

买入

疫情短期影响业绩，创新药推动公司未来发展

亿胜生物科技 (1061.HK)

2022-09-07 星期三

目标价:	6.0 港元
现价:	3.90 港元
预计升幅:	53.8%

重要数据

日期	2022-09-06
收盘价 (港元)	3.90
总股本 (亿股)	5.73
总市值 (亿港元)	22
净资产 (亿元)	14.9
总资产 (亿元)	23.9
52 周高低 (港元)	6.62/3.15
每股净资产 (元)	2.60

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

严名炽, 刘慧娟 (25.70%)
 严名杰 (25.36%)

相关报告

更新报告: 亿胜生物科技 (1061.HK) - 20210316
 更新报告: 亿胜生物科技 (1061.HK) - 20220401

研究部

姓名: 林兴秋
 SFC: BLM040
 电话: 0755-21519193
 Email: linxq@gyzq.com.hk

公司业绩短期受疫情影响:

公司中期综合营收为 6.56 亿港元, 同比同期下降 11.1%, 净利润为 1.39 亿港元, 同期同比下降 14.2%。下降原因主要由于 COVID-19 对各省市的医院及门诊的运作造成了重大影响。收入主要分为眼科分部和外科分部, 其比例分别为 41.1% 及 58.9%。眼科销售同比同期下降 8.4%, 为 2.69 亿港元, 外科销售同比同期下降 12.9%, 为 3.86 亿港元。总营收额中 86.5% 由贝复舒系列和贝复济系列共同贡献, 其中贝复舒占收入 28.4%, 贝复济占收入 58.1%。剩余 13.5% 由销售安布霉素滴眼液、左氧氟沙星滴眼液、玻璃酸钠滴眼液、适丽顺等共同贡献。适丽顺于 2022 年 3 月 8 日完成收购事项后成为公司核心产品之一, 其疗效广受认可, 被纳入多个诊疗指南和临床路径, 且市场的需求较大, 销售有望得到快速增长。

SkQ1 即将进入第三阶段三期实验

公司与 Mitotech 共同开发 SkQ1 滴眼液正在准备第三阶段三期临床, 但受近期俄乌战争影响, 预计 VISTA-3 临床试验将延期, 计划于 2022 年底开展并于 2023 年获得数据, 于 2024 年完成上市。数据显示, 2021 年中国中重度干眼症患者人数约 0.89 亿, 目前没有疗效确切的药物, SkQ1 产品潜力巨大。公司在干眼症领域有 SkQ1、阿奇霉素滴眼液、贝复舒、玻璃酸钠等产品, 可以针对不同的干眼症适应症进行治疗, 在干眼症的市场中占有较大的份额。

贝伐珠单抗研发有序推进

公司与复宏汉霖共同开发产品重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液 HLX04-O (贝伐珠单抗) 已经获批在美国、欧盟、中国、澳大利亚进行三期临床, 且已于中国、拉脱维亚及澳大利亚完成首例患者给药。目前全球上市贝伐珠单抗产品均无湿性 AMD 适应症。市场挖掘空间广阔。

再次覆盖给予买入评级, 目标价 6.0 港元

受疫情影响, 公司业绩有所下降。但创新药顺利推进及产能的扩张, 将推动公司业绩上升, 预计 2022-2024 年收入分别为 15.96 亿、18.95 亿、22.13 亿港元, EPS 分别为 0.59, 0.68, 0.81 港元。我们给予公司目标价格 6.0 港元, 对应 2022 年 PE 为 10.17 倍, 较现有价有 53.8% 的上涨空间, 维持‘买入’评级。

百万港元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业额	978.11	1637.66	1596.13	1895.20	2213.75
同比增长(%)	-23.55%	67.43%	-2.54%	18.74%	16.81%
净利润	218.92	345.98	339.29	394.72	464.55
同比增长(%)	-27.63%	58.04%	-1.93%	16.34%	17.69%
净利润率(%)	22.38%	21.13%	21.26%	20.83%	20.98%
每股盈利(港元)	0.38	0.60	0.59	0.68	0.81
PE@3.90HKD	10.3	6.5	6.6	5.7	4.8

