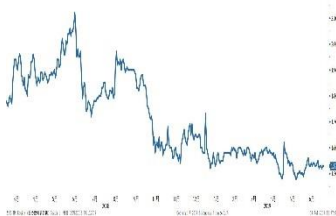




GREAT ROC
CAPITAL SECURITIES LIMITED
鴻騰資本證券有限公司
A Wholly-owned subsidiary of UNF (Holdings) Limited (HSEK stock code 1468)
英國註冊有限公司之全資附屬公司 (香港交易所上市編號1468)

雅各臣 JACOBSON PHARMA
(2633.HK)

5 JULY 2019



來源: 彭博

財務資料摘要

收市價*	1.53
總市值 (億港元)	20.2
52週高位	1.95
52週低位	1.40

*截至7月4日

FY19 財務資料摘要

港元(億元)	
收入	17.0
變動(%)	10.1
毛利	6.9
變動(%)	11.7
淨利潤	2.5
變動(%)	23.9

主要股東資料

	持股
岑廣業	64.0
雲南白藥	9.9

來源: 披露易

業務模式

- 雅各臣(2633)主要從事製造、營銷及銷售非專利藥及品牌成藥。公司為香港最大非專利藥龍頭企業，供應非專利藥予醫院管理局的醫院及診所、衛生署旗下之健康中心、診所，佔公營醫療機構年度採購額逾七成以上。非專利藥的分銷網絡亦涵蓋本港私立醫院、註冊藥房、私人執業醫生及零售店，市場佔有率逾兩成。2019 年度非專利藥業務貢獻 73.5%的總收入，當中約有三分二來自私營界別。
- 另一邊廂，公司亦有銷售一些具品牌知名度的中成藥，例如保濟丸、何濟公止痛退熱散、唐太宗活絡油及秀碧除疤膏等。該業務於 2019 年度佔有 13.2%收入來源。

