毛利率。净利率层面，由于主力产品可威在多地被列为预防流感储备用药，政府希望医院使用，因此推广成本明显低于同业，导致 2016 年净利率高达 40.42%。由于销售团队扩张，预计未来分销费将有所增加，但是总体而言净利率将维持在 35% 以上。

未来糖尿病新药甘精胰岛素和丙肝新药磷酸依米他韦等可能带来亮点。公司有多个在研产品，重磅的甘精胰岛素和磷酸依米他韦可能于 2019/2020 年上市。这两种均属需求较大而优质产品稀缺的药物，如成功投产将带来新亮点。

投资建议：我们预计 2017E-2019E EPS CAGR 为 22.0%，目前股价对应 14.4 倍/11.7 倍 2017E/2018E PER，估值偏低，给予“买入”评级。我们按照 18 倍 2017E PER 定价，目标价 22 港元，有 24.9% 上涨空间。

风险提示：i) 现有产品销售网络扩张慢于预期；ii) 新药开发进展慢于预期

(12月31日年结; 百万人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	693	942	1,273	1,594	1,935
增长率(%)	57.16	35.88	35.24	25.17	21.41
净利润	266	381	480	593	714
增长率(%)	96.35	43.22	26.12	23.48	20.44
毛利率(%)	74.26	77.25	75.79	75.45	75.28
净利润率(%)	38.35	40.42	37.70	37.19	36.90
每股收益(人民币)	0.79	0.84	1.06	1.31	1.58
每股净资产(人民币)	0.0	5.5	6.2	7.2	8.4
市盈率	19.4	18.2	14.4	11.7	9.7
市净率	2.40	2.82	2.47	2.13	1.83
净资产收益率(%)	21.96	16.55	18.25	19.58	20.29
股息收益率(%)	0.00	1.96	2.08	2.57	3.09

资料来源：公司资料；安信国际预测

评级：

买入

目标价格：

22.0

现价 (2016 年 6 月 8 日)：17.62 元

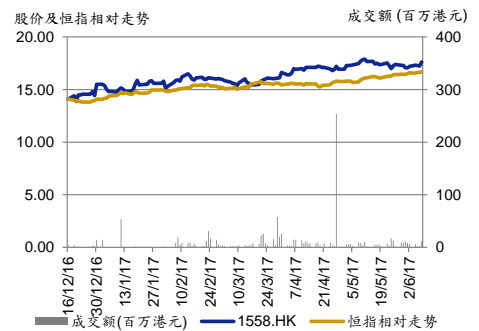
报告日期：2017-6-8

总市值(百万港元)	7,964.64
H 股市值(百万港元)	3,979.00
总股本(百万股)	452.02
流通股股本(百万股)	225.82
12 个月低/高(港元)	13.82/18.42
平均成交(百万港元)	12.15

股东结构

宜昌东阳光药业	50.04%
其他	49.96%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.24	3.65	-11.97
绝对收益	0.80	13.24	10.40

数据来源：彭博、港交所、公司

施佳丽
+852-22131400

行业分析师
scarlettshi@eif.com.hk

1. 公司是近年来增长快速的专科药生产商

1.1. 公司拥有强大的股东背景

母公司东阳光集团简介:公司大股东东阳光集团公司大股东东阳光集团成立于1996年,总部注册地位于深圳市,行政、研发、销售及财务管理中心处于东莞长安;是一家集研发、生产、销售于一体的大型股份制企业;目前共有员工15000余人,涵盖药品、电子材料、大健康等领域。

东阳光集团拥有国内领先的大型药物研究院。东阳光集团拥有国内领先水平的大型药品研究院,研究院成立于2005年,位于广东省东莞市,拥有5万m²规范实验室,20台液质联用仪器、2台核磁共振、400多台高效液相色谱和40多台气相色谱,以及XRD衍射仪、拉曼光谱仪、在线晶型粒径分析仪等多种世界最先进、最配套的检测仪器。东阳光集团拥有1300多名研发人员,其中多半拥有硕士以上学历,包括24名海外专家、5位“千人计划”及1位“青年领军人物”。

东阳光集团拥有230多个在研项目,其中在研的拥有完全自主知识产权的新药共有50个,分为6大领域,抗感染领域、特别是肝病领域,抗肿瘤,神经系统,代谢疾病,心血管疾病、免疫炎症。

1.2. 公司在抗病毒领域拥有强大的实力

东阳光药简介:公司成立于2001年,是一家专注于抗病毒、内分泌及代谢性疾病、心血管疾病等治疗领域产品开发、生产及销售的制药企业,在中国生产、推广及销售合共33款医药产品,其中抗病毒药物可威(磷酸奥司他韦)为公司主力产品,总共占据2016年上半年营业收入的82.9%,其他主要产品则包括用于高尿酸治疗的尔同舒、高血压药物。

图 1. 公司主要产品介绍

<p>可威顆粒</p>  <ul style="list-style-type: none"> 通用名:磷酸奥司他韦 抗流感药物,有效治疗甲型和乙型流感 列入《儿童流感诊断与治疗专家共识》为抗流感一线用药 颗粒剂为独家剂型,拥有专利保护 列入中央医药储备基地 目前已覆盖中国超过4000家医院 	<p>可威膠囊</p>  <ul style="list-style-type: none"> 通用名:磷酸奥司他韦 抗流感药物,有效治疗甲型和乙型流感 列入《流行性感冒抗病毒药物治疗与预防应用中国专家共识》,为抗流感一线用药 75mg胶囊剂列入国家医保目录乙类 列入中央医药储备基地 目前已覆盖中国超过2500家医院
<p>爾同舒</p>  <ul style="list-style-type: none"> 通用名:苯溴马隆片 治疗高尿酸(高尿酸血症)的药品,而高尿酸往往可导致痛风 促尿酸排泄药,降低血中尿酸浓度 控制无症状HUA常用药 国家医保目录乙类 	<p>歐美寧</p>  <ul style="list-style-type: none"> 通用名:替米沙坦片 治疗和预防高血压药物 血管紧张素II受体拮抗剂 患者依从性好 改善胰岛素抵抗 国家医保目录甲类、国家低价药目录
<p>欣海寧</p>  <ul style="list-style-type: none"> 通用名:苯磺酸氨氯地平片 治疗和预防高血压药物 唯一可用于心衰的CCB类药物 降低脑卒中发生率 国家医保目录乙类、国家基药目录 	<p>喜寧</p>  <ul style="list-style-type: none"> 通用名:盐酸西替利嗪片 治疗荨麻疹、过敏性鼻炎、湿疹、皮炎、皮肤瘙痒症等 国家医保目录、国家低价药目录 非处方药