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

亿胜生物科技专注于研发，主要业务是制造及销售治疗体表创伤及眼睛损伤的生物药品。此外，亦从事研发针对新适应症的 bFGF 药品（如重组牛碱性成纤维细胞生长因子，又称 FGF-2）及其它眼部药物项目。企业现已成功开发一系列的基因工程生物药品，其中三项产品更被归类为国家级 I 类的新药物，主要品牌有贝复济、贝复舒和贝复新。企业将外科和眼科作为核心领域不断强化和巩固，并且拓展肿瘤科领域。

图 1: 公司收入情况 (百万港币)



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

图 2: 公司净利润情况 (百万港币)



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

公司业绩存在压力，核心产品增长动力足：

公司综合营收为 6.56 亿港元，同比同期下降 11.1%，税后净利润为 1.39 亿港元，同期同比下降 14.2%。下降原因主要由于 COVID-19 对各省市的医院及门诊的运作造成了重大影响。收入主要分为眼科分部和外科分部，其比例分别为 41.1% 及 58.9%。眼科销售同比同期下降 8.4%，为 2.69 亿港元，外科销售同比同期下降 12.9%，为 3.86 亿港元。总营收额中 86.5% 由亿胜旗舰产品贝复舒系列和贝复济系列共同贡献，其中贝复舒占收入 28.4%，贝复济占收入 58.1%。剩余 13.5% 由销售妥布霉素滴眼液、左氧氟沙星滴眼液、玻璃酸钠滴眼液、适丽顺、Carisolv® 龋齿凝胶、伢典医生漱口水及伊血安颗粒共同贡献。适丽顺于 2022 年 3 月 8 日完成收购事项后成为公司核心产品之一，被纳入多个诊疗指南和临床路径，销售有望得到快速增长。

重磅药物 SkQ1 即将进入第三阶段三期临床试验

公司与 Mitotech 合作用于治疗干眼症 SkQ1 滴眼液正处于第三阶段三期临床的筹备阶段并即将展开。但受近期国际局势变动，尤其是俄乌战争影响，预计 VISTA-3 临床试验将延期开展。公司计划全面收购 SkQ1 项目，预计于 2022 年底开展临床试验并于 2023 年取得数据，于 2024 年完成上市。数据显示，2021 年中国中重度干眼症患者人数约 0.89 亿，目前没有疗效确切的药物，因此 SkQ1 产品潜力巨大。此外公司在干眼症领域还有阿奇霉素滴眼液、贝复舒、玻璃酸钠等产品，可以针对不同的

干眼症适应症进行治疗，在干眼症的市场中占有较大的份额。预期公司未来在治疗干眼症领域有充分的竞争力。

贝伐珠单抗药物研发有序推进

公司与复宏汉霖共同开发产品重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液 HLX04-O（贝伐珠单抗）已经获批在美国、欧盟、中国、澳大利亚等进行三期临床。目前全球上市贝伐珠单抗产品均无湿性 AMD 适应症，市场挖掘空间巨大。HLX04-O 主要作用机制为：通过抑制 VEGF 与其位于内皮细胞上的受体 Flt-1 和 KDR 相结合，抑制其酪氨酸激酶信号通路激活，抑制内皮细胞增生，减少新生血管生成，从而治疗血管增生眼部疾病。HLX04-O 的三期临床研究已于中国、拉脱维亚及澳大利亚完成首例患者给药，用于治疗湿性年龄相关性黄斑变性。此次研究是一项在湿性 AMD 患者中开展的多中心、随机、双盲、阳性对照的三期临床研究。在此次研究中，合格的受试者将以 1:1 的比例随机分为两组并分别接受注射两种不同的药物为期一年，主要目的为比较第 48 周 HLX04-O 与雷珠单抗在湿性 AMD 患者研究眼中的有效性，次要目的为评估其他疗效终点、安全性、耐受性及药代动力学特征。预计 2023 或 2024 全球上市。