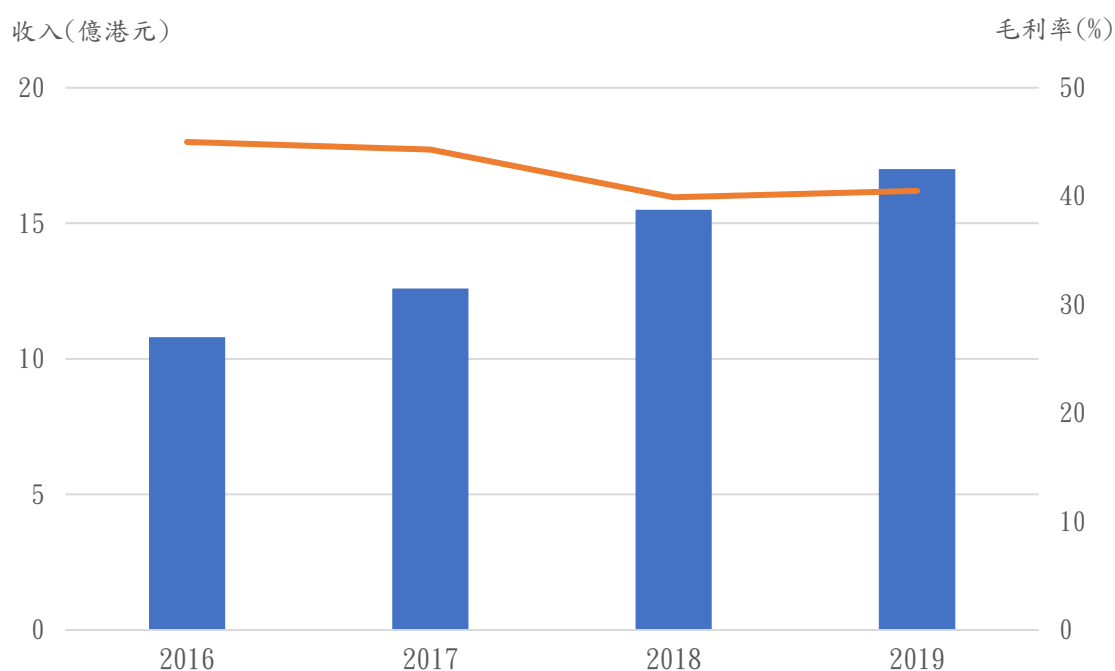
雅各臣部分知名中成藥產品



圖片來源: <https://www.aastocks.com/tc/stocks/news/comment.aspx?ID=22977>

經營業績及近期發展

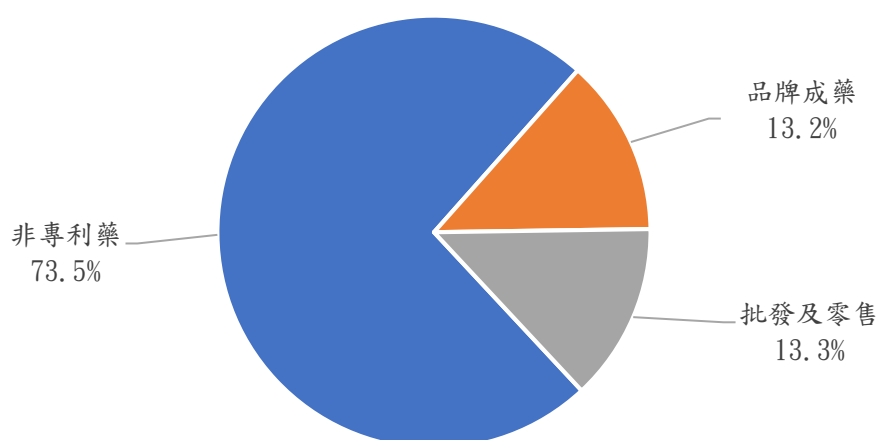
- 截至 2019 年 3 月底止之全年業績，收入按年上升 10.1% 至 17.0 億港元；公司擁有人應佔溢利則按年上升 23.9% 至 2.5 億港元。盈利增長動力來自多方面，首先核心非專利藥業務保持穩定增長和新授權產品帶來銷售收益，而且品牌藥品總收益錄得雙位數增長。其次，控制成本措施見成效，銷售與行政開支佔收入比重由 2018 年度的 22.0%，降至 2019 年度的 20.6%，拉動經營溢利率上升 2.9 個百分點至 22.1%。



來源：公司年報，經鴻騰資本證券整理

- 承上文，非專利藥業務為公司主要收入來源。憑藉公司在本港公私營醫療體系的全面布局，特別在公營醫療機構享有寡頭壟斷優勢和豐富產品組合，期內收入按年上升 6.3% 至 11.8 億港元。來自公營及私營界別收入同比增長分別為 9.6% 及 4.8%。至於品牌藥業務保持不俗的增長動力，分部收入按年上升 17.1% 至 2.3 億港元，尤其是保濟丸的品牌效應強勁，其銷售增長同比達到 15.6%。目前保濟丸的銷售已經拓展至新加坡、澳門及中國等市場，並獲得柬埔寨的產品註冊。
- 今年 1 月下旬，雅各臣與麥迪森醫藥訂立一份新獨家代理協議。據協議，將亞妥明眼藥水的獨家代理權，由香港、澳門及新加坡，進一步擴展至中國廣東省。該產品一直被眼科醫生廣泛使用，用於瞳孔放大及散瞳驗光。

FY19 收益分布



港元(千元)	2016	2017	2018	2019
非專利藥	944,753	1,097,574	1,178,795	1,253,022
品牌成藥	139,103	158,383	192,238	225,103
批發及零售	-	-	177,651	226,516
總數	1,083,856	1,255,957	1,548,684	1,704,641

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

成本結構

港元(千元)	2016	2017	2018	2019
銷售及分銷費用	133,807	145,350	167,075	177,701
行政及營運開支	167,963	188,036	172,865	173,109

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整

前景

- 今年以來，公司在本港參與 11 項公營醫療機構的招標項目，疊加新授權產品助力，料為非專利藥業務持續提供收入增長動力。中長線而言，公司重點發展方向為將產品多元化和進軍更多海外市場。管理層於業績會上表示，將會開發專科藥及罕見病用藥、引進醫療器材、保健護理品牌及醫學營養產品等。目前與多個國家及地區的製藥企業展開合作，涉及共 52 種專科藥的授權協議。管理層期望在明年第二季帶來貢獻。
- 此外，公司亦積極布局海外市場，例如北亞、中國和東南亞市場等，冀降低過份依賴香港單一市場的風險。目標在 3 年後，香港及海外市場分別佔收入比重 85%及 15%。值得留意是，主要股東雲南白藥在內地擁有全面的銷售布

局，有利將知名度高的中成藥引入內地市場，憧憬雙方合作能提供更多協同效應。

風險因素

- 海外擴張速度不似預期
- 本港非專利藥市場競爭趨激烈
- 業務集中於香港

投資建議

- 雅各臣本身在公私營醫療系統的非專利藥市場具有不俗的市場份額，尤其是在公營市場的競爭優勢更為明顯。憑藉公司多年與香港醫院管理局的合作關係，形成進入市場壁壘，為核心非專利藥業務提供平穩增長的基礎。憧憬公司產品多元化和進軍海外市場的策略，能擴闊收入基礎和分散業務風險。現價為 2020 年度預測市盈率 10.9 倍，低於過去平均水平，可現價吸納作中長線部署。

盈利預測

港元(百萬元)	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	1704.6	1859.0	2033.0	2207.0
稅前溢利	315.1	355.5	418.5	471.5
淨利潤	250.6	282.5	333.0	374.5

來源：公司年報、彭博

免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司(“鴻鵬”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，鴻鵬以及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，鴻鵬在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址：香港灣仔港灣道1號會展廣場辦公大樓44樓

電話：(852)3423 0090 傳真(852)3423 0099

電郵：info@greatroc.com.hk, bevisho@greatroc.com.hk