资料来源:公司资料

表 1. 公司主要产品分布

单位: 千人民币	2012	2013	2014	2015	2016
营业额	269,207	316,429	440,904	692,910	941,504
同比	N/A	17.5%	39.3%	57.2%	35.9%
抗病毒药物	13,488	75,417	199,414	457,436	739,824
同比	5.0%	459.1%	164.4%	129.4%	61.7%
占比	5.0%	23.8%	45.2%	66.0%	78.6%
可威	9,198	70,116	194,473	453,830	736,273
同比	N/A	662.3%	177.4%	133.4%	62.2%
占抗病毒药物收入比例	68.2%	93.0%	97.5%	99.2%	99.5%
其他	4,290	5,301	4,941	3,606	3,551
心血管药物	97,024	98,311	106,209	107,083	89,182
同比	N/A	1.3%	8.0%	0.8%	-16.7%
占比	36.0%	31.1%	24.1%	15.5%	9.5%
欧美宁 (替米沙坦片)	35,164	38,831	42,604	49,500	42,872
同比	N/A	10.4%	9.7%	16.2%	-13.4%
占心血管药物比例	36.2%	39.5%	40.1%	46.2%	48.1%
欣海宁 (苯磺酸氨氯地平片)	34,209	30,614	35,020	32,300	30,835
同比	N/A	-10.5%	14.4%	-7.8%	-4.5%
占心血管药物收入比例	35.3%	31.1%	33.0%	30.2%	34.6%
其他	27,651.0	28,866.0	28,585.0	25,283.0	24,018.9
内分泌与代谢药物	19,361	25,522	32,514	39,047	46,739
尔同舒 (苯溴马隆片)	17,297	23,338	30,025	36,500	41,431
同比	N/A	34.9%	28.7%	21.6%	13.5%
占内分泌药物收入比例	89.3%	91.4%	92.3%	93.5%	88.6%
其他	139,334	117,179	102,767	89,344	65,759

资料来源: 公司资料; 安信国际

2. 主要产品可威将维持快速增长

2.1. 抗流感药物在国内拥有广阔的需求

流感定义及其分类。流行性感 冒 (俗称「流感」) 是病毒性疾 病的一种, 由流行性 感冒病毒所引致。根据香港卫生防护中心介绍, 估计全球每年发病率为成人5-10%, 儿童20-30%。如下图所示, 流感与普通感冒有着明显的区别, 必须及时治疗。目前主要有三种类型的季节性流感--甲型、乙型和丙型。其中甲型和乙型占比较多, 广为传播的甲型流感病毒亚型是甲型H1N1和甲型H3N2流感亚型。

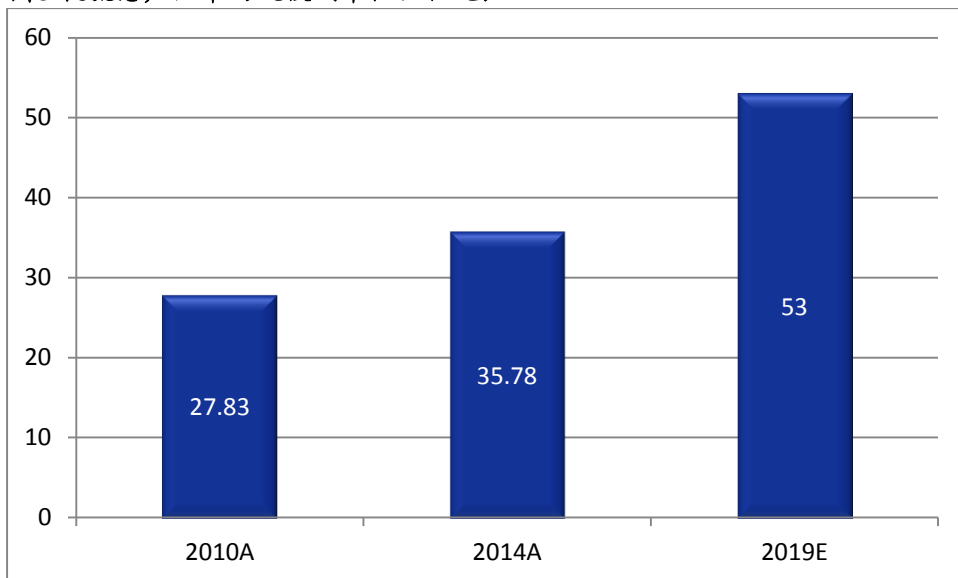
图2. 流感与普通感冒的区别

	流感	傷風
病源	病毒	病毒
感染部位	遍及身體各部份	鼻及喉嚨
病發	突然	逐漸
主要徵狀	發燒; 部分人會喉嚨痛、鼻塞、身體不適、頭痛、咳嗽、肌肉痛、發冷、疲倦虛弱等	喉嚨痛、鼻塞、打噴嚏、流鼻水、部分人會發燒
病況	較嚴重	較輕微

资料来源: 香港医院管理局

中国抗流感药物市场需求将不断提升。根据标点信息的资料，中国有关抗流行性感
冒产品的医药市场规模（按照产品市场零售价计，且不含中成药）自2010年的人民
币27.8亿增至2014年的人民币35.78亿元，复合年增长率为6.5%。展望未来，根据
标点信息预测，2019年，中国抗流感病毒用药市场将增至人民币53亿元人民币，
2014年至2019年的复合年增长率为8.3%。

图3.抗流感产品市场规模（单位：亿元）



资料来源：标点信息网；安信国际

2.2.可威疗效和安全性较高，市场认可度不断提升

可威所属的奥司他韦药物在治疗流感方面疗效和安全性广为认可。可威（磷酸奥司他韦）是罗氏磷酸奥司他韦的仿制药。用于流感的抗病毒药物有两类：神经氨酸酶抑制剂，例如奥司他韦和扎那米韦；以及金刚烷，例如金刚烷胺和金刚乙胺。奥司他韦因为安全性较高，世界卫生组织（WHO）已经将磷酸奥司他韦作为一种“基本药物”列入基本药物示范目录。美国疾病预防控制中心（CDC）推荐其为治疗流感的主要抗病毒药物之一。欧洲疾病预防控制中心（ECDC）推荐用于流感治疗。

美国FDA于2005年1月~2011年12月进行过统计，统计结果表明在202万人次中奥司他韦的有效率高达约90%。至于早前市场普遍应用的金刚烷胺等，FDA明确指出由于服用这些药物容易产生抗药性，已经不推荐使用。

