

买入

下半年业绩明显恢复，创新药顺利推进

亿胜生物科技 (1061.HK)

2021-03-15 星期一

目标价:	9.5 港元
现价:	5.80 港元
预计升幅:	63.8%

重要数据

日期	2021-03-15
收盘价 (港元)	5.80
总股本 (亿股)	5.77
总市值 (亿港元)	33
净资产 (亿港元)	10.7
总资产 (亿港元)	16.97
52 周高低 (港元)	6.57/2.9
每股净资产 (港元)	2.47

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

严名炽 (25.975%)
 严名杰 (25.695%)

相关报告

深度报告: 亿盛生物科技 (1061.HK)
 -20200116

研究部

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

➤ 下半年业绩明显恢复

公司 2020 年营业额约 9.78 亿港元, 同比下降 23.6%, 净利润实现 2.2 亿港元, 同比下跌 27.6%。受疫情的严重影响, 公司上半年收入同比减少 44.3%, 下半年收入明显恢复, 下半年收入同比下降 6.2%, 净利润下降 1.8%。

➤ 产品线逐步丰富, 单剂量滴眼液表现出色

眼科的收入约为 4.2 亿港元, 同比下跌 26.1%, 外科收入约 5.6 亿港元, 同比减少 21.5%, 均为疫情影响所致。贝复舒收入占比 27%, 贝复济收益占 56.2%, 其余 16.7% 的营业额主要来自妥布霉素、左氧氟沙星等单剂量滴眼液及适丽顺等。阿奇霉素滴眼液 2021 年提交新药申请, 最快有望 2021 年上市, 适丽顺将于年内完成并购。

➤ SkQ1 研究迎来重大进展, 贝伐珠单抗将开启 3 期临床

公司于 2018 年与 Mitotech 及俄罗斯 Mitotech 共同开发 SkQ1 滴眼液, 该试验已在第二阶段第三期试验 (VISTA-2) 中取得积极成果, 设有两个治疗组: BID SkQ1 滴眼液和 BID 安慰剂, 共 610 名患者在美国多个研究中心接受为期两个月的治疗, 临床试验研究在关键预定的次要终点指标 (中央角膜荧光素染色) 的统计数据重复明显的正向结果。VISTA-1 和 VISTA-2 均显示 SkQ1 在第 28 天对 CCFS 恢复透明及最佳矫正视力改善有显著影响 ($p < 0.05$), 为下一个关键研究的主要终点提供明确指导, 为递交 NDA 做准备。该药物安全性优异的特点在 VISTA-2 继续显现, 其耐受性在统计学上与人工泪液相似。预计在 2022 底-2023 年 NDA 提交。干眼症市场空间在 60 亿美元以上, 目前缺乏疗效显著的药物, SkQ1 对于干眼症领域的差异化定位、技术性突破将成为干眼症领域的重磅新药。贝伐珠单抗于澳大利亚被批准开启 3 期临床, 用于治疗湿性黄斑变性。

➤ 维持买入评级, 目标价 9.5 港元:

公司主业特性受疫情影响较大, 短暂出现盈利水平下滑, 符合市场预期, 未来 3 年公司业绩增速 15% 以上, 公司目前 21 年 PE 为 10.63, 创新药推进顺利, 将推动公司快速增长, 维持买入评级。

百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	1,279.48	978.01	1,200.08	1,408.61	1,682.43
同比增长	8.76%	-23.56%	22.71%	17.38%	19.44%
净利润	302.1	219.3	314.8	368.9	438.7
同比增长	34.4%	-27.4%	43.6%	17.2%	18.9%
净利润率	23.6%	22.4%	26.2%	26.2%	26.1%
每股盈利	0.524	0.380	0.546	0.639	0.760
PE@5.76HKD	11.08	15.26	10.63	9.07	7.63

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

報告正文

亿盛生物科技致力于研发以重组 DNA 技术为基础的生物药品，除了生产及销售治疗体表创伤和眼部损伤的生物药品，还代理分销推广第三方医药产品。专注于重组碱性成纤维细胞生长因子研发及产业化，公司成功开发一系列基因工程生物药品，其中包括被归类为国家级 I 类的新药物的贝复济、贝复舒和贝复新。贝复济、贝复舒的成功研制也标志着公司正式进入在创伤修复药物研究和生产领域步入世界先进行列，并成为国内眼科及外科再生修复龙头企业。公司专注于眼科及外科（皮肤科、口腔科、妇产科）领域，同时拓展神经内科、肿瘤科以及骨科。