市场挖掘空间庞大

据公司公告，目前全球上市的贝伐珠单抗产品均无湿性 AMD 适应症，根据弗若斯特沙利文报告，中国境内该等 4 类病患人数于 2019 年估计超逾 1.5 千万人。假设每病患于治疗的首年服用 4 个剂量并于其后年度服用 2 至 3 个剂量，预计许可产品的潜质市场规模巨大。根据复宏汉霖数据，相关药物于 2021 年在全球销售额为：艾力雅 46.67 亿美元，诺适得 41.49 亿美元，BEOVU 1.93 亿美元。其中艾力雅为阿柏西普眼内注射液，诺适得为雷珠单抗注射液，BEOVU 为 brolocizumab。产品的特异性将会为两家公司带来巨大获利空间。

维持买入评级，目标价位 6.0 港元

受疫情影响，公司业绩有所下降。但创新药顺利推进及产能的扩张，将推动公司业绩上升，预计 2022-2024 年收入分别为 15.96 亿、18.95 亿、22.13 亿港元，EPS 分别为 0.59, 0.68, 0.81 港元。我们给予公司目标价格 6.0 港元，对应 2022 年 PE 为 10.17 倍，较现有价有 53.8% 的上涨空间，维持‘买入’评级。

风险提示：

- 1) 行业政策风险，医保控费超预期；
- 2) 药品价格的下降超预期；
- 3) 新产品研发进度低于预期。

财务报表摘要:
损益表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	1176.46	1279.48	978.11	1637.66	1596.13	1895.20	2213.75
销售成本	(202.92)	(246.12)	(184.28)	(241.89)	(287.30)	(341.14)	(398.47)
毛利	973.54	1033.35	793.83	1395.77	1308.83	1554.07	1815.27
其他收入	25.54	39.92	46.69	(2.37)	12.00	13.00	15.00
分销开支	(649.72)	(632.82)	(476.63)	(835.95)	(742.20)	(890.75)	(1040.46)
管理费用	(68.91)	(81.72)	(111.61)	(153.76)	(175.57)	(208.47)	(243.51)
经营盈利	280.46	358.73	252.28	403.69	403.05	467.85	546.30
财务费用	(7.40)	(6.96)	(1.42)	(9.22)	(8.00)	(9.00)	(8.00)
税前盈利	273.05	351.77	250.85	394.47	395.05	458.85	538.30
所得税	(41.96)	(49.26)	(31.93)	(48.49)	(55.76)	(64.13)	(73.75)
净利润	231.09	302.51	218.92	345.98	339.29	394.72	464.55
折旧与摊销	19.65	27.80	27.60	32.97	39.74	47.69	48.69
EBITDA	300.11	386.53	279.88	426.79	442.80	515.54	594.99
增长							
总收入 (%)	30.78%	8.76%	-23.55%	67.43%	-2.54%	18.74%	16.81%
EBITDA (%)	33.69%	28.80%	-27.59%	52.49%	3.75%	16.43%	15.41%
净利润 (%)	38.13%	30.91%	-27.63%	58.04%	-1.93%	16.34%	17.69%
资产负债表							
百万港元, 财务年度截至12月31日							
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	311.10	473.34	599.78	671.34	728.46	852.28	981.81
其他短期投资	16.18		32.92				
应收账款	464.54	665.59	512.96	685.02	634.27	640.14	635.58
存货	70.75	114.13	147.04	97.57	91.29	65.04	45.58
其他流动资产		3.85	40.15	53.47	58.82	64.70	71.17
流动资产	862.57	1256.91	1332.85	1547.39	1512.83	1622.16	1734.14
固定资产	169.32	180.36	272.95	347.16	357.57	368.30	379.35
贷款	417.77	630.09	815.53	968.89	815.84	850.63	840.58
非流动资产	587.09	810.45	1088.48	1316.05	1173.42	1218.93	1219.93
总资产	1449.69	2077.94	2421.34	2863.44	2686.25	2841.09	2954.07
流动负债	315.29	509.09	606.03	689.60	665.87	706.25	748.08
应付账款	3.74	53.14	44.09	4.47	45.87	46.79	47.79
短期银行贷款		19.25	200.75	153.37	225.56	239.10	240.10
其他短期负债	311.55	436.70	361.19	531.76	394.44	420.37	460.20
非流动负债	205.50	371.71	389.12	439.58	425.95	445.49	446.49
长期银行贷款	189.37	340.91	354.60	406.49	390.95	410.49	411.49
其他负债	16.14	30.80	34.52	33.09	35.00	35.00	36.00
总负债	520.79	880.80	995.15	1129.16	1091.82	1151.75	1194.58
少数股东权益							
股东权益	928.90	1197.15	1426.19	1734.28	1594.43	1689.35	1759.49