表 2.奥司他韦在美国的有效率统计

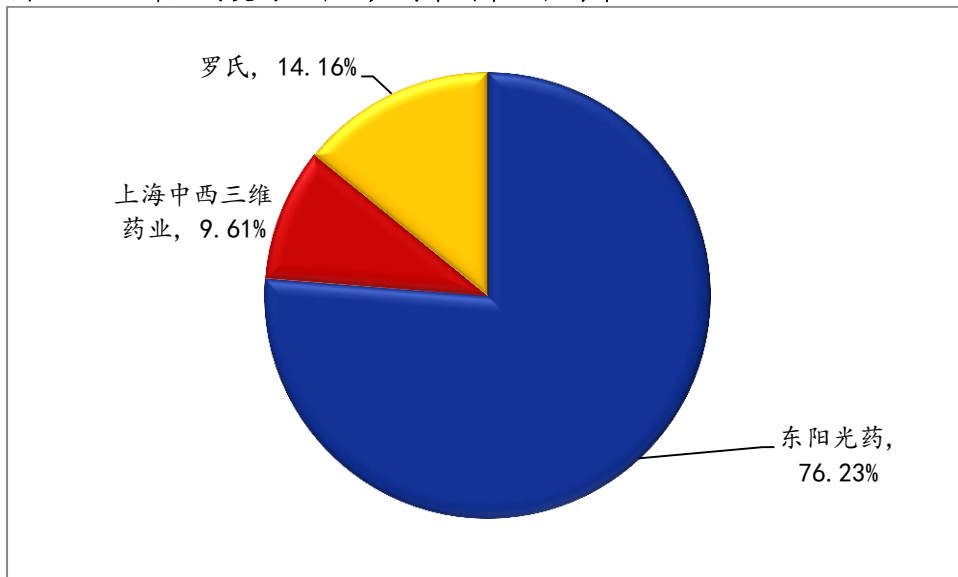
年龄	统计人数	有效人数	有效率
0~16	7746050	6860287	88.6%
17 以上	12470110	11248043	90.2%

资料来源：FDA；安信国际

磷酸奥司他韦在中国市场认可度迅速提升。中国市场方面，目前金刚烷胺占据市场主导，但是这种药物副作用较强，容易引起口渴、嗜睡、眩晕等症状，长期服用可能对肝肾功能造成损害。近年来患者对药品安全性越来越重视，金刚烷胺早在2012-2014年间的销售额增速就仅5.6%，市场份额从96.5%下降到89.4%，表明随着收入和健康意识提升，患者更加趋向于疗效和安全性较高的磷酸奥司他韦。磷酸奥司他韦的市场份额从2010年的2.8%提升到2014年的9.8%。

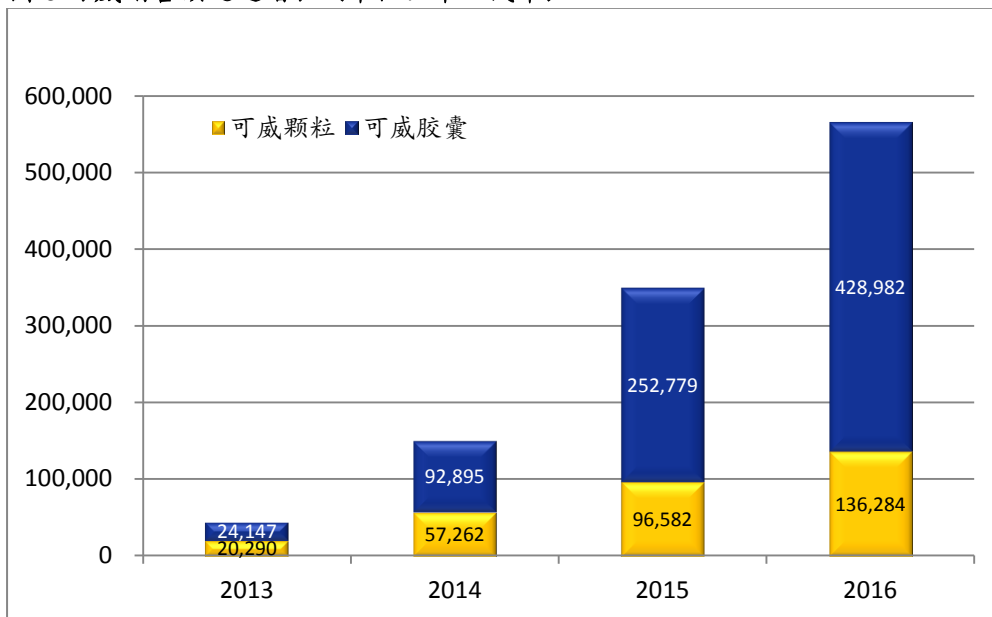
可威在国内市场市场份额绝对领先。随着国内对药品安全的认知度提高，使用奥司他韦治疗流感的医院越来越多。可威的售价大幅低于罗氏原研产品，疗效和安全性也较好，因此市场认可度不断提升。可威 2015 年在国内的市场份额高达 76.23%，处于绝对领先地位。

图 5. 2015 年主要奥司他韦生产商中国市场占有率



资料来源：米内网；安信国际

图 6. 可威销售额迅速增长 (单位：千人民币)



资料来源：公司资料；安信国际

预计可威未来几年销售额将维持快速扩张。我们认为，可威在未来几年的销售额还将保持较快扩张，主要原因包括：i) 如前文所述，可威所述的磷酸奥司他韦被权威机构广为推荐，在中国市场认可度越来越高，而可威在磷酸奥司他韦产品中市场占有率绝对领先。对于药品而言，市场认可度非常重要，我们相信未来将会有更多的医院使用可威；ii) 根据我们的调查，可威被广东省多个地区（深圳、广州、佛山、潮州、肇庆等）列为预防流感重要储备用药，也就是说政府希望公立医院储备，这些证明可威在应对流感方面的疗效，因此公司可用较低的销售成本去拓展医院；iii) 可威的销售网络还有很大的拓展空间。目前可威销售主要集中在广东和福建等地，我们估计这两个省份占可威颗粒和可威胶囊销售总额分别超 40% 和 60%，因此可威

在其他地区还有很大的拓展空间。公司上市以后随着销售团队的扩张，可威覆盖的医院数量快速增加，但是目前颗粒和胶囊在三级医院的覆盖率还只有 51%和 25%，二级医院则更低，因此还有很大拓展空间，而且近期覆盖的医院也还有增量。iv)公司在 2015 年底上市后招募大量销售人员，销售团队从上市前 179 人拓展到超 580 人，可威是重点推广品种，导致覆盖医院的数量显著增加。目前在北京、黑龙江、河北、陕西、内蒙古、天津销售增长情况良好，表明新增销售团队工作效率很高；v)根据我们的了解，由于原料供应问题，磷酸奥司他韦药物中市场份额占第二位的上海中西三维药业目前已经停产；vi)可威颗粒用于儿童流感，中国每年有 10%-15% 儿童因流感感染需要就诊，而可威疗效和安全性明显好于金刚烷胺等，因此相信随着收入提升，更多家长会选择可威来治疗。在国家人社部公布的 2017 版国家医保目录中，用于儿童流感的可威颗粒被列入乙类目录，虽然在报销医保方面有限严重流感的限制，也就是说是否适用由医生来界定，但是总体来看入选国家医保目录进一步证明这个产品拥有较为广阔的临床需求和较好的疗效，相信对未来销售推广有帮助。