公司业绩恢复状况良好

截至 2020 年，公司综合营业额约 9.78 亿港元，同比下降 23.6%，净利润实现 2.2 亿港元，同比下跌 27.6%。受疫情的严重影响，公司上半年收入同比减少 44.3%，但得益于国内疫情的有效控制，公司第三季度收益已恢复至将近疫情前水平，下半年收入同比下跌 6.2%。报告期内，眼科及外科分部营业额分别占比 42.9% 和 57.1%，其中眼科的营业额约为 4.2 亿港元，同比下跌 26.1%，外科收入约 5.6 亿港元，同比减少 21.5%，均为疫情影响所致。总营业额的 83.3% 源于贝复舒和贝复济系列，其中贝复舒收入占比 27%，贝复济收益占 56.2%，其余 16.7% 的营业额主要来自妥布霉素滴眼液、左氧氟沙星滴眼液、玻璃酸钠滴眼液、适利达滴眼液、适利加滴眼液、适丽顺、T-Bactum 及伊血安颗粒。

SkQ1 研究迎来重大进展

公司于 2018 年与 Mitotech 及俄罗斯 Mitotech 共同开发 SkQ1 滴眼液，该试验已在第二阶段第三期试验（VISTA-2）中取得积极成果，尤其是临床试验研究在关键预定的次要终点指标（中央角膜荧光素染色）的统计数据重复明显的正向结果。VISTA-2 是一个多中心、随机、双盲、安慰剂对照的临床研究，设有两个治疗组：BID SkQ1 滴眼液和 BID 安慰剂，共 610 名患者在美国多个研究中心接受为期两个月的治疗。

VISTA-1 和 VISTA-2 均显示 SkQ1 在第 28 天对 CCFS 恢复透明（定义为中央角膜零染色）及最佳矫正视力（BCVA）改善有显著影响（VISTA-1 及 VISTA-2 的终点均为 $p < 0.05$ ），为下一个关键研究的主要终点提供明确指导，为递交 NDA 做准备，取代 VISTA-2 名义上的共用主要终点（第 56 天结膜荧光素染色及眼部不适）。该药物安全性优异的特点在 VISTA-2 继续显现，其耐受性在统计学上与人工泪液相似。研究的预定关键次要终点指标之一（治疗仅 28 天的 CCFS 的基线变化），在以 Schirmer 评分较高为特征的的患者亚组中，相对安慰剂组显示出统计学上显著改善（ $p < 0.05$ ）。在该患者亚组的 VISTA-1 和 VISTA-2 研究中均

观察到该功效信号，从而使合并的两项研究数据集的 p 值降至 <0.0005 。SkQ1 正在进行第三阶段三期临床试验（VISTA-3），Mitotech 目标在 2022-2023 年完成 NDA 提交。

竞争优势明显，市场前景广阔

目前，市场上治疗干眼症的具有较高市场份额的产品有艾尔健公司的 Restasis、Shire 的 Xiidra，两款产品都是通过“抗炎治疗”的方式抑制干眼症。Restasis 于 2003 年上市，目前仍占有逾 40% 的市场份额，其主要成分环孢素可以抑制炎症细胞因子的生成和释放水瓶，可以用于慢性、中及重度感言的长期治疗。Xiidra 于 2016 年上市，是一种新型的小分子整合抑制剂，通过结合整合素 LFA-1 以组织 LFA-1 与同源配体 ICAM-1 的相互作用。与 Restasis 及 Xiidra 不同，SkQ1 是通过抗氧化的方式治疗干眼病，SkQ1 作用于线粒体，通过靶向阻断眼部氧化应激反应，改善干眼症的症状及体征。因此，SkQ1 对于干眼症领域的差异化定位、技术性突破将成为干眼症领域的重磅新药。除此之外，目前国内干眼症患者数量达 2029 万人次，且以每年 10-20% 的速度增长。截止 2018 年末，我国干眼症市场规模仅为 1.46 亿美元，然而 2017 年美国干眼病市场规模就已经达 23.7 亿美元，电子产品的普及率增加将导致更高的干眼症发病率，国内干眼症领域市场的巨大潜力、SkQ1 的差异化定位以及显著的疗效等因素将为两家公司带来巨大市场机会。