财务分析

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力							
毛利率 (%)	82.75%	80.76%	81.16%	85.23%	82.00%	82.00%	82.00%
EBITDA 利率 (%)	25.51%	30.21%	28.61%	26.06%	27.74%	27.20%	26.88%
净利率 (%)	19.64%	23.64%	22.38%	21.13%	21.26%	20.83%	20.98%
ROE	24.88%	25.27%	15.35%	19.95%	21.28%	23.37%	26.40%
ROA	15.94%	14.56%	9.04%	12.08%	12.63%	13.89%	15.73%
营运表现							
SG&A/收入 (%)	5.86%	6.39%	11.41%	9.39%	11.00%	11.00%	11.00%
实际税率 (%)	15.37%	14.00%	12.73%	12.29%	14.12%	13.98%	13.70%
股息支付率(含优先股)	13.59%	13.01%	13.20%	15.00%	15.45%	13.41%	11.51%
库存周转天数	(156.15)	(137.09)	(258.65)	182.02	(119.97)	(83.63)	(50.66)
应付账款天数	(6.73)	(78.81)	(87.33)	36.13	(58.28)	(50.06)	(43.77)
应收账款天数	144.12	189.87	191.42	122.59	145.04	123.29	104.79
财务状况							
净负债/总资产	0.36	0.42	0.41	0.39	0.41	0.41	0.40
收入/总资产	0.81	0.62	0.40	0.57	0.59	0.67	0.75
总资产/股本	1.56	1.74	1.70	1.65	1.68	1.68	1.68
现金流量表							
百万港元, 财务年度截至12月31日							
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	231.09	302.51	218.92	345.97	339.29	394.72	464.55
折旧与摊销	19.65	27.80	27.60	32.97	39.56	47.48	56.97
营运资本变动	(35.34)	(96.10)	77.70	(60.35)	(63.37)	(66.54)	(69.86)
其他非现金调整	(14.52)	(1.35)	(24.98)	90.57	21.41	29.00	46.99
营运现金流	200.87	232.86	299.24	409.16	336.90	404.66	498.66
资本开支	101.74	176.10	329.95	254.90	175.88	179.40	269.10
其他投资	(246.64)	(355.70)	(673.22)	(534.99)	(392.96)	(400.12)	(580.65)
投资活动现金流	(144.90)	(179.60)	(343.27)	(280.09)	(217.08)	(220.72)	(311.55)
负债变化	25.50	162.27	191.40	(2.14)	0.14	2.38	4.57
股本变化	35.09	(3.98)	(4.38)	(6.79)	2.00	3.00	4.00
股息	(31.40)	(39.35)	(28.90)	(51.89)	(52.41)	(52.93)	(53.46)
其他融资	(4.24)	(5.58)	(8.64)	(12.31)	(8.81)	(8.90)	(7.90)
融资活动现金流	24.95	113.36	149.48	(73.13)	(59.08)	(56.46)	(52.79)
汇率变动影响	(10.45)	(4.37)	20.98				
现金变化	70.47	162.25	126.43	71.55	60.73	127.48	134.31
期初持有现金	240.63	311.10	473.35	599.78	671.33	732.06	859.55
期末持有现金	311.10	473.35	599.78	671.33	732.06	859.55	993.86

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>