表 3.2016 年下半年可威胶囊医院覆盖数量迅速增加

	2016 年 6 月底	2016 年 12 月底
三级医院	505	649
覆盖率	25.6%	33%
二级医院	912	1185
覆盖率	13.1%	17%

资料来源：公司；安信国际

表 4.2016 年下半年可威颗粒医院覆盖数量迅速增加

	2016 年 6 月底	2016 年 12 月底
三级医院	785	1003
覆盖率	39.9%	51%
二级医院	1625	2231
覆盖率	23.3%	32%

资料来源：公司；安信国际

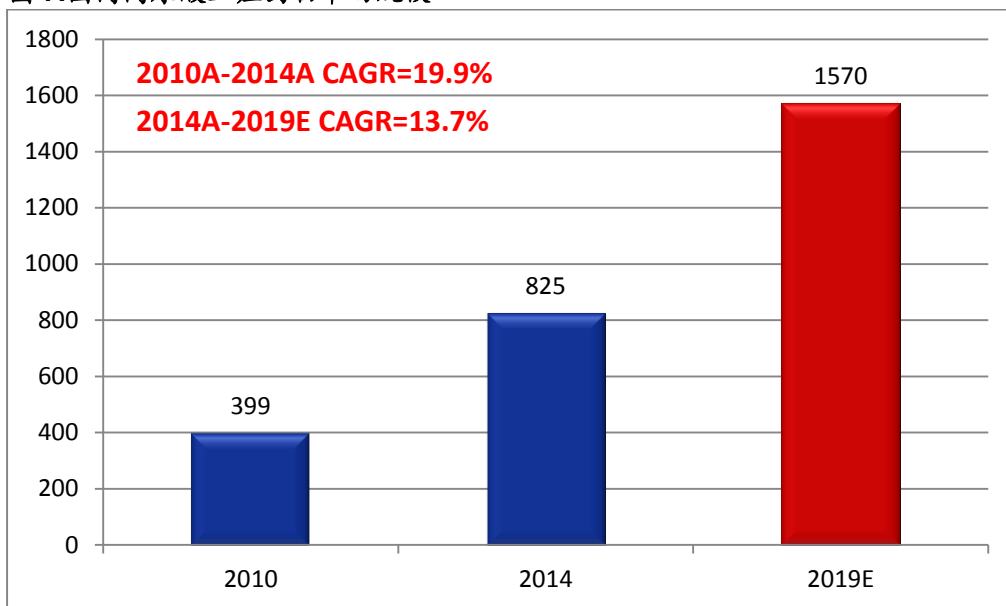
预计可威将维持稳定价格。由于可威疗效较好，而且在国内拥有绝对领先的市场份额，因此在过去几年的销售中价格非常稳定，没有受到招标降价的影响。我们认为，在过去 2 年普遍降价的环境下维持较高的售价表明产品质量较高，属于刚性需求的类型。由于产品在国内竞争不大，而且刚性需求较强，所以预计未来将维持较高的价格。可威的毛利率过去几年一直维持在 76%~77% 的较高水平，我们预计未来将维持在这个水准。

3. 高尿酸血症药物尔同舒将保持较快增长

3.1. 高尿酸血症药物在国内拥有广阔的市场需求

近年来，高尿酸血症患者越来越多。我们预计中国总共有 1.8 亿高尿酸血症患者，其中痛风患者约 1200 万。高尿酸血症和生活、饮食习惯有很大关系。我们预计由于收入增加、工作应酬等原因，高尿酸血症患者会越来越多。高尿酸血症如不能及时治疗，有可能变成痛风，给患者造成很大痛苦，因此我们认为随着健康意识提升，治疗需求也将不断增加。

图 7.国内高尿酸血症药物市场规模

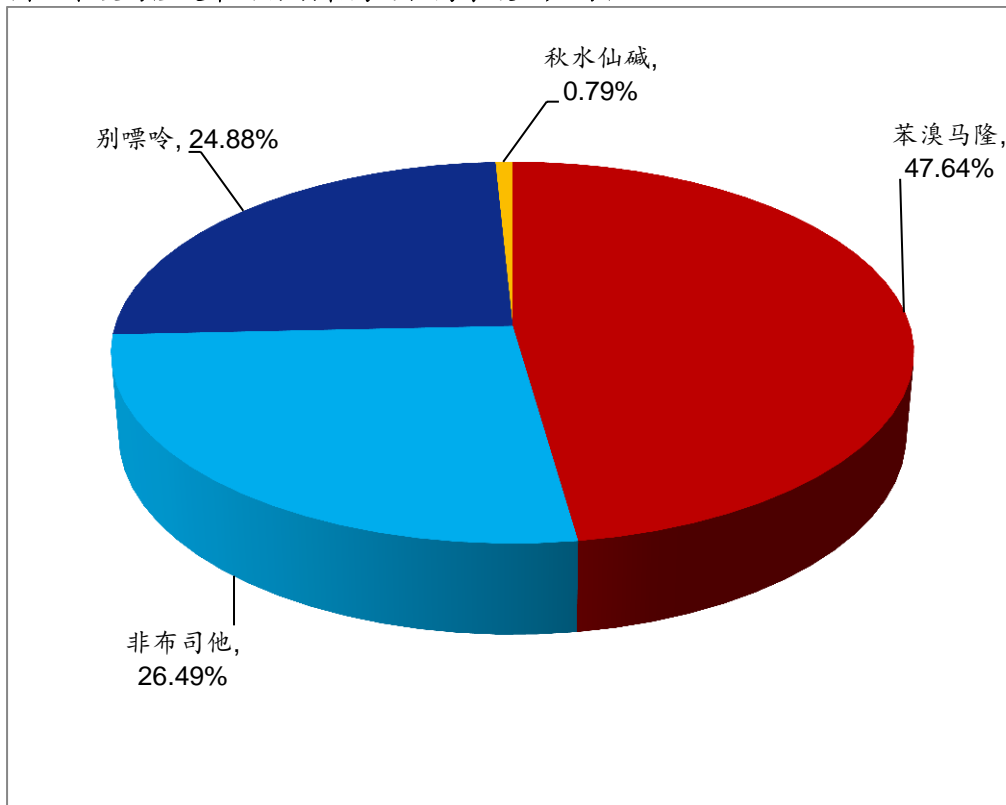


资料来源：公司资料；安信国际

3.2.预计尔同舒销售将维持较快增长

尔同舒所属的苯溴马隆在国内拥有较高的市场认可度。尔同舒为苯溴马隆片，原发性高尿酸血症，以及痛风性关节炎间歇期。如下图所示，苯溴马隆是国内最常用的高尿酸血症药物，在国内用有较高市场认可度。