维持“买入”评级，目标价 9.5 港元：

公司主业特性受疫情影响较大，短暂出现盈利水平下滑，符合市场预期，公司业绩下半年恢复明显，未来 3 年公司业绩增速 15% 以上，创新药推进顺利，将推动公司快速增长，我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.55、0.64、0.76 港元，我们给予公司 2021 年 17.3 倍目标 PE，对应目标价为 9.5 港元，较现价有 63.8% 的上涨空间，给予“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

	2016A	2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
收入	775.7	899.6	1176.5	1279.5	978.0	1200.1	1408.6	1682.4
销售成本	152.6	162.0	202.9	246.5	184.3	222.0	253.6	302.8
毛利	623.0	737.6	973.5	1033.0	793.8	978.1	1155.1	1379.6
其他收入	7.4	24.7	0.0	17.0	47.0	57.0	50.0	50.0
分销开支	(410.5)	(515.0)	(635.9)	(613.6)	(476.6)	(558.8)	(655.8)	(776.6)
行政费用	(48.0)	(40.4)	(67.4)	(79.2)	(111.6)	(104.4)	(115.5)	(138.0)
经营盈利	171.9	206.9	274.2	358.2	252.6	371.9	434.7	516.0
财务开支	(9.7)	(9.7)	(7.4)	(7.6)	(1.4)	(1.5)	(1.7)	(1.9)
应占联营公司利润								
其他开支	0.0	0.0	4.0	1.0	0.0	0.0	1.0	1.0
税前盈利	162.2	197.2	266.8	350.5	251.2	370.4	434.0	516.2
所得税	(26.0)	(29.8)	(42.0)	(48.4)	(31.9)	(55.6)	(65.1)	(77.4)
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他全面收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	136.3	167.4	224.8	302.1	219.3	314.8	368.9	438.7
折旧及摊销	12.9	17.9	19.7	23.6	28.3	34.0	40.7	48.9
EBITDA	184.9	224.8	293.9	381.7	280.8	405.9	475.5	564.9
增长								
总收入 (%)	18.6%	16.0%	30.8%	8.8%	-23.6%	22.7%	17.4%	19.4%
EBITDA (%)	29.3%	21.6%	30.7%	29.9%	-26.4%	44.5%	17.1%	18.8%
净利润 (%)	29.4%	22.8%	34.3%	34.4%	-27.4%	43.6%	17.2%	18.9%

资产负债表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2016A	2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
现金	156.2	240.6	311.1	473.3	527.6	563.1	605.2	659.3
其他短期投资	1.8	2.0	16.2	0.0	32.9	36.9	41.3	46.3
应收账款	291.3	343.5	464.5	665.6	513.0	535.0	533.8	541.9
存货	106.2	102.9	70.7	114.1	147.0	108.3	76.2	54.6
其他流动资产	0.0	28.2	0.0	3.9	40.2	44.2	48.6	53.4
流动资产	555.5	717.2	862.5	1256.9	1260.7	1287.4	1305.1	1355.6
固定资产	163.9	171.2	169.3	180.4	273.0	281.1	289.6	298.3
贷款	213.9	273.3	417.8	630.1	815.6	918.2	953.5	990.4
非流动资产	377.8	444.6	587.1	810.5	1088.5	1199.4	1243.1	1288.6
总资产	933.3	1161.7	1449.6	2067.4	2349.2	2486.8	2548.2	2644.2
流动负债	244.0	277.2	315.3	509.1	606.0	624.4	643.7	664.2
应付账款	0.5	1.3	3.7	53.1	44.1	44.5	45.0	45.4
短期银行贷款	38.8	29.0	0.0	19.3	200.8	212.8	225.6	239.1
其他短期负债	204.7	246.9	311.6	436.7	361.2	367.1	373.1	379.7
非流动负债	132.5	143.1	205.5	371.7	389.1	455.3	474.9	495.5
长期银行贷款	121.4	129.0	189.4	340.9	354.6	372.3	390.9	410.5
其他负债	11.1	14.2	16.1	30.8	34.5	83.0	84.0	85.0
总负债	376.4	420.3	520.8	880.8	995.2	1079.7	1118.6	1159.7
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	556.9	741.5	928.8	1186.6	1354.1	1407.1	1429.6	1484.5