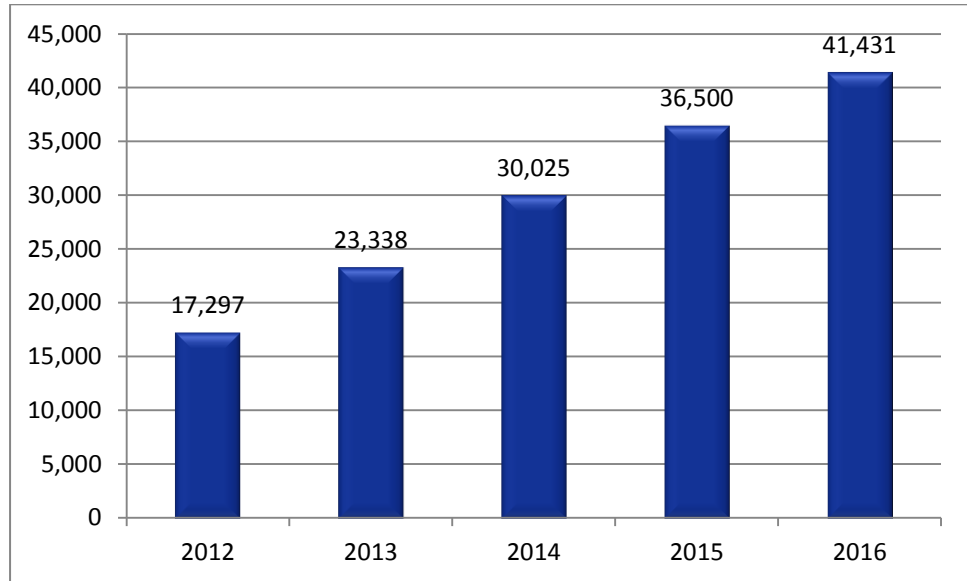
图 8.苯溴马隆是市场份额最高的抗高尿酸血症药物



资料来源：米内网；安信国际

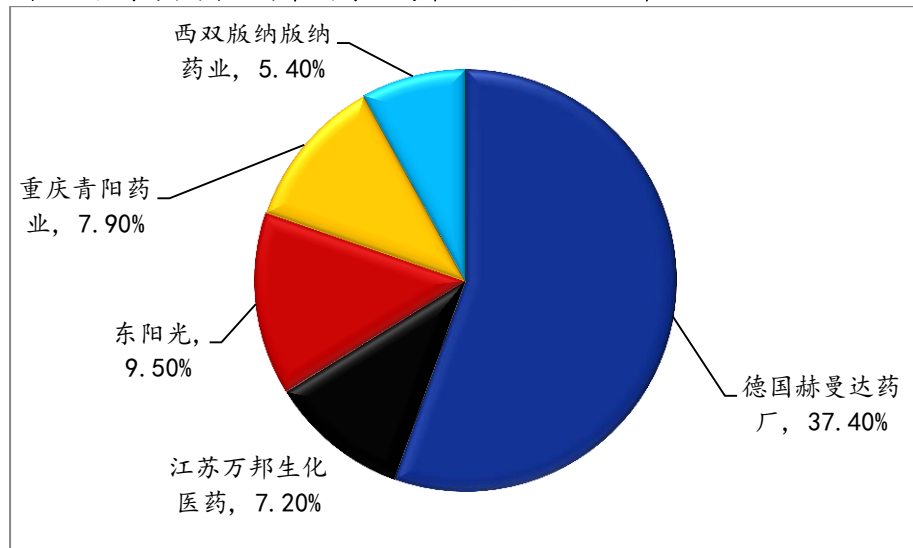
尔同舒销售网络不断扩张，预计将维持较快增长。如前文所示，高尿酸血症药物市场规模将不断扩张，而苯溴马隆作为最常用的药物，销售收入也将继续维持较快增长，因此公司的尔同舒（苯溴马隆片）拥有良好的需求空间。过去几年尔同舒销售处于快速增长的状态，2012-2016年销售额CAGR高达26.7%。尔同舒在国内苯溴马隆产品中拥有较高的市场份额，2012-2015年市场份额分别为9.8%/10.5%/10.4%/9.5%，一直稳定在前三名。公司上市后调整销售模式，销售模式从代理改至由公司自行学术推广，目前来看非常成功，覆盖医院数量大幅增加。预计2017年销售额将同比大幅增长70%以上，未来2年也将保持20%以上增长。

图 9.2012-2016 年尔同舒销售额（单位：千人民币）



资料来源：公司资料；安信国际

图 10.尔同舒在痛风药中拥有较高市场份额（2015 年）



资料来源：CMH;安信国际

表 5.2016 年下半年尔同舒覆盖医院数量快速增加

	2016年6月底	2016年12月底
三级医院	360	492
覆盖率	18.30%	25%
二级医院	643	1046
覆盖率	9.20%	15%

资料来源：公司资料；安信国际

4. 公司拥有多个前景良好的在研产品

公司在研产品如下图，其中较为重要的有用于糖尿病治疗的甘精胰岛素和抗丙肝药物磷酸依米他韦。按照目前的研发进度来看，这些产品投产时间预期在 2019-2020 年左右，投产后将为公司注入新的亮点。

图 11. 公司在研产品

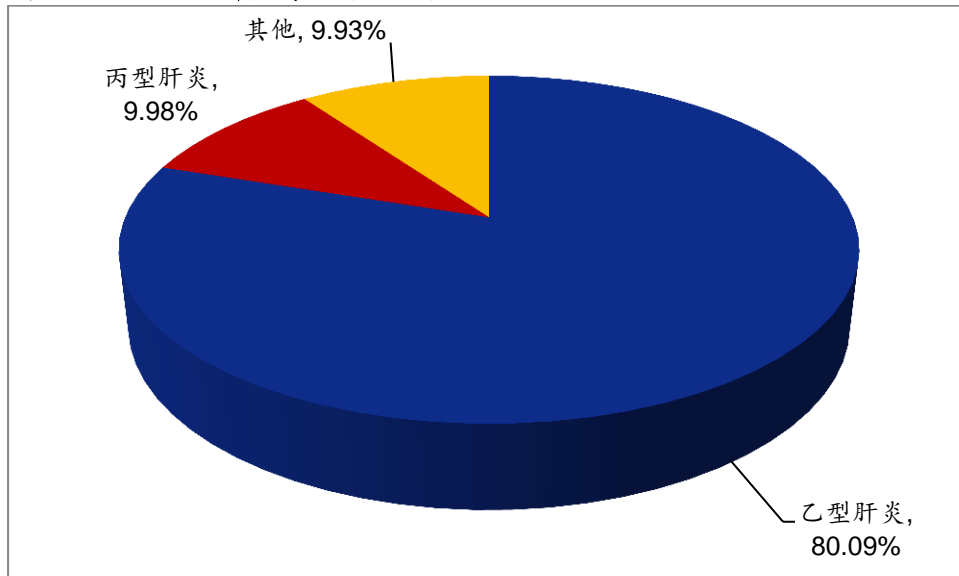


资料来源：公司资料

预计甘精胰岛素在国内拥有较大需求。根據國際糖尿病聯盟 (IDF) 的資料, 2013 年中國有 9,840 萬人患有糖尿病, 并且預計將于 2035 年上升至 1.43 億人, 因此糖尿病藥物需求廣闊。目前來看胰島素仍然是治療養你癌病的重要藥物。甘精胰島素屬於胰島素類似物, 是第三代胰島素, 與傳統胰島素相比, 甘精胰島素作用時間更長, 1 天只需要注射 1 次, 目前已經成為國際上廣為認可的胰島素產品。根據全球暢銷藥數據統計, 2015 年甘精胰島素銷售額在胰島素產品中排名第一。國內市場方面, 2015 年甘精胰島素是國內第二大糖尿病藥物, 因此市場認可度很高。國內目前有 5 家企業銷售三代胰島素, 其中進口企業有 3 家, 分別是諾和諾德、賽諾菲、禮來, 國內企業包括甘李藥業和聯邦製藥, 其中聯邦製藥的甘精胰島素于 2017 年初剛剛獲批投產。目前來看甘精胰島素在國內擁有良好的市場認可度, 而且競爭對手也不多, 因此我們認為公司如能如期于 2019 年左右獲批的話, 市場前景良好。

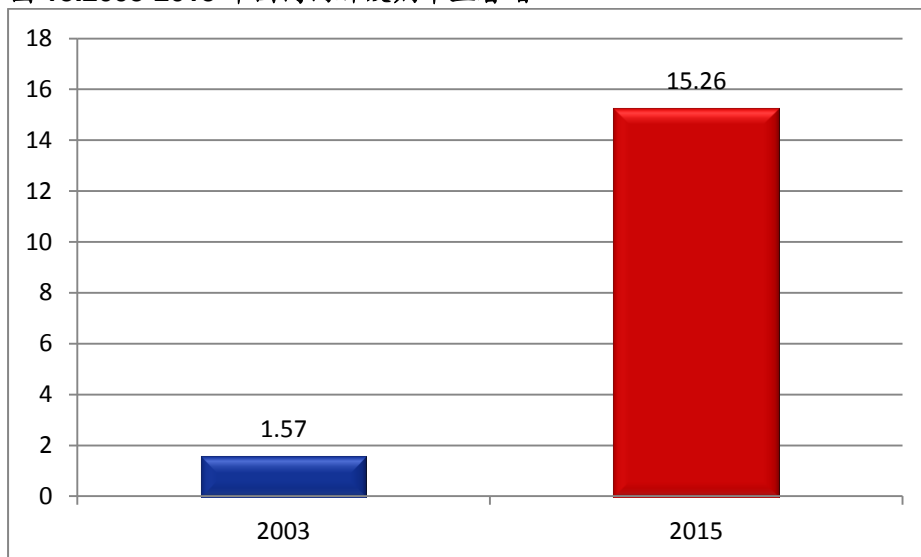
抗丙肝药物磷酸依米他韦在国内市场拥有较强的需求和稀缺性。如下图所示，2003-2015年间，国内丙型肝炎发病率增长约10倍，预计目前国内丙肝患者超1500万人，已经成为危害性最强的病毒性肝炎之一。

图 12.2003-2015 年病毒性肝炎报告人数占比



资料来源：公司；安信国际

图 13.2003-2015 年国内丙肝发病率显著增加



资料来源：公司资料；安信国际

丙型肝炎分成急性和慢性2种，在不进行及时治疗的情况下，相当大的一部分会转变成慢性丙型肝炎，慢性丙肝如得不到有效治疗，会引发肝硬化甚至是肝癌，因此必须及时治疗。国外市场

目前在国外常用的有吉利基德的索非布韦(Sofosbuvir)等，施贵宝的达卡拉韦(Daclatasvir)2015年刚刚上市，这两种药物疗效较好，耐药屏障也较高。国内市场方面，目前标准治疗是聚乙二醇干扰素(PegαIFN)联合利巴韦林(RBV)的方案，但是这种方案长期使用对患者的心脏会有副作用，所以我们认为国内市场目前缺乏真正好的乙肝药物。施贵宝的达卡拉韦和阿舒瑞韦软胶囊2017年4月在国内刚刚获批，预计销售铺开需要几年时间，而索非布韦在国内还没上市。公司的磷酸依米他韦靶点与施贵宝的产品一样，都是N5A的DAAs类药物。根据国家药监局(CFDA)

的介绍，这类药物具有较好的靶向性，耐药屏障较高。目前公司产品是自主研发的 NS5A 靶点中进度最快的一个，已获得 II、III 期临床批件并进入 CDE 的优先审评通道。通常来说国产药物拥有较大的价格优势，我们认为如能于 2020 年如期获批的话，市场前景良好。

图 14.DAAs 类抗丙肝药物特性

靶點 (代表藥物)	特性&代表藥物
NS3/4A蛋白酶抑制剂 Simeprevir	最早上市的DAA類藥物，耐藥屏障較低。目前已進入第三代的開發。
NS5A抑制剂 Daclatasvir	抑制NS5A，抑制細胞膜網絡的建立（細胞膜網絡為病毒複製的場所）耐藥屏障較高。
核苷酸類NS5B抑制剂 Sofosbuvir	通過競爭性地與丙肝病毒聚合酶催化位點結合，抑制依賴於RNA的RNA聚合酶 耐藥屏障高。
非核苷酸類NS5B抑制剂 Dasabuvir	通過別構方式抑制丙肝病毒聚合酶的結合位點，抑制依賴於RNA的RNA聚合酶 耐藥屏障低