财务分析

百万港元，财务年度截至12月31日

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
盈利能力									
毛利率 (%)	81.0%	80.3%	82.0%	82.8%	80.7%	81.2%	81.5%	82.0%	82.0%
EBITDA 利率 (%)	21.9%	23.8%	25.0%	25.0%	29.8%	28.7%	33.8%	33.8%	33.6%
净利率 (%)	16.1%	17.6%	18.6%	19.1%	23.6%	22.4%	26.2%	26.2%	26.1%
ROE	25.5%	24.5%	22.6%	24.2%	25.5%	16.2%	22.4%	25.8%	29.6%
ROA	16.5%	14.6%	14.4%	15.5%	14.6%	9.3%	12.7%	14.5%	16.6%
营运表现									
SG&A/收入 (%)	7.8%	6.2%	4.5%	5.7%	6.2%	11.4%	8.7%	8.2%	8.2%
实际税率 (%)	19.7%	16.0%	15.1%	15.7%	13.8%	12.7%	15.0%	15.0%	15.0%
股息支付率 (%)	11.6%	10.3%	19.1%	14.0%	12.5%	20.6%	17.2%	17.6%	17.8%
库存周转天数	(108.4)	(173.2)	(235.5)	(156.1)	(136.9)	(258.7)	(209.9)	(132.8)	(78.9)
应付账款天数	(6.8)	(1.2)	(2.9)	(6.7)	(78.7)	(87.3)	(73.2)	(64.7)	(54.8)
应收账款天数	143.0	137.1	139.4	144.1	189.9	191.4	162.7	138.3	117.6
财务状况									
净负债/总资产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
收入/总资产	1.0	0.8	0.8	0.8	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6
总资产/股本	1.5	1.7	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8

现金流量表

百万港元，财务年度

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
净利润	105.3	136.3	167.4	224.8	302.1	219.3	314.8	368.9	438.7
折旧与摊销	10.2	12.9	17.9	19.7	23.6	28.3	34.0	40.7	48.9
营运资本变动	(66.4)	(71.2)	(3.8)	(35.3)	(45.6)	(58.8)	(75.9)	(97.9)	(126.2)
其他非现金调整	19.9	7.3	12.3	(14.5)	(1.7)	(0.2)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
营运现金流	69.1	85.3	193.8	194.6	278.4	188.5	272.9	311.8	361.4
资本开支	(23.0)	(36.1)	(69.2)	(101.7)	(103.8)	(105.9)	(108.0)	(110.1)	(112.3)
其他投资活动	(35.3)	(81.9)	(8.9)	(43.2)	(74.3)	0.4	(89.0)	(104.9)	(123.2)
投资活动现金流	(58.3)	(118.0)	(78.1)	(144.9)	(178.0)	(105.5)	(197.0)	(215.0)	(235.5)
负债变化	1.3	137.8	(9.8)	25.5	22.5	19.1	15.2	10.8	5.8
股本变化	6.4	6.0	3.1	35.1	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
股息	(12.3)	(14.0)	(32.0)	(31.4)	(37.7)	(45.2)	(54.3)	(65.1)	(78.1)
其他融资活动	0.0	0.0	(3.6)	(4.2)	(4.3)	(4.3)	(4.4)	(4.4)	(4.5)
融资活动现金流	(4.5)	129.8	(42.4)	25.0	(18.5)	(28.4)	(40.4)	(54.7)	(71.8)
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0
现金变化	6.3	97.1	73.4	74.7	161.9	54.6	35.5	42.1	54.1
期初持有现金	62.0	68.2	165.3	238.7	313.4	475.3	529.9	565.4	607.5
期末持有现金	68.2	165.3	238.7	313.4	475.3	529.9	565.4	607.5	661.6

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>