资料来源：公司资料

5. 盈利预测

5.1. 收入预测

我们预计公司未来 2 年将把销售重点放在抗病毒药物可威和内分泌与代谢药物尔同舒方面，因此这两种产品将快速扩张。心血管药物销售则将基本保持平稳，具体预测如下表。

表 6. 主要产品收入预测

单位：千人民币	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业额	440,904	692,910	941,504	1,273,244	1,593,664	1,934,799
同比	39.3%	57.2%	35.9%	35.2%	25.2%	21.4%
抗病毒药物	199,414	457,436	739,824	1,037,692	1,335,300	1,652,457
同比	164.4%	129.4%	61.7%	40.3%	28.7%	23.8%
占收入比例	45.2%	66.0%	78.6%	81.5%	83.8%	85.4%
可威	194,473	453,830	736,273	1,033,692	1,331,300	1,648,457
同比	177.4%	133.4%	62.2%	40.4%	28.8%	23.8%
占抗病毒药物收入比例	97.5%	99.2%	99.5%	99.6%	99.7%	99.8%
其他	4,941	3,606	3,551	4,000	4,000	4,000
心血管药物（欧美宁与欣海宁等）	106,209	107,083	89,182	87,846	88,662	89,556
同比	8.0%	0.8%	-16.7%	-1.5%	0.9%	1.0%
占收入比例	24.1%	15.5%	9.5%	6.9%	5.6%	4.6%
内分泌与代谢药物（主要是尔同舒）	32,514	39,047	46,739	78,658	97,203	116,662
同比	27.4%	20.1%	19.7%	68.3%	23.6%	20.0%
占收入比例	7.4%	5.6%	5.0%	6.2%	6.1%	6.0%
其他	102,767	89,344	65,759	69,047	72,499	76,124

资料来源：公司资料；安信国际预测

5.2. 其他关键假设

主要产品价格将基本稳定，公司毛利率将维持在较高水平。公司主要产品过去几年售价平稳，基本没有受药品降价影响，因此毛利率我们认为未来也将维持这种趋势，主要原因包括：i) 可威（占2016年收入78.2%）在国内竞争对手较少，主要竞争对手罗氏原研药价格明显高于公司产品，而且我们估计原研厂商罗氏不会花过多精力在中国市场的流感药方面，因此可威在国内将仍然处于绝对领先地位。长远来看，随着收入水平提升，国内用可威替代现有主力药物金刚烷的趋势将继续，因此这种产品长线需求较好，预计未来几年将维持稳定价格。另外，根据我们的调查，公司其他主要产品在过去几年的招标中也没有出现明显降价，由于目前大部分省份已经开始执行新标，我们预计招标对药品价格的影响已经不多，公司主要产品价格将基本稳定。由于公司未来会将销售重点放在抗病毒药物可威的销售中，可威的毛利率较心脑血管药物略低，因此未来2年毛利率将略微降低，但是由于主要产品价格稳定，我们预计公司整体的毛利率将维持在75%以上的水平，这个毛利率在同类专科药生产商中属于正常水平。

预计公司分销行政费占比基本维持稳定。如前文所述，公司主力产品可威因为在治疗流感方面疗效和安全性较高，在多个地区被列为预防流感储备用药，也就是政府希望公立医院使用，因此公司可以用相对较低的销售费用去拓展医院网络，因此公司前几年分销费占收入比例均在15%以下。公司2015年底上市后加速销售网络扩张，导致分销费占比从11.4%提升到19.2%。我们估计2017年1季度销售团队仍在扩充，预计下半年起将基本稳定，分销行政费占收入比例将保持在20%左右水平。

6. 投资建议

我们预计2017E-2019E EPS CAGR为22.0%，目前股价对应14.4倍/11.7倍2017E/2018E PER，显著低于行业平均。我们认为公司业绩将维持快速增长，给予“买入”评级。我们按照18倍2017E PER定价，目标价22港元，较目前股价有24.9%上涨空间。

同业估值比较-制药

股份名称	代码	市值 百万元	股价 元	最近报表 年结, Y0	--- 市盈率 (倍) ---				-- 每股盈利增长 (%) --				股息率 (%)			市净率 (倍)			净负债 比率% *	ROE %	ROA %
					Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	12個月	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f			
四环医药	460 HK	31,539	3.33	12/2016	17.2	14.7	13.5	12.1	-15.3	17.5	8.6	11.6	1.80	1.76	1.93	2.55	2.32	2.08	-37.7	15.5	13.94
中国中药	570 HK	19,986	4.51	12/2016	18.1	14.9	12.5	10.7	46.7	21.5	18.9	16.6	0.80	2.11	2.47	1.50	1.38	1.27	4.2	8.5	4.81
石药集团	1093 HK	71,801	11.86	12/2016	33.6	26.3	21.1	17.5	25.1	27.9	24.8	20.1	1.01	1.27	1.60	7.10	5.93	4.99	-20.7	22.3	14.85
李氏大药厂	950 HK	4,008	6.79	12/2016	15.9	14.2	12.8	11.9	7.6	11.5	11.1	7.5	1.65	1.69	1.91	2.50	2.16	1.91	-23.1	n/a	n/a
中国生物制药	1177 HK	53,590	7.23	12/2016	28.0	25.0	21.8	19.5	7.6	12.0	14.5	12.1	0.83	0.79	0.90	6.03	4.78	4.01	-40.8	23.6	10.33
亿胜生物科技	1061 HK	2,462	4.38	12/2016	18.0	14.8	11.8	9.8	29.8	21.2	25.4	20.3	0.73	0.89	1.10	4.42	3.46	2.75	-21.1	28.1	17.36
三生制药	1530 HK	27,855	11	12/2016	34.2	26.7	20.4	16.2	21.7	28.2	30.9	26.0	n/a	0.32	0.41	3.72	3.34	2.91	31.0	11.7	8.07
东阳光药	1558 HK	7,965	17.62	12/2016	18.3	14.4	11.4	9.4	6.3	27.4	25.9	21.3	1.95	1.69	2.43	2.82	2.44	2.09	-55.4	16.5	14.07
同仁堂科技	1666 HK	16,522	12.9	12/2016	23.9	20.8	18.3	17.4	11.9	14.9	13.7	5.0	1.42	1.67	1.85	3.27	2.43	2.17	-46.8	14.2	8.28
康臣药业	1681 HK	4,712	5.69	12/2016	15.5	11.4	9.4	8.7	28.0	36.6	21.3	7.5	1.80	2.13	2.41	2.75	2.23	1.82	-38.2	18.1	13.15
绿叶制药	2186 HK	15,244	4.59	12/2016	14.9	12.5	11.0	9.5	18.1	18.9	13.8	15.4	0.88	1.20	1.37	2.07	1.81	1.57	-17.5	14.7	10.97
复星医药	2196 HK	87,581	31.3	12/2016	22.6	20.1	17.3	14.8	13.1	12.6	16.2	16.8	1.28	1.57	1.83	2.98	2.69	2.42	29.7	14.0	6.69
雅各臣科製藥	2633 HK	3,196	1.76	03/2016	15.8	17.6	11.4	9.5	42.9	-10.2	55.0	19.4	0.45	1.42	1.93	2.55	1.89	1.67	39.4	15.6	8.26

资料来源：彭博；其中东阳光药 (1558) 数据为彭博预测，安信国际预测请参照首页

7. 风险提示

- i) 现有产品销售网络扩张慢于预期；
- ii) 新药开发进展慢于预期

附表：财务报表预测

(12月31日年结；百万人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
损益表					
营业额	692.9	941.5	1273.2	1593.7	1934.8
抗病毒药物	457.4	739.8	1037.7	1335.3	1652.5
--可威	453.8	736.3	1033.7	1331.3	1648.5
--其他	3.6	3.6	4.0	4.0	4.0
心血管药物 (欧美宁与欣海宁等)	107.1	89.2	87.8	88.7	89.6
内分泌与代谢药物 (尔同舒等)	39.0	46.7	78.7	97.2	116.7
其他产品	89.3	65.8	69.0	72.5	76.1
销售成本	(178.3)	(214.2)	(308.3)	(391.3)	(478.2)
毛利	514.6	727.3	964.9	1202.4	1456.6
其他收入	15.8	16.0	16.5	16.5	16.5
分销成本	(77.3)	(180.9)	(248.3)	(310.8)	(377.3)
行政管理开支	(120.2)	(132.7)	(165.8)	(207.3)	(251.5)
其他亏损净值	6.7	30.6	10.0	10.0	10.0
经营利润	339.6	460.3	577.3	710.8	854.3
融资成本	(24.9)	(7.2)	(7.5)	(7.5)	(7.5)
税前利润	314.7	453.1	569.8	703.3	846.8
所得税	(49.0)	(72.5)	(89.8)	(110.6)	(132.9)
净利润	265.8	380.6	480.0	592.7	713.9
EBIT	340	460	577	711	854
EBITDA	365	488	617	767	924
同比					
营业额	57.16	35.88	35.24	25.17	21.41
毛利	60.3	41.3	32.7	24.6	21.1
经营利润	65.3	35.5	25.4	23.1	20.2
税前利润	92.94	43.96	25.77	23.42	20.40
净利润	96.35	43.22	26.12	23.48	20.44
现金流量表					
除税前溢利	314.7	453.1	569.8	703.3	846.8
折旧	25.7	27.4	39.2	56.1	69.4
营运资金变动	(51.0)	(2.9)	(87.3)	(63.4)	(52.9)
其他	(2.0)	(80.4)	(78.9)	(93.3)	(114.6)
经营活动产生的现金净值	287.4	397.2	442.9	602.7	748.6
购买物业、厂房及设备所付款项	(28.0)	(63.0)	(300.0)	(300.0)	(200.0)
其他	(315.6)	(304.7)	(96.0)	(96.0)	(95.9)
投资活动现金净值	(343.6)	(367.7)	(396.0)	(396.0)	(295.9)
发行股份所得款项	1613.5	2.0	0.0	0.0	0.0
上市开支所付款项	(14.9)	(22.5)	0.0	0.0	0.0
新增贷款	(220.0)	(105.0)	7.6	8.3	9.1
其他	(55.3)	(75.1)	(7.5)	(7.5)	(7.5)
融资活动现金净值	1323.3	(200.6)	0.1	0.8	1.6
现金及现金等值项目净增加	1267.1	(171.1)	47.0	207.5	454.3
年初现金及现金等值项目	86.6	1353.7	1212.1	1259.1	1466.6
外汇变动影响	0.0	29.6	0.0	0.0	0.0
年末现金及现金等值项目	1353.7	1212.1	1259.1	1466.6	1920.9

资料来源：公司资料；安信国际预测

附表：财务报表预测 (续)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债表					
流动资产	1809.9	1901.5	2181.6	2665.3	3153.9
存货	154.6	110.6	159.2	202.0	246.9
贸易及其他应收款项	260.6	337.1	455.9	547.1	629.2
现金及现金等值项目	1353.7	1212.1	1259.1	1466.6	1920.9
其他	41.1	241.6	307.4	449.5	356.8
非流动资产	767.5	929.6	1084.1	1128.0	1258.6
物业、厂房及设备	378.8	413.9	690.9	934.8	1065.4
根据经营租赁持作自用之土地权	83.7	81.8	81.8	81.8	81.8
递延税资产	10.4	11.4	11.4	11.4	11.4
预付款项	294.6	422.5	300.0	100.0	100.0
总资产	2,577.4	2,831.1	3,265.7	3,793.3	4,412.6
流动负债	271.2	284.3	373.8	452.2	534.7
贸易及其他应付款项	156.0	182.4	262.5	333.1	407.1
银行贷款	105.0	70.0	77.0	84.7	93.2
递延收益	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
应付即期税项	5.8	27.5	30.0	30.0	30.0
非流动负债	163.4	89.0	89.6	90.2	90.9
银行贷款	90.0	20.0	20.6	21.2	21.9
递延收益	73.4	69.0	69.0	69.0	69.0
总负债	434.6	373.3	463.5	542.4	625.6
股本	450.7	450.8	450.8	450.8	450.8
储备	1692.2	2007.0	2351.4	2800.1	3336.2
总权益	2142.8	2457.8	2802.2	3250.9	3787.0
净负债 (现金)	(1,158.7)	(1,122.1)	(1,161.5)	(1,360.7)	(1,805.9)
主要财务指标					
P/E (x)	19.1	17.9	14.2	11.5	9.5
P/B (x)	2.36	2.77	2.43	2.09	1.80
Dividend yield (%)	0.00	2.00	2.13	2.63	3.16
EV/EBITDA (x)	7.5	5.7	4.4	3.3	2.3
EV/EBIT (x)	8.1	6.0	4.7	3.6	2.4
Gross margin (%)	74.3	77.2	75.8	75.4	75.3
Pre-tax profit margin (%)	37.0	45.4	48.1	44.8	44.1
Net margin (%)	38.4	40.4	37.7	37.2	36.9
SG&A/sales (%)	(28.5)	(33.3)	(32.5)	(32.5)	(32.5)
Effective tax rate (%)	15.6	16.0	15.8	15.7	15.7
ROAE (%)	22.0	16.5	18.3	19.6	20.3
ROAA (%)	7.67	9.83	12.49	13.60	14.45
Current ratio (x)	6.67	6.69	5.84	5.89	5.90
Stock turnover days (s)	358	226	243	168	171
A/R turnover days (s)	112.5	115.9	113.7	114.9	111.0
A/P turnover days (s)	326	288	263	278	282
Interest coverage (x)	13.64	63.64	76.98	94.77	113.90
Net debt/ (cash) to equity (%)	(54.1)	(45.7)	(41.4)	(41.9)	(47.7)
Total asset to equity ratio (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Dividend payout ratio (%)	N/A	35.6	30.0	30.0	30.0

资料来源：公司资料；安信国际预测

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010